

日本におけるSTOの市場ポテンシャル考察

ブロックチェーンを用いたSTOの商品形態が広がっている。社債については、「個人向け」と「優待付き」のST普及が期待される。不動産証券化については、「第三者対抗要件の課題解消」の道筋が拓き、業務プロセスのDXと併せて、GK-TKや不特法スキームによるSTの進展が注目される。

商品形態が広がる国内STO

ブロックチェーン技術を用いて「トークン（証券）化された有価証券」（ST）を発行する、セキュリティトークンオフリング（STO）の商品形態が広がっている。日本では、コーポレートファイナンス（普通社債、未公開株）、不動産証券化（TMK¹⁾、不動産特定共同事業）、信託（カード債権や居住用施設の受益証券発行信託）といった領域でSTOが始まっている²⁾。

今後、STO案件は着実に増加して、ラインアップも多様化することが見込まれるが、先行して定着が期待される社債と不動産の分野に着目して、今後のSTO市場展望を考察したい。

社債では「個人向け」及び「優待付き」に注目

国内企業の普通社債による資金調達は増加しており、2020年度の発行額は15兆円を超えて過去最大となっている（図表）。潜在的にはこの社債市場全体がトークン化の対象と見込まれるが、とりわけSTへの置換が進展し得るのは、同年度社債発行額全体の約5%を占めた個人向け社債の領域と考えられる³⁾。非振替債として組成した個人向け社債の社債原簿管理にブロックチェーンを紐づけることで、発行体が現在の社債保有者を把握してマーケティング等に活用できるからである。

国内株式市場では個人投資家向けの株主優待制度が人気を博しているが、その市場規模は約1,000億円とも言われる⁴⁾。社債市場でも同様に、発行体の事業と親和性のある、デジタル管理された優待付きSTの普及が期待

図表 STに関連する国内ファイナンス市場の例

(2020年度)

商品区分（スキーム）	発行額・資産取得額	
普通社債	15兆487億円	
うち、個人向け社債	6,840億円	
不動産証券化	リート（Jリート、私募リート）	1兆6,990億円
	私募ファンド（TMK、GK-TK）	1兆9,470億円
	不動産特定共同事業	2,910億円

(出所) 国土交通省、アイ・エヌ情報センターより野村総合研究所作成

される。社債市場は2020年度末のストックベース（現存額）では約76兆円⁵⁾で、同年度フローベースの約5倍にのぼる規模であることから、ブロックチェーン技術を活かした社債の期中管理がもたらす、発行体と投資家の新たな長期的つながり促進にも期待が寄せられる。

不動産証券化では「法的課題解消の可能性」に注目

トークン化によって個人による投資がしやすくなり、流動性向上が見込める資産として、不動産も有力である。

個人でも小口投資できる不動産証券化商品としてはすでにJリートが存在するが、上場商品であることから価格変動は金融市場の影響を受けがちである。また、比較的規模の大きい複数物件のポートフォリオによる分散投資が行われることから、現物取引のような保有不動産の手触り感は得られにくい。

そこで、不動産の資産特性を活かしたST組成を実現し得る証券化スキームとして、私募ファンドに位置づけられるGK-TK⁶⁾やTMKが挙げられる。

両者併せた市場規模はフローベース（2020年度、不

NOTE

- 1) TMKとは、資産流動化法に基づき設立される特定目的会社を指す。TMKスキームでは、予め定められた資産流動化計画(ALP)に従いTMKが運営される点が特徴。
- 2) 金商法及び関連府令におけるSTOの定義とも言える、2020年5月に新設された「電子記録移転有価証券表示権利等」に該当する商品も複数登場している。
- 3) 直近10年間では多い年で社債発行額全体の約2割を占めている。
- 4) 「復活プロジェクト」ウェブサイトQ&Aを参照。
(<https://yu-katsu.jp/q-a/>)
- 5) 日本証券業協会より。
- 6) GK-TKとは、会社法上のGK=合同会社と、商法上のTK契約=匿名組合契約を組み合わせた証券化スキームを指す。案件組成の機動力や柔軟性が比較的高いとされる。
- 7) 2021年7月30日に、特例に関する省令も公表されている。
- 8) 投資信託協会より。
- 9) 国土交通省より。

動産取得額)で2兆円弱となる代表的な証券化手法だが、STへの置換を実現するには法的課題が残されている。GK-TKについては、TK出資持分の譲渡の第三者対抗要件として確定日付のある証書が求められる一方で、TMKについては、優先出資証券の譲渡の効力発生要件として券面発行が必要であり、いずれも取引プロセスのデジタル完結を阻害する要因となる。

このうち、GK-TKにおける課題解消につながり得る動きとして注目されるのは、2021年6月に可決・公布された改正産業競争力強化法に盛り込まれた、債権譲渡の第三者対抗要件に関する特例措置の行方である⁷⁾。同年8月2日の改正法一部施行後、認定事業者が提供する情報システムを利用した債権譲渡通知等については、確定日付のある証書の通知等とみなされることとなる。この特例により、TK出資持分の譲渡に際して、電子的に第三者対抗要件が具備される道筋が拓くことが期待される。

その他のスキームでは、昨年度の不動産取得額が3,000億円弱となった不動産特定共同事業法(不特法)にも注目が集まる。特に、不特法1号事業に基づく出資持分は金商法上の有価証券の定義から除外されるため、トークン化した持分譲渡の取組みも広がる可能性がある。加えて、上述の第三者対抗要件に関する特例の進展次第では、不特法における持分譲渡についても、同様に法的整備が進むことがあり得るだろう。

リート市場は2020年度末のストックベース(資産総額)では約26兆円⁸⁾と大規模だが、約2,600兆円⁹⁾とも言われる国内の不動産全体の規模を踏まえると、不動産証券化市場全体の発展余地は今尚大きいと見られる。GK-TKや不特法などのスキームを活用した新しいST商

品により流動性が高まることで、不動産証券化市場が一層活性化するだろう。

あらゆる権利のトークン化と業務プロセスのDX

STの可能性は社債や不動産領域に留まらない。トークン化と、アセットファイナンスやストラクチャリングの手法を組み合わせることで、多様な資産や権利を証券化できる可能性がある。

中でもESG/SDGsの環境分野は有望であり、グリーンボンドや、カーボンニュートラルに向けた環境価値取引へのSTやブロックチェーン技術の適用は、すでに海外先行で取組みが始まっている。同様に、IP(知財)コンテンツ領域との親和性も高く、脚光を浴びる取組み事例が国内外で増加している。

いずれのケースも、事業構想の実現に向けては、ブロックチェーン技術導入を起点に、リーガルやドキュメンテーションを含む業務プロセスのDX進展が鍵を握る。多様な分野でブロックチェーンとSTの実装が健全に進展することに期待したい。

Writer's Profile



佐藤 広大 Kodai Sato

金融デジタルビジネスデザイン部
上級研究員
専門は金融DX企画、デジタルアセット
focus@nri.co.jp