

デジタル・アセット・ファイナンスの可能性と課題

— 「デジタル証券化」による都市再生・地方創生に向けた「志ある資金」の活用 —

野村総合研究所 未来創発センター

2023年8月

目次

サマリー	2
1 はじめに：再定義されつつある「デジタルアセット」	3
(1) デジタルアセットに対する関心の高まり	3
(2) 分散型台帳を用いたデジタルアセットが有する特徴.....	6
(3) オルタナティブ資産のデジタル証券化：デジタル・アセット・ファイナンス.....	7
2 現状のデジタルアセットに対する関心度と評価	9
(1) デジタルアセットに関する調査の概要.....	9
(2) デジタルアセットに特徴に対する評価.....	12
3 従来の投資家層とは大きく異なるデジタルアセット投資家層の特徴.....	14
(1) デジタルアセット関心層の一般的属性.....	14
(2) デジタルアセット関心層の消費行動及び情報源.....	19
4 今後のデジタルアセットに期待される商品特性	23
(1) デジタルアセット関心層の投資先資産クラス.....	23
(2) デジタルアセット関心層の投資スタンス	26
(3) デジタルアセット関心層が投資してみたい資産・地域.....	29
(4) デジタルアセット関心層が求める利回り・運用期間.....	33
(5) デジタルアセットへの将来的な投資比率	39
5 おわりに：デジタル証券化による都市再生・地方創生の推進に向けて	40
(1) 社会的リターンと金銭的リターンのトレードオフはあるのか.....	40
(2) 「志ある資金」の受け皿としてのデジタルアセットの可能性.....	42

サマリー

近年、「デジタルアセット」という言葉の定義が、「資産として価値を有するデジタルデータ」という従来の意味から、「暗号的に保護された分散型台帳に記録されたデジタルな価値の表象」へと再定義されつつある。それに伴い、不動産や都市インフラ等の幅広いオルタナティブ資産が「デジタル証券化」され、資産市場において「デジタル・アセット・ファイナンス」とも呼べる新しいファイナンス市場が創出されようとしている。

これらのデジタルアセットに関心を持つ投資家は、株式や投資信託のような伝統的な金融資産ではなく、自らが居住する地域におけるホテルや温泉旅館、百貨店・商業施設等の身近によく知っているものや、地域や社会に貢献できるような社会性を持つ資産への関心が高く、投資先の「手触り感」や「社会や環境に対するインパクト」を重視する傾向が見られる。このような投資スタンスはインパクト投資や ESG 投資とも近いものであり、デジタルアセットはリスク・リターンだけでは捉えられない「志ある資金」の受け皿となり得る可能性がある。

このような社会的リターンやインパクトという観点を加えたデジタル・アセット・ファイナンスにおいては、投資先の手触り感を最大限に活かすことで、従来のアセット・ファイナンスでは手の届かなかった地域や用途に対して、都市再生や地方創生に資する新たな資金供給を増やすことができる可能性がある。さらにデジタル会員権等の付帯サービスを備えることで社会的リターンへの共感性等を更に高めることができれば、単なる金融商品としてのデジタル証券化だけではなく、金融サービスとしての DX も推進でき、投資家と資産運用会社、そして地域とのダイレクト・コミュニケーションの高度化も期待できるだろう。

多様な目線を持つ投資家が直接的に不動産市場に参入することで、単に証券化できる不動産の多様化だけではなく、不動産金融システム全体が複線化し、不動産市場そのものがレジリエントになることも期待できる。デジタル・アセット・ファイナンスが拡大し、インパクトを考慮した「志ある投資家」の参入や新たな資産がデジタル証券化されることで、不動産市場がさらに活性化することを期待したい。

1 はじめに：再定義されつつある「デジタルアセット」

(1) デジタルアセットに対する関心の高まり

近年、「デジタルアセット (digital assets)」という言葉に再び注目が集まっている。図表1は、検索エンジンである Google でデジタルアセットという言葉が検索されたボリュームの推移を示したものである。デジタルアセットは今から約20年前も一定の注目を集めていた言葉だったが、その後は人々の関心も低下し、しばらくの間は大きな注目を集めていなかった。しかし、2017年以降から再び注目を集め始め、この直近2、3年程は今まで以上に多くの人々が検索する言葉になりつつある。

図表1 デジタルアセットへの関心度の推移



注) 世界全ての国において「digital asset」及び「digital assets」がウェブ検索された月次ボリュームの12ヶ月移動平均値に対して、2005年1月を100として指数化したもの。

出所) Google より作成

ここで注意したいのは、現在注目を集めているデジタルアセットは、従来のデジタルアセットとは定義が少し異なるという点である。従来のデジタルアセットとは、その名の通り、「資産として価値を有するデジタルデータ」のことであり、画像やビデオ、音楽、電子書籍などのコンテンツや電子的なファイルを意味している。それらのデジタルアセットを企業内で統合的に管理するための手法として、デジタルアセットマネジメント (DAM: Digital Asset Management) と呼ばれる様々なソリューションやツールが昔から多数提供されてきた。今でもデジタルアセットと聞

くと、この従来の意味で捉える人が多いのではないだろうか。

しかし、現在注目を集めているデジタルアセットは、単に「資産として価値を有するデジタルデータ」という従来の意味に留まらず、近年のブロックチェーン技術の発展に伴って、その意味が再定義されつつある状況となっている。例えば米国の内国歳入庁（IRS）では、デジタルアセットの定義として「暗号的に保護された分散型台帳に記録されたデジタルな価値の表象」¹とするなど、分散型台帳（もしくは、それと同等の技術）の登場を前提として、デジタルアセットの捉え方がグローバルで大きく変わってきている。

このデジタルアセットという言葉の定義を変えてしまった分散型台帳、及びその代表的な技術であるブロックチェーン技術については本稿では詳述しないが、簡単に言えば、情報通信ネットワーク上にある端末同士を直接 P2P（Peer to Peer）で接続し、暗号技術を用いて、取引記録を分散的に処理・記録するデータベースの一種であり、ビットコイン等の暗号資産に用いられている基盤技術である。この技術は 2008 年 11 月に Satoshi Nakamoto と名乗る人物によって発表された論文²に基づくものであり、ビットコインも翌年 1 月から実際に運用が始まっている。つまり、デジタルアセットの概念も、この分散型台帳技術の登場と発展に伴い、徐々に従来のデジタルデータから、支払手段や権利・価値の表象、移転、利用など、多様な目的に応じた幅広い概念へと定義が広がってきているのである。

その結果として、[図表 2](#) に示したように、現在のデジタルアセットという言葉は、分散型台帳の一つであるブロックチェーン技術を用いた暗号資産（仮想通貨）や各種トークン、そしてデジタル通貨などの金融的な側面を持つようになってきている。つまり、現在のデジタルアセットは、あたかも金融資産のように取り扱われるようになりつつあると言える。

¹ <https://www.irs.gov/businesses/small-businesses-self-employed/digital-assets>

² <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>

図表 2 デジタルアセットに関する定義の変化

従来のデジタルアセット： 資産として価値を有するデジタルデータ	現在のデジタルアセット： 暗号的に保護された分散型台帳に記録されたデジタルな価値の表象
写真、動画、書類、書籍、音楽、アニメーション、イラストレーション、Web ページ、コード、データベース、電子メール、ロゴ、アカウント 等	暗号資産（仮想通貨） ³ 、トークン（セキュリティトークン ⁴ 、ユーティリティトークン ⁵ 、NFT ⁶ 等）、CBDC（中央銀行デジタル通貨） ⁷ 、ステーブルコイン ⁸ 、RWA（Real World Asset）トークン ⁹ 等

³ 暗号資産（crypto-assets）とは、インターネット上でやりとりされる財産的価値であり、通貨のような機能を持つ電子データのこと。以前は「仮想通貨」と呼ばれていたが、2020年5月に施行された資金決済法の改正により、国際標準である「暗号資産」に呼称が変更された。代表的な暗号資産にビットコインやイーサリアム等がある。

⁴ セキュリティ・トークン（ST）とは、ブロックチェーン等の電子的技術を使用してデジタル化し発行される法令上の有価証券のことであり、金融商品取引法では「電子記録移転権利」と規定される。総合課税となる投資型クラウドファンディング等とは異なり、受益証券発行信託スキームを活用した場合には申告分離課税となることから、個人の富裕層へ訴求できる金融商品になるのではないかと期待が高まっている。

⁵ ユーティリティ・トークン（UT）とは、特定のコミュニティやサービス等を利用する権利や機能を有する実用性のあるトークンを、ブロックチェーン等の電子的技術を使用してデジタル化し発行するもの。

⁶ NFT（Non-Fungible Token、非代替性トークン）とは、ブロックチェーン上に記録される一意で代替不可能なデータ単位である。

⁷ CBDC（Central Bank Digital Currency、中央銀行デジタル通貨）とは、中央銀行の債務として円等の法定通貨建てで発行されるデジタル化された通貨のこと。

⁸ ステーブルコイン（SC：Stable Coin）とは、価格の安定性を実現するように設計された暗号資産（仮想通貨）のこと。

⁹ RWA トークン（Real World Asset Tokens）とは、不動産やワイン、アート作品等の現実世界の資産をトークン化したもの。

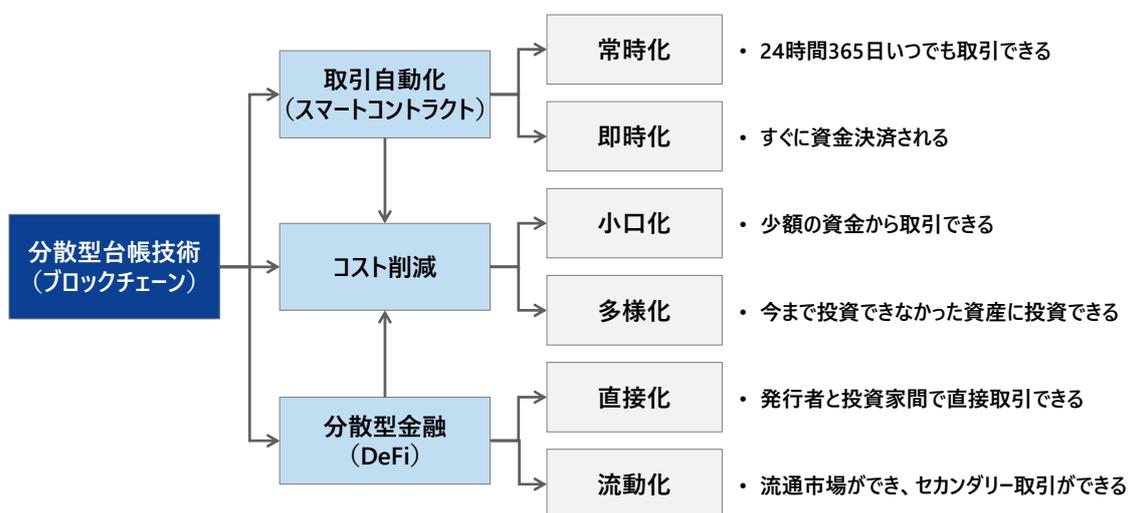
(2) 分散型台帳を用いたデジタルアセットが有する特徴

それでは、分散型台帳技術（DLT：Distributed Ledger Technology）を用いることで、単なるデジタルデータだったデジタルアセットは、具体的にはどのような特徴を持つことになるのだろうか。以下の図表3は、主にブロックチェーン技術を用いることで、デジタルアセットが備えることができる特徴について図示したものである。

まず、分散型台帳を用いることで、資産の取引プロセスに内在する様々なコストを削減することが期待されている。例えば上場株式を取引する場合、証券取引所や証券保管振替機構等の中央集権的な機関が必要となり、一定の資産規模がないと成立しない費用構造となっている面がある。また、非上場の不動産ファンド等で用いられる信託受益権でも、信託銀行等の帳簿上で権利や権利者が管理されており、多数の投資家を対象とした場合はコストが合わなくなってしまっている。

そこで分散型台帳を用いることで、これらのコストを削減し、その結果としてデジタルアセットの小口化と多様化が可能になると期待されている。ただし、実際には分散型台帳を用いることに伴うコスト削減は、その分散型台帳技術に関するシステム提供者側のスケールメリットが必要でもあり、また新しい取り組みであるが故にリーガルコスト等も高くなっている現状を踏まえると、市場の拡大とコストの削減がいわゆる鶏と卵の問題になってしまっていることにも留意が必要である。また、誤解されがちな観点として、分散型台帳を用いるから小口化や多様化が実現するわけではなく、あくまでコストが削減された結果として小口化や多様化が可能になることも重要なポイントであろう。

図表3 デジタルアセットの特徴

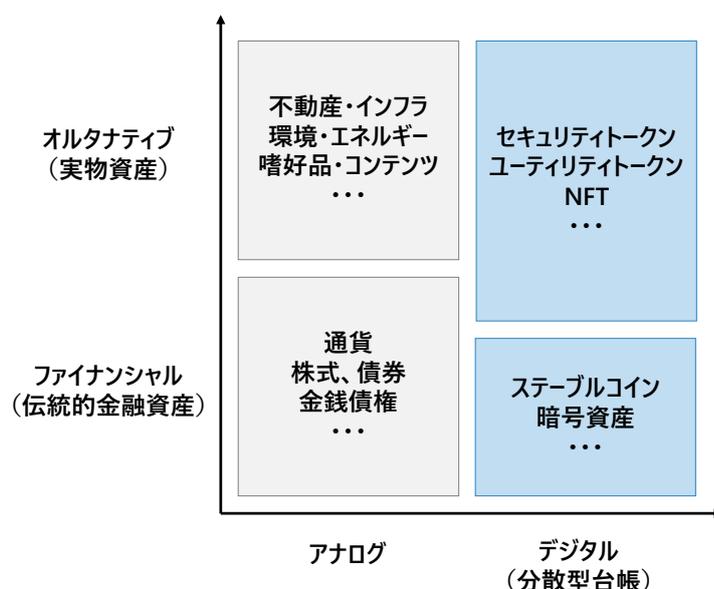


それ以外にも、スマートコントラクト¹⁰を用いることによる取引の自動化や中央集権的な機関が存在しない分散型金融（DeFi）¹¹の実現等により、いつでも当事者間で直接取引ができ、すぐに決済される新しい金融システムを構築することができるようになるだろう。このように分散型台帳を基盤として金融システムの維持コストが大きく削減され、分散型金融とスマートコントラクトが実現することにより、デジタルアセットの対象領域が大きく広がる可能性を秘めている。

（3）オルタナティブ資産のデジタル証券化：デジタル・アセット・ファイナンス

そこで、現在のデジタルアセットが対象とする領域の概念を、資産分類から再整理したのが図表4である。横軸はアナログとデジタルで区分しているが、ここでは分散型台帳やブロックチェーンに記録するか否かという観点から整理している¹²。また縦軸は伝統的な金融資産なのか、実物資産等のオルタナティブ資産なのかという観点から整理している。

図表4 デジタルアセットの対象領域に関する概念図



¹⁰ スマートコントラクト（smart contract）とは、予め定められたルールに従ってブロックチェーン上の取引が実行されるプロトコルのこと。

¹¹ 分散型金融（Defi, Decentralized Finance）とは、ブロックチェーン上のスマートコントラクトを利用して、中央集権的な仲介者なしで金融取引を可能にするもの。

¹² 伝統的金融資産のデジタル化に関しては、2004年に「社債、株式等の振替に関する法律」が制定されたのを端緒として、2009年には紙の株券は全て廃止され、その管理は証券保管振替機構（通称：ほふり）及び証券会社等の金融機関に開設された口座によって電子的に行うこととされた。そのため、今から約15年前に伝統的金融資産はデジタル化されており、既に「デジタル証券」という状態になっているとも言える。

このように整理してみると、アセットのデジタル化に伴い、通貨や決済手段等の伝統的金融資産の領域におけるデジタル化だけではなく、不動産・インフラや嗜好品・コンテンツ等の幅広いオルタナティブ資産がデジタル的に金融商品化する動き、つまり「デジタル証券化 (Digital Securitization)」が生じていると捉えることができる。今までも不動産等のオルタナティブ資産を証券化する取り組みとして「アセット・ファイナンス (Asset Finance)」が積極的に推進されてきたが、今後はブロックチェーン等のデジタル技術を活用することで、「デジタル・アセット・ファイナンス (Digital Asset Finance)」とも呼べる取り組みが進展するだろう。

