

# デジタル証券における 流通市場の活性化への提言

---

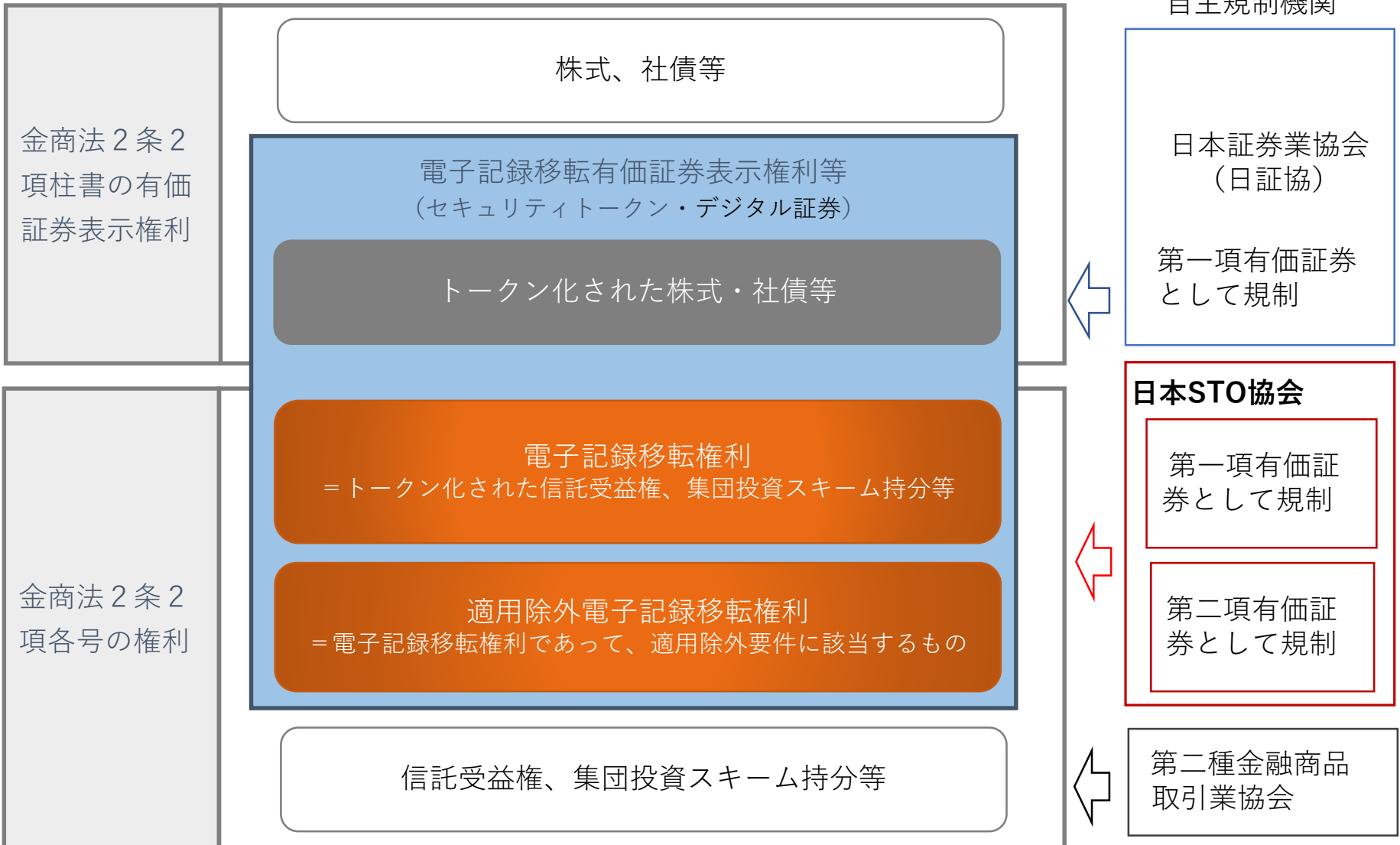
2022年 3月18日

# 1. はじめにー デジタル証券について

- 2020年5月1日に施行された改正金融商品取引法（金商法）により、ブロックチェーン等を活用して電子的に発行・移転ができる有価証券や権利は、電子記録移転有価証券表示権利等（セキュリティトークン・デジタル証券）と位置づけられ、その取扱いが明確化された。
- デジタル証券として、株式、社債や、信託受益権、集団投資スキーム持分等が規制対象となり、そのうち信託受益権、集団投資スキーム持分等の金商法2条2項各号に掲げる権利（第二項有価証券）をトークン<sup>(注)</sup>に表示したものは、流通性が高まると予想されることから、金商法上、新たに「電子記録移転権利」と定義され、従来の第二項有価証券ではなく「第一項有価証券」として取扱うこととされた。
- 電子記録移転権利は、株式、社債等と同様に開示規制（有価証券届出書・有価証券報告書の提出義務等）が課され、第一種金融商品取引業者・登録金融機関等（証券会社及び銀行・信託銀行等）が取扱うこととされた。
- 日本S T O協会（JSTOA）は、2020年4月30日、金商法の規定に基づき、金融庁の認定を受けた「認定金融商品取引業協会」で、第一種金融商品取引業者等が行う電子記録移転権利等の取引の自主規制機関である。

(注) トークン：電子情報処理組織を用いて移転することができる財産的価値。主にブロックチェーン（分散型台帳）上の記録が想定されている。

