

セキュリティトークン（ST）を活用した永久劣後債の可能性

大阪デジタルエクスチェンジは2023年12月に、セキュリティトークンのセカンダリー市場を開設した。これを従来の永久劣後債に応用することで新たな付加価値のある資本性資金調達手段が実現できるのではないかと考えている。

社債型種類株の広がり

社債の特性を持つ上場株式として「社債型種類株」の発行が広がりつつある。2023年11月には「ソフトバンク株式会社第1回社債型種類株式」が東京証券取引所プライム市場に上場（発行価格総額1,200億円）し、続いて2024年2月には楽天グループも最大1,000億円の社債型種類株式の発行計画を発表した。社債型種類株は「社債」という名称が付いているが、会社法上は「株式」に分類される。上場株式と比べると株主総会での議決権がなく普通株式の希薄化も発生しない社債に近い商品性ながら、上場株式と同様、証券取引所での流通性が確保されている。発行会社からすると、格付けや財務指標への影響を配慮した資本性の資金を、普通株式の希薄化なく実現可能な新たな資金調達手段であり、また投資家からすると、一定期間は発行価格に対して固定の配当¹⁾を受け取ることが可能で、市場流通性も確保されたミドルリスクミドルリターン²⁾の投資商品として注目を浴びている。

大阪デジタルエクスチェンジのインパクト

新しい調達手段としては、社債型種類株以外にも、ブロックチェーン等の先端技術を活用したプラットフォーム上で発行・管理されるセキュリティトークン（以下、ST）が増えている。2020年5月に改正金融商品取引法施行を受け始まったST市場は、当初は少額な実験段階の発行に留まっていたものの、2023年度には証券会社を経由せずに発行会社が直接投資家を勧誘する自己募集

社債²⁾、ポイント等代物弁済型社債²⁾³⁾、グリーン・デジタル・トラック・ボンド⁴⁾など新たな付加価値を提供するデジタル社債が登場してきている。

2023年12月には大阪デジタルエクスチェンジ（以下、ODX）が、日本初のSTセカンダリー市場“START”を開設したことも大きな追い風となっている。2024年5月末時点では不動産ST3銘柄が取り扱われているのみだが、今後債券型STの取り扱いも期待⁵⁾される。

ODXにより社債の流通性が確保されると、流通市場があることを前提とした無期限で大規模な商品も可能になることが考えられる。とりわけ、従来の永久劣後社債と組み合わせることで、社債型種類株と同様の性質をもった新たな資本性資金調達手段が実現できるのではないかと考えている。

永久劣後債×セキュリティトークン（ST）の可能性

ST型永久劣後債の商品性を整理したものを図表に示した。永久債と劣後債の双方の特性を持つ永久劣後債は、年限が経過しても償還されず⁶⁾、発行会社が破綻した際には元金と利金の回収額が少なくなる可能性があり、利金は発行会社が支払わない選択も可能という特徴がある。これは、社債型種類株と類似しており、一定割合が格付け上の資本としてみなされると資本性資金の調達が可能となり、会計基準によっては資本計上も認められている。加えて、永久劣後債の支払利息は株式の配当金と異なり原則損金計上することが可能なため税メリットの可能性があり、社債型種類株発行時に必要な定款変更や登録免許税が不要な点も実務上のメリットと考えられる。

NOTE

- 1) ソフトバンクの事例では発行からおおむね5年は発行価格の2.5%の固定配当となっている。また、発行会社は配当の支払いを翌期以降に繰り延べることも可能。
- 2) 株式会社丸井グループセキュリティトークン社債。自己募集型で一部金利はエボスポイントで支払。
- 3) 株式会社大和証券グループ本社第1回無担保セキュリティトークン社債。引受型で金利は楽天キャッシュで支払。
- 4) 株式会社日立製作所無担保第21回社債(社債間限定同順位特約及び譲渡制限付)(グリーン・デジタル・トラック・ボンド)。投資に関連したデータの透明性の向上や
- データ収集の効率化を目指している。
- 5) 大阪デジタルエクスチェンジ「セキュリティトークン取扱規程」第4条に市場区分として債券市場が規定されている。
- 6) これまでに発行されている永久劣後債は繰上償還条項(コールオプション)が付与されているのが一般的で、発行から5年や10年後に発行会社による繰上償還が可能。

図表 各有価証券の特徴比較

		株式	社債型種類株	社債 (ほふり管理)	ST型永久劣後債
会社法上の扱い		株式		社債	
期間		無期限	無期限 (一定期間経過後は発行体が買戻しが一般的)	有期限 (3-10年が多い)	無期限 (一定期間経過後は発行体が買戻すのが一般的)
配当/利金	支払	配当支払を 選択	配当支払を 選択 (配当の繰延べが可能)	利金支払い 義務	利金支払い 選択 (利金の繰延べが可能)
	税メリット	無し (配当可能額から拠出)	無し (配当可能額から拠出)	有り (損金処理可能)	有り (損金処理可能)
議決権		有り	無し	無し	無し
追加発行時の普通株式希薄化		有り	無し	無し	無し
資本性	会計上	資本100%	資本100%	負債100%	資本100% (IFRS)・負債100% (JGAAP)
	格付け上	資本100%	資本50% (商品性で格付会社が判断)	負債100%	資本50% (商品性で格付会社が判断)
定款変更		不要 (発行可能株式総数内)	必要	不要	不要 ST特有メリット
取引市場		有り (東証等)	有り (東証等)	無し (相対取引)	有り (大阪デジタルエクスチェンジ)
投資家リアルタイム認識		不可	不可	不可	可能

(出所) BOOSTRY

また永久劣後債をSTとして発行することでさらにメリットが享受できる可能性がある。第一に、前述したようになんといってもODX利用による流動性の向上がキーとなる。従来は永久劣後社債を保有する投資家にとって繰上償還を待つか、販売金融機関との売買くらいしか現金化の手段がなかったものが、取引市場を通じて多数の投資家（個人を含む）と売買できるようになる。これにより、繰上償還条項がない無期限の金融商品なども検討余地が生まれるのではないかと。

また、銘柄統合（同内容の社債の追加発行）による継続調達手段が可能となり、発行会社は1つの永久劣後債を発行し、その後追加発行していくことで、「株式が希薄化しない資本性資金を機動的に調達できるメリット」と「税や実務負担が少ないメリット」を享受できるだろう。

第二に、金融起点のマーケティングに活用できるという点だ。ほふり等の既存の仕組みでは投資家を認識するためには相当の時間とコストがかかる。この点、STでは発行会社がリアルタイムに投資家を識別することができる。これを活用し、資金調達をしながらも投資家兼消

費者に対して自社の経済圏のポイントや商品の拡販を兼ねることでファン投資家を取り込む新たなマーケティングへの道が開かれるだろう。

もちろん永久劣後債は通常の社債よりも弁済順位が低いことから経営破綻時などの投資家リスクが高い。そのリスクを発行会社は金利として上乗せする負担があるし、また証券会社としても投資家保護の観点でのリスク評価は必須の論点となるだろう。

こうした様々な課題を乗り越える必要はあるが、M&Aや事業拡大に積極的な企業、希薄化を避けた資本性資金が必要な企業、BtoC事業でファン投資家を増やしたい企業、従来ハイブリッドファイナンスで調達していた企業等に向けた新たな付加価値のある商品として取り組む意義はあるのではないかと。

Writer's Profile



周藤 一浩 Kazuhiro Sudo
 BOOSTRY
 COO
 専門はデジタル証券、ブロックチェーン、Web3、暗号資産、ペイメント等
 focus@nri.co.jp