2 現状のデジタルアセットに対する関心度と評価

(1) デジタルアセットに関する調査の概要

単なるデジタルデータから「デジタルな価値の表象」へとデジタルアセットの定義が再定義された現在、そのデジタルな価値を表象する手段として多様なデジタルアセットが登場している。例えば、ビットコイン等の暗号資産や NFT (Non-Fungible Token : 非代替性トークン)、セキュリティトークン (ST : Security Token) 等のデジタル証券、そしてユーティリティトークン (UT : Utility Token) 等のデジタル利用権等、デジタルアセットと十把一絡げにするのではなく、個々に多様なデジタルアセットが登場している。

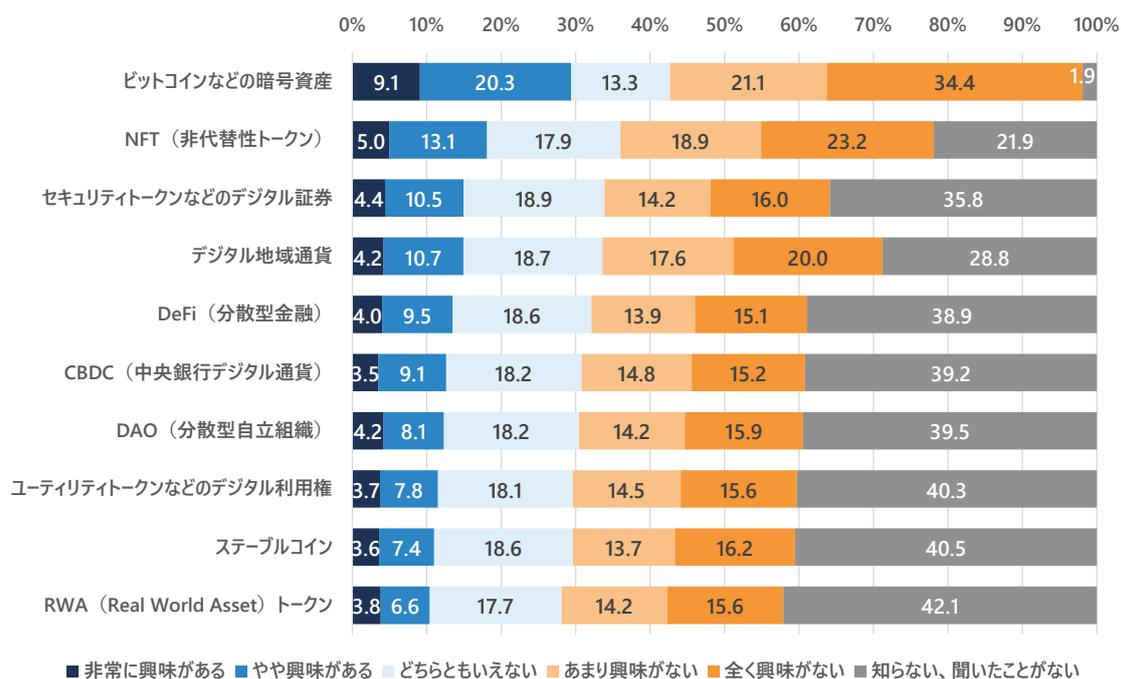
それでは、それぞれのデジタルアセットへの関心はどのような状況になっているのだろうか。野村総合研究所では 2023 年 6 月に「デジタルアセットに関する調査」として、日本全国に居住する金融商品に興味がある 20 代~60 代の男女を対象として、以下のインターネットアンケート調査を実施した。

【デジタルアセットに関する調査の概要】

調 査 名	デジタルアセットに関する調査
調 査 期 間	2023 年 06 月 21 日 (水) ~2023 年 06 月 22 日 (木)
調 査 方 法	インターネットアンケート
対 象 者	日本全国に居住する金融商品に興味がある 20 代~60 代の男女
回 答 数	1,328 人 (性別・年代・地域で均等割付)

以下の図表 5 は、上記の調査に基づき、個々のデジタルアセットに関する関心度について聞いたものである。

図表5 個々のデジタルアセットに対する関心度



出所) 野村総合研究所「デジタルアセットに関する調査」(2023年6月)

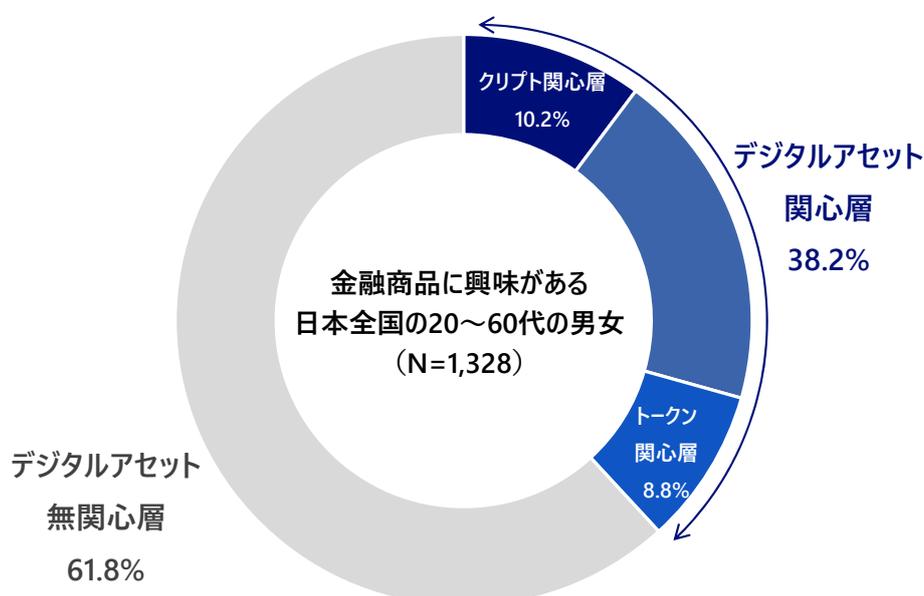
この図表5からは、最も認知度が高く、また興味を持たれているのは「ビットコインなどの暗号資産」であることが分かる。認知度としては約98.1%と非常に高く、また興味がある割合も約30%近くあり、デジタルアセットの代表格と言える状況となっている。しかし、認知度の高さと引き換えに、興味がない割合も最も高く、暗号資産への関心の有無が二極化している傾向も明らかになった。

次に興味があるという回答が多かったのは、「NFT (非代替性トークン)」である。NFTは諸説あるものの2017年に誕生し、2021年から大きな盛り上がりを見せたと言われているが、現時点での認知度が約8割もある結果となっており、誕生から僅か6年の間に急速に周知されている状況が明らかとなった。そして「セキュリティトークンなどのデジタル証券」に関しては、約15%が興味があると回答しているが、「知らない、聞いたことがない」という回答比率が高いのも特徴的な結果となっている。現状としては知る人ぞ知る玄人好みのデジタルアセットと言えるかもしれない。

それ以外のデジタルアセットに関しては、デジタル地域通貨¹³、DeFi（分散型金融）、CBDC（中央銀行デジタル通貨）、DAO（分散型自立組織）¹⁴、ユーティリティトークン等のデジタル利用権、ステーブルコイン、そしてRWA トークンが興味の度合いとしては順に続いている状況となった。

上記の結果を踏まえ、これら個々のデジタルアセットに対して少なくとも1つ以上に対して「非常に興味がある」または「やや興味がある」と答えた人を「デジタルアセット関心層」とすると、金融商品に興味がある日本全国の20～60代の男女のうち、約38.2%はデジタルアセット関心層だと言える。また、そのうち「ビットコインなどの暗号資産」のみに興味がある層を「クリプト関心層」、逆に「ビットコインなどの暗号資産」には興味がなく、「NFT（非代替性トークン）」や「セキュリティトークンなどのデジタル証券」に興味がある層を「トークン関心層」と定義すると、それぞれ約10.2%と約8.8%となった。

図表6 デジタルアセットへの関心度



注) 「デジタルアセット関心層」とは、少なくとも1つのデジタルアセットに対して「非常に興味がある」又は「やや興味がある」と回答した人。

「クリプト関心層」とは「ビットコインなどの暗号資産」のみに「非常に興味がある」又は「やや興味がある」と回答した人。

「トークン関心層」とは「ビットコインなどの暗号資産」には興味がなく、それ以外のデジタルアセットに対して「非常に興味がある」又は「やや興味がある」と回答した人。

出所) 野村総合研究所「デジタルアセットに関する調査」(2023年6月)

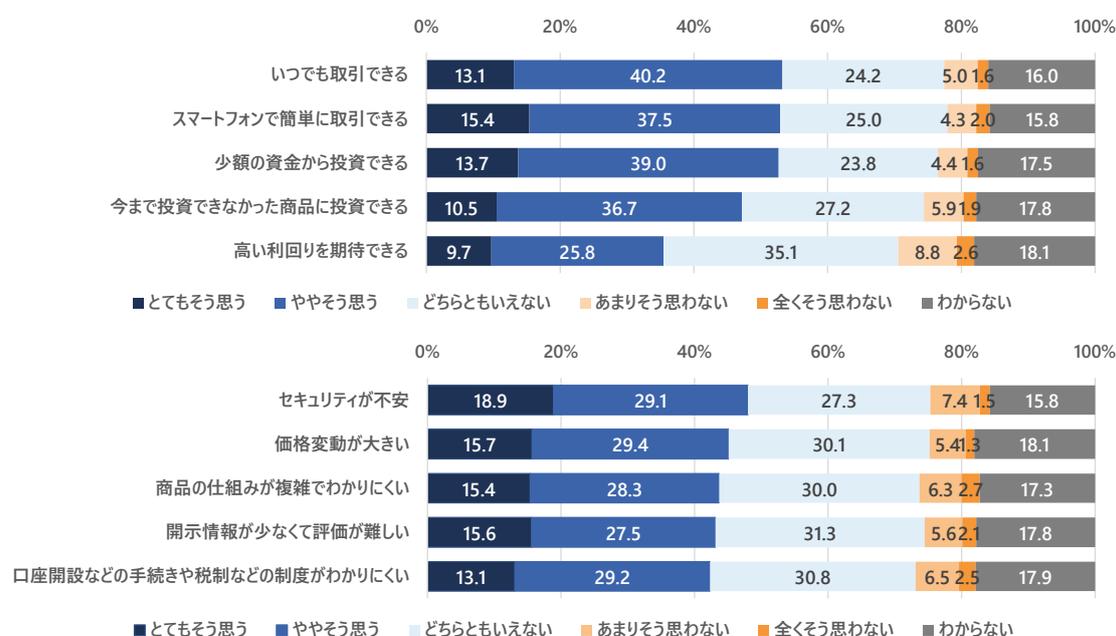
¹³ デジタル地域通貨とは、インターネットを介して利用できるデジタル上の地域通貨のこと。特定の地域のみで利用することが可能であり、独自の決済手段を有している。

¹⁴ DAO (Decentralized Autonomous Organization、分散型自立組織)とは、中央集権的な特定の所有者や管理者が存在せず、参加者同士の投票によって意思決定を行い、ブロックチェーン上で管理・運営される組織のこと。

(2) デジタルアセットに特徴に対する評価

次に、デジタルアセットが一般に有すると思われる特徴に対する評価について聞いた結果が図表7である。

図表7 デジタルアセットの特徴に対する評価



出所) 野村総合研究所「デジタルアセットに関する調査」(2023年6月)

デジタルアセットは、その投資家側の利点として、少額の資金から、スマートフォンを通じて簡単に、いつでも、今まで投資できなかった資産に投資でき、場合によっては高い利回りを期待できるなどの点が挙げられる。また懸念点としては、価格変動の大きさや、情報セキュリティの観点、商品の仕組みや手続きが複雑で分かりにくく、開示情報が少ない場合がある等がある。

ここで上記のような個々のメリット・デメリットに対する評価について見てみると、まずはデジタルアセットのメリットとして最も強く意識されているのが、「いつでも取引できる」、「スマートフォンで簡単に取引できる」、そして「少額の資金から投資できる」の3点である。逆に、懸念点として考えられているのが、「セキュリティが不安」、「価格変動が大きい」、「商品の仕組みが複雑で分かりにくい」、そして「開示情報が少なく評価が難しい」という点である。

ただし、これらの特徴は、分散型台帳技術を用いたことに直接起因するものではない点にも留意が必要である。既に述べたように、分散型台帳技術を用いることによる最大の特徴は取引システムのコスト削減であり、コスト削減ができるからこそ小口化や商品の多様化が可能になる。したがって、少額の資金からデジタルアセットに投資できるようになったのは、決してブロックチェーン技術を用いたからではない。また、スマートフォン等で簡単に取引ができることも UI/UX

の高度化によるものであり、デジタルアセットの本質とは全く関係がない。むしろ、これらの特徴は金融業や資産運用業における DX の進展に伴って可能になったものであり、デジタルアセットの本質的な意義とは若干の認識ギャップがある状況となっている。

しかし、ここまで見てきたように、今般の「デジタルアセット」は大きな可能性を秘めている。暗号的に保護された分散型台帳に記録されたデジタルな価値の表象は、その対象領域を大きく広げ、新たな金融システムを構築することも可能だろう。それでは、このようなデジタルアセットに関心を持つ「デジタルアセット関心層」は、具体的にはどのような投資家なのだろうか。次節からは、デジタルアセット関心層の具体的なペルソナについてアンケート調査に基づいて明らかにしてみよう。

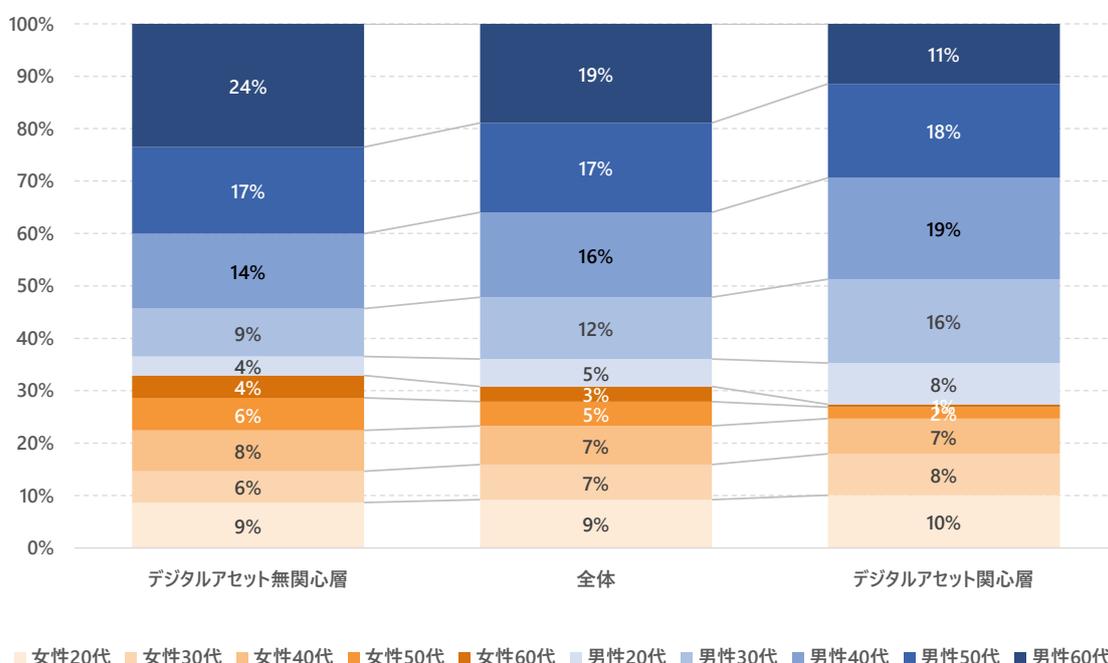
3 従来の投資家層とは大きく異なるデジタルアセット投資家層の特徴

(1) デジタルアセット関心層の一般的属性

ここで、野村総合研究所（NRI）が2023年6月に実施した「デジタルアセットに関する調査」に基づき、デジタルアセットに関心を持つ投資家層の特徴について、もう少し詳細に見てみよう。まず、本調査では、金融商品に興味を持つ日本全国の20～60代の男女を「全体」として、デジタルアセットに関心がある層（以下「デジタルアセット関心層」と定義）と、関心がない層（以下「デジタルアセット無関心層」と定義）に区分して、それぞれの特徴について分析した。また、デジタルアセット関心層のなかでも、ビットコインなどの暗号資産のみに関心を持つ「クリプト関心層」と、逆にビットコインなどの暗号資産には関心がなく、NFTやデジタル証券などに関心を持つ「トークン関心層」が存在するが、それらの層は異なる属性や選好を有しているため、大きな差異が生じる項目については、クリプト関心層とトークン関心層の違いについても紹介する。