# 【参考】 デジタル証券の分類と自主規制機関



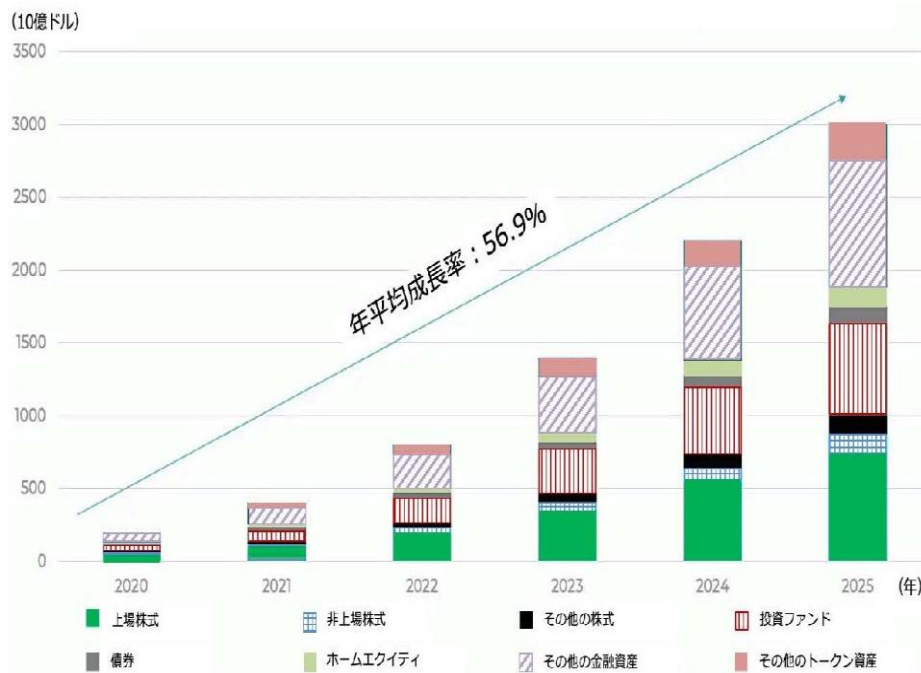
## 2. 現在の国内の主な発行状況

- デジタル証券は、2021年4月以降、社債型（デジタル社債）、不動産信託受益権を裏付け資産とする受益証券発行信託型や匿名組合出資型のデジタル証券が発行され、公募により個人投資家に販売されている。
- 現在、社債、受益証券発行信託の受益権や匿名組合出資持分に加えて、信託受益権、特定目的会社（TMK）の優先出資証券、投資法人の投資口等のデジタル証券の発行も検討されている。また、裏付け資産としては、不動産信託受益権（不動産）に加えて、航空機や船舶のリース債権、住宅ローン等の金銭債権、知的財産権等の検討が行われている。
- このように、デジタル証券は、これまでJ-REITに限られていた個人投資家向け不動産証券化商品について、J-REITとは異なる特性（例えば、単一物件を裏付け資産とするもの等）を有する金融商品の組成・提供を可能とした。同時にその裏付け資産が不動産以外にも拡大することによって、個人投資家が新しい金融商品へアクセスができるようになり、個人の資産形成の選択肢を大きく広げる可能性を秘めている。
- 事業者にとっても、投資家層の拡大によって資金調達の選択肢が格段に広がり、また、これまで国内で証券化が進んでいない裏付け資産をデジタル化することで多様な資金調達のニーズを叶える大きな可能性がある。なお、現時点では、デジタル証券として組成するうえでの課題が比較的少ない、不動産裏付け型のデジタル証券の発行・取組みが活発である。

