



KPMG Newsletter

# KPMG Insight

Topic ②

大企業が参入する Web3.0 市場



Vol. **63**

November 2023

# 大企業が参入するWeb3.0市場

あずさ監査法人  
金融統轄事業部

保木 健次 / ディレクター

新たな経済圏を構築するWeb3.0市場には、多種多様なビジネス機会が生まれます。スタートアップなど小規模事業者に向いているビジネスもあれば、大企業でなければ手掛けられないビジネスもあります。ブロックチェーンやデジタル資産に直接関わるビジネスもあれば、そうしたビジネスの周辺に発生するビジネス機会もあります。

ビジネス機会を捉えようと「Web3.0活用層」を中心に参入する事業者は、これまで中心だったスタートアップ企業から次第に大企業へと広がっています。他方で、大企業のなかには勝手の違うWeb3.0市場でどのようなビジネスモデルを構築するか、試行錯誤を続けているところもあります。

本稿では、Web3.0市場におけるビジネス機会を整理するとともに、ビジネスモデルを検討するうえで留意すべき事項について解説します。

なお、本文中の意見に関する部分については、筆者の私見であることをあらかじめお断りいたします。

## ✔ POINT 1

パブリック型ブロックチェーンを基盤とするWeb3.0経済圏が拡大し、大企業も高い関心を寄せている。

## ✔ POINT 2

ピア・ツー・ピア(以下、「PtoP」という)で財産的価値を移転できる特性から、Web3.0を活用するビジネス機会は分散する傾向がある。

## ✔ POINT 3

大企業は、分散されたビジネス機会を効率的に取り込むビジネスモデルの構築が求められる。



保木 健次  
Kenji Hoki

## ① Web3.0の概要

「Web3.0」に確たる定義はありませんが、一般的に主要な構成要素として、パブリック型ブロックチェーンを基盤とするデジタル資産（トークン）、スマートコントラクトを活用したDeFi（Decentralized Finance: 分散型金融）、DAO（Decentralized Autonomous Organization: 分散型自律組織）が含まれると考えられます。

また、「デジタル資産」にはさまざまな分類方法がありますが、本稿では主として、国内の法規制に基づく「暗号資産」、「セキュリティトークン」（電子記録移転有価証券表示権利等）、「ステーブルコイン」（電子決済手段）、「NFT その他」の4つの分類を使用します。

ところで、Web3.0の大きな特徴の1つとして、財産的価値（を表章するデジタル資産）をエンドユーザーから別のエンドユーザーに直接移転できること（以下、「PtoP取引」という）が挙げられます。

これまでは、デジタルでの財産的価値の移転方法としては、銀行システムや証券決済システムを含む財産的価値そのものを示す口座残高の記録を送り手と受け手の間で増減させるという方法がとられていました。たとえば、銀行振込では、送り手となる送金人の銀行口座残高を減らし、受け手の銀行口座残高を同額増やすことで、資金を移転させています。

これに対して、Web3.0市場では、全国銀行データ通信システム（全銀ネット）や日本銀行金融ネットワークシステム（日銀ネット）といった銀行システム、証券保管振替機構（保振）やクリアリング機構といった証券決済システムのような、信頼できる第三者が管理する中央集権的システムが不要となります。そして、そうしたシステムと利用者をつなぐ銀行や証券会社の業務も、本来的には不要となります。

なお、前述のWeb3.0の構成要素に基盤となるパブリック型ブロックチェーン

を含めた領域を「Web3.0基盤層」、この基盤の上で行われるさまざまな経済活動を「Web3.0活用層」または「Web3.0経済圏（トークンエコノミー）」として、Web3.0基盤層とWeb3.0活用層をまとめて広義のWeb3.0とすることも考えられます。

Web3.0基盤層は、パブリック型ブロックチェーン、デジタル資産（トークン）、PtoP取引およびDeFi（DeFiを運営するDAO {以下、「運営DAO」という}を含む）の3つの層に分かれます。

一方、Web3.0活用層は、Web3.0基盤層が提供する財産的価値の移転などの機能をまさに「活用」する領域です。活用例としては、GameFi（プレイヤーが稼ぐことができるブロックチェーンゲーム）やふるさと納税返礼品としてのNFT、地方創生DAO、土地をNFTとして販売するといったWeb3.0型メタバースなどが挙げられます。

Web3.0の発展において、Web3.0基盤層はあくまでも要素技術的な役割を果たすもので、けん引するのはWeb3.0活用層です。Web3.0活用層では、当該要素技術を駆使して創意工夫のうえで顧客ニーズに応える、これまでにない新しい商品やサービスが次々と生み出されています。

