

デジタル証券への期待と課題

～金利ある世界の中で個人の債券投資にどの様に影響していくのか



令和7年3月28日

株式会社資本市場研究所きずな

デジタル社債への取組みと 個人向け社債の発行状況について

デジタル化の流れは、社会・経済環境の中で大きな潮流となっているが、投資の世界においてもブロックチェーン等の分散台帳技術(DLT)などを活用したデジタル証券への期待が高まっている。

一方、国内においては日本銀行の政策金利引き上げが続き、金利ある世界の中で個人の債券投資拡大も期待されるころだ。この2つの流れが交わるとしたら、どの様な可能性や問題があるのかについて検討したい。

先ずデジタル証券のうち、最近社債として発行された事例を見てみたい。

2025年2月にトヨタファイナンスは、個人向け1年債のセキュリティトークン社債(以下、ST社債)を公表し、大和証券が10万円単位で総額10億円募集して、3月3日に発行した。保管・決済プラットフォームはセキュリティトークン基盤を提供するProgmatが担っている(スキームは下図)。同社では

初めてのST社債となるが、同社によると発行目的はトヨタグループと個人投資家の結びつきをより強くすることで、ST社債を購入した個人投資家に対して、トヨタグループのスマートフォン決済アプリである「TOYOTA Wallet」が最大1万円相当プレゼントされた。

別の事例として、NTT・TCリースが2025年1月に私募形式で日本政策投資銀行に割当てたST社債の5年債がある。この案件も大和証券が引受け、Progmatが発行・保管・決済等の基盤をプラットフォームとして提供している。

Progmatとしては、初めての機関投資家向けST社債発行への関与ということになるが、この発行目的については、ST社債を機関投資家向けにも広げ、将来的にSDGs性を有する様々な商品設計を試みながら発行実績を積み上げるとしている。

一方、個人向け社債の2024年度における発行状況について、1月末までの10か月間の発行件数が49件、発行額合計は2兆3,137億円となっている。このうちソフトバンクグループが個人向けに発行するものが2件で9千億円あり、1

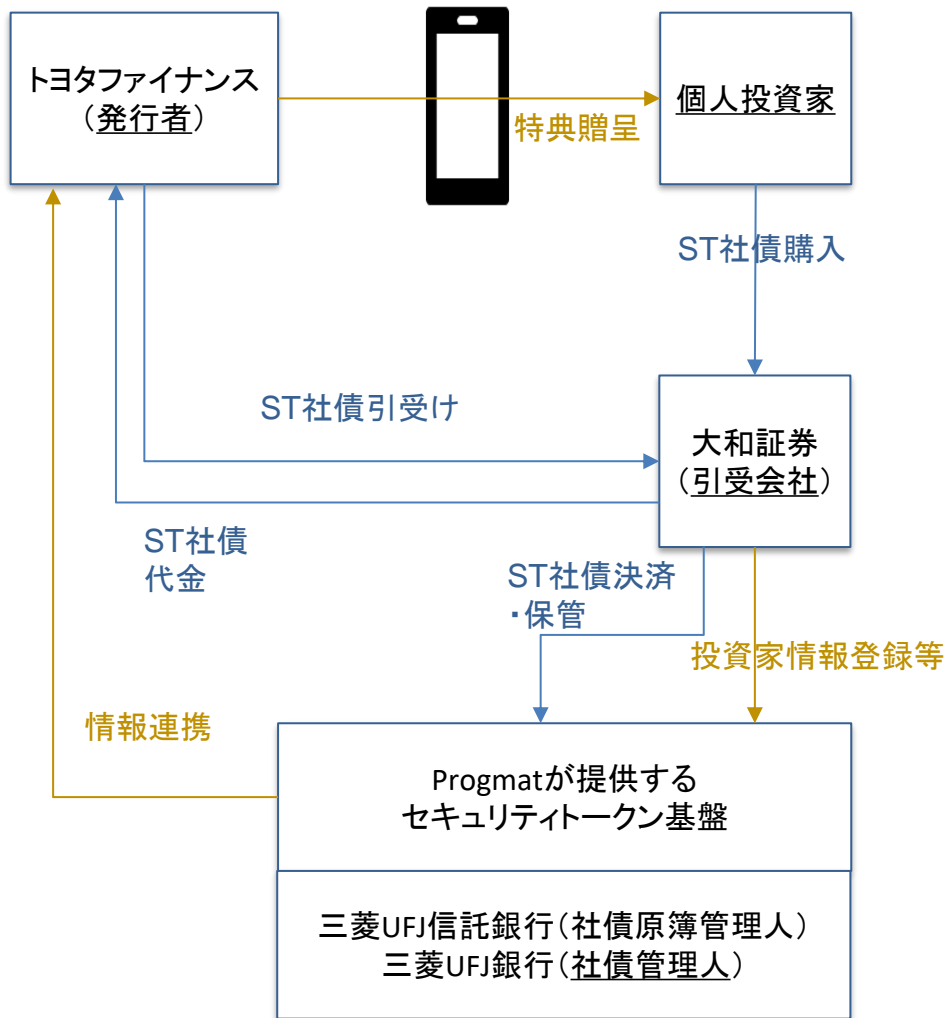
千億円を超える銀行の劣後債発行なども目立っているものの、発行額の中央値は125億円となっている。社債全体の発行については、同期間中528件、発行額は14兆554億円で、このうち個人向け社債が占める割合は件数ベースで9.3%、発行額ベースで16.4%となっている。