### 3. デジタル証券市場の可能性

- デジタル証券は、国内においては、現時点では発行件数が数件にとどまるが、図表1のように、2025年には、世界的に約30兆円規模の市場に発展すると予測するレポートも存在する。
- このように、デジタル証券市場は、今後発展していく可能性が大きくあるものの、日本国内においては、流通市場が存在しておらず、このままでは、世界のデジタル証券市場の発展に後れる可能性が高い。
- そこで、早急に国内のデジタル証券市場の整備を進めていくことが必要不可欠である。

(図表1) セキュリティトークンの拡大予測 (金額ベース)



(出典) SOMPO 未来研究所 (主任研究員 大沢泰男) 「SOMPO 未来研レポート セキュリティトークンの可能性」 (なお、area2invest, “Security Token Offerings: Anatomy & Context Part1: How to successfully structure STOs”, June 2021をSOMPO 未来研究所にて和訳・一部加筆)

## 4. 背景

- 今後、事業者等の発行体によるデジタル証券での資金調達機会を拡大させ、個人投資家を含めた幅広い投資家層に投資機会を提供し資産形成を促すためには、発行後のデジタル証券のセカンダリー取引の促進、流通市場の整備が極めて重要となる。
  - 現在、デジタル証券においては、取引所や私設取引システム（いわゆるPTS）といった流通市場は存在しておらず、既発行のデジタル証券のセカンダリー取引は、証券会社との店頭取引に限られている。
  - 現行のPTSに係る法令は、20年以上も前の、まだインターネットが広く一般に普及していない時代に制定された規定であり、現在のインターネット社会の実態を反映した規定とはかならずしもいえない。
  - デジタル証券は、法令上、電子情報処理組織を使用することを前提とされており、流通市場においても電子情報処理組織を使用し取引が完結する仕組みが構築されなければ、デジタル化の利点がない。
  - 現在、政府はDXを推進<sup>(※)</sup>しており、デジタルの世界で取引が完結する流通市場は、このような推進政策の流れに合致している。
- (※) 首相官邸 成長戦略ポータルサイト「デジタル市場への対応」  
([https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/portal/digital\\_rule/index.html](https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/portal/digital_rule/index.html)) 等参照。
- 以上のようなことを踏まえて、デジタル証券の流通市場のあり方を提案する。

## 5. 要望事項

- デジタル証券は、電子情報処理組織を使用することが前提であり、デジタル証券の取引は常にオンライン完結することが基本的に想定されている。
- ところが、現行のPTS（要件について9及び10頁ご参照）に係る規制は、売買価格決定方式の有無で区別しているものの、PTSに該当する売買価格決定方式が抽象的に広く定義されていることから、電子情報処理組織によるセカンダリー取引が一律にPTSに該当する可能性がある。このため、証券会社において、インターネット上でのデジタル証券の店頭取引（PTS取引を除く）を提供することに二の足を踏むことになり、投資家のニーズに応えにくい状況となっている。
- デジタル証券の取引においては、インターネット上での取引であっても、電話等での取引と比較して価格形成機能に特段の差のない取引もあるが、全てPTSの定義に該当する可能性がある（例えば、12～14頁①・②イメージご参照）。
- そこで、デジタル証券のインターネット経由での店頭取引が可能な類型を整理し明確化する必要がある。例えば、「同時に多数の者を一方の当事者又は各当事者として・・・行う」という規定の意義の明確化又は見直しや、抽象的に広く定義されている現行のPTSの売買価格決定方式のうち、特に①顧客間交渉方式、②売買気配提示方式、③顧客注文対当方式について、それらの中でも価格形成機能が相当程度ある方式とそうではない方式を類型化して区別し、前者のみをPTSの売買価格決定方式とするなどの再整理をご検討いただきたい。（次頁「各取引市場形態と価格形成機能との関係性及び規制」ご参照）