## ② Web3.0活用層におけるビジネス機会

### 1. Web3.0市場におけるビジネス機会

Web3.0市場の特徴の1つに、ビジネス機会の分散があります。ここでは、従来のビジネス機会と比較しやすいセキュリティトークンとステーブルコインを例に、ビジネス機会の1つであるトラストポイント（信頼できる認証）がどこにあるのかを含めて確認します。

従来の財産的価値の移転では、エンドユーザー同士の間には銀行システムや証券決済システムなどの中央管理者が、間違いなく残高記録の増減を行ってくれる

トラストポイントがありました。しかし、Web3.0市場ではPtoP取引が可能であることから、そこにトラストポイントはありません。つまり、そこにビジネス機会はないということになります。

これに対して、セキュリティトークンとステーブルコインは、トークンが裏付けとなる資産と紐づいていることを前提に、財産的価値を移転させることができます。この資産とトークンが紐づいていることについては、資産を預かり、見合いのトークンを発行する第三者に信頼を置く必要があります。Web3.0市場においてもこのトラストポイント（ビジネス機会）は残ります。

このトークン発行領域に係るトラストポイント以外のビジネス機会については、以下のような特徴・留意事項があります。

- トークン化する資産は、従来よりも少額でも発行可能
- 多種多様な資産がトークン化可能（セキュリティトークンではなく、暗号資産やNFTその他に該当するものも含む）

小規模でもトークン発行が可能であることで、発行体となるエンティティや裏付けとなる資産は多様化します。デジタル資産の発行場面以外にも、発行したデジタル資産の販売や保管（カストディ）など多くの周辺ビジネスが生まれます。その結果、小規模なビジネス機会が広範に分散して創出されることとなります。

Web3.0市場は、従来と比べてはるかにビジネス機会が分散されるため、小規模事業者から大企業まで幅広い事業者がビジネスを展開できる領域となります。ただし、暗号資産、セキュリティトークン、ステーブルコインは規制領域です。規制領域では、規制を遵守する体力のないスタートアップ企業がビジネスを展開するのは難しく、事業規模を大きくするか、事業規模の拡大を問わずに非規制領域で事業を継続していくか、いずれかを選択することになります。

## 2. 大企業のビジネス機会

大企業の場合、参入する以上は相応の収益を上げることが求められます。このため、小粒なビジネス機会ではなく、まとまった収益を上げることができそうなビジネス機会を探ることになります。

裏付資産としてトークンと紐づけられる可能性のある現実資産の市場規模および規制遵守の必要があることなどを勘案すると、暗号資産やNFTその他の領域よりもセキュリティトークンやステーブルコインの領域のほうが大きな収益機会を生む可能性があり、大企業に向けたビジネス領域と考えられます。

ただし、上述のようにセキュリティトークン領域は、発行体も顧客も広く分散しており、分散されたビジネス機会を効率的に取り込むビジネスモデルがないとスケールしません。そして、ステーブルコインは本質的に独占・寡占に向かう性質があるうえ、元来収益性が低いので、市場規模は大きいですが、世界で最も利用されるステーブルコインの発行者くらいでないと収益化は難しいと考えます。

また、Web3.0市場におけるプラットフォーム・インフラビジネスを展開する戦略も考えられます。「Web3.0基盤層」は、そうしたインフラ領域が多く存在します。次のセクションではステーブルコインを含む「Web3.0基盤層」におけるビジネス機会について考察します。

### III Web3.0基盤層におけるビジネス機会

#### 1. ブロックチェーン開発

まず、Web3.0市場の基盤となるブロックチェーンそのものを開発するという戦略が考えられます。Web3.0を支える代表的なブロックチェーンはイーサリアムですが、トランザクションの処理能力やトークンの

移転に必要な手数料の高さが課題となっており、最近ではイーサリアムキラーと呼ばれる新しいブロックチェーンが次々と登場しています。

ところで、時価総額ランキングにおいて、最近上位を占めるようになっていくデジタル資産に、ブロックチェーンの基本トークンであるネイティブトークンがあります。イーサリアムキラーのネイティブトークンの時価総額は、一時と比べると落ち着いているものの、一定の時価総額を維持しているものもあります。したがって、ブロックチェーンを開発していく場合、先行するイーサリアムやイーサリアムキラーを後発として追い抜き追いつくことが目標となります。

すでに多くのブロックチェーン上のアプリケーション (DApps) が開発され、巨大なコミュニティや熟練した開発者が世界各地に存在する以上、イーサリアムに打ち勝つには相当な投資と長い時間が必要となります。しかしながら、単一カテゴリーで大きなビジネス機会を呼び込むプラットフォームを構築したいと考えるのであれば、この領域になると考えられます。

