

シンガポールで拡大するセキュリティトークン市場

北野 陽平

■ 要 約 ■

1. シンガポールでは昨今、ブロックチェーン技術を活用して発行・流通が行われる資本市場商品であるセキュリティトークンの市場が拡大しつつある。背景には、シンガポール金融管理局（MAS）が 2017 年にデジタルトークンの募集に関するガイドラインを公表したことにより、セキュリティトークンの発行・流通に関する制度的枠組みが明確化されていることや、MASが金融セクターにおけるブロックチェーン技術の活用を推進及び支援していることがある。
2. セキュリティトークンの発行・流通に携わる金融事業者は、従来型の資本市場商品を取り扱う事業者と同様に、証券先物法等の下で、業務内容に応じた認可を MAS から取得する必要がある。認可取得に当たり、革新的な金融商品・サービスを限られた範囲及び期間で実験するための規制枠組みであるレギュラトリー・サンドボックスが利用されることが多い。同枠組みの下での実験を通じてセキュリティトークンの発行・流通に携わる主なプラットフォームとして、iSTOX や Hg Exchange 等が挙げられる。
3. シンガポールでは、取引所や伝統的金融機関のセキュリティトークン分野への参入の動きも活性化しつつある。シンガポール取引所（SGX）は、既存業務の効率性向上を目的として、ブロックチェーン技術の活用に積極的に取り組んでおり、2020 年 9 月にブロックチェーン・プラットフォーム上での社債トークンの試験的発行を完了したことを発表した。また、ASEAN 最大規模を誇るシンガポールの DBS 銀行は 2020 年 12 月、SGX との合併事業として、セキュリティトークン及び仮想通貨を取り扱う DBS Digital Exchange を開始すると発表した。
4. シンガポールでのセキュリティトークンの発行・流通は、まだ緒に就いたばかりであるが、日本を含むアジア域内で先駆者となるポテンシャルを有していると考えられる。今後、シンガポールが、セキュリティトークンの発行・流通市場としての存在感を高め、アジアを代表するグローバル金融センターとしての地位向上につなげることができるか注目される。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 神山哲也、塩島晋「新たな資金調達手法として期待される STO—海外の事例と日本における可能性—」『野村資本市場クォーターリー』2020 年夏号（ウェブサイト版）。
- ・ 北野陽平「国際金融都市シンガポールの社債市場振興策—社債発行補助金制度を中心に—」『野村資本市場クォーターリー』2021 年冬号。

I はじめに

シンガポールでは昨今、ブロックチェーン技術を活用して発行・流通が行われる資本市場商品であるセキュリティトークン（security token）¹の市場が拡大しつつある。一般的に、セキュリティトークンは、従来型の資本市場商品よりも小口かつ迅速に発行できることや、柔軟な設計が可能なこと等が利点として挙げられている。

シンガポールにおいてセキュリティトークンへの関心が高まっている背景には、第1に、セキュリティトークンの発行・流通に関する制度的枠組みが明確化されていることがある（詳細後述）。第2に、シンガポール金融管理局（MAS）が金融セクターにおけるブロックチェーン技術の活用を推進及び支援していることがある。MASは2016年、資金及び証券の清算・決済にブロックチェーン技術を活用するための官民協力の取り組みとして、プロジェクト・ウビン（Project Ubin）を開始した。同プロジェクトの下で、MAS及び金融業界が実用的な実験を通じて、ブロックチェーン技術の便益等に対する理解を深めることとされている。

本稿では、シンガポールにおけるセキュリティトークンに関するガイドラインについて説明した上で、セキュリティトークンの発行事例、発行・流通に携わるプラットフォームや取引所及び金融機関の動向について紹介する。

