



2020年3月13日

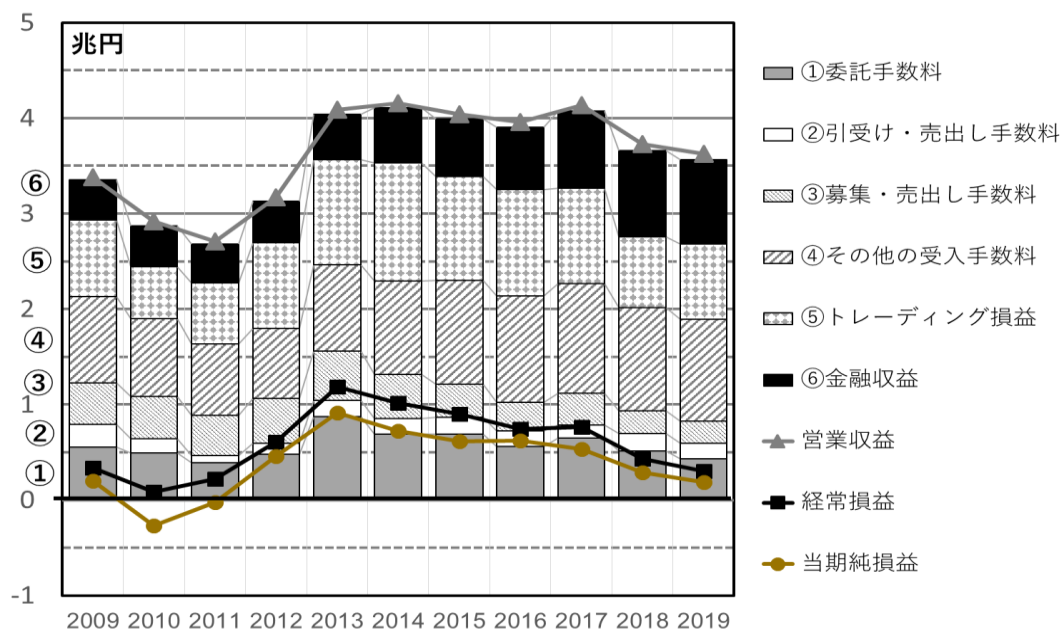
証券業界の期待を集める新しい資金調達手段「STO」について

公益財団法人 国際通貨研究所
経済調査部 主任研究員 志波 和幸

わが国の証券会社は、ここ数年の内外株式市場の活況にも関わらず厳しい経営環境に直面している。証券会社の決算推移を見ると（図表1）、2013年度以降年間4兆円前後で推移していた営業収益は2018年度には3.7兆円に減少。まもなく迎える2019年度決算も、米中貿易摩擦の行方、地政学リスクの高まり、新型コロナウイルスの影響など海外動向を中心に市場環境の不透明感が増していることを受け減収となる見通しである。

加えて、昨年末からインターネット専門証券を中心に株式及び投資信託売買手数料の無料化施策が打ち出されるなど証券会社間の競争が更に過熱しつつあり、各証券会社はビジネス拡大と更なるコスト削減の両面に取り組む必要性に迫られている。

図表1：証券会社の決算概況推移（2019年9月末時点：258社）



注：2019年度は、2019年9月末中間決算の数値を2倍したものを表示

（出典：日本証券業協会）

こうした状況のなか、証券業界はSTO（Security Token Offering）という新たな資金調達手段に大きな期待を寄せている。STOとは、株式・債券・商品・不動産などといった

資産を証券化したうえで、ブロックチェーン技術を用いデジタル化し（「セキュリティトークン」と呼ぶ）、それを発行することで資金調達を行うことである¹。セキュリティトークンは有価証券と同様に、所有権や配当を受ける権利を有することを証明する金融商品となる。

STO のメリットとしては、

- ① ブロックチェーン上で（売買等の）契約条件をあらかじめプログラム化し、その条件を満たしたときのみ自動的に取引が執行される仕組み（スマートコントラクト）の導入で、「発行・流通プロセスの簡素化」及び「コスト削減」が期待できること。
- ② 個々の取引を仲介・監査する管理者（ヒト）が不要となり、その結果既存の市場障壁を排除することも可能となること。（例：「売買の 24 時間／365 日化」や「国・地域を跨いだ取引」の実現）
- ③ 「トークン」という形態を用いることで、不動産物件など物理的にそれ以上細かく分けられない資産の所有権を細分化して取引することができる。また、上記①のコスト削減により、これまでは費用対効果の観点から証券化が難しかった資産・プロジェクト等（小規模不動産、エンタメ・スポーツ等のファンビジネス等）を裏付けとした多様な商品の開発・提供が期待されること。
- ④ 「トークン」は証券会社等の審査を通過したもののみが発行・流通されるため、ICO²で多発した詐欺案件を事前に防止することが出来る。一方、投資家にとって国が定めた一定水準の保護が担保されるとの安心感が、STO 市場の発展を促すという期待があること。