企業が個人向け社債を発行する理由は、資金調達手段の多様化だけに限らない。一般的な機関投資家向けの社債発行に比べ、個人向けでは社債券面を細分化したり、より多くの投資家へ販売する為、発行コストは大きく上昇する。しかし、コストを増加してまで発行する企業の思惑としては、利用者が投資家となることで、自社の事業や業務あるいは製品に関して理解が深まることに期待しているという側面がある。

ST社債の発行自体は、まだ試験的な取組みが中心で急拡大しているとは言い難いが、将来的にはDLT活用が多様化して、投資家に提供する事業の利用者としての情報やサービスが充実してくれば、現在の個人向け社債の一部をST社債が代替していく可能性もある。

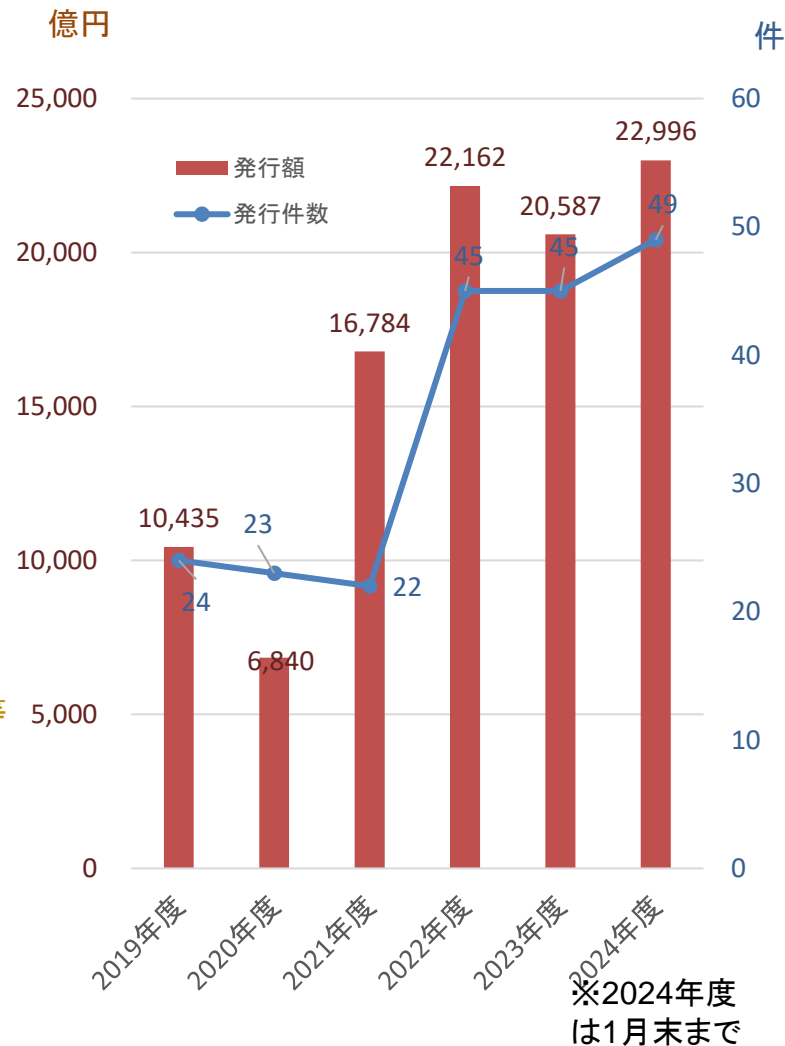
トヨタファイナンスST社債スキーム概要

決済アプリ
TOYOTA Wallet



※会社公表資料より投資家視点から編集

個人向け社債の発行推移



※日本証券業協会の統計資料より作成

デジタル証券の定義とデジタル化への期待

デジタル証券の定義は、情報通信技術の進展に伴う金融取引の多様化に対応するための令和元年改正金商法（2020年5月施行）で、「電子記録移転有価証券表示権利等」として定義されており、関係者はDLTを活用したスマートコントラクトをセキュリティトークン（以下、ST）と呼称している。なお、STは以下の様に分類される。

①トークン化有価証券：株式・社債・投資信託など通常の有価証券をトークン化したもので、金商法の第一項有価証券として公募が可能となるため、情報開示については有価証券届出書等の発行・継続開示がある。ST社債もこのカテゴリーに属し、取扱いは証券会社等の第一種金融商品取引業者に限られる。

②電子記録移転権利：集団投資スキーム持分・信託受益権等をトークン化したもので、現状では不動産を裏付け資産として発行される受益証券で利用されることが多い。

①と同様に公募可能な第一項有価証券なので、取扱いは

第一種金融商品取引業者に限られる。