II シンガポールにおけるセキュリティトークンに関するガイドライン

1. セキュリティトークンに関するガイドライン導入の背景

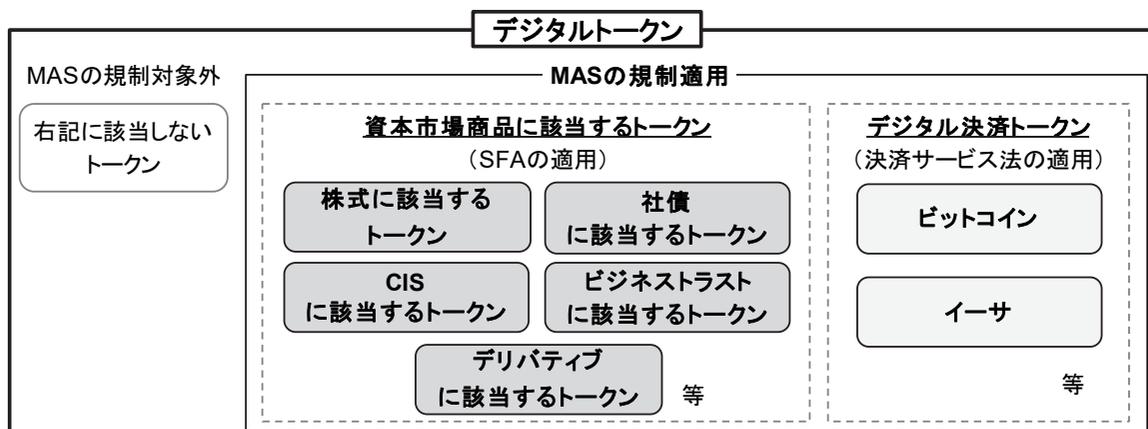
シンガポールでは、2017年にセキュリティトークンの発行・流通に関するガイドラインがMASにより導入された。その背景には、スタートアップ企業等の代替的な資金調達手法であるイニシャル・コイン・オファリング（initial coin offering、ICO）において、詐欺行為が広がり始めたことがある。ICOとは、暗号化により安全性が確保されており、保有者が便益を受けるまたは特定の機能を実行できる権利証と定義されるデジタルトークン（digital token）を発行して、資金を調達する手法である。ICOで発行されるデジタルトークンは、一般的に商品またはサービスの対価を支払うためのものであり、ユーティリティトークンと呼ばれることが多い。PwCによると、シンガポールは2017年のICOによる資金調達額で、米国、スイスに次いで世界3位であった²。

シンガポールにおけるICO件数の増加に伴って、詐欺行為が報告され始めたことを受けて、MASはICOに参加する投資家に対して注意を促した。また、MASは2017年8月、特定のデジタルトークンを規制する方針を明らかにし、同年11月にデジタルトークンの

¹ シンガポールでは、ブロックチェーン技術を活用して発行・流通される有価証券がトークン化証券（tokenised securities）またはデジタル証券（digital securities）と呼ばれることもあるが、本稿では、セキュリティトークンという表現を用いる。

² PwC, Initial Coin Offerings – A strategic perspective, 28 June 2018.

図表1 シンガポールにおけるデジタルトークンの区分



(出所) シンガポール金融管理局、各種資料より野村資本市場研究所作成

募集に関するガイドライン（A Guide to Digital Token Offerings）を公表した。同ガイドラインに基づくと、株式や社債等の有価証券、集団投資スキーム（CIS）、ビジネストラスト³、デリバティブ等を含む資本市場商品に該当するデジタルトークン（セキュリティトークン）の発行・流通において、MASの証券先物法（Securities and Futures Act、SFA）が適用されることが明確化された（図表1）。

他方、ビットコインやイーサ⁴等のいわゆる仮想通貨は、資本市場商品には該当せず、セキュリティトークンとは区別されている。決済手段として利用可能なそれらの仮想通貨は、2020年1月に施行された、決済に関する包括的な枠組みである決済サービス法（Payment Services Act）の下で、デジタル決済トークン（digital payment token）として規制されるようになった⁵。

2. セキュリティトークンに関するガイドラインの内容

シンガポール国内でセキュリティトークンの発行・流通に携わる金融事業者は、従来型の資本市場商品を取り扱う金融事業者と同様に、業務内容に応じた認可をMASから取得するとともに、マネー・ローンダリング及びテロ資金供与対策に取り組むことが義務付けられている。

セキュリティトークンの発行プラットフォームを運営する事業者は、SFAの下で、資本市場商品を取り扱うための資本市場サービス（Capital Markets Services、CMS）ライセン

³ ビジネストラストは、信託形態で設立される事業体であり、MASへの登録が義務付けられている。

⁴ イーサは、分散型アプリケーションやスマートコントラクト（詳細後述）を構築するためのプラットフォームであるイーサリアムで使用される通貨である。イーサリアムが仮想通貨の名称として用いられる場合もある。

⁵ デジタル決済トークンを取り扱う金融事業者は、標準決済機関（standard payment institution）または主要決済機関（major payment institution）としてMASの認可が必要である。

スを取得する必要がある⁶。

セキュリティトークンの流通プラットフォームを運営する事業者は、認可取引所（Approved Exchange）または認定市場運営者（Recognised Market Operator、RMO）として MAS により認可される必要がある。認可取引所は、システム上重要な市場運営者であり、現在 4 機関のみとなっている⁷。他方、機関投資家や適格投資家⁸を対象として、未公開株式等のプライベート資産の流通プラットフォームを運営する事業者は、RMO としての認可を取得することが一般的である。また、RMO は、MAS に規制されたカストディアン⁹の利用が求められており、RMO の申請を行う事業者がカストディ・サービスを提供するための CMS ライセンスを同時に申請することも多い。

セキュリティトークンに関する投資助言を行う企業は、金融アドバイザー法（Financial Advisor Act、FAA）に基づいて、原則として金融アドバイザーとして認可される必要がある⁹。