まず、性別及び年代で比較したのが図表8である。デジタルアセットに関心を持つ投資家は、割合としては30代から50代の男性が多く、特に60代の男性はそれほどデジタルアセットに関心を持っていないことが分かる。また割合は低いものの、20代男性もデジタルアセットに関心を持つ比率が高い。そして20代から40代の女性もデジタルアセットへの関心を一定程度持っており、男女ともに比較的若い世代がデジタルアセットへの関心を持っていることが分かる。

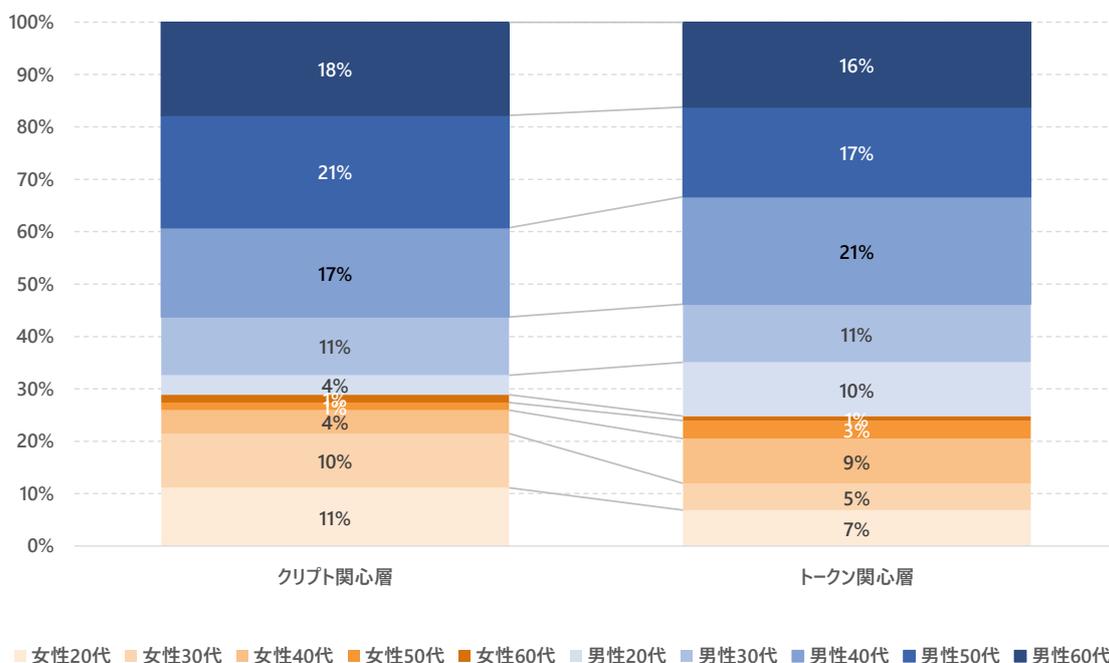
図表8 デジタルアセットに関心を持つ投資家の性別・年代



出所) 野村総合研究所「デジタルアセットに関する調査」(2023年6月)

この性別・年代について、クリプト関心層及びトークン関心層の特徴について見たのが図表 9 である。ここからはビットコインなどの暗号資産のみに興味を持っているのは 20 代、30 代の女性が多く、逆にビットコインには関心がなく、NFT やデジタル証券などのトークンに興味を持っているのは 40 代の男性が多く見られる。

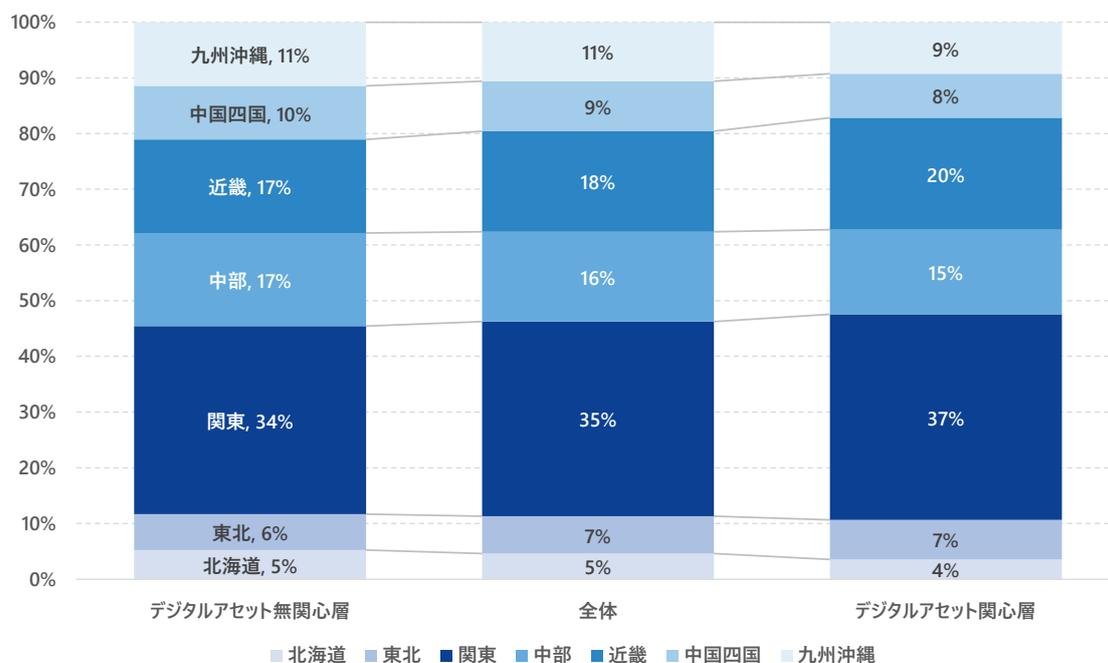
図表 9 クリプト及びトークンに関心を持つ投資家の性別・年代



出所) 野村総合研究所「デジタルアセットに関する調査」(2023年6月)

次に居住地域について図表 10 に示した。ここからはデジタルアセットに関心を持つ投資家は、関東・中部・近畿地方の都市圏に若干多いことが示されているが、そこまで大きな差が見られるわけではなく、デジタルアセットへの関心は特定の地域や都市・地方で偏っているわけではないことが分かる。

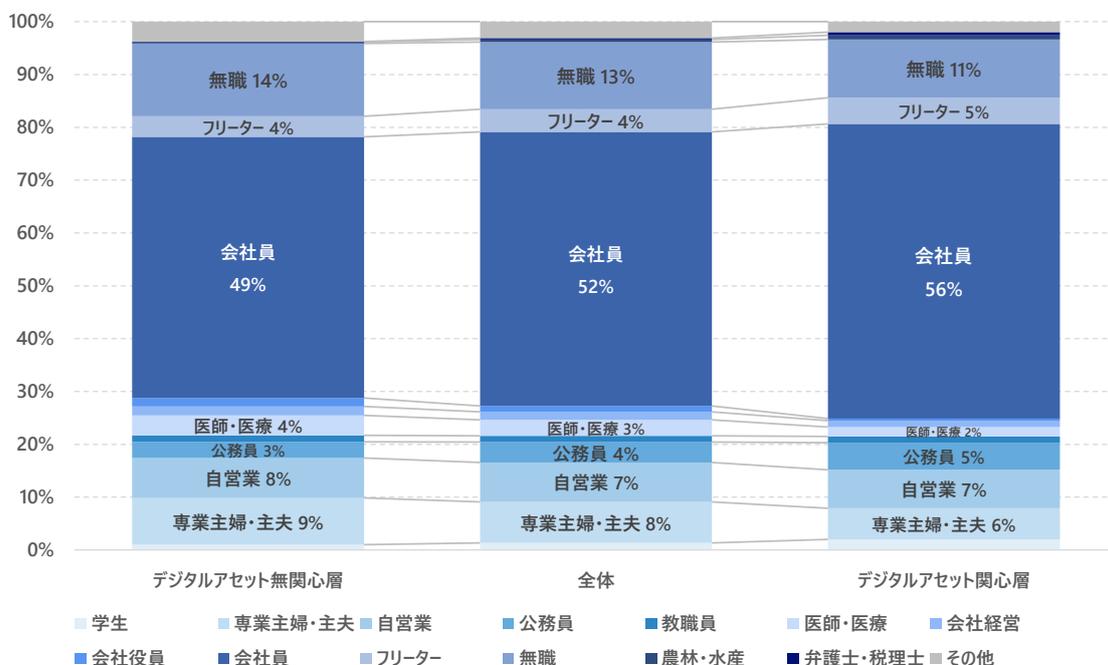
図表 10 デジタルアセットに関心を持つ投資家の居住地域



出所) 野村総合研究所「デジタルアセットに関する調査」(2023年6月)

そして職業について見てみたのが図表 11 である。こちらも居住地域と同様に、デジタルアセットへの関心の有無によって職業に明確な差分が見られるわけではなく、全体としては「会社員」が最もデジタルアセットへの関心を持っていることが示されている。

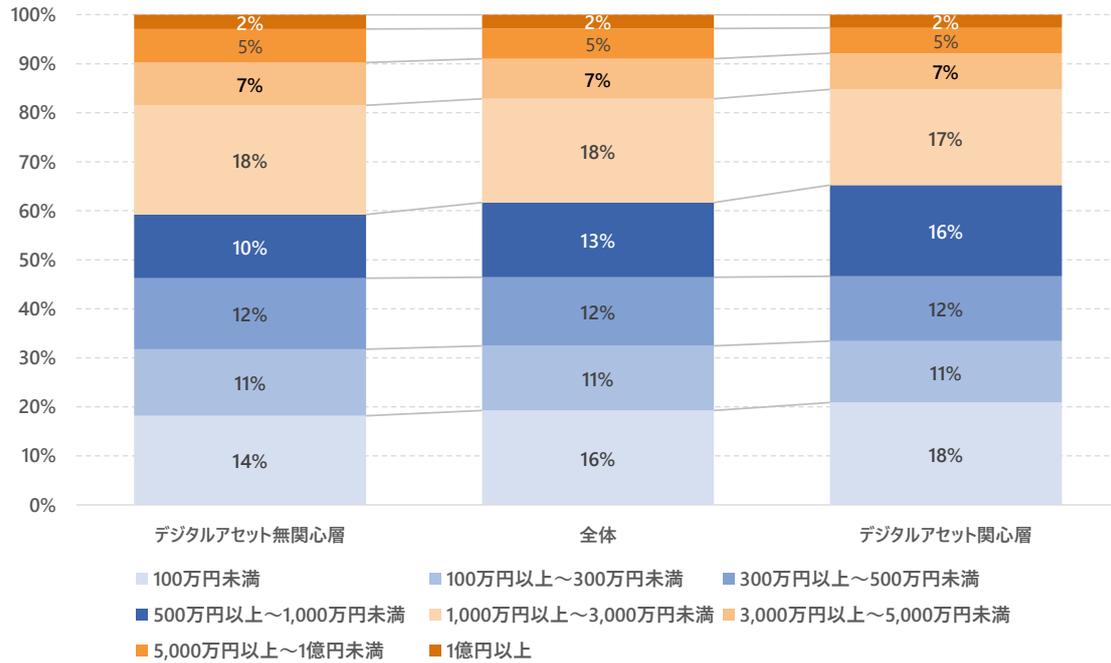
図表 11 デジタルアセットに関心を持つ投資家の職業



出所) 野村総合研究所「デジタルアセットに関する調査」(2023年6月)

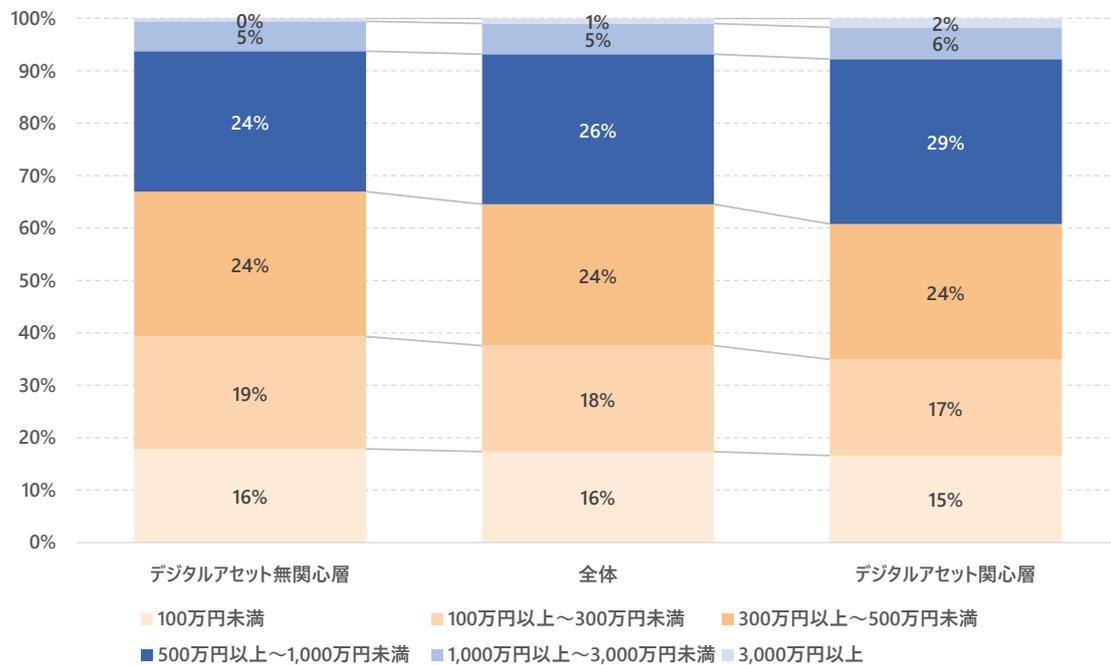
次に図表 12 及び図表 13 は、デジタルアセットへ関心を持つ投資家の金融資産額と年収を示した。ここからは比較的、金融資産額が少ない投資家の方がデジタルアセットへの関心を示す傾向が強く見られ、逆に金融資産額を 1,000 万円以上保有している投資家はデジタルアセットへの関心が低くなっていることが示されている。年収については、500 万円未満の層は関心が低く、年収 500 万以上の投資家層はデジタルアセットに比較的高い関心を持っている。

図表 12 デジタルアセットに関心を持つ投資家の金融資産額



出所) 野村総合研究所「デジタルアセットに関する調査」(2023年6月)

図表 13 デジタルアセットに関心を持つ投資家の年収

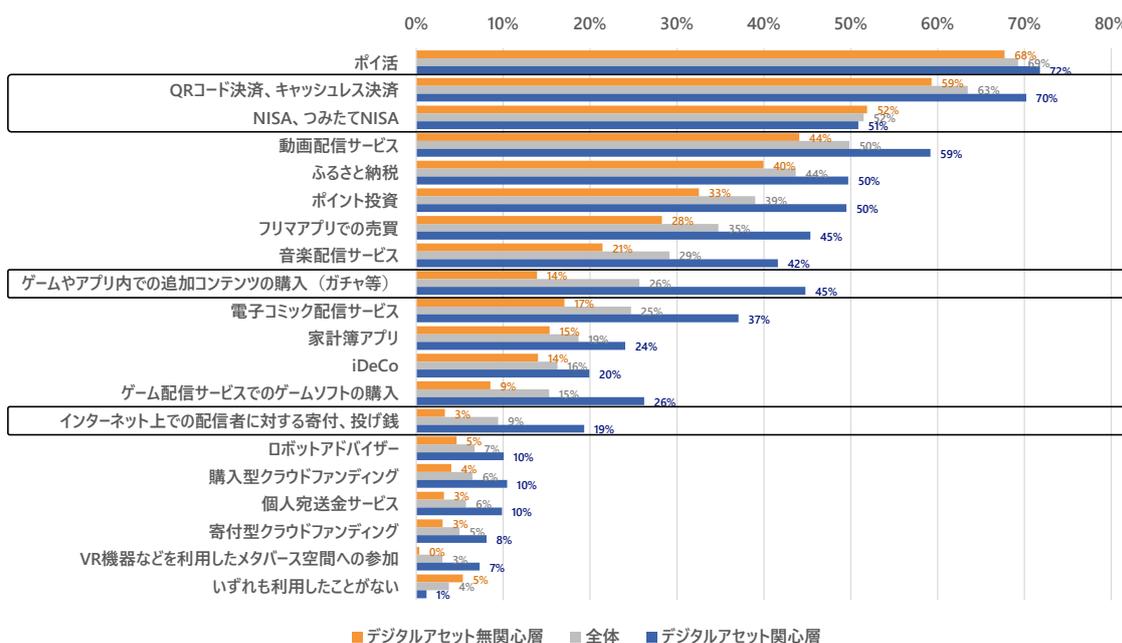


出所) 野村総合研究所「デジタルアセットに関する調査」(2023年6月)

