

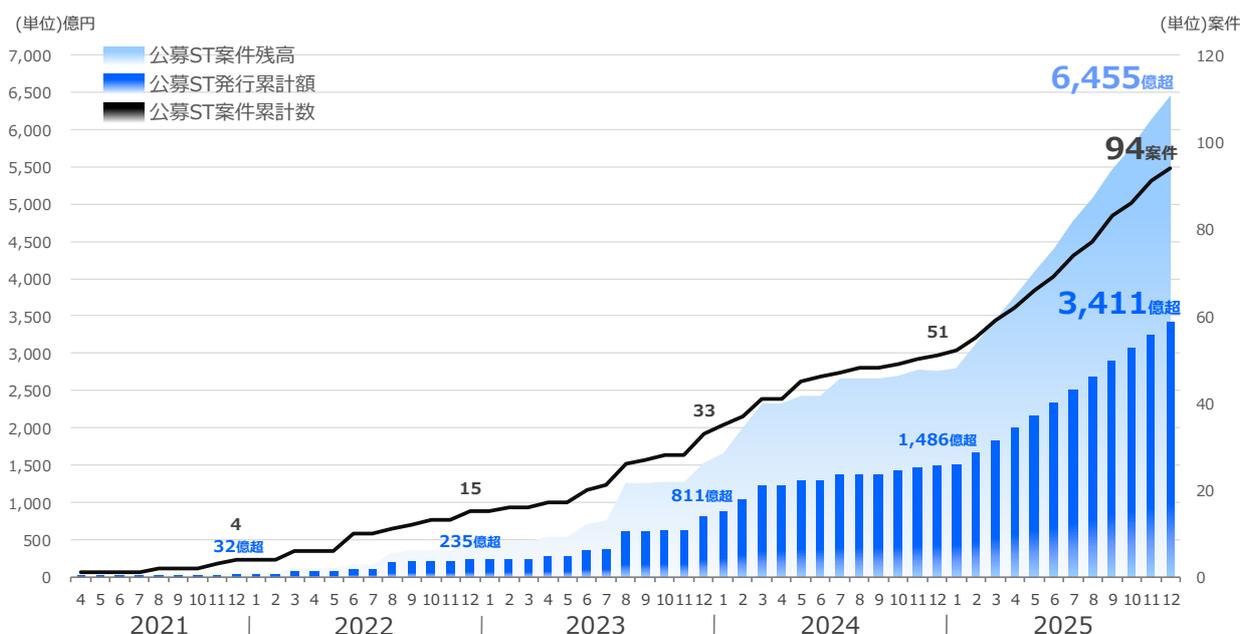
## ステーブルコインと連携した“オンチェーン完結型デジタル証券”の共同検討開始について —海外で6,000億円に達した“トークン化債券”を日本市場でも再現へ—

Progmat, Inc.（代表取締役：齊藤 達哉<sup>さいとう たつや</sup>、以下 Progmat 社）が主催する「デジタルアセット共創コンソーシアム」（略称 DCC、会員組織数 298）は、証券取引に加えて利払/決済もブロックチェーン上（オンチェーン）で完結可能とし、セキュリティトークン（ST）化のメリットを最大化することを目的とした「オンチェーン完結型 ST ワーキング・グループ（WG）」を設置し、共同検討（以下、本共同検討）を開始いたします。

本共同検討では、トークン化した債券を対象に、オンチェーンでプログラマブルに移転可能な決済手段であるステーブルコイン（SC）を組み合わせ、発行体・投資家間の摩擦の極小化と資金運用効率の最大化が可能な枠組みをデザインし、具体的な商品組成に繋げることを目指します。

