

# 発足五年目に入るセキュリティ・トークン（ST）

二上季代司

二〇二〇年五月の改正金商法の施行により、発行が可能となったセキュリティ・トークン（Security Token ST）<sup>(1)</sup>は、二〇二一年に発行が始まって以来、四年を経過した。発行・募集などの基盤（プラットフォーム）は「Bostry社」と「Prigmat社」が提供しており、この二社でほぼ寡占状態にある。<sup>(2)</sup>また「大阪デジタルエクステンジ社」は、二〇二三年一月、STのPTS市場「START」を開設（二〇二三年一月）、現在六銘柄を取り扱っている。

## 1 規模

日本証券業協会によると、発行実績は二〇二四年度（二〇二四年四月～二〇二五年三月）で「トークン化証券」一四銘柄五八二・五億円、「電子記録移転権利／適用除外電子記録移転権利」三銘柄一一・八億円、合計五九四・三億円となっている（図表1）。

この取引種別は協会規則「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」に定める名称であって、「トークン化証券」とは有価証券を「トークン化」<sup>(3)</sup>したものをいう。これに対し、「電子記録移転権利」はいわゆる「みなし有価証券（組合出資などの二項有価証券）」をトークン化したものをいう。「トークン化有価証券」はもちろん、「みなし有価証券」もトークン化されて「電子記録移転権利」になると流動性を持つ（いわゆる「一項有価証券」

となる)ので、この二つは、原則、発行開示義務が課せられ、第一種金融商品取引業者でなければ取り扱えない。

他方、「適用除外電子記録移転権利」は、適格機関投資家などに取得や譲渡が限定されるように技術的措置が講じられているもので私募扱いとなり、原則、発行開示義務が免除され、第二種金融商品取引業者も扱えるようになってい

現在、利用できるデータとしては、先述の協会公表分のほかに、プラットフォームである「Boosty」が「セキュリティトークン (ST・RWA)<sup>(4)</sup>」プラットフォームを公表している。これは公募STの発行銘柄リストを掲載しており、年度別、商品種類別(受益証券、社債)、裏付け資産別(不動産など)、プラットフォーム別の発行額を集計している。これによると二〇二一年から二〇二五年三月末までの公募ST発行累計は五八銘柄、一六八三億円となっている。<sup>(5)</sup>

「Prognat」も、同内容のデータを登録会員向けに「Monthly ST Market Report」を公開している。このReportの公開データでは、発行額のほか組成額も公表しており、私募発行分も含めているのでカバーする範囲が広い。また本年の発行予測額とその進捗率を公表している点もユニークである。

## 2 不動産ST

公表データから読み取れるのは、不動産STが圧倒的に多いことである。発行

図表1 金融商品取引業者などにおける電子記録移転有価証券表示権利等の取扱状況など(2024年度)

	トークン化有価証券		電子記録移転権利／適用除外電子記録移転権利	合計
	受益証券発行信託	社債		
発行金額(百万円)	44,250	14,000	1,183	59,433
発行銘柄数	11	3	3	17

(出所) 日本証券業協会(簡略化している)

額の大半を占める「受益証券発行信託」はほとんどが不動産を裏付けとしている。発行額は八二五億円（二〇二三年度）、四四二億円（二〇二四年度）と推移しているが、これを同じ年度のJ・R・E・I・T公募増資額三三三・五二億円、二〇〇五億円と比較してみると、J・R・E・I・Tの二二～二五％に相当しており、かなりの規模にまで成長していることがわかる。

不動産S・Tの特徴としては、①比較的少額から不動産投資ができることや、②個別不動産を裏付けにすることができると、不動産投資一般やJ・R・E・I・Tとは異なる特性がある。個別の不動産、例えば特定の日本旅館やホテルを裏付けとしているため、ユーティリティ・トークン（Utility Token、UT）<sup>(7)</sup>を付与することで投資主への優待利用権を提供することができる。旅館やホテルの利用権をトークン化した「UT」を投資額に応じて付与することで、投資主にとっての価値は高まると同時に、当該施設の利用頻度も高まるといふ効果が期待できるのである。

二〇二四年度の発行額は前年比で半減しているが、これは税制上の理由から原簿管理者でもある信託銀行が組金額を大きく減らしたためとされる。<sup>(8)</sup>「受益証券発行信託計算規則」では、信託受益権の元本部分を期中に払い戻す規定がないため、払い戻す場合には「利益処分」として処理せざるを得なかった。匿名組合スキームの場合には、減価償却相当分につき匿名組合出資元本の払戻しとみなされて、課税されることはない。

このため、信託協会は計算規則の改正を行って「元本の払戻しとして処理する規定を設ける予定」であるので、利益を原資としない分配を受ける投資家（受益者）において「所得税の課税がないことの明確化等、所要の税制上の措置」を講じるよう、要望した。この税制要望は昨年夏ごろに出されており、今年度の税制改正大綱に盛り込まれた。このため、システム改修その他、所要の作業が必要となる大手信託銀行が組成を一時、中断したため