(2) デジタルアセット関心層の消費行動及び情報源

このように30代から50代の会社員の男性が多く、ある程度の金融資産と年収があるデジタルアセットへ関心を持つ投資家は、金融サービス以外では、どのような消費行動をしているのだろうか。図表14は、デジタルアセットに関心を持つ投資家が利用しているサービスについて聞いた結果である。

図表14 デジタルアセットに関心を持つ投資家が利用しているサービス



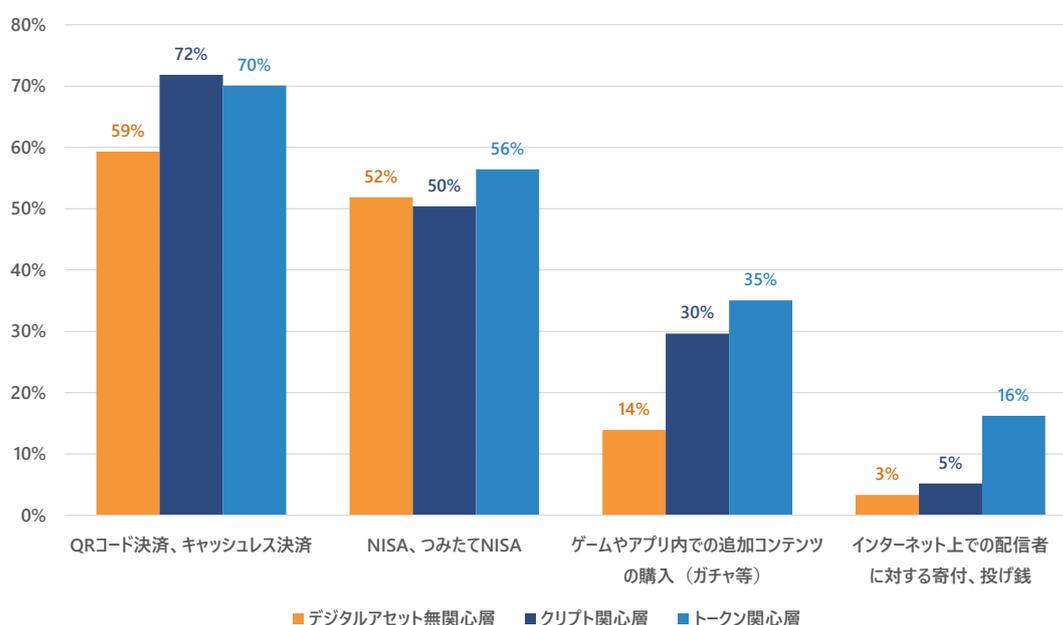
出所) 野村総合研究所「デジタルアセットに関する調査」(2023年6月)

この図表14で記載しているサービスに関しては、ほとんど全てのサービスに対してデジタルアセット関心層の利用率が高くなっており、積極的な消費行動を行っていることが示されている。日々の消費行動においてポイントを積極的に貯め、キャッシュレス決済を行い、動画配信サービスや音楽配信サービスを利用し、フリマアプリ等で売買し、オンラインで追加コンテンツの購入(いわゆる「ガチャ」)やゲームソフトの購入、そして投げ銭等の新しい消費行動を行っている。

そして、唯一、デジタルアセット関心層の利用率が無関心層や全体よりも低くなったのが「NISA、つみたてNISA」である。NISAは個人投資家向けの少額投資の非課税制度であるが、デジタルアセットに関心を持つ投資家は、それほどNISAに対する関心はないことが示された。

また、デジタルアセット関心層のなかでも、クリプト関心層及びトークン関心層が利用しているサービスの違いを示したのが図表 15 である。ここではデジタルアセット無関心層と比較して特徴的な差が生じたサービスを抜粋しているが、「QR コード決済、キャッシュレス決済」に関してはクリプト関心層の利用率が非常に高い傾向が示されている。また、「NISA、つみたて NISA」に関しては、クリプト関心層は利用率が低くなるものの、トークン関心層に関しては利用率が高くなっており、トークン関心層については一定の関心があることが分かる。また、トークン関心層については、「ゲームやアプリ内での追加コンテンツの購入（ガチャ等）」や「インターネット上での配信者に対する寄付、投げ銭」の利用率が高くなっており、新しい消費行動に積極的な姿勢が窺える結果となっている。

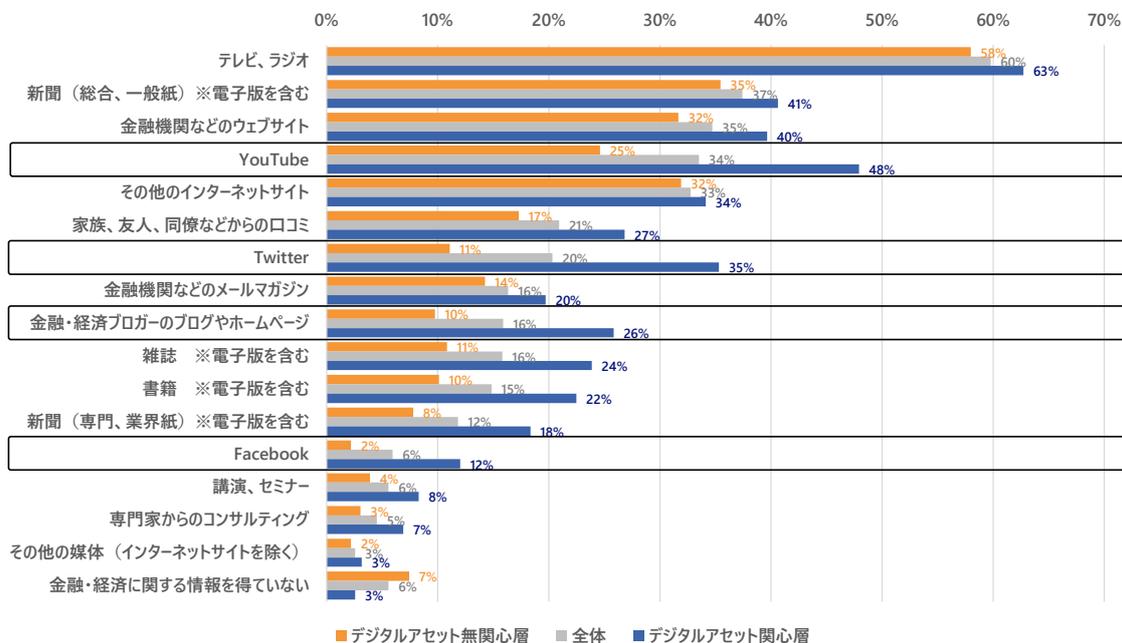
図表 15 クリプト及びトークンに関心を持つ投資家が利用しているサービス



出所) 野村総合研究所「デジタルアセットに関する調査」(2023年6月)

そして、デジタルアセットに関心を持つ投資家が、金融・経済に関する情報をどのように得ているのか、その情報源を聞いた結果が図表 16 である。

図表 16 デジタルアセットに関心を持つ投資家の情報源

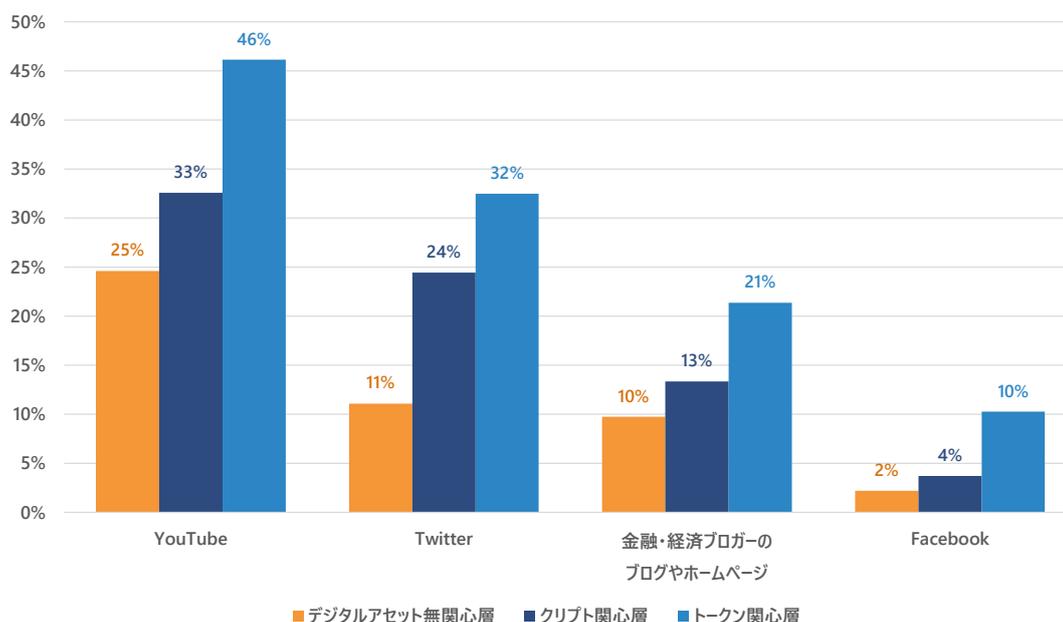


出所) 野村総合研究所「デジタルアセットに関する調査」(2023年6月)

デジタルアセット関心層が主に金融・経済に関する情報を得ているのは、デジタルアセット無関心層との比較においては、特に「YouTube」「Twitter」そして「金融・経済ブロガーのブログやホームページ」、「Facebook」等から多くの情報を得ていることが示された。通常のテレビ・ラジオが最も高い結果となっているものの、デジタルアセット関心層においては、テレビ・ラジオに次いで YouTube が高くなっており、今までの金融・経済に関するメディアとは大きく異なる情報に接して、デジタルアセットへの投資を検討していることが窺える結果となった。

また、クリプト及びトークンに関心を持つ投資家の情報源について見たのが図表 17 である。上記で示したようなデジタルアセット関心層に見られた傾向は、トークン関心層において顕著に示されており、クリプト関心層よりはトークン関心層の方が、これらの新しいメディアにおいて金融・経済に関する情報を得ている傾向が明らかになった。

図表 17 クリプト及びトークンに関心を持つ投資家の情報源



出所) 野村総合研究所「デジタルアセットに関する調査」(2023年6月)

以上のように、デジタルアセットに関心を持つ投資家は、従来までの伝統的な投資家像とは大きく異なり、世代も若く、デジタルサービスを積極的に活用し、YouTube や Twitter 等で金融・経済に関する情報を得ながら、株式や投資信託等ではない新しい金融商品への投資を検討していることが示された。このようなデジタルアセット関心層に対するマーケティング活動においては、従来とは異なる戦略が求められることになるだろう。

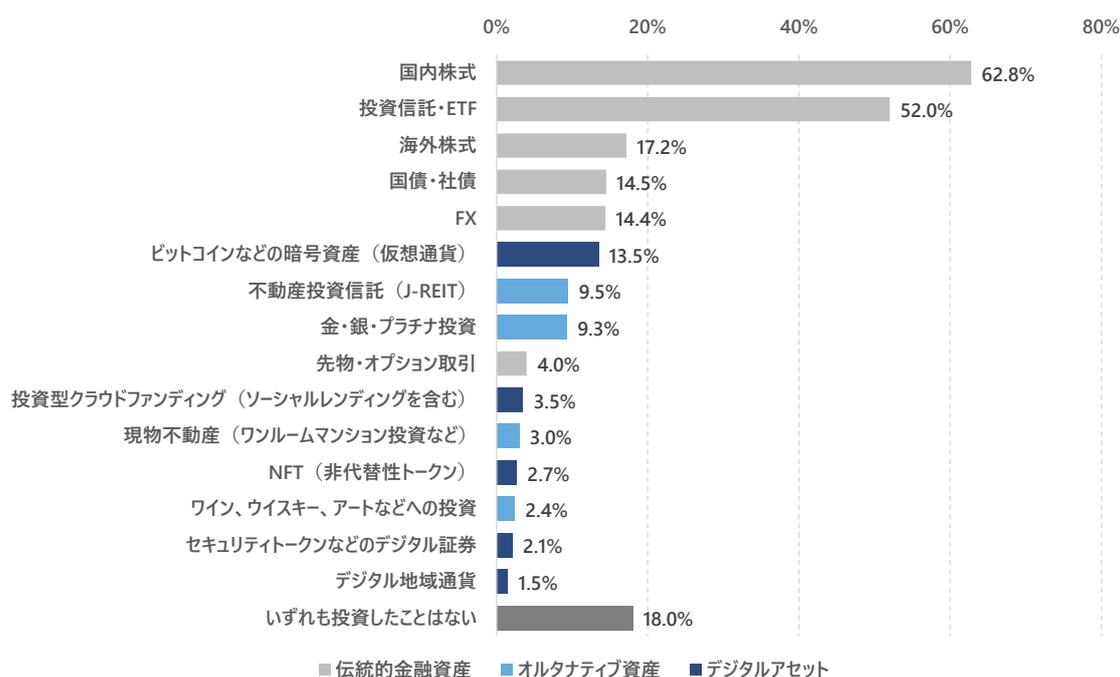
4 今後のデジタルアセットに期待される商品特性

(1) デジタルアセット関心層の投資先資産クラス

ここまで見てきたように、近年、デジタルアセットは単に「資産として価値を有するデジタルデータ」という従来の意味から「暗号的に保護された分散型台帳に記録されたデジタルな価値の表象」へと再定義されつつあり、それに伴って通貨や決済手段等の伝統的金融資産の領域におけるデジタル化だけではなく、不動産・インフラや嗜好品・コンテンツ等の幅広いオルタナティブ資産が「デジタル証券化」され、資産市場において「デジタル・アセット・ファイナンス」とも呼べる新しいファイナンス市場が創出されようとしている。

とは言え、このデジタルアセット市場は、現時点においては伝統的資産クラスに比べると極めて小規模であるのも事実である。図表 18 は、金融商品に興味がある個人に今まで投資したことがある資産クラスを聞いた結果であるが、国内株式や投資信託・ETF が半数以上に浸透しているのに比較して、オルタナティブ資産やデジタルアセットはまだまだ少ない状況となっている。

図表 18 投資したことがある資産クラス



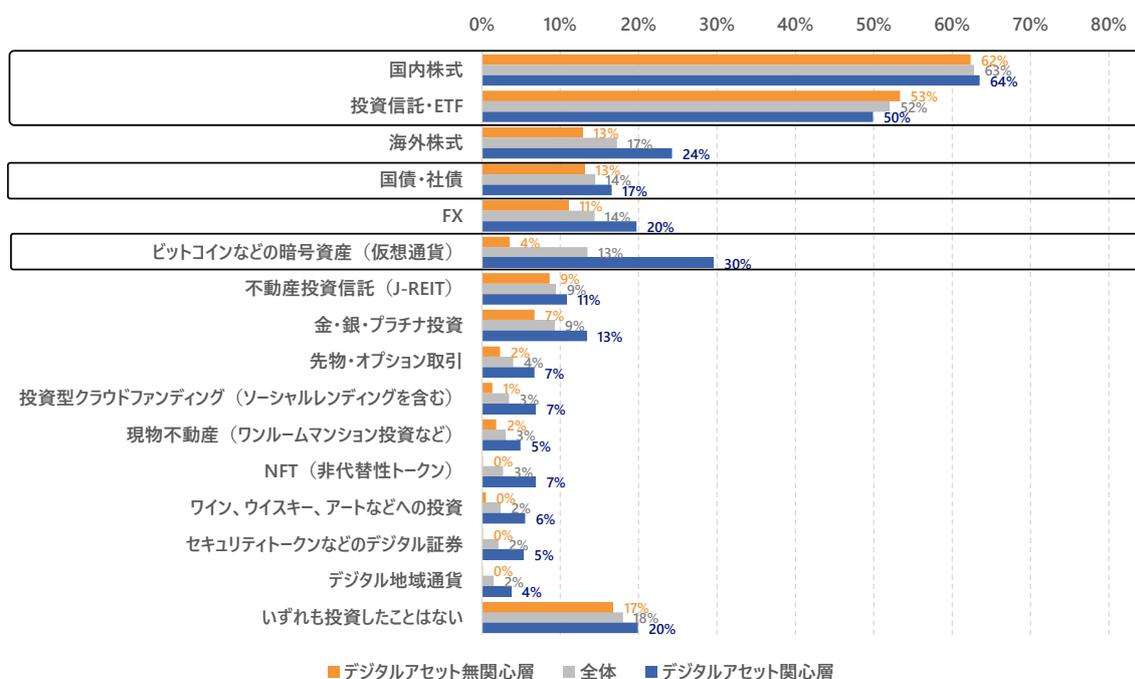
注) 金融商品に興味がある全国の 20～60 代の男女 (N=1,328)

