

# セキュリティ・トークン・オフリング (STO) 市場拡大の鍵を握る「6つの論点」

新たな資金調達手法であるSTOへの関心が高まっている。実案件の実施も進んでおり、今年はSTOの本格的な幕開けとなっている。今後、一層のSTO市場の拡大に向けて、セカンダリ取引や、権利移転時の第三者対抗要件などの制度整備の進展が期待される。

## 遂に幕開けとなった国内STO市場

ブロックチェーン（分散型台帳）技術を活用してトークン（証券）化したデジタル証券を発行する、新たな資金調達手法である「セキュリティ・トークン・オフリング（STO）」への関心が高まっている。

日本では、2020年5月1日に施行された改正金融商品取引法及び関連内閣府令によって「電子記録移転有価証券表示権利等」が新たに定義される等、STOの制度が整備された。これを契機に昨年、ブロックチェーンを活用したデジタル証券の試験的発行が複数件実施されたが、今年に入り、電子記録移転有価証券表示権利等に該当するセキュリティ・トークン（ST）として、3月29日に三井住友信託銀行が受益証券発行信託の自己私募を、4月20日にSBI証券が社債の公募の自己募集を実施しており、遂にSTOによるデジタル証券発行の本格的な幕開けとなった。

STOは、従来は一般投資家への提供が難しかった多様な資産を裏付けとした証券化商品の発行・流通を促進し、権利保有者をリアルタイムに把握することもできる。また、非金銭的なリターンを付与するといった新しいファイナンスの在り方を切り拓くことも期待されている。

他方、これまで技術主導で取り組まれてきたSTOを一層普及させるためには、いくつかの法規制や実務面での課題が残されている。以下、業界でその行方が注目される主要な論点を紹介したい<sup>1)</sup>。

## STO普及の鍵を握る6つの論点

注目論点を発行（プライマリ）と流通（セカンダリ）に関するものに分けて整理したい（図表）。発行については、とりわけ従来の有価証券と比べ商品性が劣後する点や、事務の煩雑化といった課題が挙げられる。

(1) 開示規制が限定的な第二項有価証券として取り扱われる適用除外STとする場合に、譲渡制限に加えて、個人投資家の場合は資産合計残高が1億円以上という通常の第二項有価証券にはない取得者制限が課せられたが、投資者保護とイノベーションのバランスに配慮しつつも、資産要件の見直しや基準の柔軟な運用が市場育成の観点からも期待される。

(2) 手続きのデジタル完結が期待されるSTOでは、取得勧誘行為がウェブやアプリ上で行われることが想定されている。少人数私募を行う場合、取得勧誘の定義は声掛けベースで49名以下であるため、商品特性から容易にその制限に到達してしまう可能性が高い。これを踏まえ、勧誘制限の定義を実際の取得者ベースとする等の見直しを期待したい。

(3) 税制面の課題もある。一定の金融機関が支払いを受ける場合の、公社債利子に係る源泉徴収不適用措置が、振替機関で取り扱われないSTでは適用されない。事務処理の負荷が大きく、振替機関を使わない社債STでも不適用の対象となる税制改正が望まれる。

(4) 個人投資家の税制についても、特定口座でのST取扱可否と、非金銭リターンのスキーム毎の取扱（代物弁済か景表法上のおまけか）に係る解釈が定まっていない。魅力的なSTの新商品を開発する上で、税務処理の

## NOTE

- 1) 本稿の内容は、国立研究開発法人新エネルギー・産業技術総合開発機構 (NEDO) の委託業務の結果得られた成果であり、経済産業省 経済産業政策局 産業創造課 新規事業創造推進室の協力の下で調査プロジェクトを実施した。  
論点の整理にあたっては、多くの業界有識者及び専門家から貴重な助言をいただいたことを深く感謝したい。
- 2) その他、今後の行方が注目される重要テーマとしては、STのDVP決済に活用できるデジタル通貨（民間発行及びCBDC）や、不動産に留まらないユニークな資産を裏付けとするSTの可能性も挙げられる。
- 3) 2021年2月5日に閣議決定された改正法案によると、計画認定を受けた情報システムによる通知等については、第三者対抗要件が具備されているとする特例が設けられる見通しである。

図表 STO普及の課題となる主な論点

項目	論点	概要	関連する法規制	
(1)	発行	STの対象範囲制限	第二項有価証券として取り扱われるSTは、合計資産1億円以上の個人等に制限されているが、対象範囲が狭い	金商法等
(2)	発行	少人数私募の取得勧誘	少人数私募では取得勧誘時の声掛け人数が49名以下の必要があるが、ウェブやアプリを用いたSTの勧誘では容易に達してしまう	金商法等
(3)	発行	源泉徴収の不適用措置	振替機関で取り扱われないSTの社債は、一定の金融機関が支払いを受ける場合の利子に係る源泉徴収を不適用とすることができない	租税法等
(4)	発行	特定口座・非金銭リターン	個人投資家の税制について、(1) STの社債はどのような場合に「保管の委託」があり特定口座の取扱対象となるのか不明瞭、(2) 非金銭リターンの税制上の解釈が不明瞭	所得税法等
(5)	流通	PTS該当範囲	STのセカンダリ取引において、PTSに該当する範囲、及び、該当する場合の認可基準が不明瞭	金商法等
(6)	流通	権利移転時の第三者対抗要件	第三者対抗要件として確定日付のある証書が必要となる場合や、効力発生要件として券面発行が必要となる場合、STのセカンダリ取引がデジタル完結しない	民法、信託法、資産流動化法、投信法等

(出所) 有識者ヒアリングを参考に野村総合研究所作成

解釈明瞭化や指針整理等が期待される。

次は、発行したSTの流通に関する課題である。技術的にはブロックチェーンを活用することで電子記録移転権利の意図通りに流動性が向上すると期待されるが、これを阻害する課題がある。

(5) 電子情報処理組織であるブロックチェーンを用いたST取引を、媒介として行えるケースと、PTS（私設取引システム）に該当するケースの、線引きが不明瞭という課題がある。加えて、PTSに該当する場合、STを扱うPTSの認可基準が現段階では明らかでない。

(6) 権利移転時の第三者対抗要件として、匿名組合出資持分や信託受益権等（受益証券発行信託を除く）では確定日付のある証書による通知又は承諾が必要であり、ブロックチェーン上の記録と実体法上の権利移転が異なる可能性を排除できず、前者を活かす形で総合的な制度整備が求められる。

また、振替機関で取り扱われない特定目的会社が発行する優先出資証券や、投資法人の投資口、及び、投資信託については効力発生要件として券面発行が必要だが、ST取引をデジタル完結するためにも、券面不発行とす

る整備が望まれる。

## 進みだすSTO市場整備への期待

プライマリの更なる市場拡大と併せて、セカンダリの整備も重要テーマである<sup>2)</sup>。日本STO協会では「セキュリティトークン市場活性化委員会」が設置されるなど、業界一丸となった市場整備の検討が進もうとしている。

さらに、債権譲渡等における第三者対抗要件については、産業競争力強化法の改正により特例措置を講ずる旨が2021年2月4日に法務省より公表されており、今後、官民による法規制のアップデートが期待される<sup>3)</sup>。

STOによるデジタル証券の発行・流通がもたらす変革にますます注目が集まるだろう。

## Writer's Profile



佐藤 広大 Kodai Sato

金融デジタルビジネスデザイン部  
上級研究員  
専門は金融DX企画、デジタルアセット  
focus@nri.co.jp