とされる。この要望が通れば、組成・発行が再び増え、不動産STのセカンダリーマーケットにおいて好影響が波及する、と期待されている。

### 3 社債ST

社債STはST総額の二割強を占める。これも一般社債と比較してSTならではの特徴を持つものが多い。日本取引所グループ（二〇二二年発行、五億円）や日立製作所（二〇二三年発行、一〇〇億円）の社債STは「グリーン・デジタル・トラック・ボンド」である。発行体は、いずれも「グリーン・トラックキング・ハブ」システムの提供者である。この社債のスキームは、調達資金でグリーン発電施設に充当し、発電量と発電に係るCO<sub>2</sub>削減量のデータをタイムリーに投資家に提供する、というものである。

従来、グリーンボンドのグリーン性指標を確認するためには、グリーンボンドの発行会社が公表する年次レポートなどをひとつひとつ確認する必要があった。「グリーン・トラックキング・ハブ」にアクセスすれば、画面上でタイムリーなグリーン性指標を確認することができるわけである。

このほか、丸井グループは複数回、社債STを発行しているが、これもカード会員を対象に利子のほかクーポンを提供して買い物客を増やすことや、投資家に「応援投資」（途上国の応援、脱炭素など社会課題の解決と、資産形成を同時に実現できる仕組み）の機会を与えるものとされる。

なお、昨年の法制改正により、社債STは振替債と同様に「利子所得等に対する源泉徴収の不適用制度」の対象となった。社債STは、受渡しに振替を使わないので源泉徴収の不適用制度の対象になっていなかった。振替債が源泉徴収の不適用である理由は、振替口座の増減によって投資家の保有期間が把握できるからである。そこ

で社債STは、保振を使わないが、社債原簿を電子的に管理するプラットフォームを用いることで保有期間が把握できることから、「不適用制度の対象にする」という要望が「令和六年度税制改正」で認められた。これを受け二〇二五年一月、源泉徴収不適用の第一号として、NTT・TCリースの社債ST、一〇〇億円が発行された。

#### 4 おわりに

以上のように、ST拡大の障害の一つだった税制上の課題は解決された。この結果、今後は、動産（インフラや航空機など）、出資持分（ベンチャーキャピタルファンドの持分など）、海外アセット（米国不動産など）のトークン化に追い風が吹くと期待される。

STの国内市場は、近年、商品性の多様化や取扱金融機関の拡大がすすんでいる。STの発行、募集、流通、決済は、既存のインフラを使わないで行われるため、一層の市場拡大にはデジタル化されたインフラの創造が必要になってくる。発行、募集、流通のプラットフォームはでき上がりがつつあるが、残っているのは決済である。

現状、STの決済は法定通貨（円）で行っているが、これに代わってデジタル通貨を使うことができれば同じ技術基盤の中でスムーズに取り上げることができることになる。これによって、「デジタル証券市場」が完成することになるが、デジタル通貨の研究はまだ始まったばかりである。

#### 注

(1) 改正金商法により、収益分配を受ける権利の付与されたトークンは「電子記録移転権利」（セキュリティ・トークン、ST）と定義され、一般に「デジタル証券」と呼ばれている。なお、「金融・証券界におけるデジタルテクノロジー

の活用について「『証研レポート』一七四七号（二〇二四年二月）も参照。

- (2) プラットフォームのうち「Ibet for Fin」はBoostyが主導し大手金融機関が共同運営するコンソーシアム型である。他方、Progmat社は、二〇二三年一〇月、三菱UFJ信託銀行から分社し、共同事業体として設立されている。
- (3) 正式には「電子記録移転有価証券表示権利等」と定義される（金商業等府令第一条四項一七号）。
- (4) RWA (Real World Asset) とは、株式や債券、不動産のほか、金やアート作品などの実際の資産に紐づけられたトークンをさしており、広い範囲の概念である。
- (5) Boosty「セキュリティトークン (ST・RWA) ダッシュボード」による。
- (6) 二〇二三年度の「受益証券発行信託」の発行額はBoosty前掲データによる。J・REITの公募増資額は不動産証券化協会「ARES-J-REIT Databook」による。
- (7) 有価証券をトークン化したものをSTというが、旅館の利用クーポンや観劇のチケット、会員権などの利用権（ユーティリティ）をトークン化したものはUTと呼ばれる。
- (8) Progmart「二〇二四年→二〇二五年のデジタル証券 (ST) 動向総括―税制改正ポイント&トークン化アセット拡張の号砲、とは―」[https://note.com/tatsu\\_sl23/n/n936b982011f8](https://note.com/tatsu_sl23/n/n936b982011f8)

(にかみ きよし・名誉研究員)