資料3

市場インフラ機能の向上（デジタル証券における流通市場の活性化）

2022年５月20日

一般社団法人
日本STO協会
JSTOA Japan Security Token Offering Association

© 2019 Japan Security Token Offering Association

１．デジタル証券の発行

① デジタル証券（証券トークン。電子記録移転有価証券表示権利等）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資産とする受益証券発行信託型や匿名組合出資型が発行され、主に公募により個人投資家に販売されている。

② 現在、これらに加えて、信託受益権、特定目的会社（TMK）の優先出資証券、投資法人の投資証券等のデジタル証券の発行も検討されている。また、裏付資産としては、不動産（不動産信託受益権）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。

③ デジタル証券は、個人投資家向けの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できるようになり、個人の資産形成の選択肢が大きく広がる可能性がある。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。

© 2019 Japan Security Token Offering Association

２．デジタル証券のセカンダリー取引、流通市場

① 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、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。

② 現在、有価証券の取引は、取引所が開設する「取引所金融商品市場」や証券会社が運営する私設取引システム（PTS）での市場取引、および証券会社との店頭取引がある。デジタル証券については、現時点で取引所やPTSは存在しておらず、デジタル証券のセカンダリー取引は、事実上証券会社との店頭取引に限られている。

© 2019 Japan Security Token Offering Association

３．デジタル証券の流通市場の活性化への課題

① 証券会社では、店頭取引にあたって、投資家のニーズに応えるとともに、デジタル証券の特性・利点を生かし、インターネット（電子情報処理組織）上で価格情報の提供、注文の受注、約定および決済等を行う「デジタル完結」の検討を行っている。この動きは、社会全体のデジタル化が進み、特に個人投資家向けの証券取引は、対面・電話ではなくオンライン取引が主流となり、今後さらにその流れが加速することが背景となっている。

② しかしながら、 現行のPTSの定義上、インターネットを使用するだけで、ほぼ一律にPTSに該当するおそれがある（通常の証券取引は、基本的に「一対多」または「多対多」の取引に該当するため、「電子情報処理組織」を使用すればPTSの定義に該当するおそれがある）。そのため、証券会社は、価格形成機能が低いものや、ほとんどないものについても次の対応をとらざるを得ないことになり、デジタル証券の二次流通が進まない状況にある。

a. PTSの認可取得を行う。

b. 対面、電話等により、価格情報の提供、注文の受注等を行う。

a.の PTSの認可取得については、現行PTS規制が上場株式等の取扱いを念頭においた内容となっており、デジタル証券の取扱いに関する認可基準等が示されていない。

③ 上記は、社会のデジタル化によって証券取引が進化する中で生じた現行の規制・制度では対応しきれていない新たな課題である。この課題を解決しないと、投資家のデジタルによる取引を制限し、デジタル技術を活用する証券会社、プラットフォーム、市場関係者のイノベーションを後退させることになる。

© 2019 Japan Security Token Offering Association

４．デジタル証券の流通市場の活性化に向けた必要な措置

デジタル証券の流通市場において、その取引のデジタル完結を実現し、証券会社が投資家に適切な投資機会を与え、投資家が円滑な取引が行えるよう、次の措置を講じていただきたい。

①　証券会社によるデジタル店頭取引

需要と供給の集約機能・価格形成機能がないものや低いものは、証券会社（第一種金融商品取引業者）において、デジタル店頭取引（PTS以外のインターネットを使用した証券会社と顧客との取引）として、PTS業務に係る特別な認可が必要なく、その取扱いができるよう措置していただきたい。