SFA の下での規制は上述の金融事業者だけでなく発行体にも適用され、セキュリティトークンの発行体は、募集時に目論見書を MAS に登録する必要がある。但し、①募集額が 12 か月間で計 500 万 S ドル以下、②募集人数が 12 か月間で計 50 人（社）以下、③機関投資家及び適格投資家のみを対象とした募集、のいずれかの条件が満たされる場合、目論見書の登録が免除される。また、CIS に該当するセキュリティトークンの募集に当たっては、MAS の認可または承認が必要である¹⁰。

以上の通り、セキュリティトークンの発行・流通は、金融事業者及び発行体に対して MAS の規制が適用されるという点で、ICO による資金調達と比較すると透明性が高いと言える。但し、MAS の現行規制上、RMO が運営するセキュリティトークンの流通プラットフォームでは、一般個人投資家の取引が認められていない¹¹。そのため、セキュリティトークンの発行・流通においては、ICO や新規株式公開（IPO）とは異なり、機関投資家及び適格投資家が主な参加者となっている（図表 2）。

⁶ SFA の下で規制業務を行う事業者は、業務毎に CMS ライセンスを取得する必要がある。規制業務には、①資本市場商品の取り扱い、②コーポレート・ファイナンスに係る助言、③ファンド運用、④不動産投資信託の運用、⑤プロダクト・ファイナンス、⑥信用格付けサービスの提供、⑦有価証券用のカストディ・サービスの提供、が含まれる。

⁷ Asia Pacific Exchange、ICE Futures Singapore、Singapore Exchange Derivatives Trading、Singapore Exchange Securities Trading の 4 機関である。

⁸ SFA に基づくと、適格投資家には、①純資産が 200 万シンガポールドル（以下、S ドル）超、純金融資産が 100 万 S ドル超、または過去 12 か月間の所得が 30 万 S ドル以上の個人、②純資産が 1,000 万 S ドル超の法人、が含まれる。2021 年 4 月 12 日時点の為替レートは 1S ドル=81.6 円。

⁹ 銀行、マーチャントバンク、ファイナンス会社、保険会社、CMS ライセンス保有者は、金融アドバイザーとしての認可が免除される。

¹⁰ CIS の認可・承認の詳細は、北野陽平「新たなファンド形態の導入でさらなる発展が期待されるシンガポールの資産運用業界」『野村資本市場クォーターリー』2020 年秋号参照。

¹¹ MAS は 2018 年 5 月、RMO 制度の見直しに関するコンサルテーション・ペーパーを公表した。同ペーパーでは、一定の要件を満たす RMO が運営するプラットフォームについては、シンガポールの一般個人投資家による限定的なアクセスを認めることが提案された。

図表 2 セキュリティトークンと他の資金調達手法との比較

	セキュリティトークンの発行・流通	ICO	IPO
金融事業者 に対する規制	SFA、FAAの適用	MASの規制対象外	SFA、FAAの適用
目論見書の登録	原則必要	不要	必要
主な投資家	適格投資家、機関投資家	一般個人投資家、適格投資家、 機関投資家	一般個人投資家、適格投資家、 機関投資家
主な裏付資産	未公開株式、債券、ファンド、 不動産等	商品・サービスにアクセス する権利	株式
主な資金用途	特定のプロジェクト、 中長期的な成長資金	特定のプロジェクト	中長期的な成長資金

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

III セキュリティトークンの発行・流通に携わる金融事業者の増加

シンガポールでは、前述の通り、2017年にデジタルトークンの募集に関するガイドラインが MAS により公表され、制度的枠組みが明確化されたことを受けて、セキュリティトークンの発行・流通に携わる金融事業者が増加しつつある。セキュリティトークンの発行・流通プラットフォームを運営する事業者は、SFAの下で必要とされる認可を取得するに当たり、MASのレギュラトリー・サンドボックスを利用することが多い。レギュラトリー・サンドボックスとは、一定の要件を満たす金融機関や FinTech 企業が、革新的な金融商品・サービスを限られた範囲及び期間で実験するための規制枠組みであり、2016年11月に導入された。また、市場運営者等の特定の事業者を対象として、レギュラトリー・サンドボックスの申請から21日以内に実験の開始が可能となるサンドボックス・エクスプレスが2019年8月に導入された。

これまでに、セキュリティトークン関連事業に携わる複数の事業者によりレギュラトリー・サンドボックスが利用されてきた(図表3)。それらの事業者が運営するプラットフォームのうち、特に動向が注目される iSTOX(社名は ICHX テック)と Hg Exchange(社名は HGX)を以下で紹介する。