出所) 野村総合研究所「デジタルアセットに関する調査」(2023 年 6 月)

もう少し具体的に投資したことがある資産クラスを見てみると、「ビットコイン等の暗号資産（仮想通貨）」は約 14%の人が投資経験を有しており、既に「不動産投資信託（J-REIT）」よりも高い結果となっている。また、「現物不動産（ワソルームマンション投資など）」よりも、「投資型

クラウドファンディング（ソーシャルレンディングを含む）」の方が投資している人が多くなって
いるのも特徴的な結果と言えるだろう。そして、「NFT（非代替性トークン）」や「セキュリティ
トークン等のデジタル証券」に関しては、それぞれ約2.7%と約2.1%となっており、未だ市場と
しては小さいことが分かる。

図表 19 デジタルアセットに関心を持つ投資家が投資したことがある資産クラス



出所) 野村総合研究所「デジタルアセットに関する調査」(2023年6月)

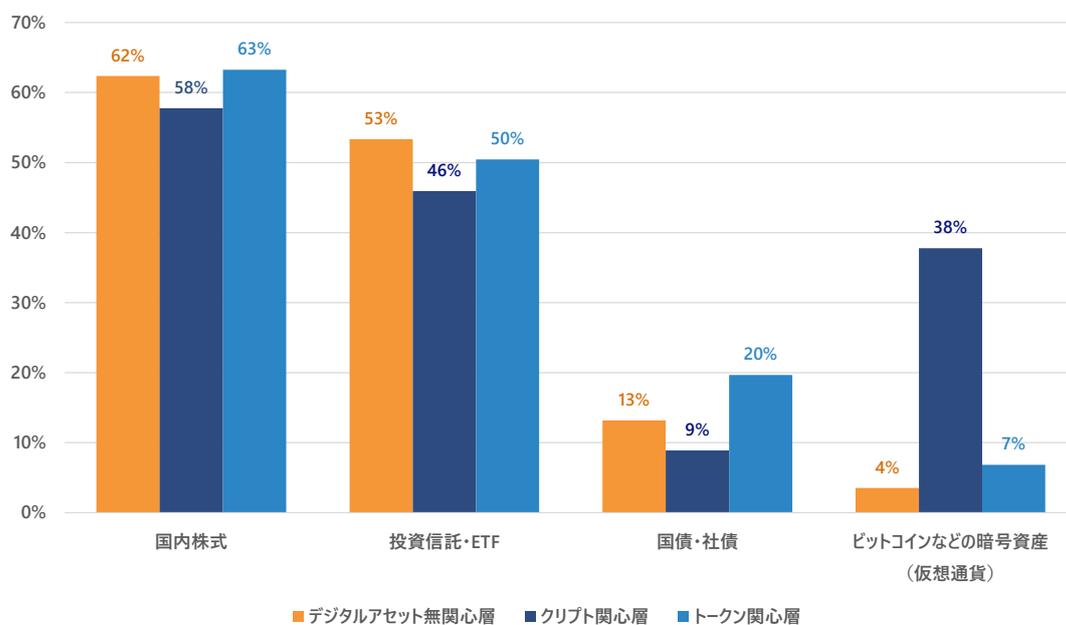
そして図表 19 は、デジタルアセットに関心を持つ投資家が投資したことがある資産クラスを示したものである。一般的にデジタルアセット関心層の方が、ほとんど全ての資産クラスにおいて投資経験率が高くなる傾向が示されている。ただし、ここで特に注目したいのはデジタルアセット関心層における「国内株式」及び「投資信託・ETF」の投資経験率が、デジタルアセット無関心層と比べてそれほど高くない、もしくは低くなっている点である。前節で先述したように「NISA・つみたてNISA」の利用率もデジタルアセット関心層では低くなっていたが、同じように伝統的金融資産である国内株式や投資信託・ETF への関心はそれほど高くなく、「ビットコイン等の暗号資産(仮想通貨)」等のデジタルアセットに強い関心を持っていることが分かる。また、デジタルアセット関心層の方が「いずれも投資したことがない」の割合も高くなっており、初めての投資においてもデジタルアセットへの関心が見られることも注目すべき点であろう。

また、デジタルアセット無関心層においては、株式や投資信託、債券等の伝統的資産クラスにしか投資しておらず、新しい資産クラスに対する経験も興味もないことが明らかになった。

ここで、これらの結果をクリプト関心層及びトークン関心層で見たのが図表 20 である。国内株式及び投資信託・ETF への投資経験率が低いのは、デジタルアセット関心層のなかでも特にク

リプト関心層において顕著であり、トークン関心層においては一定の投資経験があることが示されている。また、トークン関心層は国債・社債への投資経験も多く、安定的な資産に対するニーズが高いことが窺える。なお、ビットコインなどの暗号資産への投資は、当然ながらクリプト関心層において顕著に見られる。

図表 20 クリプト及びトークンに関心を持つ投資家が投資したことがある資産クラス

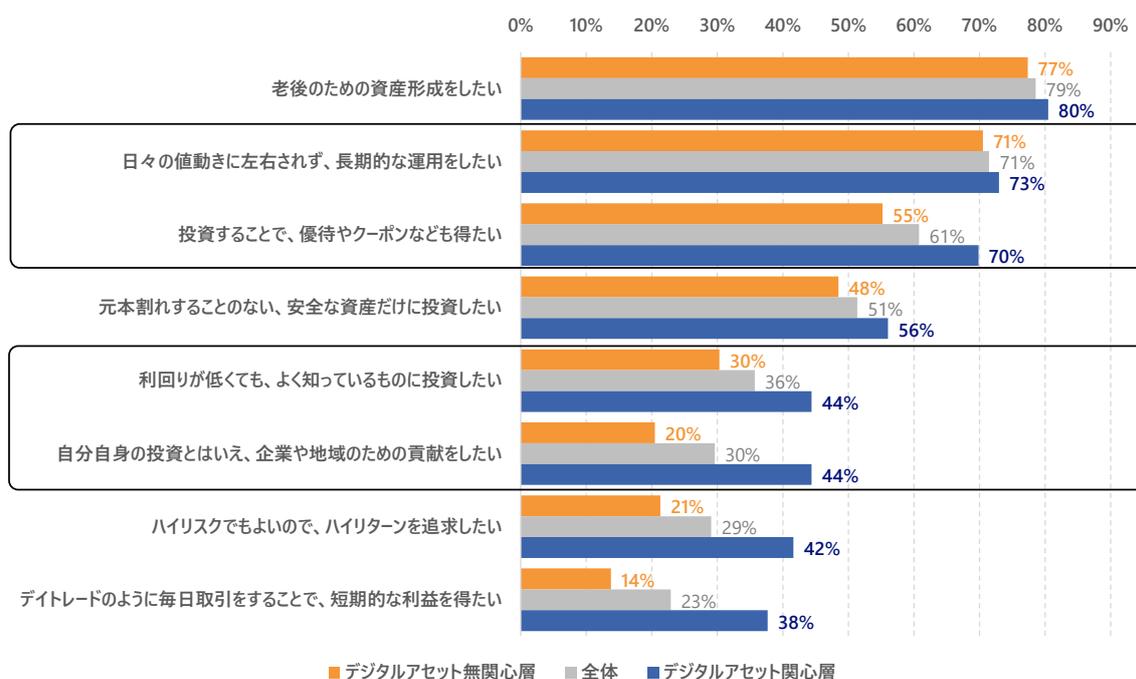


出所) 野村総合研究所「デジタルアセットに関する調査」(2023年6月)

(2) デジタルアセット関心層の投資スタンス

それでは伝統的金融資産よりもデジタルアセットに関心を持つ投資家は、投資においてどのような考え方をしているのだろうか。図表 21 は、投資において求めるものを聞いた設問に対する肯定的意見の比率を示したものである。

図表 21 デジタルアセットに関心を持つ投資家の投資における考え方

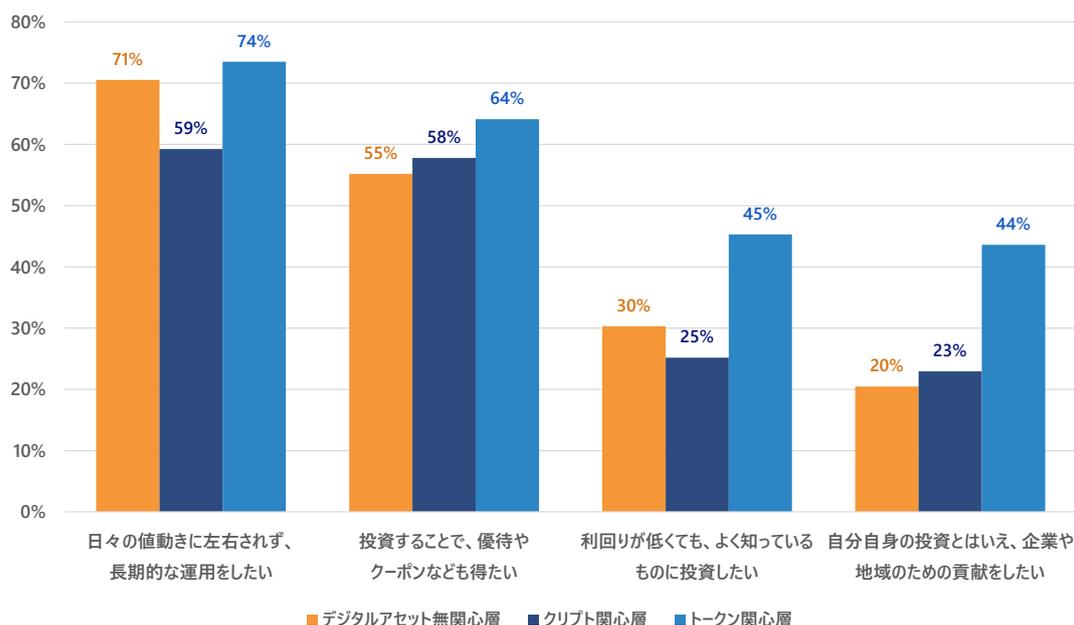


注) 「とてもそう思う」及び「ややそう思う」の合計値。

出所) 野村総合研究所「デジタルアセットに関する調査」(2023年6月)

ここからデジタルアセット関心層の特徴として、長期的な運用を志向し、金銭的リターンだけではなく、投資対象から得られる「社会的リターン」として、投資対象に対する共感性や社会性を重視し、企業や地域への貢献意欲を有していることが分かる。また、利回りよりも良く知っているものを好み、優待やクーポン等の非金銭的リターンを重視する傾向を捉えることができる。しかし、図表 22 に示すように、これらの傾向はクリプト関心層とトークン関心層では大きく異なる結果となった。まず、トークン関心層については、日々の値動きに左右されずに長期的な運用を好み、利回りが低くても良く知っているものに投資し、その投資を通じて地域のために貢献したいという考えが強く示されている。しかし、クリプト関心層においては、それらとは逆の結果となり、短期的な運用や利回りの高さを求める傾向が見られる。

図表 22 クリプト及びトークンに関心を持つ投資家の投資における考え方



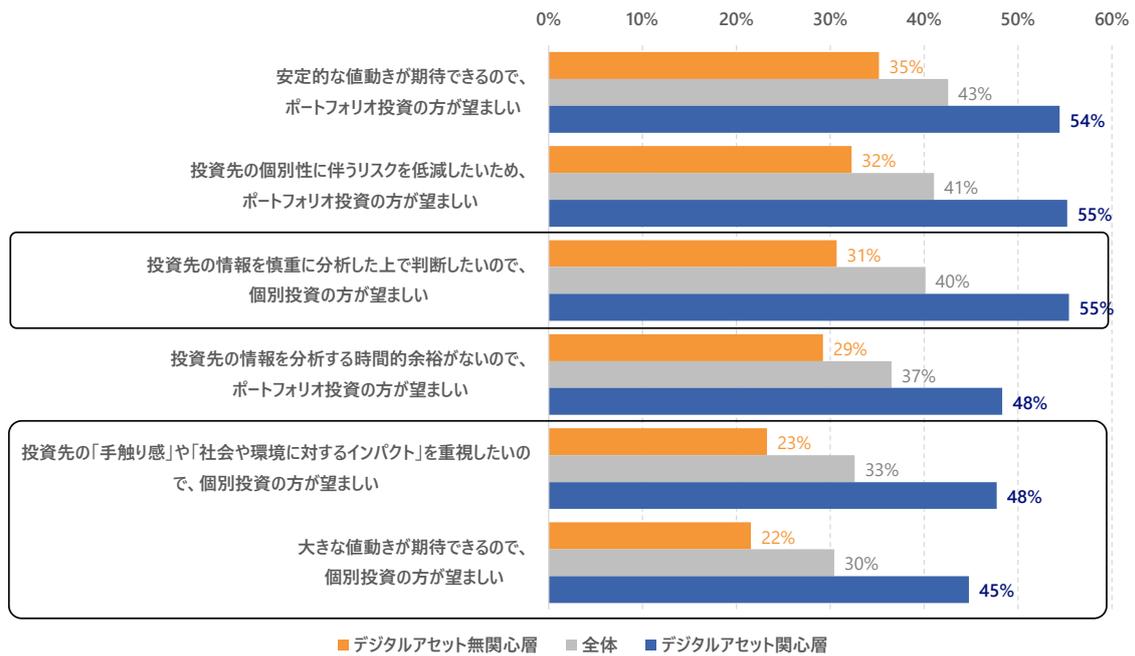
注) 「とてもそう思う」及び「ややそう思う」の合計値。

出所) 野村総合研究所「デジタルアセットに関する調査」(2023年6月)

そのため、デジタルアセット関心層のうち、特にトークン関心層においては、もちろん金銭的なリターンが重要ではあるものの、いわゆるインパクト投資やESG投資等と同じように、「志ある投資家」として、身近でよく知っているものや社会や地域に貢献できるような資産に対して、その「志ある資金」を一部で投じたいと考えていると言える。一般的な機関投資家のように、数値的にリスク・リターンのみで投資判断するのではなく、いわゆる「インパクト」という3番目の軸に基づいても、投資の意思決定を行う傾向が見られる。

また、デジタルアセット関心層における投資に対する考え方として、個別投資とポートフォリオ投資のどちらが望ましいのかを聞いたのが図表 23 である。どちらが投資手法として優れているかは一概には言えないものの、デジタルアセット関心層においては「投資先の情報を慎重に分析した上で判断したい」や「投資先の手触り感や社会や環境に対するインパクトを重視したい」という観点から、個別投資の方が望ましいという意見が見られた。また、図表 24 に示したように、この傾向はクリプト関心層よりもトークン関心層において顕著に見られる。