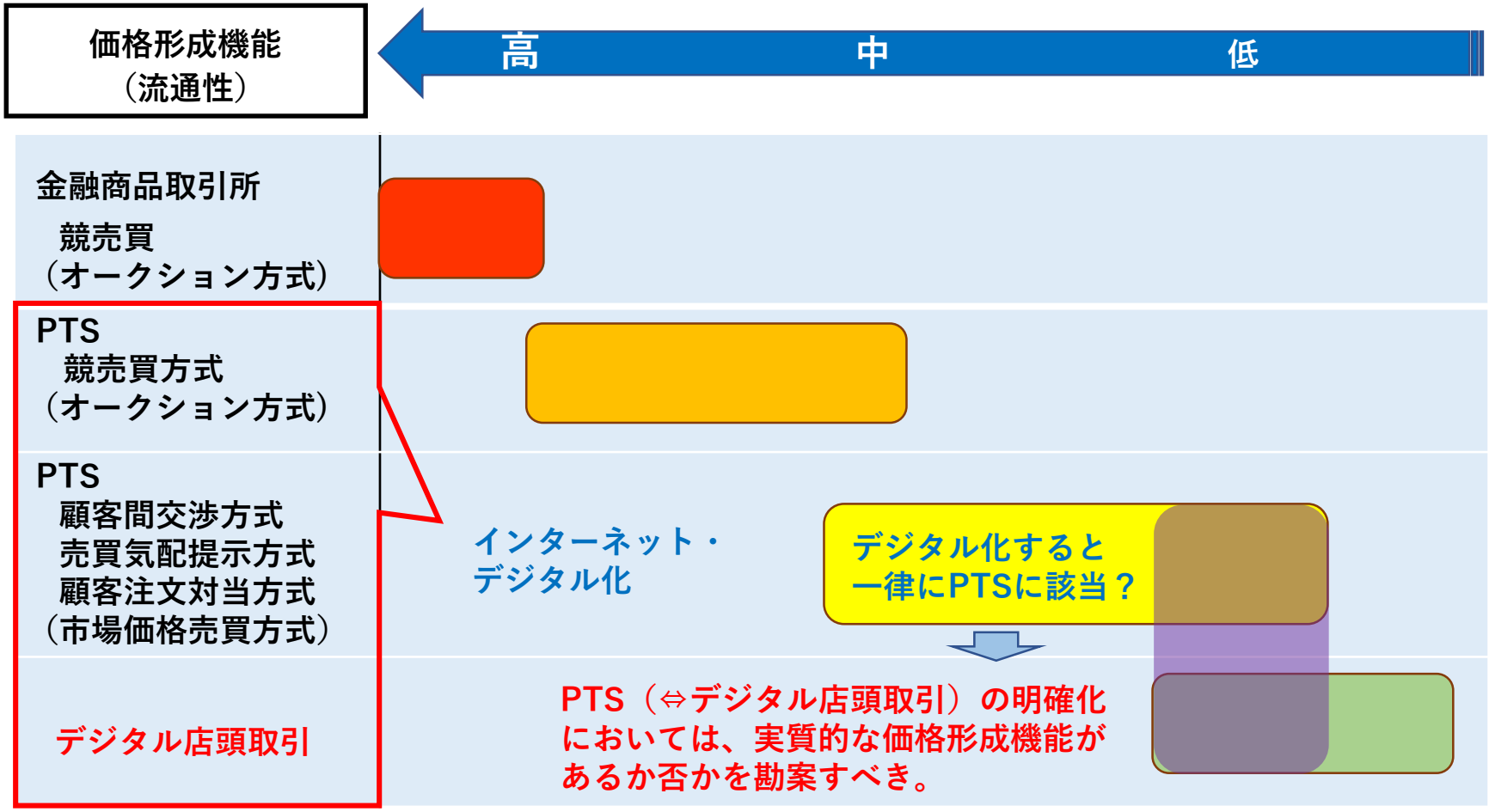
次頁「（参考）各取引市場形態と価格形成機能との関係性」参照

②　PTS の活用

デジタル証券のPTS の活用に向けて、その認可審査について、審査内容・手続の明確化、需要と供給の集約機能・価格形成機能や取扱高等に応じた認可基準の柔軟化、認可手続の迅速化に取り組んでいただきたい。

© 2019 Japan Security Token Offering Association

（参考）各取引市場形態と価格形成機能との関係性



（注）現行PTSには、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る。そのような取引はPTSよりもデジタル店頭取引として規制することが適切と考えられる。

５．本協会におけるデジタル証券の流通市場の整備の取組み

① 現在本協会では、公募型不動産デジタル証券について、<u>セカンダリー取引の円滑化、公正な取引を確保</u>するため、証券会社、投資運用業者、市場関係者と次の事項の検討を行っており、その内容は、本協会の自主規制規則等として定める等、必要な措置を講じる方針である。

a. 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

b. 投資運用業者の行為規制（利益相反取引の防止措置等）

c. 不動産の評価方法

d. 投資家の売買の参考となる取引指標価格の算定、提示

e. 取引実績（取引価格・数量）の報告、公表

② 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・対応を行う。

© 2019 Japan Security Token Offering Association

６．金融商品・取引のデジタル化の推進

① TMKの優先出資証券、投資法人の投資口は、譲渡の際に証券（物理的な券面）の交付が必要とされている。また、信託受益権、匿名組合出資持分は、第三者対抗要件を具備するため確定日付のある証書が必要とされている。このため、これらの権利をデジタル証券化しようとしても、デジタル化のメリット（業務効率化、コスト削減等）が享受できないことから、発行ニーズはあるものの検討が進んでいない。

② 金商法で定める有価証券・権利のうち、権利の移転および第三者対抗要件に証券・証書が必要とされるものについてデジタル化・デジタル証券の発行を可能とする措置が講じられることを含め、<u>デジタル証券全般について権利移転の法的安定性を高める措置</u>がとられるよう、関係者において検討が進むことを期待する。

© 2019 Japan Security Token Offering Association

一般社団法人
日本STO協会
JSTOA
Japan Security Token Offering Association

© 2019 Japan Security Token Offering Association