#### 2. ステーブルコイン

デジタル資産のうち商品やサービスを表章するトークンの場合、単一のトークンが大きな発行額や取引額をもたらすことは考えにくいですが、決済トークンは少数のトークンに利用が集中していく傾向があります。

決済トークンとしてみずいふのは、ステーブルコインです。ステーブルコインは、一度勝者になれば、大きな発行・時価総額および取引額を安定して確保することができるようになります。そのステーブルコインの発行者は、預かった法定通貨を運用することで、大きな利ザヤ・収益を上げることができるようになります。

ステーブルコインに係るビジネス機会について、留意すべき事項としては以下の2

点が挙げられます。

1つめは、ステーブルコインの市場には多くの先行者が存在し、すでに淘汰期に入っていることです。現時点では、ステーブルコインの先駆けであり、最大の発行・時価総額と取引額を有するテザー (USDT) が君臨しています。一方、かつてテザーに迫る時価総額を記録したいくつかのステーブルコインの多くが淘汰され、いまではUSDコイン (USDC) がかろうじてデジタル資産のランキングで上位にとどまっているという状況です。

資産の管理状況や投資先などの情報開示に関する透明性が問題視されてきたテザーに対して、後発のステーブルコインは積極的な情報開示や監査の実施などの差別化を図ってきましたが、最初に大きな市場シェアを確立したテザーのアドバンテージを覆すことはできませんでした。独占・寡占になりやすい市場では、先行者利得がそれほど大きいということです。

2つめは、決済トークンという観点では、いずれ法定通貨に連動しないデジタル資産が決済に利用されるようになり、法定通貨に連動するステーブルコインを置き換えていくようになって考えられることです。おそらくそれは、ビットコインとなる可能性が高いでしょう。このため、長期にわたってステーブルコインの勝者となるのは難しいと考えます。

#### 3. DeFiプロトコル

前述のように、金融仲介機能はPtoP取引やDeFiに置き換えられます。言い換えれば、DeFiプロトコル (サービス) 自体を開発するビジネス機会もあるということです。ただし、DeFiプロトコルに係るビジネス展開を目指すうえで、2点の留意すべき事項があります。

1つめは、DeFiと一口に言ってもレンディング (トークンの預入れは貸出し) 機能を提供するものや取引所 (トークンの交換) 機能を提供するものなど、いくつかの市

場に細分化されます。このため、1つのカテゴリーで勝者となっても、市場規模はブロックチェーンやステーブルコインと比べるとそれほど大きなものとはなりません。

2つめは、DeFiにもすでに先行者がいることです。比較的市場規模が大きいDeFiプロトコルには、勝者とは言わないまでも強者が存在しており、後発で追い越すには何らかの大きな差別化などが必要となります。

#### 4. Web3.0基盤層の市場規模

図表1に、先行者のいる前述の3領域の上位にランクされている主なデジタル資産をまとめました。上位にランクされるすべてのデジタル資産を記載しているわけではありませんし、必ずしも潜在的な市場規模を表しているわけではありません。ですが、この3つの領域については、関連するデジタル資産の時価総額で大まかな市場規模の傾向を掴むことができます。

まず、パブリック型ブロックチェーンですが、ネイティブトークンの時価総額はイーサリアムを筆頭に軒並み上位にランクされています。ただ、これはまだ本格的な淘汰期が始まっていないことも影響しています。今後は、徐々に淘汰されるブロックチェーン（ネイティブトークン）が顕在化すると考えられます。

ステーブルコインは、すでにかつては上位にランクしていたステーブルコインの多

くが、現在は時価総額を大きく縮小していません。かろうじて上位に踏みとどまっているUSDCも、足元ではテザーとの差が拡大しています。ただ、そのテザーも、イーサリアムの時価総額には遠く及びません。

DeFiのガバナンストークンも、以前よりも時価総額が縮小しており、最上位のユニスワップ（UNI）でも27位です。やはり、先の2領域と比べると、潜在的な市場規模は大きくないということが言えます。

#### Ⅳ さいごに

大企業におけるWeb3.0市場におけるビジネスモデルを検討する際、短期間で収益化ができ、長期にわたって大きな収益をもたらすビジネス機会を探ろうとすることを時折見かけます。また、成功するかどうかわからないビジネスではなく、収益化に成功した事例を見てから参入を検討したいというケースも見かけます。

短期的に収益化を図りやすいのは、分散されたビジネス機会をとりに行くことです。ただし、多くのビジネス機会が長く持続しないなかで、幅広い商品やサービスを開発し続ける必要があり、大きな収益を得るには限界があります。

