

フォルティッシモ

セキュリティトークンの 一気通貫プラットフォームを構築

SBホールディングスや常陽銀行のファンド、三菱商事などが出資するデジタル証券は、ブロックチェーン技術等を用いてトークン化した有価証券「セキュリティトークン」(ST)の個人売買プラットフォームを始動させる。STの発行市場はまだ累計約2600億円規模と、他の有価証券の市場と比べて小さいが、商機はどこにあるのか。山本浩平代表に、同社の戦略やST市場の展望を聞いた。

(編集部)

事業の全体像と

一気通貫モデルの必然性

—デジタル証券はどのような事業を行っているのか

当社は「renga(レンガ)」のブランドで、STを活用したファンドの組成・運用からSTの販売、セカンダリー取引(2次流通)まで含めて一貫通貫で提供する。個人投資家や機関投資家は、これらを当社の

子会社であるオーナーシップ社が開発・運営する取引プラットフォーム上で行える。現在、居住用マンションを原資産とするSTの公募を行っており、今後、太陽光発電設備や航空機、船舶、社債などを原資産としたSTを予定している。他社が組成・運用するファンドも、将来的にこのプラットフォーム上で販売、セカンダリー取引を行えるようにしていく。

特徴は大きく三つある。一つ

目は換金性だ。個人投資家同士がSTを、プラットフォーム上で直接売買できる。ファンド持ち分などの有価証券は従来、投資家同士の売買を予定していなかったが、これをトークン化し、個人投資家間でセカンダリー取引をできるようにした。従来の有価証券の売買のように取引所や証券会社を介さず、価格は直近の鑑定価格から設定された一本値となる。このマーケットプレイスの仕組みは国内初だ。

二つ目は小口化だ。機関投資家の投資対象である大型不動産やインフラを裏付け資産としたファンド商品を小口化し、商品によるが1口10万円から売買できるようにする。

三つ目は、非金銭的リターンだ。ホテル宿泊券や航空機搭乗券など投資家の保有STにひも付いた優待券を付与する。

大手証券会社は直接このST分野に取り組んでいない。最大の理由は利益相反と、金融ライ

センス（第一種・第二種金融商品取引業、投資運用業）登録の仲間にある。大手証券は商品販売力を有するが、同時に商品組成するアセットマネジメント機能まで内包すると、投資家保護上の厳格な観点から利益相反の懸念が大きくなる。結果として、販売に専念し、組成を外部に委ねる分業が実務的な解となりやすい。

また、大手証券は既存の巨大ビジネスを抱える中で、ST領域に特化する「覚悟」を持って制度・システムの泥臭い整備まで前線で進める優先度が高くない。組成側の独立系運用会社でも、証券ライセンスを取得して垂直統合を図ろうとすると、既存ビジネスとの利益相反が論点化し、ハードルが生じやすい。

さらに大手証券は基幹システムが巨大で、部分的な改修でもコストインパクトが極めて大きい。既存の証券基幹をSTに対応できるようにカスタマイズす

るのは「大規模駅の線路付け替え工事」のような難易度で、限定的な追加要件でも莫大な投資になりがちだ。

一方、当社のようなスタートアップは、新たにST前提でシステムを構築できるため、要件適合やスピードで有利にある。金融商品取引法・監督指針対応や技術基準のクリアなど複層的要素を同時進行で束ねるディレクション能力や内製化する力も問われる。

投資家の利益を 毀損しない商品を提供

——ライセンス取得やサービス
実現で苦労した点は何か

2020年11月の創業から4年6カ月で、第一種・第二種金融業と投資運用業の登録を完了した。難所は、自己資本規制比率など形式的要件に加え、継続企業としての収益見通し、黒字化の蓋然性が強く問われる点だ

った。準備会社は本格的な金融業を営めない一方で、黒字化を求められる。これは新規参入企業にとって大きなジレンマだ。当社は法令で認められた「適格

機関投資家向けの特例業務」の枠組みを、金融庁と十分なコミュニケーションを重ねて適切に活用し、プロ向け不動産ファンドを4号まで組成してきた。事

デジタル証券 代表
山本 浩平



業性の検証と黒字化の道筋を示すことで、ライセンス審査に堪える実績と説明責任を整えた。

国内初のマーケットプレイス実現は、当社のシステム子会社であるオーナーシップ社が、規制のサンドボックスの認定と、産業競争力強化法に基づく債権譲渡の通知等に関する特例に係る新事業活動計画の認定を取得したことで可能となっている。

ファンドの組成は、従来の不動産STで多く見られる特定受益証券発行信託スキームではなく、より低コストで運営できる匿名組合出資持ち分（GK・TK）のスキームで行う。ただし、ブロックチェーン上でSTを投資家間で移転できても、匿名組合出資持ち分を譲渡すると譲渡の効力を第三者に対抗するため内容証明を送ったり、公証役場で確定日付を取得したりする必要があり、取引の「デジタル完結」ができなかった。そのため産競法の債権譲渡特例を利用