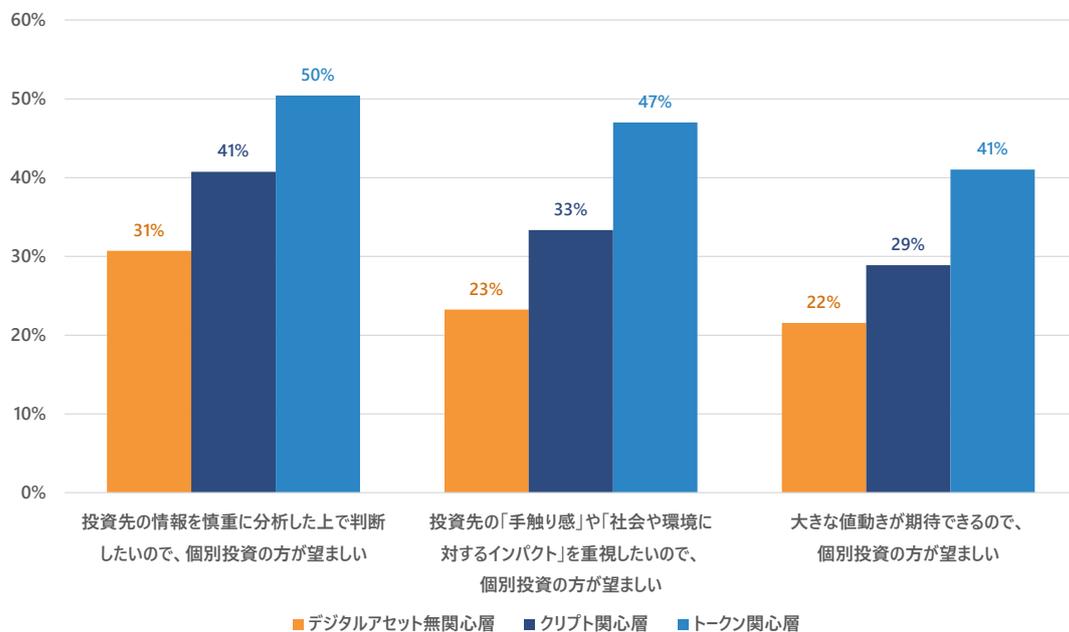
図表 23 デジタルアセットに関心を持つ投資家の個別投資に対する考え方



注) 「とてもそう思う」及び「ややそう思う」の合計値。

出所) 野村総合研究所「デジタルアセットに関する調査」(2023年6月)

図表 24 クリプト及びトークンに関心を持つ投資家の個別投資に対する考え方



出所) 野村総合研究所「デジタルアセットに関する調査」(2023年6月)

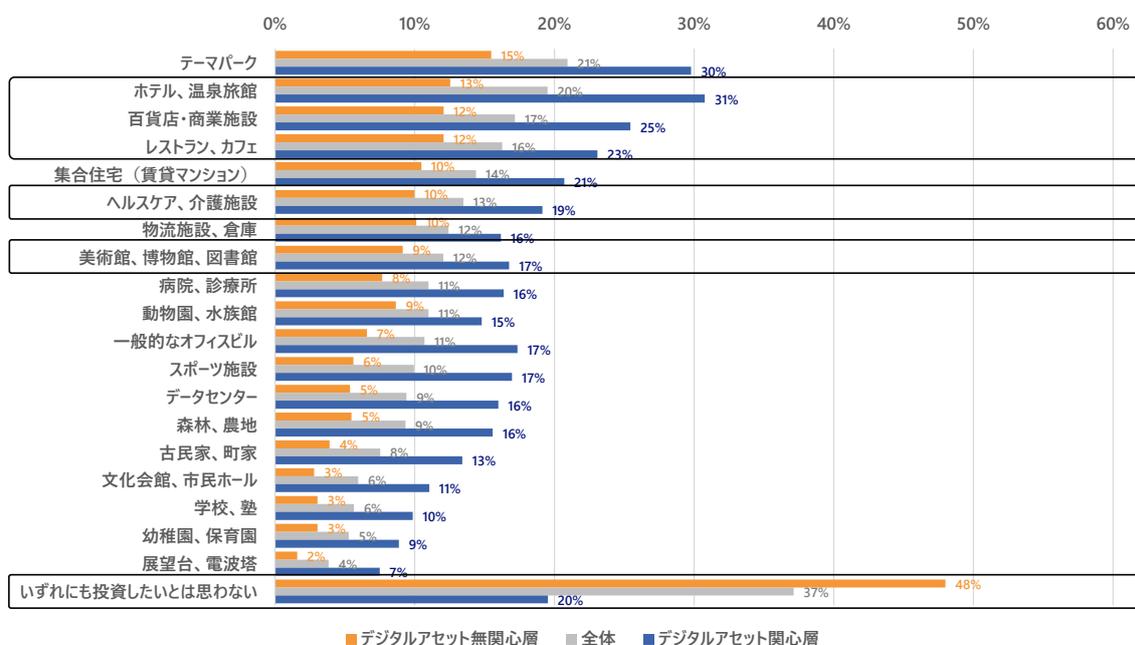
実際のところ、現時点においてはトークン関心層が興味を持つ「セキュリティトークン等のデジタル証券」は、賃貸住宅やホテル、温泉旅館等の特定の資産を対象とした個別投資の商品が大部分となっており、それらの傾向に沿う結果となっている。個別投資だからこそ、投資先の「手触り感」や「社会や環境に対するインパクト」を感じる事が可能であり、そのような社会的リターンに関する情報について、慎重に分析した上で判断したいという投資スタンスとなっている。

したがって、デジタル証券を提供する事業者にとっては、投資先に関する徹底した情報開示が求められる上、その「手触り感」や「インパクト」を投資家に対してどのように感じてもらうのか、投資家とのダイレクト・コミュニケーションの高度化が必要となるだろう。そこでは、ユーティリティトークン (UT) や NFT 等のデジタル優待サービスを付帯することで、さらに共感性を高めることも可能であり、単なる金銭的なリターンだけではなく、社会的リターンも含めた商品組成が求められることになるだろう。

(3) デジタルアセット関心層が投資してみたい資産・地域

それでは、デジタルアセットに関心を持つ投資家は、どのような資産に投資してみたいのだろうか。図表 25 は、不動産やインフラ等の実物資産に対して、投資してみたいと思う用途について聞いたものである。ここからは、まず全般的にデジタルアセット関心層は実物資産投資に投資意欲があることが示された。デジタルアセット無関心層の約 48% がいずれにも投資したくないと答えたのに対して、デジタルアセット関心層は約 20% に留まっており、全体として実物資産に対する投資意欲が高い傾向が見られた。

図表 25 デジタルアセットに関心を持つ投資家の投資してみたい実物資産



注) 最低 10 万円程度からファンドを買えるものとした。

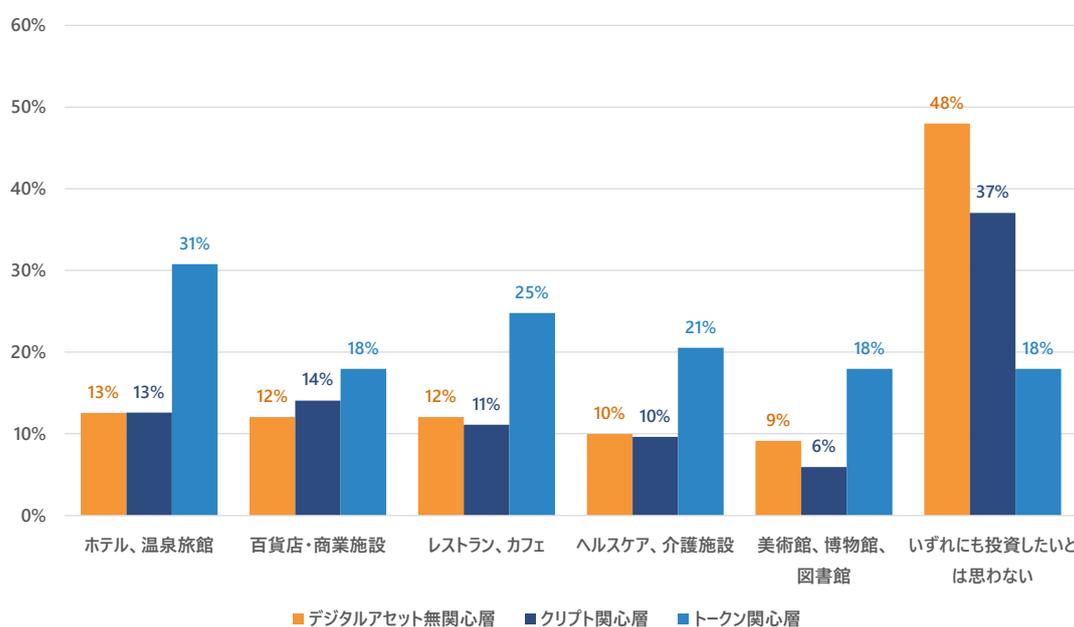
出所) 野村総合研究所「デジタルアセットに関する調査」(2023 年 6 月)

具体的な用途について見てみると、デジタルアセット無関心層と比較して高い投資意欲が見られたのが「ホテル、温泉旅館」、「百貨店・商業施設」、「レストラン、カフェ」等であり、まさに生活に身近な実物資産に対する投資意欲が高くなっていることが示されている。また、「ヘルスケア、介護施設」、「美術館、博物館、図書館」、「病院、診療所」、「動物園、水族館」等への投資意欲も比較的高くなっており、社会や地域に対する貢献意欲や、社会的リターンの享受という観点から、これらの用途への投資意欲が見られるものと思われる。

しかし、これらの傾向はトークン関心層においてのみ見られることにも留意する必要がある。図表 26 は、投資してみたい実物資産について、クリプト関心層とトークン関心層の違いを示したものである。デジタルアセット関心層からの強い投資意欲が見られた上記の用途については、ビットコインなどの暗号資産のみに興味を持つクリプト関心層においては全く意欲が見られず、デジタルアセット無関心層と同程度の投資意欲となっている。実物資産をデジタル証券化したセキュリティトークン等については、あくまでトークン関心層に対してのみ意欲が見られるという結果となった。

これらの用途に関しては、従来の金融システムでは資金調達が難しい場合も多く見られるが、デジタル証券化等を通じたデジタル・アセット・ファイナンスの仕組みを活用すれば、志ある個人投資家から、直接的に資金調達を行うことが可能になるかもしれない。

図表 26 クリプト及びトークンに関心を持つ投資家の投資してみたい実物資産



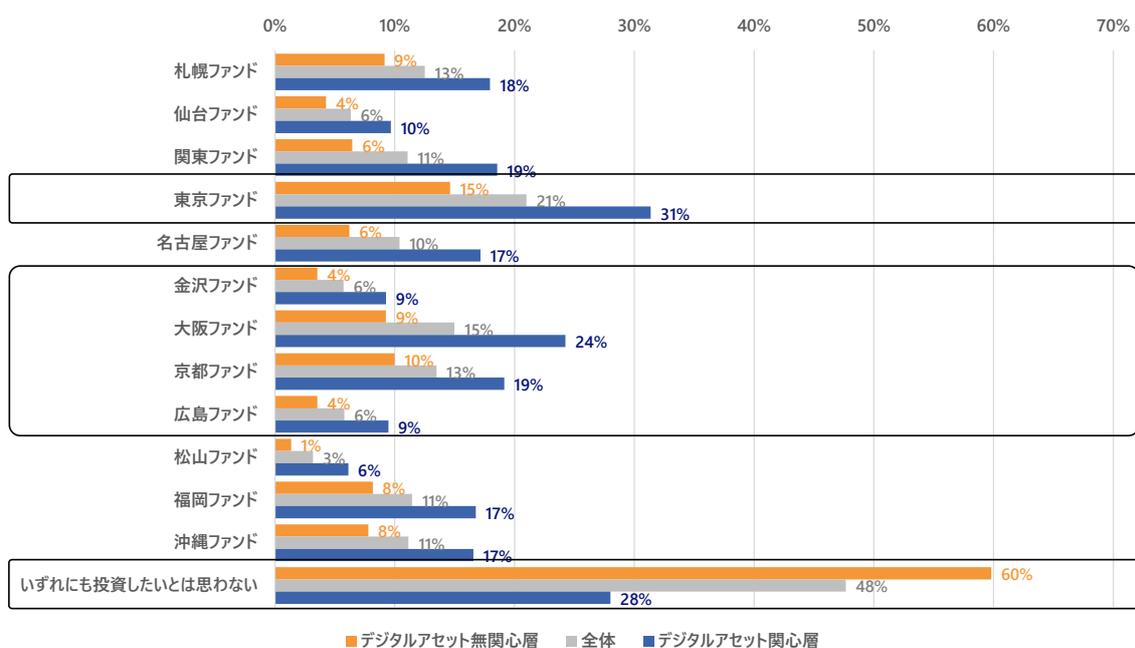
注) 最低 10 万円程度からファンドを買えるものとした。

出所) 野村総合研究所「デジタルアセットに関する調査」(2023 年 6 月)

次に、デジタルアセットに関心を持つ投資家が投資してみたい地域について見てみよう。よく知っているものに投資したい場合、当然、身近な地域における資産に投資してみたいと思うはずである。図表 27 は、それぞれの地域に特化したファンドがあった場合、投資してみたい地域特化型ファンドについて聞いたものである。ここからは、デジタルアセット関心層は、いずれのファンドにも高い投資意欲を示しており、「地域」に対する投資意欲が強いことが分かる。「いずれにも投資したくない」という意見は、デジタルアセット無関心層では約 60%と非常に高いものの、デジタルアセット関心層では約 28%となり、地域に特化したデジタルアセットに対する高い投資意欲が見られる。

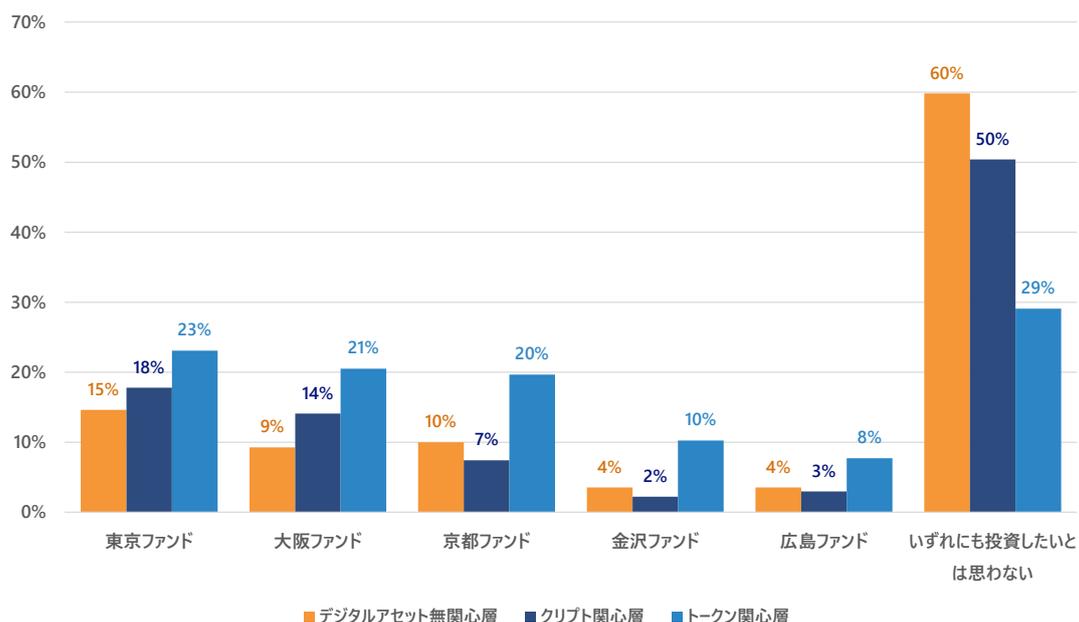
そして、これらの結果をクリプト関心層及びトークン関心層で見たのが図表 28 である。これらの地域特化型ファンドに関しては、トークン関心層において投資意欲が顕著に見られ、特に「京都」、「金沢」、「広島」などの地方中核都市に特化したファンドでは、クリプト関心層からの投資意欲はあまり期待できないものの、トークン関心層からは一定の投資意欲が見られ、ここでもトークン関心層の地域に対する貢献意欲を捉えることができる。

図表 27 デジタルアセットに関心を持つ投資家が投資してみたい地域



出所) 野村総合研究所「デジタルアセットに関する調査」(2023年6月)