③適用除外電子記録移転権利：流通性等を勘案し、取得者制限や譲渡制限を技術的に行うことで、②から除かれる権利で、不動産流動化ファンドや事業ファンドではエクイティ部分など保有者が制限される金商法上の第二項有価証券を指す。原則として発行・開示義務がなく、第二種金融商品取引業者が取り扱う。

金商法の対象外であった不動産特定共同事業法（不特法）のSTについては、令和5年改正金商法（2024年11月施行）によりセキュリティトークン関連が見直された。その結果、電子記録移転権利として取扱われることとなり、金商法の規制適用が明確化され投資家保護の強化も行われている。

我が国における有価証券の電子化は、2001年の短期社債（CP）に始まり2009年の上場株式まで、証券保管振替機構（ほふり）における有価証券のペーパーレス化として進められてきたが、更にトークン化などのデジタル証券が

求められる背景や期待については、次の様なことが考えられる。

◇有価証券インフラとしての安価・簡便性：

有価証券の既存インフラの取引所や証券保管振替機構においては、膨大なデータ管理と取引処理を行う為に重装備の中央集権的なシステムが必要とされている。また、既存インフラを取引参加者として利用する証券会社等の負担も重い。これに対して分散化技術であるDLTを利用するデジタル証券では、参加者を含めたシステムコスト軽減が期待されている。

◇取引の小口化：

暗号資産は取引単位を細分化していくことが可能だが、STも同様に単位を引き下げやすい。最小単位まで引き下げること、別の取引やサービスの決済手段として利用できる可能性もある。

◇仲介者・管理者機能の代替：

スマートコントラクトを利用することで、利払い等の自動

執行や、本人確認などの一定のコンプライアンス機能のビルトインが可能とされている。

◇発行者による投資家情報の把握：

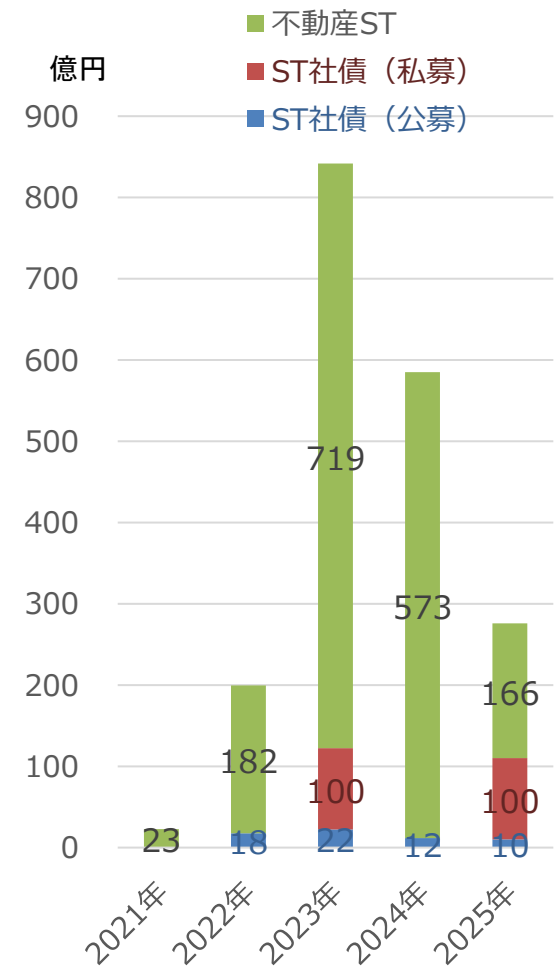
発行体による原簿の確認が可能になり、発行体と投資家がダイレクトに繋がるのが可能とされている。但し、この部分は投資家が発行者と繋がることを望む場合に限られる。