図表 3 セキュリティトークン関連事業でレギュラトリー・サンドボックスを利用した事業者

＜サンドボックス＞			
社名	事業概要	利用期間	利用状況
ICHXテック	セキュリティトークンの発行・流通プラットフォームを運営	2019年5月～ 2020年1月	利用終了
プロバイン・ テクノロジーズ	セキュリティトークンのカストディ・サービスを提供	2019年11月～ 2021年1月	利用終了
HGX	セキュリティトークン及び未公開株式等の流通プラットフォームを運営	2020年6月～ 2021年4月	利用中
＜サンドボックス・エクスプレス＞			
社名	事業概要	利用期間	利用状況
ボンド イーバリュー	ブロックチェーン技術が活用された債券取引プラットフォームを運営	2019年10月～ 2020年10月	利用終了
ECXXグローバル	セキュリティトークン及び仮想通貨の流通プラットフォームを運営	2020年8月～ 2021年5月	利用中

(出所) シンガポール金融管理局、各社ウェブサイトより野村資本市場研究所作成

1. iSTOX

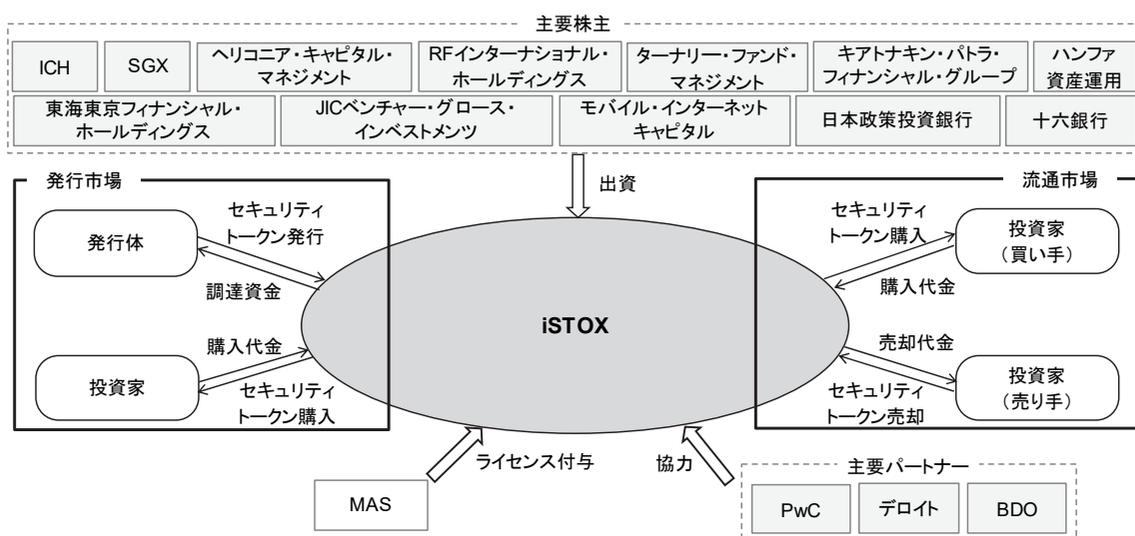
iSTOX は、セキュリティトークンの発行・流通プラットフォームである。iSTOX は 2018 年 11 月、シンガポール取引所（SGX）と政府系ファンドのテマセク子会社であるヘリコニア・キャピタル・マネジメント（Heliconia Capital Management）から出資を受け、その後、国内外の様々な金融機関から資金調達を行ってきた（図表 4）。

iSTOX は 2020 年 2 月、レギュラトリー・サンドボックスの下での実験を経て、資本市場商品の取り扱い及びカस्टディ・サービス提供のための CMS ライセンスを正式に取得するとともに、RMO として認可された。iSTOX は、幅広い発行体や投資家を呼び込むために、証券会社や銀行等の金融機関との提携に積極的であるものの、ライセンス上は、自身のプラットフォーム上でセキュリティトークンの発行・流通を自己完結させることが可能である。また、iSTOX は、スマートコントラクト¹²を搭載したブロックチェーン・プラットフォームを内製しており、セキュリティトークンの発行プロセスの自動化・効率化により、発行コストを抑制できることを主な強みとしている。

iSTOX では、未公開株式、プライベート・デット、ファンド、不動産等の流動性の低いアセットクラスを裏付資産とするセキュリティトークンが対象となっているが、これまでの発行・流通案件を見ると、ファンドが中心である（図表 5）。複数のファンド案件において、ファンド運用業務を行うグループ会社の ICHAM が関与している。

iSTOX は 2020 年 11 月、資本市場の成長性が高い中国への進出の足掛かりとして、重慶市の金融規制当局との覚書に署名した。両者は、同覚書に基づいて、重慶ーシンガポール金融サービス・ハブ（Chongqing-Singapore Financial Services Hub）の構築に取り組む計画である。