図表 28 クリプト及びトークンに関心を持つ投資家が投資してみたい地域

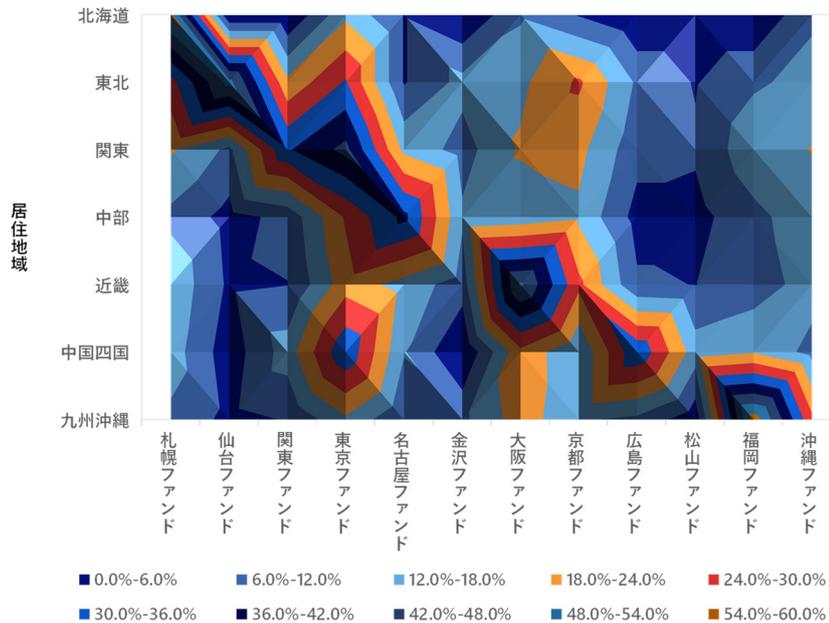


出所) 野村総合研究所「デジタルアセットに関する調査」(2023年6月)

それでは、自らが居住している地域と、投資してみたい地域特化型ファンドは、どのような関係にあるのだろうか。図表 29 は、居住地域別に見たデジタルアセット関心層が投資してみたい地域特化型ファンドを示したものである。ここからは、明らかに居住地域に特化したファンドに対する高い投資意欲が見られる。一部、「東京ファンド」「京都ファンド」、そして「沖縄ファンド」に関しては、他地域からの投資も見込めるものの、それ以外の地域においては、居住者からの圧倒的な投資意欲が確認できる。なお、これらはクリプト関心層以外のデジタルアセット関心層において見られる傾向となっている。

したがって、デジタルアセット関心層のなかでも、クリプト関心層以外の投資家において顕著に見られる「よく知っているものに投資したい」、「地域に貢献したい」という投資スタンスは、実際に自らが居住している身近な地域に対する投資を行いたいというものであり、地域住民による地域資産への投資が、デジタル証券化によって実現できる可能性がある。

図表 29 居住地域別に見たデジタルアセットに関心を持つ投資家が投資してみたい地域



注) デジタルアセット関心層 (N=507) が対象

出所) 野村総合研究所「デジタルアセットに関する調査」(2023年6月)

(4) デジタルアセット関心層が求める利回り・運用期間

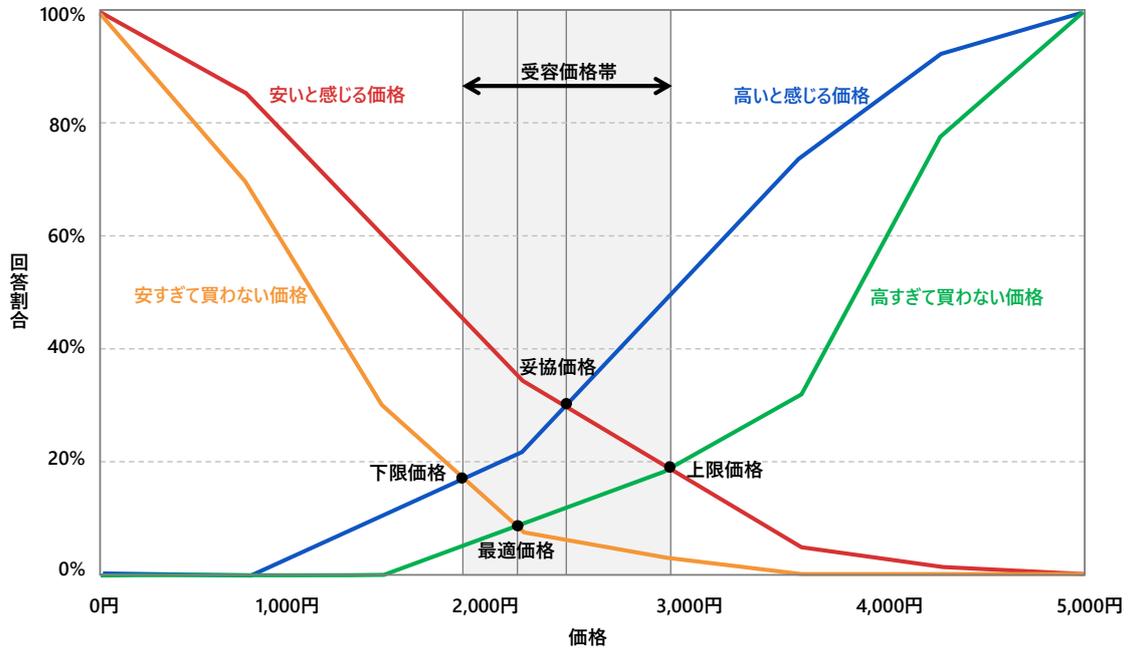
次に、デジタルアセットに関心を持つ投資家は、具体的にはどの程度の利回りと運用期間を期待するのだろうか。投資家が期待する利回り水準は、アンケート調査等において望ましい利回りを単純に聞いても高く答える傾向があるため、ここでは一般に新しいコンセプトの商品等の受容価格帯を把握する方法である PSM (Price Sensitivity Measurement) 分析 (価格感度測定法)¹⁵ を応用し、デジタルアセットに対して投資家が受容できる利回りと運用期間の幅について検討を行った。

図表 30 は、この PSM 分析のイメージ図である。詳しくは本稿では説明を省くが、消費者に対して新商品を提示し、「高いと感じ始める価格」、「安いと感じ始める価格」、「高すぎて買わないと感じる価格」、そして「安すぎて品質に不安を感じ始める価格」の 4 つの質問をする。その質問の結果を累積度数割合の形でグラフにすると図表 22 のようになる。ここで描かれた 4 本の線の交点の金額を求めることで、その新商品の適正価格帯等を把握することができる。例えば、「高すぎて買わないと感じる価格」と「安すぎて品質に不安を感じ始める価格」の交点は「最適価格」と言われ、消費者が望む理想的な価格と考えられる。また、上限価格と下限価格の間の範囲は「受

¹⁵ PSM (Price Sensitivity Measurement) 分析 (価格感度測定法) とは、オランダの経済学者 Westendorp 氏が提唱したとされる分析方法であり、一般には新商品等の価格感度を測定する方法であるが、今回は新しい金融商品の利回りと運用期間について応用した。

容価格帯」といわれ、消費者に受け入れられる価格帯とされている。

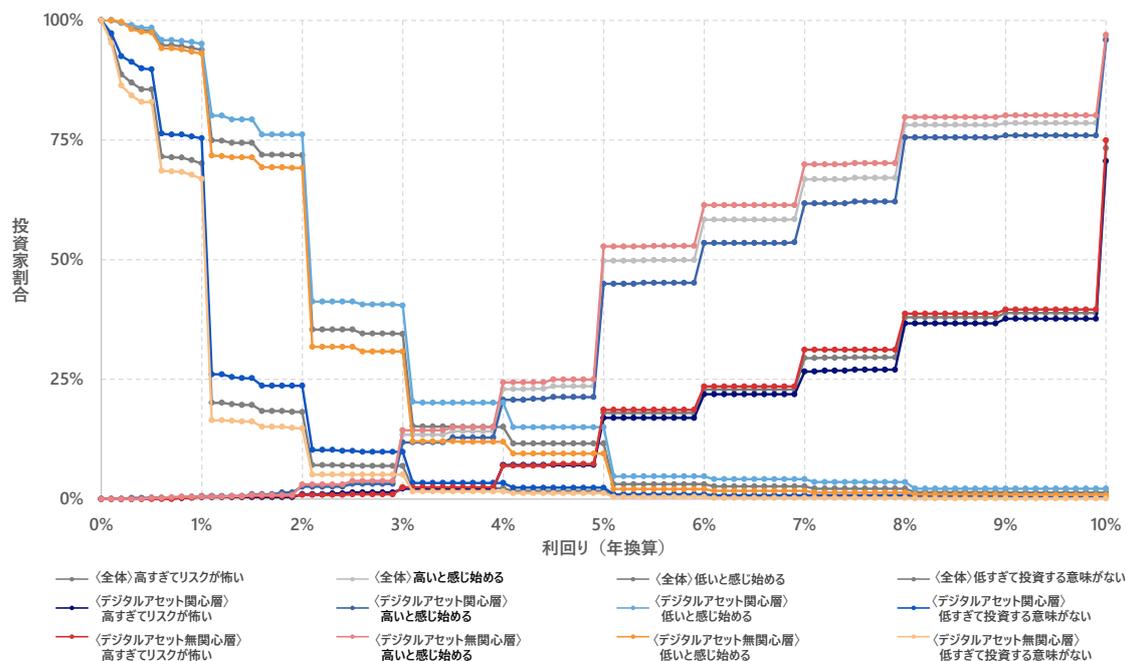
図表 30 PSM 分析のイメージ



出所) Van Westendorp, P (1976) "NSS-Price Sensitivity Meter (PSM) – A new approach to study consumer perception of price" Proceedings of the 29th ESOMAR Congress, 139–167 等を参考に作成

そこで投資する際の「望ましい想定利回り」について聞いた結果が図表 31 である。ここではデジタルアセット無関心層、全体、そしてデジタルアセット関心層の3つの層毎に累積度数割合を示しており、それぞれ描かれた4本の線の交点の利回りを求めることによって、投資家が求める望ましい想定利回りの範囲を求めることができる。

図表 31 デジタルアセットに関心を持つ投資家の利回り感度



出所) 野村総合研究所「デジタルアセットに関する調査」(2023年6月)

全体的に見て、利回り水準が3%~5%の間は、デジタルアセットに対する関心の有無によって大きな差は見られず、その評価が拮抗する結果となった。ただし、利回り水準が5%を超えるとデジタルアセット関心層の方が高い利回りを受容する割合が高く、年齢層の若さからか、高いリスクをそれほど回避しない傾向が見られる。逆に3%以下の水準であればデジタルアセット無関心層の方が低い利回りを受容する傾向が見取れる。したがって、デジタルアセット関心層に対する金銭的リターン水準は3%より高いことが期待されるものの、単なる金銭的リターンの高さという観点だけではなく、投資先に対する共感性や社会性等に基づく投資意欲を高める商品性となることも重要になると言えるだろう。

なお、クリプト関心層とトークン関心層における利回り感度の違いを見てみると、全体としては同じ傾向が見られるものの、利回り3%台の水準ではトークン関心層の方がクリプト関心層よりも許容する割合が高く、利回り4%台となると逆にクリプト関心層の方が許容する割合が高くなる。したがって、トークン関心層よりもクリプト関心層の方がリスクに対する受容度が高い傾向が見られた。

また、特に利回りが2.0%以下の水準では、デジタルアセット関心層はその利回りを「低すぎて

投資する意味がない」と感じる割合が 10 ポイント程度も高くなっており、期待利回りの低い商品に対する拒否反応が比較的強く見られる。また「高すぎてリスクが怖い」と感じる利回りは、デジタルアセットへの関心の有無に依らず、リスクに対する感度はデジタルアセットへの関心とは関係がないことも示されている。

この図表 31 の結果に基づいて、それぞれの交点を示すと図表 32 のようになる。描かれた 4 つの線の交点は、デジタルアセットへの関心の有無に依らず拮抗している利回り帯に集中しているため、概ね同じ結果となった。これらの分析結果からは、現時点における受容利回り帯は概ね約 3～5%の間となることが示された。

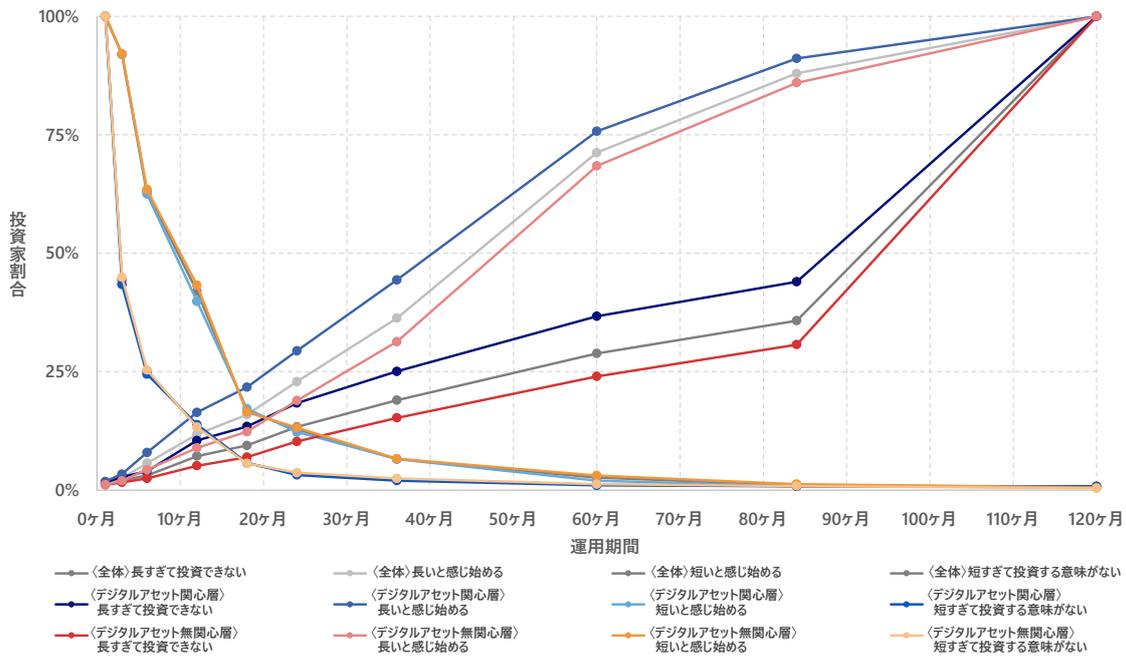
図表 32 デジタルアセットに関心を持つ投資家にとっての受容利回り帯

	デジタルアセット 無関心層	全体	デジタルアセット 関心層
最適利回り	3.1%	3.1%	3.9%
妥協利回り	3.1%	3.9%	4.0%
上限利回り	4.9%	4.9%	4.9%
下限利回り	2.9%	2.9%	2.9%
受容利回り帯	2.9～4.9%	2.9～4.9%	2.9～4.9%

出所) 野村総合研究所「デジタルアセットに関する調査」(2023年6月)

次に、デジタルアセットに投資をする際の「望ましい運用期間」について聞いた結果が図表 33 である。不動産やインフラ施設等の実物資産は原資産に流動性がないため、一般的にその証券化商品もクローズドエンド型となることが多い。そのような流動性がない金融商品においては、予め定められた期間への投資が求められ、満期において償還されることが一般的である。また、投資家に対して流動性を付与する方法の一つとして、取引所等でのセカンダリー取引がある。セキュリティトークン等のデジタル証券でも、大阪デジタルエクスチェンジ株式会社においてセキュリティトークンの取引市場が開設される予定となっているところである。

図表 33 デジタルアセットに関心を持つ投資家の運用期間感度



注) ここで言う「運用期間」とは、運用期間中は定期預金のように解約・換金ができないものとした。

出所) 野村総合研究所「デジタルアセットに関する調査」(2023年6月)

この図表 33 からは、「短いと感じ始める期間」及び「短すぎて投資する意味がないと感じ始める期間」については、デジタルアセットへの関心の有無によって変化がないことが示されている。ほとんどの投資家は、3ヶ月未満の運用期間については短すぎて意味がないと考えている。しかし、「長いと感じ始める期間」及び「長すぎて投資できないと感じ始める期間」については、デジタルアセットへの関心の有無によって大きな差異が生じており、デジタルアセットに関心を持つ投資家は、非流動性に対する受容度が低いことが強く示されている。この非流動性に対する受容度は、クリプト関心層及びトークン関心層においても大きな違いは見られず、デジタルアセット市場の拡大に向けては、一定の流動性を提供する取引市場等の仕組みの整備が望まれることが示された。