STの金商法上の定義

電子記録移転有価証券表示権利等
(ST)

ST化 類型	①トークン化 有価証券	②電子記録 移転権利	③適用除外電子 記録移転権利
スキーム	通常の公募有価証券をST化	資産流動化商品の公募部分をST化	流動性制限あるST
情報開示	発行・継続開示義務	発行・継続開示義務	原則開示義務なし
取扱業者	第一種金商業者	第一種金商業者	第二種金商業者
発行事例	ST社債	不動産ST	LPSのST
	主に個人向け社債で利用	受益証券のST 匿名組合出資分のST	投資事業有限責任組合 (LPS) 持分

ST発行額



※各販売会社HPより当社作成 (2025年は2月公表分まで)

課題として検討すべきことについて

デジタル証券は、ST社債で試験的な取組みが進み、不動産STにおいて発行が増加している状況であるが、今後の更なる拡大に向けて現段階の課題について考えてみたい。

◆決済基盤としての信頼性:

デジタル証券の中核的技術であるDLTはデータ改竄ができず安全性は高いとされているが、利払いや投資家への情報提供など組込むスマートコントラクト(契約の自動執行プログラム)におけるバグなどの脆弱性や、DLTウォレットを他の金融システムで活用する場合や異なるDLTの接続に関するセキュリティに関して、暗号資産などのハッキング事例から指摘される問題もある。

今後ST資産が数千億、数兆円となるためには、DLTのセキュリティは勿論、更にSTの発行・決済・保管を担うプラットフォームへの信頼性も欠かせない。その為には、より多くの取引参加者にとって安全への説得性がある運営体制やセーフティネットが必要ではないかと考える。プラットフォームへの信頼性が向上することで、投資家の支持が拡大し取引参加者の増加に繋がっていくことが期待される。

◆販売チャネルの問題:

デジタル証券が一部の関係者による特殊な金融商品から一般的な証券として扱われる為には、STの販売チャネルが拡大していくことが望ましいが、その為には証券会社や金融機関においてSTに関する情報や知見を広めていく必要がある。

なお、日本STO協会は自主規制ルールで顧客に説明すべき重要事項や取引開始基準を定めており、STプラットフォームに関する情報の収集・モニタリングについても取扱者に求めている。

また、STの対面営業による販売も可能であるが、第1種外務員資格を有する営業員は日本STO協会の研修を受講することが求められており、その他の者がSTを取り扱う場合はST外務員登録が必要とされている。

◆個人投資家情報の取扱い:

通常の社債やファンドは株式と異なり、証券保管振替機構に設定する販売会社の顧客口にて一括して管理されている。その為、通常は顧客情報が発行者や組成者に伝わらないことが前提で、利払いなどのイベントは販売会社を通じて行われている。STでは、保有者の同意のが前提となる

が、情報は直接発行者に連携され、社債やファンドとしての機能以外に発行者が行う事業からのサービス提供に利用されている。課題としてはこの通常金融商品とSTの相違について投資家サイドの理解が進む必要がある。

◆販売方法の確立:

デジタル証券は発行プロセスまでデジタル化(インターネットでの販売)することで、発行コストを引き下げることが可能なので、デジタル証券の発行者の一部では直接募集を試みる動きもある。

しかし、金商法上の第一種金商業者としての態勢整備を整えたとしても、投資家への情報提供や募集実務など販売方法を確立していくための課題がある。

投資家への情報提供については、DLT及びそのプラットフォームについて技術的内容や安全性に関する説明やリスクを目論見書や契約締結前書面で分かりやすく開示することが金商法上求められている。