図表 4 iSTOX の概要



（出所）iSTOX、各社プレスリリースより野村資本市場研究所作成

¹² スマートコントラクトとは、ブロックチェーン上で契約を自動的に実行する仕組みを指す。

図表 5 iSTOX における発行・流通案件一覧

	取引開始年月	裏付資産	発行体	目標リターン(年率)	案件/裏付資産の概要
1	2019年11月	債券 (短期社債)	ICH Genesis	6%	・DBS銀行による元本保証 ・2020年5月に償還
2	2020年3月	ファンド (投資一任ファンド)	Eternal Glade Investment	10%	・シンガポールと香港を中心とするアジア諸国(日本を除く)に投資 ・幅広い業種に投資
3	2020年5月	ファンド (ヘッジファンド)	ICHAM Master Fund VCC	17%	・グローバルのヘッジファンドであるQuantedge Global Fundに投資するフィーダーファンド
4	2020年7月	ファンド (不動産ファンド)	Elite Partners Capital	12%	・欧州諸国における11の物流施設に投資
5	2020年12月	ファンド (実物資産ファンド)	Ternary Fund Management	25%	・核燃料や石油タンカー等の希少性の高い実物資産に投資
6	2020年12月	ファンド (ユニコーンファンド)	ICHAM Master Fund VCC	20%	・米国、欧州、アジアを対象に、2~3年後にIPOを実施する可能性のあるテクノロジー系ユニコーン企業に主に投資
7	2020年12月	ファンド (不動産ファンド)	Elite Partners Capital	12%	・2020年7月に続く追加の資金調達案件
8	2021年2月	ファンド (不動産ファンド)	Prometheus-2	12% (IRR)	・欧州のハイグレードオフィスに投資
9	2021年3月	債券 (ホールセール債)	Prometheus-3	3.25%/4.35% (表面利率)	・35本のプライベート・エクイティ・ファンドから構成される分散されたポートフォリオから生じるキャッシュフローが返済原資

(注) 2021年3月末までの実績。

(出所) iSTOX より野村資本市場研究所作成

2. Hg Exchange

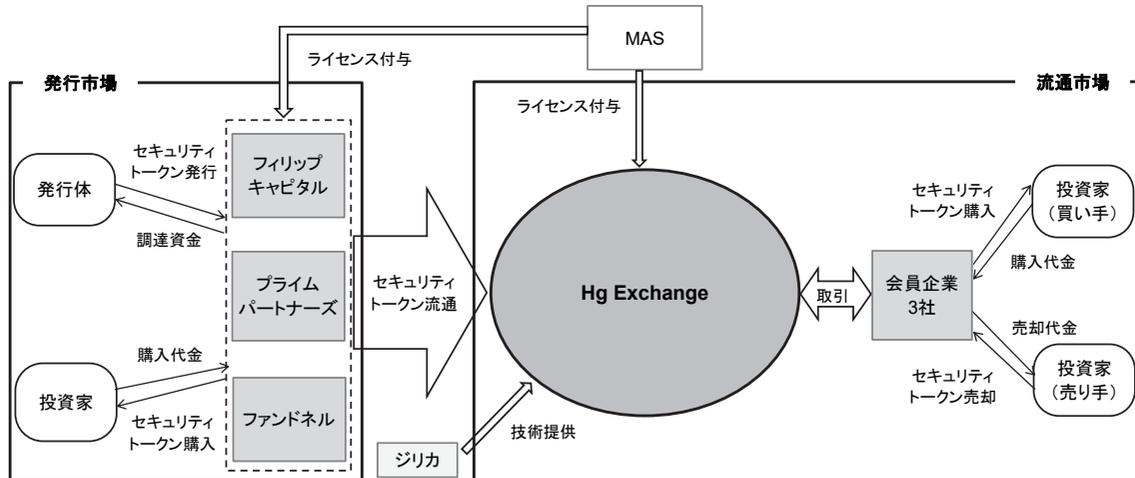
Hg Exchange は、債券やファンド等を裏付資産とするセキュリティトークン及び未公開株式等の流通プラットフォームである。Hg Exchange は、RMO としての認可及びカスタディ・サービス提供のための CMS ライセンスの取得に当たり、2020年6月から2021年4月までレギュラトリー・サンドボックスを利用している。

Hg Exchange の特色として、会員企業主導の運営が行われている点が挙げられる。Hg Exchange は、シンガポールを本拠とする総合金融グループであるフィリップキャピタル(PhillipCapital)、IPO等の財務アドバイザーであるプライムパートナーズ(PrimePartners)、未公開企業の資金調達プラットフォームを運営するファンドネル(Fundnel)の3社により設立された。Hg Exchange では、上述の iSTOX とは異なり、セキュリティトークン及び未公開株式等の流通だけが行われ、商品組成や発行時の投資家へのマーケティングは会員企業3社により行われる形となっている(図表6)。当該3社は、資本市場商品の発行による資金調達に関して豊富な経験を有し、計50万人(社)程度の投資家を抱えている。投資家は、会員企業を通じてのみ、Hg Exchange での取引が可能となっている。

