

日本のデジタル証券（RWA）市場の 総括と展望

2020年5月に立ち上がったデジタル証券市場は、2023年度は昨年度比5倍以上の976億円を達成し急速な成長を遂げた。海外でもReal World Asset（RWA）として注目を集める日本のデジタル証券は、2023年度にその活用が実証実験から実用段階に移行した。2024年度も引き続き進展していくものと想定される。

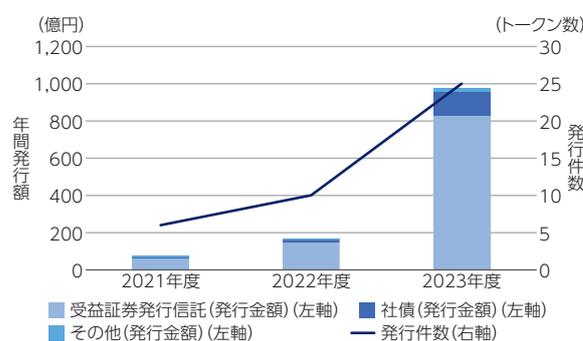
デジタル証券の年度発行額は 976億円、前年比5.8倍

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・管理されるデジタル証券の2023年度の国内発行総額¹⁾が976億円（昨年度から5.8倍）と急成長をしている。2020年5月に改正金融商品取引法が施行され、デジタル証券は「電子記録移転有価証券表示権利等」として規定され、また海外においては近年、現実世界（Real World）の資産（Asset）をトークン化して流通する仕組みとしてReal World Asset（RWA）トークンという用語がバズワード化する中で、デジタル証券はRWAトークンの代表例²⁾としても知られている。2022年9月にポストンコンサルティンググループとADDXが共同で公表したレポート³⁾によると、資産のトークン化によるグローバル市場規模は、保守的な見積もりとして2030年に16.1兆ドル（2,400兆円、1ドル150円換算）に達するとの予測もあり、グローバルでも将来の成長が大きく期待されている。

85%が不動産受益証券、 次いでデジタル社債が13%

日本国内の発行総額の商品別の内訳を見ると不動産を裏付けとした受益証券発行信託が85%（825億円）と最も多く、次いで、社債が13%（132億円）となっている。J-REIT市場の公募における2023年の募集・売出し総額が3,129億円⁴⁾であることから考えても不動産デジタル証券は大きな市場に成長しており、株式市場に上場していないことによる値動きリスクの軽減、単一不動産による不動産投資の手触り感、ホテル等の裏付け施

図表 日本国内セキュリティトークン（公募）の
年度・商品別発行総額・件数



(出所) 各社のEDINETへの開示資料を基に野村総合研究所作成

設に対する金融起点でのマーケティング活用などが、J-REITとの差別化要因になっていると想定される。

また、私募については、匿名組合による証券化、投資事業有限責任組合を活用したデジタル証券など、様々な資金調達ニーズにつながる商品性の多様化が見られる。投資家についても従来のリテール向け商品に加えて、グリーン・デジタル・トラックボンドによる機関投資家向けの大型商品が発行されたことで、個人投資家に限らず大口投資家がセキュリティ・トークン市場に参加する道筋がつけられた。

PFは2社寡占の中、 ステークホルダーは多様化

デジタル証券では取引・管理を支えるブロックチェーンプラットフォーム（PF）が必要となる。国内の公募発行額としては、野村ホールディングスが筆頭株主のBOOSTRY社が主導し大手金融機関等18社が共同で運営するコンソーシアム型ブロックチェーンのibet for Finがシェア53%（発行額516億円）、三菱UFJ信託銀行が筆頭株主のProgmat社が主導するプライベート型ブロック

NOTE

- 1) 受益証券発行信託は公募ST発行総額（1口当たり発行価格×発行口数）。1億円未満は切り捨て。
- 2) RWAトークンは有価証券以外の現実資産（高級酒やコレクションアアイテム等）の権利を表象したトークンも含み、デジタル証券よりも広い概念であることにも留意。
- 3) Relevance of On-chain Asset Tokenization in Crypto Winter : <https://www.bcg.com/publications/2022/relevance-of-on-chain-asset-tokenization>
- 4) ARES J-REIT Databook (<https://j-reit.jp/statistics>)
- 5) ホテルトークン 悠洛・京都三条（譲渡制限付）。
- 6) ケネディクス・リアルティ・トークンKDX名古屋ビル（デジタル名義書換方式）。
- 7) トークン化社債等に関する振替債等と同等の税制措置。
- 8) 週刊金融財政事情4月2日号に拙稿「世界的に急成長が期待されるST市場の現状と今後の課題」を掲載。

チェーンのProgrmatがシェア45%（発行額438億円）と2つのPFで98%を占めている状況となっている。

国内金融機関は利用するPFごとに規制当局のモニタリングの対応や社内システムの接続対応が必要なこと、PFにはネットワーク効果が働くことから、金融機関がPFを多様化するインセンティブは限定的と想定される。

一方、デジタル証券市場を形成するステークホルダーについては多様化が進んでいる。セキュリティ・トークンを取扱った金融機関は、証券会社が11社（2022年度から5社増加）、銀行・信託銀行が6社（2022年度から2社増加）となり、特に不動産型の受益証券発行信託については、2022年度までは特定の信託銀行に偏っていたものの、2023年度には1案件で100億円を超える商品もあり、取り扱い信託銀行が増加している。

また、発行に関わる企業は社債発行者が4社（2022年度から1社増加）、受益証券発行信託に関わるアセットマネジメント会社が6社（2022年度から3社増加）、その他の商品に関わるアセットマネジメント会社等が3社（2022年度から1社増加）と、特に証券化商品に関わるアセットマネジメント会社の拡大が顕著で市場拡大を牽引している。加えて、2023年12月にはSBIグループが主導する大阪デジタルエクスチェンジが私設取引システム（PTS）の認可を得てデジタル証券のセカンダリー市場“START”が開設され、市場インフラの整備も着々と進み、市場の高度化が期待されている。

デジタル証券の今後の展望

2023年度はデジタル証券の活用が実証実験から実用段階に移行した年となり、2024年度以降も引き続き

様々な発展をしていくことが想定される。第一にはデジタル証券を販売する取扱い金融機関がさらに多様化していくことが考えられる。2023年8月にはソニー銀行が登録金融機関としてデジタル証券の販売を開始しており、証券のみならず銀行での販売事例が拡大していく可能性があるだろう。また、不動産を裏付けとした受益証券発行信託としては、京都のラグジュアリーホテル⁵⁾、名古屋のオフィスビル⁶⁾等、裏付け不動産が日本各地に広がってくる動きもあることから、地場証券や地方銀行で仕組債に代わる商品として地元の不動産を販売したいといったニーズも顕在化してくるのではないだろうか。

第二に商品が多様化していくことも考えられるだろう。大阪デジタルエクスチェンジで一定の流動性確保に道筋が立ったことを踏まえ、今後はより金額が大きく、より年限が長い（もしくは無期限の）デジタル証券が登場してくることも考えられるし、デジタル社債においては2024年4月にホールセール社債向けの税改正も実現⁷⁾したことで、機関投資家向け商品の更なる開発も進む可能性がある。

第三にグローバルでもRWAトークンは様々な事例や発展がみられることから、難易度は極めて高いもののグローバル市場との連携の議論も進む可能性はある。

デジタル証券の新スキームを実現するには、規制対応、システム対応、業務変更等の多角的な対応が求められる。2024年度も引き続き様々な取り組みが進行していくことを期待したい⁸⁾。

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