などが挙げられる。

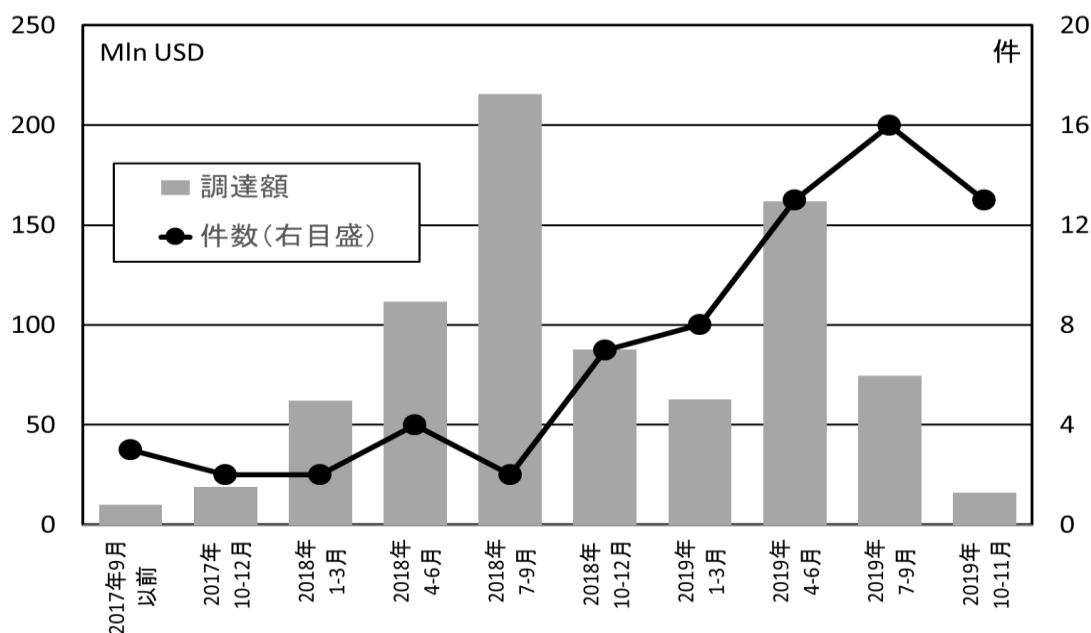
海外では、スタートアップ企業の資金調達手段として STO が浸透しつつある。STOblock 社のデータ³によると、2019 年 11 月末時点で計 70 案件／総額 8.21 億米ドルが STO で資金調達され、そのうち 60%強が米国での調達となっている（図表 2 と図表 3）。

¹ 「トークン」という形態を用いた資金調達手段として ICO（Initial Coin Offering）というのものもある。その仕組み及び市場の衰退の事由については、下記「IIMA の目」レポート [2017 年 9 月 25 日付「過熱する仮想通貨を活用した資金調達方法（ICO）」](#)、[2018 年 12 月 17 日付「急ブレーキがかかる ICO 調達」](#) をご参照のこと。

² 脚注 1 を参照。

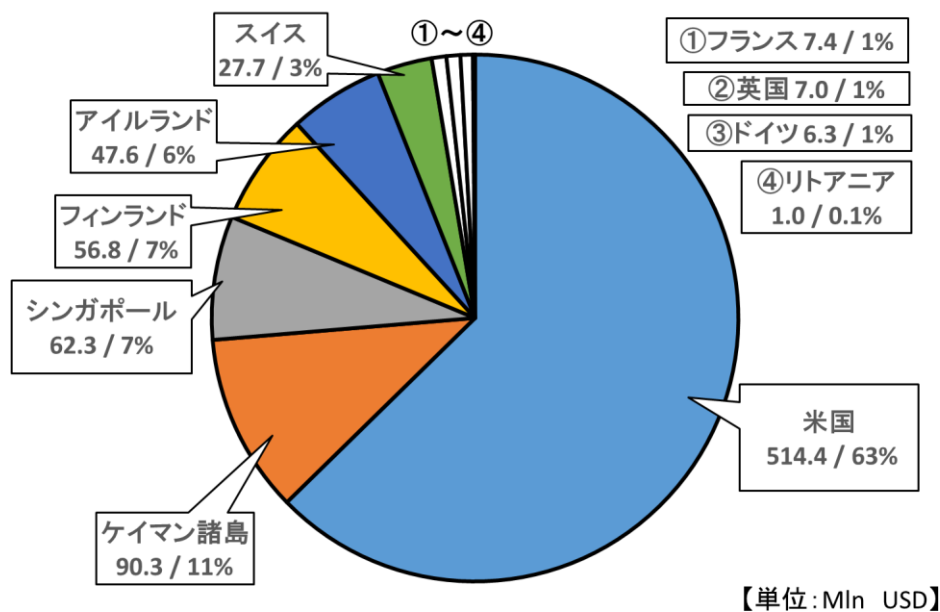
³ <https://www.stoblock.io/statistics/> より引用。