Hg Exchange は現在、技術面では外部のリソースを活用している。具体的には、シンガポールのブロックチェーン・インフラ開発企業であるジリカ(Zilliqa)から、スマートコントラクトが搭載されたブロックチェーン・プラットフォームの提供を受けている。

Hg Exchange では2021年1月、第1号案件として、プライムパートナーズの子会社により発行された、ウイスキーを裏付資産とする資産担保証券(ABS)トークンの取引が開始された。本案件では、同ABSトークンをHg Exchangeで流通させるための手続きや裏付資産の査定等はファンドネルにより実施された。裏付資産は、英酒造企業のディアジオ(Diageo)により製造される希少性の高い5種類のスコッチ・ウイスキーの樽であり、

図表 6 Hg Exchange の概要



(出所) Hg Exchange より野村資本市場研究所作成

ABS トークンの投資家は、各樽の熟成期間終了時点でウイスキーのボトルまたは時価相当額の現金を受け取ることが可能である¹³。なお、同 ABS トークンは、主に適格投資家向けに販売された。

Hg Exchange のチーフ・オペレーティング・オフィサーである Willie Chang 氏は、ラグジュアリー資産を裏付資産とする有価証券はまだ新しいものの、急速に成長しているアセットクラスである、と発言した。今後、Hg Exchange では、様々なオルタナティブ資産の発行・流通機会が提供される可能性がある。

IV 取引所や伝統的金融機関のセキュリティトークン分野への参入

前章では、セキュリティトークンの発行・流通に携わる金融事業者が運営するプラットフォームの動向について紹介したが、シンガポールでは昨今、取引所や伝統的金融機関がセキュリティトークン分野に参入する動きも活性化しつつある。

1. SGX の取り組み

SGX は、債券をはじめとする資本市場商品の発行・保管・アセットサービシング¹⁴といった既存業務の効率性向上を目的として、ブロックチェーン技術の活用に積極的に取り組んでいる。SGX は 2016 年以降、MAS 主導で開始されたブロックチェーンに係る取り組みであるプロジェクト・ウビン（前述）に参加してきた。その背景には、SGX が債券の上場先としてアジア最大規模であり¹⁵、アジア企業の社債での資金調達が拡大する中、市

¹³ “PrimePartners launches digital whisky-based security,” *The Business Times*, 19 January 2021.

¹⁴ アセットサービシングとは、元利金や配当金の代理受領等を含む、有価証券の管理業務を指す。

¹⁵ シンガポールの社債市場の詳細は、北野陽平「国際金融都市シンガポールの社債市場振興策—社債発行補助金制度を中心に—」『野村資本市場クォーターリー』2021 年冬号参照。

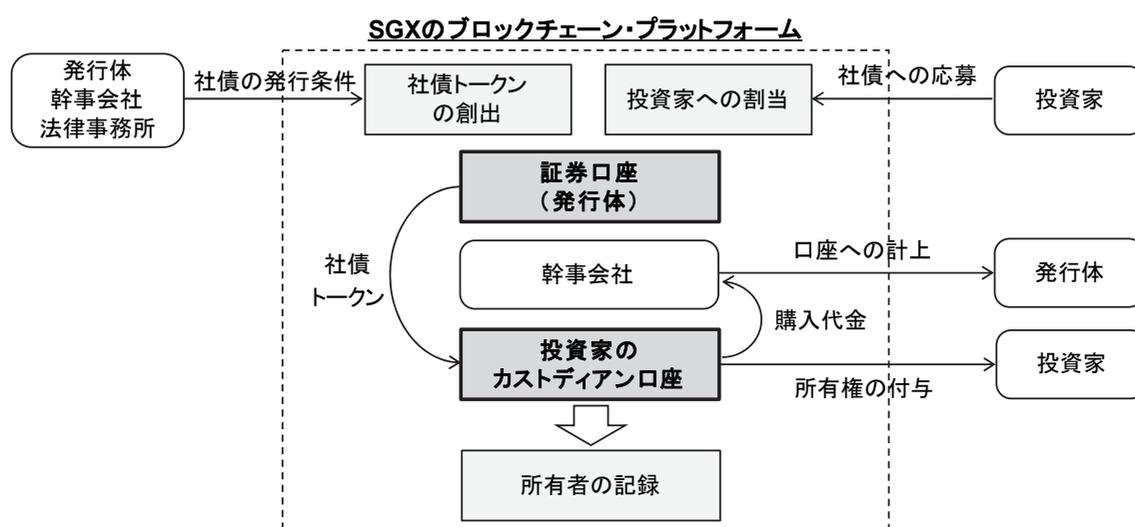
場インフラの強化が重要となっていることがある。

MAS と SGX は 2018 年 8 月、プロジェクト・ウビンのフェーズ 3 として、ブロックチェーン上でトークン化された資産の DVP 決済にブロックチェーン技術を活用することを発表した¹⁶。DVP 決済とは、証券と資金の授受をリンクさせ、代金の支払いが行われることを条件に証券の引渡しを行う決済方法を指す。同プロジェクトでは、シンガポールのテクノロジー企業であるアंकアン（Anquan）、デロイト、ナスダックの3社が技術パートナーとして参加し、3つのブロックチェーン・プラットフォーム上でトークン化されたシンガポール政府債及び中央銀行デジタル通貨（CBDC）の決済に関する概念実証が行われた。MAS と SGX は同年 11 月、当該概念実証を完了したことを発表した。