することで、民法上の第三者對抗要件を具備しデジタル完結できるようにした。

マーケットプレイスは関連の特許を取得した当社独自のシステムで運営される。私設取引所（PTS）に該当しないことも、金融庁に確認済みだ。

——STの発行額は24年に648億円で、前年比16%増にとどまった。発行額が伸び悩んだ要因は何か

有価証券のトークン化は本来、投資家の最終リターン（期待利回り）を押し上げる方向で機能すべきだ。しかし初期に発行された国内STでは、不動産信託受益権などを原資産とするSTなどで受益証券発行信託を用いる構成が一般化した。そのため信託関連費用がかさみ、投資家利回りが従来の不動産私募ファンド等比べて極端に低下する事例も生じている。これでは「トークン化でコスト削減となったはずなのに、利回りが落ち

る」ことに等しい。需要が広がらないのは自然だ。

当社はライセンス取得後、コスト・リターンの最適点に沿ってスキーム選択を柔軟に行い、投資家利回りを毀損しない商品設計を徹底する。われわれに求められているのは、STという新しい道具で、従来の商品よりも最終リターンを押し上げる商品を提供することだろう。

個人投資家向け1号案件は、東京・北品川の居住用マンションの賃貸収入を原資とするSTで、9月に募集を開始した。想定利回りは年利5・5%で、運用期間5年、購入金額は50万円から（1口10万円、5口以上）という商品だ。

当社のポリシーは、「自分たちが買いたいと思える商品しか作らない」だ。調達面では、地道な情報獲得活動を重ね、機関連投資家に評価され得るアセットだけを選別する。そうした機関連投資家が購入したくなる案件を、

個人投資家に適切に小口で届ける。

「リートのように、すでに十分な流動性がある上場商品を取り扱うことは考えていない。むしろ「流動性に課題がある良質な未公開アセット」に、デジタルならではの小口化と2次流通で流動性を付与する点に意義がある。個人投資家のニーズは顕在化する前の潜在需要の段階だが、商品が良ければ受け皿は広がるとみている。

目指すのはST業界のプラットフォーム

——不動産STを組成・発行したいファンドが、デジタル証券を選ぶメリットはどこか

商品を組成するファンドは、取引プラットフォームの「システム利用料」コストを強く意識する。当社のプラットフォームは子会社オーナーシップ社のシステムで、価格優位性がある。

ただ、手数料は競争で減減しがちだ。単一のシステム利用料モデルは価格圧力で収益性が劣化しやすい。

しかし当社は、組成・運用を行う運用会社、販売を担う証券会社、STを管理する信託銀行、セカンダリー取引の取引所などの機能を1社で行うため、当社を選ぶファンドに対して「どこで対価をいただき、どこを薄くするか」を案件ごとに設計できる。これにより、システム利用料だけでないファンド側の総コストを下げつつ、投資家リターンを確保できる。機能が分断された垂直分業では多くのステークホルダーが関与して手数料が積み上がりやすいが、当社は1社で担うため低コストを実現できる。

——自社発行するSTは他の販売会社でも取り扱うのか

自社直販での商品拡大は重要だが、スケールするためにはチャネル拡張が必要だ。証券会社

や銀行、デジタルバンクのほか、ウェルスマネジメントを手掛ける会社と連携し、当社のプロダクトを各社のラインアップに載せてもらう考えだ。当社はプラットフォームの中核として、良質なアセットと個人投資家、機関投資家を結ぶ「流通の要」になりたい。

ただし、他社との安易な経営統合は志向しない。利益相反管理や独立性の確保が重要だからだ。一方、戦略的な資本・業務提携は十分あり得る。9月にSBIベンチャーズスリーや三菱商事、三菱UFJキャピタルから3億円を資金調達しており、創業以来では、常陽銀行のコーポレートベンチャーキャピタルや丸紅などから累計12億円を調達している。大手行や大手証券が当社のプラットフォームを活用してSTビジネスを拡大するかたちで、深い連携が進む可能性はある。

当社の一気通貫機能を使えば、

各社は自前ですべてを抱えることなく、高品質なST商品を顧客に届けられる。その意味で当社は「ST業界のプラットフォーム」を目指す。誰とどう組むのが投資家価値の最大化につながるかを第一に、開かれた連携を積極的に進めていきたい。

——STの制度や監督面の課題は何か

個人的な見解だが、金融庁は20年施行の改正金商法でトクン化された有価証券を電子記録移転有価証券表示権利等と規定して以降、STを基本的に「育成対象」としていると理解している。一方、金融庁の中でも個別審査を担う現場部門は、法令・マニュアル準拠の厳格運用を使命としている。結果として、政策意図と運用実務の間にギャップが生じやすい。

こうした現象は新しい産業の初期段階に往々にして見られるが、参入する企業は抽象的な理念でなく、各論の手続きやガバ

ナンス体制、利益相反管理、投資家保護の実装などを「当局審査の現場で通用する品質」に落とし込むことが肝要だ。ただし、普及に資する見直しは今後もう余地があるのではないか。重要なのは、投資家保護と産業育成のバランスを、実務に堪え得るよう擦り合わせ続けることだろう。

（聞き手・本誌 村田佑太）

やまもと こうへい

東京大学法学部卒、慶應義塾大学大学院法務研究科修了。11年司法試験合格後、金融庁入庁。総務企画局企画課、同課信用制度参事官室を経て、財務省出向、大臣官房総合政策課政策調整室。15年金融庁を退職し、弁護士登録。中央総合法律事務所を経て、山本浩平法律事務所設立。Kya shのCLOを経て、デジタル証券（前身の準備会社）創業。