# 各取引市場形態と価格形成機能との関係性及び規制



- PTSにおいては、複数の売買価格決定方式があり、上図のとおり、価格形成機能の高いものから低いものまで広範にカバーされており、特に、① 顧客間交渉方式、② 売買気配提示方式、③ 顧客注文対当方式においては価格形成機能の低いものやほとんどないものもあり得、そのような取引はPTSよりも店頭取引として規制することが適切と考えられる。



## (続き)

---

2. 取引所やPTSは、様々な動機を持つ多数の投資家が売買注文を出し取引を行うことで需要と供給が集約されて有価証券の「価格形成」がなされることから、適正な価格形成がなされるための高度な規律・規制が必要となる。このため、①取引所は、開設について免許制で、最低資本金は10億円、株主規制、厳格な業務範囲規制、自主規制業務等が課されている。②PTSは、その運営者は、第一種金融商品取引業者(証券会社)であってPTS業務に係る特別の認可が求められており、最低資本金は3億円、一般にその業務は、取引所の関連業務とされている。

一方、③店頭取引は、証券会社と投資家との間の相対取引であって、需要と供給の集約がないため、それ自体ではかかる価格形成が行われるものではないために、いわゆる証券会社の一般的な業務の範囲内で行われることとなっている。

# (参考1) PTS制度 (1)

## 1. 定義

金融商品取引法 第二条 (定義)

8 この法律において「金融商品取引業」とは、次に掲げる行為 (略) のいずれかを業として行うことをいう。 (略)

十 有価証券の売買又はその媒介、取次ぎ若しくは代理であつて、電子情報処理組織を使用して、同時に多数の者を一方の当事者又は各当事者として次に掲げる売買価格の決定方法又はこれに類似する方法により行うもの (略)

## 2. PTSの売買価格決定方法

次の売買価格決定方法が定められている (詳細は次頁参照)。

- ① 市場価格売買方式、② 顧客間交渉方式、③ 顧客注文対当方式、④ 売買気配提示方式、⑤ 競売買方式

## 3. PTSの位置付け

PTS制度では、上場株式等について、取引所の価格形成機能を活用した枠組み、代替執行市場としての制度整備が進められ、証券会社・PTSに対する監督・規制が行われている。なお、証券会社(第一金融商品取引業者)は、PTSを行う場合、その登録に加えて、認可を受ける必要がある(金商法30条)。