また、SGX は 2020 年 9 月、HSBC シンガポール及び政府系ファンドのテマセクと協力し、ブロックチェーン・プラットフォーム上での社債トークン¹⁷の試験的発行を完了したことを発表した。発行体はシンガポールの大手農作物商社であるオラム・インターナショナル（Olam International）であり、計 5 億 S ドルの社債トークンが発行された。

従来の社債発行プロセスでは、発行体、幹事会社、法律事務所、証券集中保管機関（CSD）、カストディアンとの連携が手作業で行われ、値決め日から 5 営業日後に決済が完了するのが一般的である。これに対し、ブロックチェーン上で発行・保管・アセットサービシングを実行するためのプラットフォームでは、スマートコントラクトにより、幹事会社、法律事務所、カストディアン等の権利・義務の履行が自動化されたことで、効率的な社債トークンの発行が可能となった（図表 7）。SGX は、社債トークンの試験的発行を通じて、ブロックチェーン技術及びスマートコントラクトを活用したプラットフォームの利

図表 7 SGX のブロックチェーン・プラットフォーム上での社債トークン発行プロセス



（出所）シンガポール取引所より野村資本市場研究所作成

¹⁶ プロジェクト・ウビンのフェーズ 1 では銀行間決済におけるブロックチェーン技術についての概念実証、フェーズ 2 では非中央集約型の銀行間決済を行うためのプロトタイプが開発が行われた。

¹⁷ SGX は、ブロックチェーン上でトークン化された社債をデジタル債券（digital bond）と呼んでいる。

図表 8 社債トークンの試験的発行で確認された利点

	発行体	幹事会社	投資家
ISINコードの即時作成	○	○	○
投資家リストの自動作成		○	
決済指示の自動作成		○	○
決済期間の短縮(5日→2日)	○	○	○
発行時のオペレーションリスクの除去	○	○	○
CSDのバッチ決済サイクルに依存しない決済プロセス	○	○	○
利息の支払い及び元本返済プロセスの自動化	○		○
レジストラ(投資家登録)機能の自動化	○		

(出所) シンガポール取引所より野村資本市場研究所作成

点として、決済期間の短縮、決済リスクの削減、利息の支払い及び元本返済プロセスの自動化等を確認した(図表 8)。

さらに、SGX は 2021 年 1 月、テマセクとの間で、セキュリティトークンのインフラ強化を目的とした合弁事業を開始すると発表した。SGX は、当該合弁事業を通じて、社債等のフィクスト・インカム関連商品の発行プラットフォームと、ポストトレード業務及びアセットサービシング業務のインフラを接続することを目指している。これにより、債券の発行から決済までのプロセスにおいて、発行体、幹事会社、法律事務所、支払代理人、投資家を包括的なネットワークでつなぐことが可能となる。SGX は、ファンドやサステナブル・ファイナンス商品を含む他のアセットクラスに関しても同様のインフラ強化を進めていく方針である。なお、SGX のブロックチェーン・プラットフォーム上では、2021 年 1 月までに、計 10 億 S ドル超の社債トークンが発行された。

2. 伝統的プレーヤーの相次ぐ参入表明

ASEAN 最大規模を誇るシンガポールの DBS 銀行は 2020 年 12 月、SGX との合弁事業として、セキュリティトークン及び仮想通貨を取り扱う DBS Digital Exchange を開始すると発表した。出資比率は、DBS 銀行が 90%、シンガポール取引所が 10%である。DBS 銀行の CEO である Piyush Gupta 氏は、DBS Digital Exchange を開始する理由として、それらのデジタル資産は資本市場を変容させる大きな可能性を有しており、シンガポールのグローバル金融センターとしての競争力強化に貢献するため、と述べた¹⁸。

DBS Digital Exchange は、RMO としての認可を MAS から取得し、未公開株式、債券、プライベート・エクイティ・ファンド等を裏付資産とするセキュリティトークンを取り扱う予定である¹⁹。DBS Digital Exchange での取引が認められているのは、金融機関、法人の適格投資家、マーケットメーカーを含む会員であり、個人の適格投資家等は会員を通じて

¹⁸ DBS Bank, “DBS to launch full-service digital exchange - providing tokenisation, trading and custody ecosystem for digital assets,” 10 December 2020.