図表 2 : STO による資金調達額と実施件数



(出典 : STOblock 社の公表データから筆者作成)

図表 3 : 国・地域別資金調達額



(出典 : STOblock 社の公表データから筆者作成)

わが国では 2019 年 5 月末にセキュリティトークンに関する改正金融商品取引法が成立し、6 月 7 日に公布された。その施行日は「公布日から 1 年以内」であることから、遅くとも今年 6 月から STO での資金調達が解禁となる。それに向け、セキュリティトークンに関連する自主ルール・ガイドラインの制定及びそれを通じた「投資家の保護・健全な業界の発展」を目的に、一般社団法人日本 STO 協会⁴が発足した。

しかしここに来て、本邦での STO は「ビジネス拡大と更なるコスト削減」に寄与す

⁴ <https://jstoa.or.jp/>をご参照。

るかどうか疑わしいとの声が出ている。

その理由の1つ目は、STOでの資金調達に関わる開示規制及び業規制が細かく規定された「令和元年資金決済法等改正に係る政令・内閣府令案⁵」(2020年1月14日公表)にある。そのなかで、セキュリティトークンは原則「1項有価証券扱い」であることが明記され(図表4)、既存の公社債や株券等と同様の厳しい開示基準(有価証券届出書の作成、継続的な有価証券報告書の開示など)が求められたことにより、当初想定以上に管理コストがかかる恐れが出てきた。

図表4：各種有価証券の開示規制・業規制

	金融商品取引法 1項有価証券		金融商品取引法 2項有価証券		
	従来の「1項有価証券」 (公社債、投資信託、株券等)	既存「1項有価証券」 をトークン化したもの	電子記録移転権利 (=セキュリティトークン)	「電子記録移転権利」から 除外されるトークン表示権利	従来の「2項有価証券」 (信託受益権等)
発行者の開示義務	<①かつ②の場合に開示義務あり> ①「50名以上の一般投資家への勧誘」 ②「発行額1億円以上」		<①かつ②かつ③の場合に開示義務あり> ①「500名以上の投資家の保有」 ②「発行額1億円以上」 ③「出資金の50%以上を有価証券に投資する」		
「適格機関投資家等 特例業務」 が適用可能か?	適用不可		適用可 (適用のための金融庁宛て届出が必要)		
「募集の仲介」に 必要なライセンス	第1種金融商品取引業	第1種金融商品取引業 (変更登録が必要)	第2種金融商品取引業 (変更登録が必要)	第2種金融商品取引業	
	クラウドファンディング制度を利用可				
「業としての売買」に 必要なライセンス	第1種金融商品取引業	第1種金融商品取引業 (変更登録が必要)	第2種金融商品取引業 (変更登録が必要)	第2種金融商品取引業	
募集・売買時に 勧誘できる 投資家の範囲	非上場株式等について 自主規制で制限	必要に応じて自主規制で制限 の可能性	一定の投資家に制限 (個人の場合は、「投資性金融資産と 暗号資産の合計残高が1億円以上」 + 必要に応じて自主規制で制限 の可能性)	制限なし	

注：赤線内が「セキュリティトークン」に該当
(出典：Fintertech社の資料より筆者作成)

2つ目は、当該法令等によりSTOに基づくセキュリティトークンが発行できるようになったとしても、それを流通させるためのセカンダリー市場が未整備であることだ。その候補としては、株式のような「金融商品取引所(東京証券取引所など)」、「各証券会社の私設取引システム(Proprietary Trading System、PTS)」、「(非上場有価証券の取引・換金ニーズに対応するための)株主コミュニティ制度」が想定されるも、現時点でその取り扱いを表明している団体・企業はない。

そして最後に、税務上の課題が挙げられる。ある資産をセキュリティトークン化する際、STOはその資産に関する既存スキームよりも不利にならないことが必要である。仮にSTOで発行コストを削減し、既存商品よりも高い利回りの商品を組成できたとしても、既存スキームよりも税の観点でデメリットがあるならば、投資家が購入するメリットが小さい。そのため、発行前に資産毎の税務の明確化が必要である。