また募集実務については、ネットだけでST発行の為に投資家需要を短期間に集めることについて現状では課題が多いと考えられている。

デジタル証券は以上のような課題も多いが、それでも金融商品の募集コスト低下や発行プロセス機関の短縮、多様なサービスを提供する商品の開発・組成などデジタル化が投資の世界にもたらす恩恵は大きく、関係者の取組みが進むことが期待される。

ST化の期待とメリット

ST化の期待と メリット	発行者	取引プラットフォーム	証券会社等 (仲介者)	投資家
有価証券インフラとして安価・簡便性	間接的に○	◎	結果として○	—
小口化対応	◎	△(コスト増)	△(対応に負荷あり)	○
仲介者・管理者機能の代替	○	○	△(収益機会減か)	—(利便性向上か)
発行者による投資家情報の把握	◎	—	△	△(合意あれば○)

◎効果大、○一部に効果あり、△一部に負荷、—対象外

ST化の課題

決済基盤としての信頼性

- ・セキュリティ問題
 - ・プラットフォームへの信頼性
- 運営体制やセーフティネットも重要

販売チャネルの問題

証券会社や金融機関など取扱者の
情報・知見の充実

個人投資家情報の取扱い

投資目的以外の利用に関する合意
投資家メリットの訴求

販売方法の確立

投資家への平易な説明
ネット販売での投資家需要把握方法の
確立

デジタル化が投資にもたらす変化について

STが個人投資家に浸透していく為には今少し時間が必要であるが、STへの取組みを行うことが既存の金融商品や投資の在り方に影響を与える可能性について考えたい。

個人向け社債の現状については、以下の課題がある。

- ①販売チャネルが一部の引受証券会社に限定されている。
- ②個別銘柄に関する気配値の公表は、日本証券業協会で纏めているものの、流通市場がない。
- ③発行関連コスト(格付費用、社債管理コスト、販売コストなど)から、100億円以上の発行規模が普通であり、かつ前工程の格付け作業まで含めると発行までの日数がかかる。

また個人にとって社債は、株式や投資信託などと異なり、株式市場の影響を受けずに確定した利回りと発行者によって元本償還が約束されている商品であるが、信用力と利回りが見合っているかということが投資のポイントとなる。

STで取り組まれている流通市場形成の動きは、当然、個人向け社債の流動性向上や流通の仕組み作りに影響を及ぼす。

例えば、中堅証券会社では自社若しくは持ち株会社発行の少額(10億円程度)の社債を販売する事例が増えており、今年度(1月末まで)の個人をターゲットにした発行額が20億円未満の社債は既に23件(個人をターゲットにしたグリーンボンドなどSDGs債を含む)となっている。加えて、同業他社に債券を取り次ぐような動きも出ている。

個人向け社債が金融商品として更に拡大していくためには、証券会社や金融機関における取り扱い増が欠かせないが、その為にも流通市場が形成されることが望ましく、PTSなどで取引されるようになれば、販売チャネルも拡大することとなる。

既に不動産STは1月末時点において、ODXのPTSで6銘柄が取り扱われており、その時価総額は187.6億円、月間取引額は2千万円程度で推移している。不動産流動化商品が流動性をもつ意味も大きく、PTSの取引時価から対象不動産の価格を想定することが容易となり、不動産流動化

商品としてのEXIT(物件の売却)に繋がりやすくなる。

STの発行プロセスにおけるデジタル化は、個人向け社債や不動産証券化商品の発行実務のデジタル化を後押し、発行及び管理実務のコストを引き下げる。また、販売のデジタル化が進むことで、発行コストの中で大きな部分を占める募集コストも大きく引き下げることが可能になり、少額発行増加に繋がる。

また、STにおける発行者による投資家情報の取得では投資家の同意が必要であるが、個人向け社債においても同様の発行者ニーズがあり、その結果、投資家にメリットがあるサービスや便益を提供できる商品が開発されるのであれば、多様な個人向け社債を提供することが可能になる。

STは、今後、発行の取組みや投資の仲介者が増加していくことが予想されるが、その影響として既存商品の流動性、仲介者、発行プロセスのデジタル化、商品の多様化などの変化にも影響を及ぼすことに期待したい。

個人向け社債におけるデジタル化の影響