¹⁹ 仮想通貨の取引は、シンガポールドル、米ドル、香港ドル、円の 4 種類の法定通貨と、ビットコイン、イーサ、ビットコインキャッシュ、XRP の 4 種類の仮想通貨の交換が可能である。

のみ同取引所へのアクセスが可能である。全てのデジタル資産に関するカスタディ・サービスは、DBS 銀行により提供される。

DBS 銀行の当該分野における主な強みとして、次の2点が挙げられる。第1に、資本市場商品の引受において豊富な経験及び実績を有することである。同行は、2020年のSドル建て社債引受額ランキングで3割以上のシェアを占めて首位となった²⁰。第2に、確立された顧客基盤及び販売ネットワークである。DBS 銀行は、富裕層顧客向けの DBS プライベートバンク²¹や証券子会社の DBS ヴィッカーズ証券等を通じて、幅広い層の投資家に対して様々な資本市場商品を販売することが可能である。

また、スイス証券取引所を運営する SIX グループ及び日本の SBI ホールディングスは2020年12月、セキュリティトークン及び仮想通貨を含むデジタル資産の発行・取引・保管等の各機能を提供する合弁事業をシンガポールで開始することに合意したことを発表した。両社は、それぞれのデジタル資産関連子会社を通じて、2021年にシンガポールでの業務を開始し、MAS の認可を取得した上で、2022年までに正式にサービスを開始する計画である。

セキュリティトークンがまだ多くの発行体や投資家に浸透していない状況の中、これらの大手プレイヤーの参入は、デジタル証券の認知度向上という点で有益と考えられる。iSTOX のチーフ・コマーシャル・オフィサーである Choo Oi Yee 氏は、セキュリティトークンを取り巻くエコシステムの拡大につながるという観点から、DBS 銀行の参入を歓迎する、と発言した²²。今後、大手プレイヤーの参入により、セキュリティトークンの認知度向上を通じて、発行体や投資家層の裾野拡大につながるか、動向が注目される。

V アジアにおけるセキュリティトークン先駆者としてのシンガポール

シンガポールでのセキュリティトークンの発行・流通は、まだ緒に就いたばかりであるが、日本を含むアジア域内で先駆者となるポテンシャルを有していると考えられる。日本では、2020年5月の金融商品取引法改正に伴って、セキュリティトークンの規制上の位置付けが明確化されたことに加えて、自主規制団体の日本 STO 協会主導により、セキュリティトークンに関する業界の健全な発展に向けた取り組みが進められている。しかし、発行実績は多くなく、セキュリティトークンの流通市場の整備という点でも、まだ十分に進んでいるとは言い難い状況である。そうした中、セキュリティトークンの発行・流通の促進に取り組むシンガポールの事例は参考になる可能性がある。

また、ASEAN 域内の他の主要国においても、近年、セキュリティトークンを含むデジタル資産に関する制度整備が進められてきた。例えば、マレーシアでは、財務省が 2019

²⁰ トムソン・ワンのデータに基づく。

²¹ DBS 銀行のウェルス・マネジメント事業については、北野陽平、植田剛将「ウェルス・マネジメント事業を強化するシンガポールの DBS 銀行」『野村資本市場クォーターリー』2020年夏号参照。

²² “Singapore bank DBS starts currency and crypto exchange,” *Nikkei Asia*, 18 December 2020.

年 1 月、デジタル通貨及びデジタルトークンに関する省令を制定・施行した²³。それを受けて、マレーシア証券委員会は、2020 年 1 月にデジタル資産に関するガイドラインの導入を公表し、同年 10 月に施行した²⁴。タイでは、タイ証券取引所が 2019 年 3 月、デジタル資産プラットフォームの導入に向けた準備を進めていることを明らかにし、2021 年内にデジタル資産プラットフォームを開始する計画である²⁵。こうした中、シンガポールにおける取り組み事例が、今後、マレーシアとタイにおけるセキュリティトークンの発行・流通の呼び水となる可能性がある。

ASEAN 域内におけるセキュリティトークンの発行・流通機会の拡大は、同域外からの発行体及び投資家の誘致を通じて、域内資本市場の発展につながる可能性もあろう。今後、シンガポールが、セキュリティトークンの発行・流通市場としての存在感を高め、アジアを代表するグローバル金融センターとしての地位向上につなげることができるか、また、中長期的に ASEAN 資本市場の発展の一翼を担うことができるか、注目される。

²³ Capital Markets and Services (Prescription of Securities) (Digital Currency and Digital Token) Order 2019, 8 January 2019.

²⁴ Guidelines on Digital Assets, 28 October 2020.

²⁵ “Digital asset trade imminent,” *Bangkok Post*, 20 January 2021.