⁵ <https://www.fsa.go.jp/news/r1/sonota/20200114/20200114.html> をご参照。

STOは、長期的には今までにない多様な商品、特に資産形成層がアクセスしやすい流動性の高い小口化商品を生み出す可能性を秘めている。その具現化のためにも、各団体・企業などは一層の協力・横連携が求められよう。(図表5)

図表5：STOに関わる主な団体一覧

名称	設立年月	会員数	設立目的/活動概要	ホームページ
1 一般社団法人 日本STO協会 (JSTOA) 金融商品取引法に基づく 認定取得を目指している	2019年10月	9社 SBI証券 楽天証券 auカブコム証券 マネックス証券 大和証券 野村證券 みずほ証券 SMBC日興証券 東海東京証券	①電子記録移転権利(セキュリティトークン)に関連するルール整備を通じた「投資家の保護・健全な業界の発展」を目指す。 ②「資本市場機能の活性化・高度な産業の育成・グローバル視点での競争力の維持」を推進し、制度の普及、事業者・投資家への啓蒙に努める。	https://jstoa.or.jp/
2 一般社団法人 日本セキュリティトークン協会 (JSTA)	2019年5月	正会員:7社 賛助会員:10社 ゲスト会員:140社以上 (証券会社、不動産投資会社、クラウドファンディング、法律事務所、監査系コンサル、ITベンダー等)	①セキュリティトークンの技術、制度、ビジネスに関して、調査、研究、普及・啓発活動等を通じて、セキュリティトークンの品質向上を図り、セキュリティトークンを用いたエコシステムの健全性の確保に努める。 ②公正かつ自由な経済活動の機会の確保及び促進並びにその活性化による国民生活の安定向上に寄与し、日本経済の健全な発展に貢献する。	https://securitytoken.or.jp/
3 ST研究コンソーシアム (SRC)	2019年11月	協力企業21社 三菱UFJフィナンシャルグループ、三菱UFJ信託銀行が、三菱UFJモルガン・スタンレー証券、三菱UFJ銀行、NTT、KDDI、三菱商事、ほか	ブロックチェーンを活用した次世代金融取引サービスの迅速な社会実装を目指し、「資金調達・投資検討」、「アレンジ・媒介検討」、「技術協力・決済検討」の各立場で知見を共有しながら検討する。	(なし)
4 一般社団法人 日本デジタルアセット協会 (JDAA)	2018年12月 (ウェブサイトの開設)	正会員:5社 (国内外ベンチャー企業が中心)	①デジタルアセットの健全な発展及び普及という社会的意義のもとで運営。 ②国内外の企業、関連諸団体との情報交換や連携・協力を通じて、デジタルアセットに関わるグローバル企業の日本進出の支援や、企業間ビジネスマッチングの支援を行い当協会所属企業様のイノベーションを促進し続けることに貢献。	https://j-daa.jp/
5 一般社団法人 日本仮想通貨ビジネス協会 (JBCA)	2016年3月	計129社 正会員:35/準会員:90 /特別会員:4 (仮想通貨交換業者または金融庁所管の預金取扱等金融機関、銀行等代理業者、外国銀行代理銀行、金融商品取引業者等、及び仮想通貨関連ビジネスに携わる法人)	銀行・証券会社・金融商品取引業者が日本国内において仮想通貨ビジネスをはじめにあたり、テクノロジー・会計・レギュレーション・商慣行などの面から、必要な情報の調査・研究、知見の集約、意見交換を積極的に行い、業界の健全な発展を目指す。	https://cryptocurrency-association.org/
6 一般社団法人 新経済連盟 (JANE)	2010年2月	計534社 一般会員:427 /賛助会員:107	①インテリジェントハブ化構想 ②最先端社会 スマートネイション ③人口減少・労働力不足問題への対応 その具現のための9つのプロジェクト・チームが発足(そのうちのひとつが「Fintech推進PT」) 官公庁あて要望書の提出	https://jane.or.jp/
7 一般社団法人 日本ブロックチェーン協会 (JBA)	2014年9月	協会会員 ・仮想通貨部門:11社 ・ブロックチェーン部門:45社 賛助会員:58 賛助会員(自治体):2 ほか	①仮想通貨及びブロックチェーン技術の健全なビジネス環境と利用者保護体制の整備を進めることで、我が国の産業発展に資すること。 ②国内での仮想通貨ビジネス振興及び課題解決の自主ガイドラインの制定及び施行。 ③ブロックチェーン技術の社会インフラへの応用、政策提言。 ④上記目的を達するための仮想通貨及びブロックチェーン技術を利用し事業を行う事業者団体として設立。	https://jba-web.jp/

(出典：各種資料より筆者作成)

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいませよう、宜しく申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。