## (参考1) PTS制度 (2)

### PTSとして定める売買価格決定方式

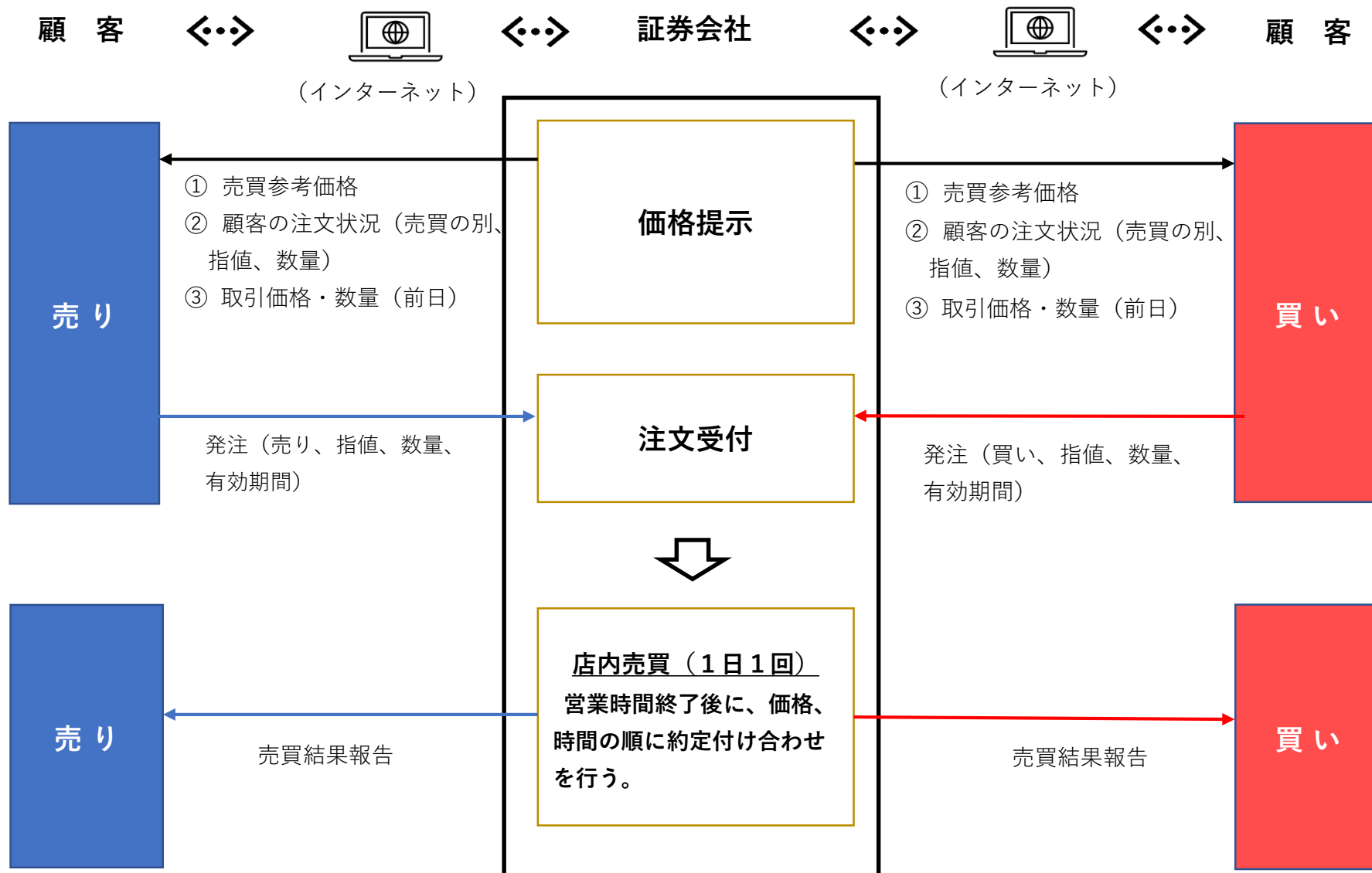
	売買価格決定方式	概要	取引所となる必要がある場合
1	市場価格売買方式 (金商法2条8項10号ロ)	取引所の上場有価証券の売買価格を用いて売買する方式	<p>上場株券又は新株予約権付き社債の場合 (1) 第1段階 個別銘柄のPTSの売買代金が取引所等の売買代金の10%以上、かつ、当該株券及び新株予約権付社債券全体について5%以上となった場合、次の体制整備が必要となる。</p> <p>①売買管理、審査態勢の拡充・整備 ②違約損失準備金制度と同様の制度整備 ③システム容量等の定期的なチェック</p> <p>(2) 第2段階 個別銘柄のPTSの売買代金が取引所等の売買代金の20%以上、かつ、当該株券及び新株予約権付社債券全体について10%以上となった場合には、取引所となる必要 (監督指針IV-4-2-1③ロa)</p>
2	顧客間交渉方式 (金商法2条8条10号ニ)	顧客同士が価格/数量等の条件の交渉を行い、双方が合意した条件で売買する方式	
3	顧客注文対当方式 (定義府令17条1号)	顧客が提示した指値と取引相手方の他の顧客が提示した指値が一致する場合の当該指値を用いて売買する方式 (成行注文、板寄せがない)	
4	売買気配提示方式 (定義府令17条2号)	<p>マーケット・メイク方式 自己/他の金商業者が複数の売付け・買付けの気配を提示して、当該複数の気配に基づく価格を用いて売買する方式</p> <p>(注) マーケット・メイク売買 (複数の金商業者が恒常的に売付け・買付けの気配を提示し、かつ当該気配に基づき売買義務を負うもの) の場合には、取引所の免許が必要となる。</p>	
5	競売買 (オークション) (金商法2条8項10号イ)	取引所と同様のオークション方式により売買を行う (成行注文、板寄せができる)。	
			<p>取引所の総取引高に対するPTSの総取引高の比率が1%を超える場合など取引所となる必要 (金商法施行令1条の10) もっとも上場有価証券等以外の場合については明確でない。</p>