長期的に大きな収益を狙うのであれば、プラットフォーム・インフラビジネス領域ということになりますが、短期的な収益化は難しくなります。むしろ短期的な収益を

追って顧客基盤の拡大を止めたり、顧客利便性を高める投資を削ったりすれば、勝者になれないまま淘汰されることとなります。つまり、短期での収益化と長期的に大きな収益の獲得を両立させるビジネス機会はないということです。

多くのプラットフォームは、数年の投資期を経て最終的に勝者となった後に大きな収益に結びつけています。また、プラットフォームとして長期的な大きな収益の獲得を目指すのであれば、先行者利得をとることが非常に重要です。

他社の成功を見てから参入を検討するというスタンスは、基本的にプラットフォーム・インフラビジネスには向いていません。そして、Web3.0市場における当該ビジネス領域は、前述のとおり先行者がいる状態です。ただし、後発で成功した事例がないわけではありません。検索エンジンでは、後発企業が当時ガリバーだった先発企業を追い越しました。

いずれにしても、大企業はWeb3.0市場における多様なビジネス機会を捉えるチャンスがあると思います。

#### 関連情報

ウェブサイトでは、Fintech規制対応等を紹介しています。

<https://kpmg.com/jp/ja/home/services/advisory/risk-consulting/fintech-regulations.html>

本稿に関するご質問等は、以下の担当者までお願いいたします。

有限責任 あずさ監査法人  
金融統轄事業部  
保木 健次/ディレクター

✉ [kenji.hoki@jp.kpmg.com](mailto:kenji.hoki@jp.kpmg.com)

図表1 主なトークンの時価総額とランキング

トークンの種類	時価総額とランキング
ネイティブトークン（ビットコイン除く）	<ul style="list-style-type: none"> <li>イーサリアム 29兆円（2位）</li> <li>ソラナ 1.2兆円（10位）</li> </ul>
ステーブルコイン	<ul style="list-style-type: none"> <li>テザー 12兆円（3位）</li> <li>USDC 3.8兆円（6位）</li> </ul>
DeFi ガバナンストークン	<ul style="list-style-type: none"> <li>ユニスワップ 3,700億円（27位）</li> <li>Aave 1,300億円（43位）</li> </ul>

出典：CoinMarketCap参照（2023年9月20日現在）  
<https://coinmarketcap.com/ja/tokens/>

## KPMG ジャパン

home.kpmg/jp



本書の全部または一部の複写・複製・転記載および磁気または光記録媒体への入力等を禁じます。

ここに記載されている情報はあくまで一般的なものであり、特定の個人や組織が置かれている状況に対応するものではありません。私たちは、的確な情報をタイムリーに提供できるよう努めておりますが、情報を受け取られた時点及びそれ以降においての正確さは保証の限りではありません。何らかの行動を取られる場合は、ここにある情報のみを根拠とせず、プロフェッショナルが特定の状況を綿密に調査した上で提案する適切なアドバイスをもとにご判断ください。

© 2023 KPMG AZSA LLC, a limited liability audit corporation incorporated under the Japanese Certified Public Accountants Law and a member firm of the KPMG global organization of independent member firms affiliated with KPMG International Limited, a private English company limited by guarantee. All rights reserved. Printed in Japan.

© 2023 KPMG Tax Corporation, a tax corporation incorporated under the Japanese CPTA Law and a member firm of the KPMG global organization of independent member firms affiliated with KPMG International Limited, a private English company limited by guarantee. All rights reserved.

The KPMG name and logo are trademarks used under license by the independent member firms of the KPMG global organization.

コピーライト©IFRS®Foundation すべての権利は保護されています。有限責任 あずさ監査法人は IFRS 財団の許可を得て複製しています。複製および使用の権利は厳しく制限されています。IFRS 財団およびその出版物の使用に係る権利に関する事項は、www.ifrs.org でご確認ください。

免責事項：適用可能な法律の範囲で、国際会計基準審議会と IFRS 財団は契約、不法行為その他を問わず、この冊子ないしあらゆる翻訳物から生じる一切の責任を負いません(過失行為または不作為による不利益を含むがそれに限定されない)。これは、直接的、間接的、偶発的または重要な損失、懲罰的損害賠償、罰則または罰金を含むあらゆる性質の請求または損失に関してすべての人に適用されます。この冊子に記載されている情報はアドバイスを構成するものではなく、適切な資格のあるプロフェッショナルによるサービスに代替されるものではありません。

「IFRS®」、「IAS®」および「IASB®」は IFRS 財団の登録商標であり、有限責任 あずさ監査法人はライセンスに基づき使用しています。この登録商標が使用中および(または)登録されている国の詳細については IFRS 財団にお問い合わせください。