この図表 33 の結果に基づいて、それぞれの交点を示すと図表 34 のようになる。描かれた4つの線の交点に基づくと、デジタルアセット関心層の方が短い運用期間を好んでおり、その差は4~6ヶ月にもなる。結果として、受容期間帯についても、デジタルアセット無関心層は15~27ヶ月と約2年半までの運用が許容されるのに対して、デジタルアセット関心層は11~21ヶ月と2年は待てず、最適な運用期間も約1年程度となっている。

図表 34 デジタルアセットに関心を持つ投資家にとっての受容期間帯

	デジタルアセット 無関心層	全体	デジタルアセット 関心層
最適期間	17ヶ月	16ヶ月	14ヶ月
妥協期間	21ヶ月	18ヶ月	17ヶ月
上限期間	27ヶ月	24ヶ月	21ヶ月
下限期間	15ヶ月	13ヶ月	11ヶ月
受容期間帯	15～27ヶ月	13～24ヶ月	11～21ヶ月

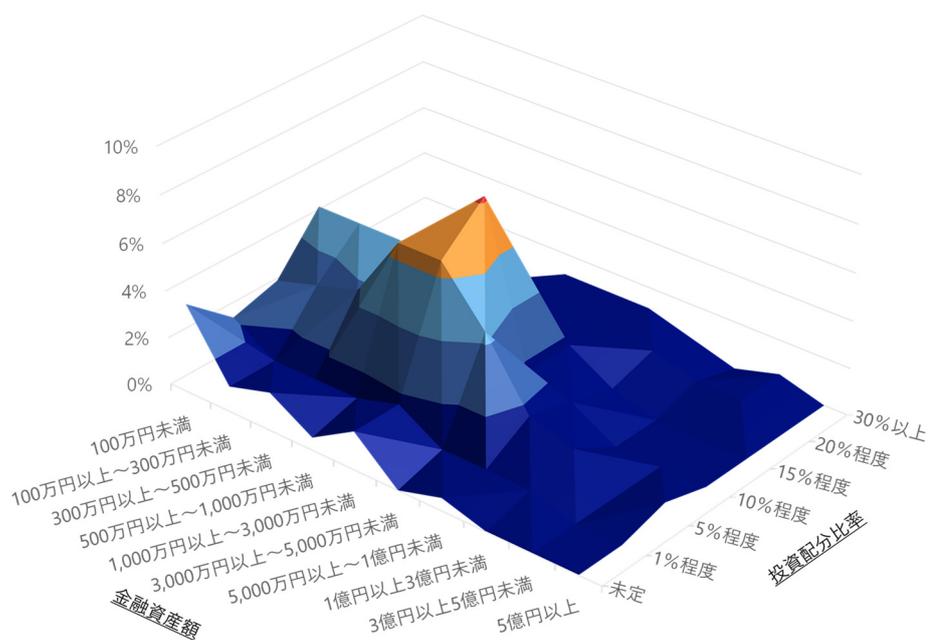
出所) 野村総合研究所「デジタルアセットに関する調査」(2023年6月)

(5) デジタルアセットへの将来的な投資比率

その上で、投資家は自らが保有する金融資産のうち、どの程度までデジタルアセットに配分するのだろうか。図表 35 は、デジタルアセットの中でもセキュリティトークン等のデジタル証券に興味があると答えた投資家が、デジタル証券に対して将来的にどの程度まで投資配分するかを聞いたものである。所有する金融資産額と、その投資配分比率について見てみると、金融資産額が 1,000 万円以上～3,000 万円未満の層において 5%程度～10%程度の投資配分という回答が最も多く見られた。つまり、それらの投資家は 50 万円～300 万円程度までセキュリティトークン等のデジタル証券に投資する意向を有しているということになる。

ただし、金融資産額が 5,000 万円以上の投資家（いわゆる「準富裕層」以上の投資家）は、それほどセキュリティトークン等のデジタル証券への投資配分比率が高い訳ではなく、現時点においては様子見とも言える状況となっている。スマートフォンで気軽に投資できるようなデジタルアセットでは、その主な投資家は金融資産額 3,000 万円未満の「マス層」がターゲットとなるものと考えられる。

図表 35 セキュリティトークン等のデジタル証券への将来的な投資配分



注) セキュリティトークンなどのデジタル証券に興味があると答えた投資家のうち、所有する金融資産額を答えた投資家 (N=183) が対象

出所) 野村総合研究所「デジタルアセットに関する調査」(2023年6月)

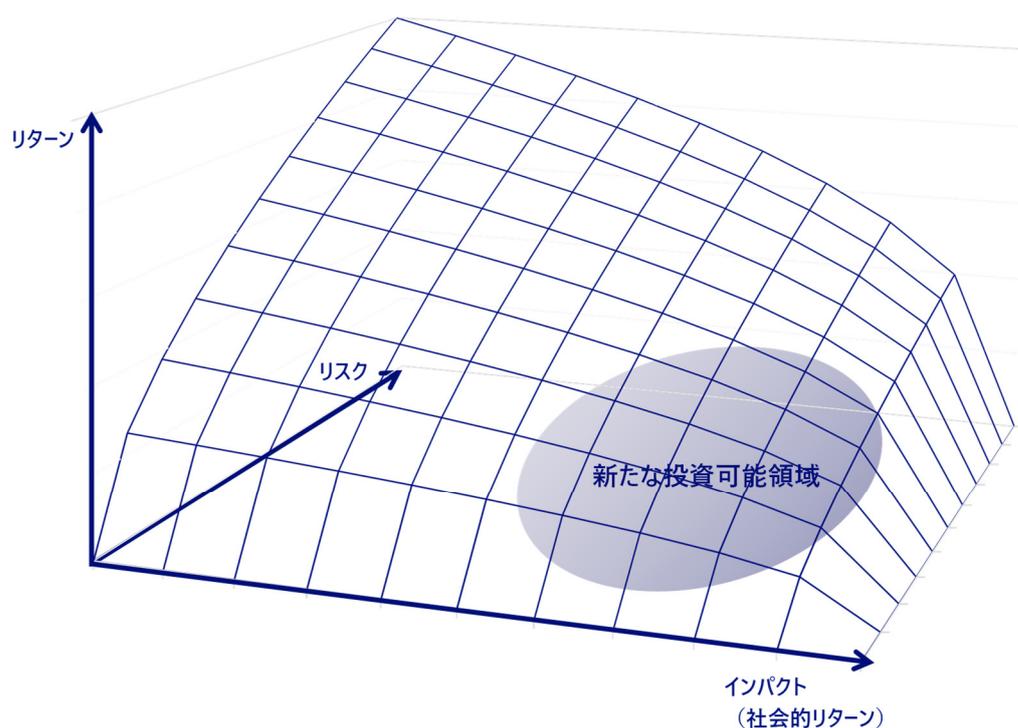
5 おわりに：デジタル証券化による都市再生・地方創生の推進に向けて

(1) 社会的リターンと金銭的リターンのトレードオフはあるのか

デジタルアセットに関心を持つ投資家のうち、特にセキュリティトークン等のデジタル証券に関心を持つ投資家は、株式や投資信託のような伝統的な金融資産ではなく、自らが居住する地域におけるホテルや温泉旅館、百貨店・商業施設等の身近でよく知っているものや、地域や社会に貢献できるような社会性を持つ資産への関心が高く、投資先の「手触り感」や「社会や環境に対するインパクト」を重視する傾向が見られる。これらの投資スタンスは、インパクト投資やESG投資とも近いものであり、リスク・リターンだけでは捉えられない「志ある資金」の受け皿にデジタル証券がなり得る可能性がある。

この「志ある資金」を投じる「志ある投資家」は、従来のリスク・リターン平面で投資の意思決定を行うのではなく、インパクトという社会的リターンの軸を加えた3次元空間で投資のポートフォリオ選択を行うことになる。それを図示したのが図表36である。

図表36 リスク・リターン・インパクトの3軸による効率的フロンティアのイメージ



注) インパクト (社会的リターン) は単純な一次元の値で表現できると仮定している。

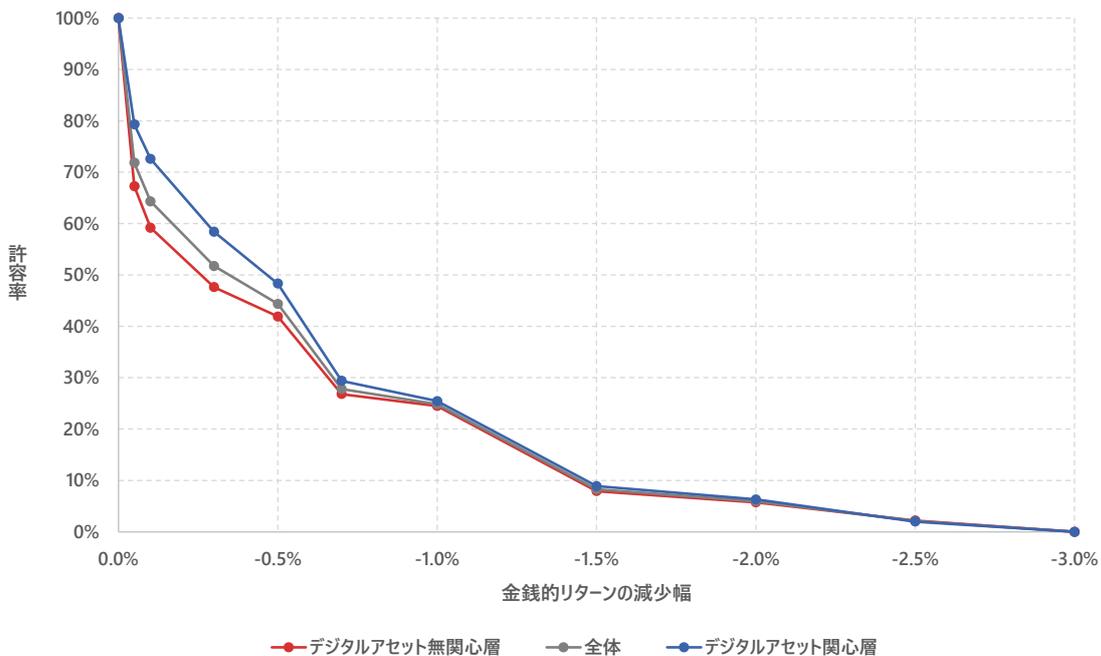
この図表36からは、従来のリスク・リターン平面に基づいた投資意思決定では必ずしも投資対象とならなかった資産に関しても、インパクト (社会的リターン) という第3の軸が登場することで、リスクが同等の資産においても、金銭的リターンと引き換えに社会的リターンを享受で

きるのであれば、志ある投資家による投資対象となることが分かる。

1952年にハリー・マーコウィッツが発表した論文を端緒として発展した「現代ポートフォリオ理論」に従えば、資産運用においてリスクを抑えながら一定のリターンを期待する上では、ポートフォリオとして複数の資産に分散投資することが推奨された。その結果として、従来はリスクに依らず高いリターンを期待できる資産のみに投資されていた状況が一変し、たとえリターンは低くてもリスクが最小となる組み合わせとして投資される資産が増えることにより、投資対象となる資産のユニバースが大きく広がったと言われている。それと同じように、今回はインパクトという第3の軸が登場することで、さらに投資対象のユニバースが広がることになるだろう。

それでは、このような「社会的リターン」を享受することで金銭的リターンはどの程度まで減少することが許容されるのだろうか。図表 37 は、社会的リターンの享受によって許容できる金銭的リターンの減少幅を、デジタルアセットに対する関心の有無によって違いを示したものである。

図表 37 社会的リターンの享受によって許容できる金銭的リターンの減少幅



注) 通常時に 3%の利回りが期待できる金融商品があり、その投資先では「共感性」や「社会貢献性」を感じることができるが、得られる利回りが減ってしまうとした場合に投資家が許容できる範囲。

出所) 野村総合研究所「デジタルアセットに関する調査」(2023年6月)

この図表 37 から、デジタルアセット関心層においては、約 50%の投資家が 0.5%まで金銭的リターンが減少しても許容できると回答していることが分かる。また、この傾向は、そこまで大きな差ではないものの、クリプト関心層よりもトークン関心層において許容できる割合が高い傾向が見られる。したがって、デジタルアセット関心層による許容度は、デジタルアセット無関心

層よりも高い傾向があり、デジタルアセット関心層が社会的リターンを重視して投資する傾向がはっきりと示されている。なお、デジタルアセットへの関心の有無によって差異が生じるのはマイナス 0.5%までの段階であり、それ以上の減少幅については、デジタルアセットへの関心の有無に違いは見られない。つまり、デジタルアセットに関心を持つ投資家に対しては、その社会的リターンの享受と引き換えに、0.5%程度までは金銭的リターンが減少しても許容できると言える。

(2) 「志ある資金」の受け皿としてのデジタルアセットの可能性

このようなインパクトという観点を加えたデジタル・アセット・ファイナンスにおいては、投資先の手触り感を最大限に活かすことで、従来のアセット・ファイナンスでは手の届かなかった地域や用途に対して、都市再生や地方創生に資する新たな資金供給を増やすことができる可能性がある。特に本稿で見られたようなデジタルアセット関心層のうち、トークン関心層を中心とした「志ある資金」の受け皿になり得る可能性があるだろう。国内における都市再生や地方創生に関するプロジェクトにおいては、いわゆる機関投資家的な目線からリスク・リターンの2軸だけで評価されることが一般的であるが、そこに地域住民による社会的リターンの目線が入ることで、ファイナンス市場が大きく広がる可能性がある。そして多様な目線を持つ投資家が直接的に不動産市場に参入することで、単に証券化できる不動産の多様化だけではなく、不動産金融システム全体が複線化し、不動産市場そのものがレジリエントになることも期待できる。過去の金融危機時には、不動産市場が銀行ローンという単線的な金融システムに過度に依存してしまっていたことから、リファイナンス等の資金繰りに苦慮し、不動産市場が大きく下落する要因となってしまった。そのような過去の経験を踏まえると、多様な資金が不動産市場に流入することは、価格の安定性を高めることにも繋がるだろう。

しかし、デジタルアセット及びデジタル証券化には、幾つかの課題も存在する。本稿の最初に述べたように、分散型台帳を用いることの最大のメリットは、従来と比べた場合のシステムコストの削減である。それはデジタルアセットに関する市場拡大、スケールメリットに伴って全体的な費用が低減されていくものではあるものの、通常の資産運用業務の業務効率化も含め、今後の市場拡大に向けては重要なポイントとなるだろう。それにはデジタルアセット市場の関係者による将来的なビジョンの共有や、投資家の理解の促進、普及啓発も求められることになる。伝統的な金融資産と比べて、若い世代が関心を持っている今こそ、長期的な資産形成と今後の金融立国に向けた総合的な戦略が求められるのではないだろうか。

また、投資対象の手触り感を重視するような商品とすれば、投資家は不動産に関わる市場リスクに加え、当該不動産が抱える固有の個別リスクを引き受けることになる。そのため、投資先に関する情報やデータは、経済的及び社会的リターンの両面から徹底して開示される必要がある。さらにユーティリティトークン等を活用してデジタル会員権等の付帯サービスを備えることで、社会的リターンへの共感性等を更に高めることができれば、単なる金融商品のデジタル証券化だけではなく、金融サービスとしてのDXも推進でき、投資家と資産運用会社、そして地域等とのダイレクト・コミュニケーションの高度化も可能になるだろう。

デジタル・アセット・ファイナンスが拡大し、インパクトを考慮した「志ある投資家」の参入や新たな資産がデジタル証券化されることで、不動産市場がさらに質的にも量的にも向上し、益々活性化することを期待したい。

執筆者



谷山 智彦

株式会社野村総合研究所（NRI）

未来創発センター デジタルアセット研究室長

2023年8月発行

NRI 未来創発センター

NRI 未来創発センターは、「未来志向型シンクタンク」を目指しています。各領域で高い専門性を有したメンバーが、日本・世界が直面する社会課題・経済課題を洞察し、科学的な判断に基づき、その処方箋を提言・発信していきます。

<https://www.nri.com/jp/service/souhatsu>

E-mail : miraisouhatsu-report@nri.co.jp



**Envision the value,
Empower the change**

株式会社野村総合研究所 未来創発センター

〒100-0004 東京都千代田区大手町 1-9-2 大手町フィナンシャルシティ グランキューブ