## 6. まとめ

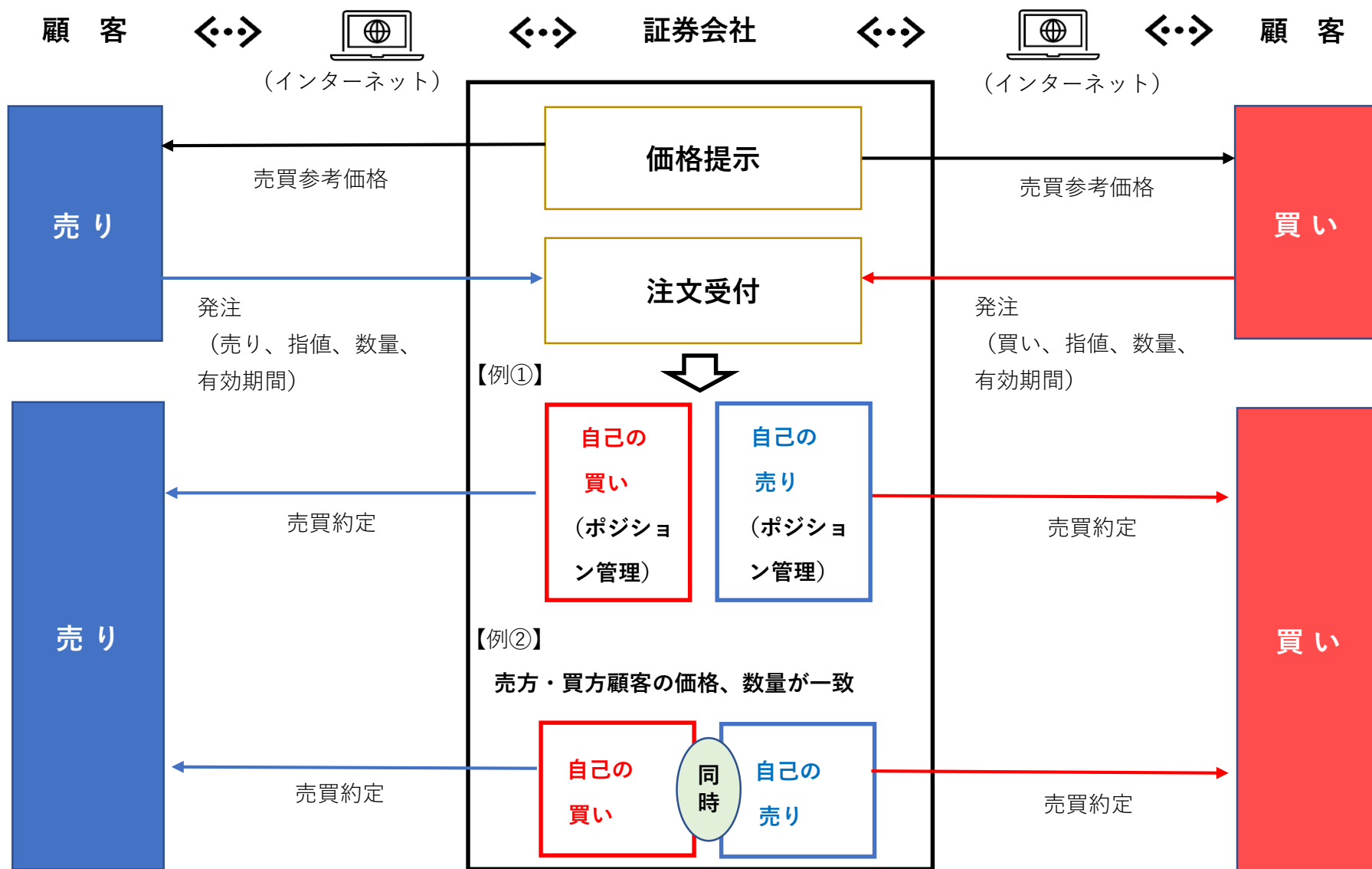
---

- 現在のインターネット社会の実態を適切に反映し、証券会社が投資家に適切な投資機会を与え、円滑な取引が行えるよう、法令上、PTSで行われるべき取引と店頭取引として行うことができる取引の範囲を明確にすべきである。
- 電子情報処理組織を用いたものであっても、価格形成機能が低いと考えられる売買価格決定方式によるものは、PTSではなく、むしろ店頭取引として整理したうえで、デジタル証券に適した投資家保護の仕組みを導入するほうが時代に即した規制の枠組みといえる。
- さらに、将来的にデジタル証券を広く一般投資家に普及させるためには、PTS等の大きな流通市場も必要不可欠であり、デジタル証券の取引にマッチするPTSのルール整備も必要である。
- 上記の検討・措置を通じて、インターネット上でデジタル完結されるデジタル証券の流通市場のあり方を整理していただきたい。

# (参考2) イメージ① 証券会社の店内売買



## (参考2) イメージ② 証券会社の自己仕切り売買



## (参考2) 各イメージの説明

### イメージ① 証券会社の店内売買

- 証券会社は、インターネットを通じて、売買の参考となる価格（売買参考価格）、他の顧客の注文状況（売買の別、指値<sup>(注)</sup>、数量）及び前営業日に約定が成立した取引価格と数量を示し、営業時間終了後に1日1回のみ、顧客からの売り注文及び買い注文を価格、時間の順で付け合わせを行い、顧客の売買を成立させる（約定前に売買参考価格を更新・提示し、当該価格に基づき顧客の売買を成立させるものではない）。

(注) 「指値（さしね）」は売買の値段を指定して注文する方法で、他方、売買の値段を指定せず売買の成立を優先させる注文方法は「成行（なりゆき）」と呼ばれる（日本証券業協会「投資の時間」における「金融・証券用語集」より）。

- 売買参考価格は、不動産裏付け型デジタル証券であれば、不動産の評価額を基準にした参考価格であり、営業日ごとに更新されることもあるが、当日中は変更されない価格である（上場株式PTSのようにリアルタイムに顧客の注文状況、売買成立の状況によって更新、提示されるものではない）。

### イメージ② 証券会社の自己仕切り売買

- 証券会社は、インターネットを通じて、売買参考価格（不動産裏付け型デジタル証券であれば、上記①と同じ。）を示し、顧客からの売り注文及び買い注文に対し、自己が相手方となって買い受け、又は売り付け、売買を成立させる。
- 【例②】では、価格及び数量が一致する顧客からの売り注文及び買い注文がある場合に限って、証券会社が一旦それぞれの顧客の相手方となって買い受け、又は売り付け、顧客の売買を成立させる。

## (参考3) デジタル不動産の審査と投資家への販売勧誘

現在公募により発行される不動産裏付け型のデジタル証券では、次により、その内容の確認、審査及び投資家への販売勧誘が行われている。

### ■ 投資運用業者のデューデリジェンス

投資運用業者（金商法の登録を受けた者）は、基本的にREITの審査手順等に則り、発行者（SPV）による不動産等の取得時に、当該不動産等のエンジニアリングレポート、不動産鑑定評価書、弁護士による法律意見書等を取得し、不動産等の価値の把握、物理的・法的な瑕疵の有無、リスク情報の抽出等のため、デューデリジェンス（DD）を実施する。

### ■ 証券会社の引受け・募集の取扱いの審査

証券会社では、投資運用業者のDDの結果及び有価証券届出書の内容等の確認、審査を行い、発行価格は、不動産の評価等に基づき決定される。

### ■ 投資家への販売勧誘

発行者は、有価証券届出書を提出、目論見書を作成し、証券会社は、当該目論見書を使って、投資家への販売勧誘を行う。また、発行者は、デジタル不動産発行後は、有価証券報告書等を提出する。



## (参考4) JSTOA デジタル証券の流通市場の整備の取組み

JSTOAでは、デジタル証券に対する投資家・発行者からの信頼性・安心感の確保のため、プラットフォームのモニタリングなど自主規制業務を確実に実施するとともに、デジタル証券市場の活性化に向けた取組みを進めており、早急に流通市場の整備が必要な不動産裏付け型のデジタル証券について、今回の要望事項に加え、次の事項の検討を行っています。

- 発行後に投資判断に重要な影響を及ぼす事項の適時開示、運用報告
- 投資運用業者の行為規制（利益相反取引の防止措置等）
- 不動産の評価方法
- 投資家の売買の参考となる取引指標価格の算定、提示
- 取引実績（取引価格・数量）の報告、公表
- 顧客との売買取引（PTS・店頭取引の明確化等）

上記は、証券会社、信託銀行、投資運用業者、オリジネーター、ベンダー、法律専門家、監査法人等広く関係者で検討を行っており、その内容は、JSTOAの自主規制規則等として定め、必要な措置を講じることを検討しています。

今後、不動産以外の他の資産を裏付けとし流動性が見込まれるデジタル証券についても必要な検討を行います。