### 1. 背景と目的

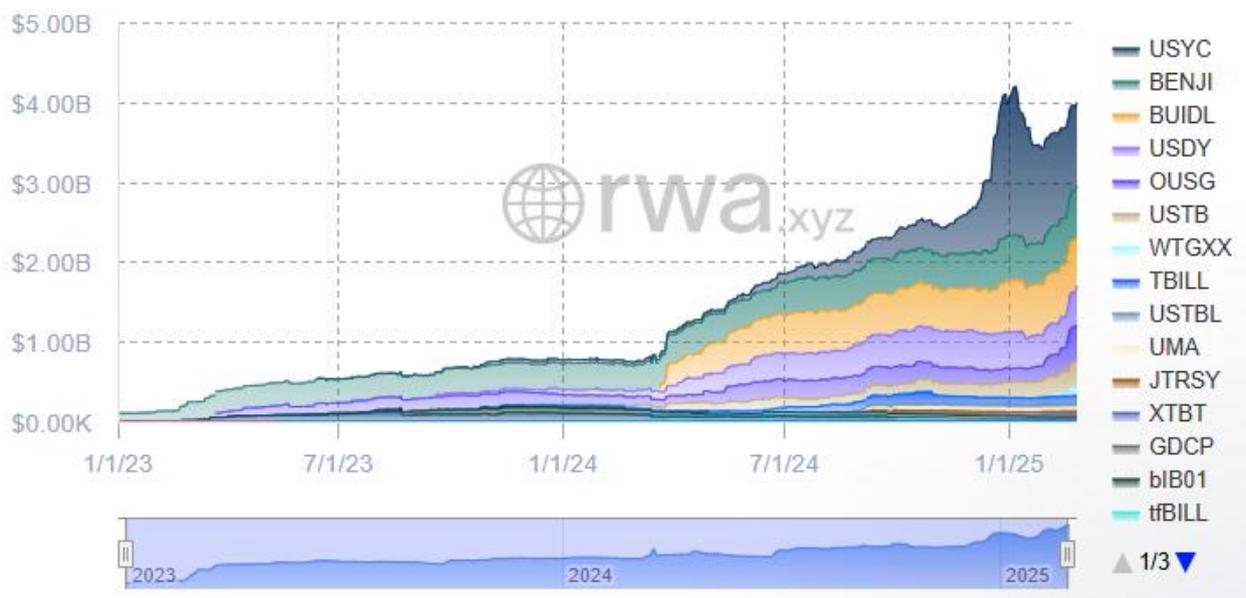
国内の ST 案件残高<sup>\*1</sup>は 3,085 億円超、ST 発行累計額は 1,740 億円超規模に達しており、2025 年中に ST 案件残高は 6,455 億円超、ST 発行累計額は 3,411 億円超まで拡大することが想定<sup>\*2</sup>される等、ST 市場は拡大の一途を辿っています。これまでは証券会社に口座を有する個人投資家向けに、不動産を裏付資産とした ST（不動産 ST）の発行が大宗を占めており、ST 債、特に機関投資家向けの商品組成は限定的<sup>\*3</sup>でした。



(出典)公開情報(≠公募案件)を基にProgmat作成 ※ST案件残高：有価証券届出書上のB/S総額(償還=0)<sup>ハ</sup> ※ST発行累計額/案件累計数：償還済案件含む総計

海外では、むしろ米国債や MMF（マネー・マーケット・ファンド）のトークン化が 2024 年から本格化しており、6,000 億円規模（約 40.0 億ドル、1 ドル 150 円換算）\*4 に達しています。BlackRock 社が運用を行う BUIDL（BlackRock USD Institutional Digital Liquidity Fund）はパブリックブロックチェーン上で各種情報が公開される透明性だけでなく、オンチェーンでの日次金利付与や日中複数回の償還を可能とする等の高度化\*5 が進んでいます。さらに、足許で BUIDL を抜いて世界最大のトークン化 MMF となっている USYC（US Yield Coin）の発行元である Hashnote 社 を、米ドル建て SC の USDC（USD Coin）の発行元である Circle 社 が買収し、24 時間 365 日の資産/資金の可用性と即時変換を可能にしていく等\*6、“ST×SC によるオンチェーン完結化”は世界的な潮流です。

（図表）「Tokenized Treasuries」の Market Caps



（出典） <https://app.rwa.xyz/treasuries>

日本においても金利が上昇し、投資商品としての債券や、キャッシュマネジメントによる資金運用効率への注目が相対的に高まる中、いよいよ国内でも SC の発行/流通が始まるタイミングとなり、“ST×SC”の潮流に沿った商品企画が可能な地合いとなっています。

Progmat 社は、Hashnote 社を買収した Circle 社のように、ST と SC の双方を対象にプラットフォームを提供している国内で唯一の組織であると共に、広範なデジタルアセットを対象とした各種共同検討や個別プロジェクトを促進する枠組みである「デジタルアセット共創コンソーシアム (DCC)」の運営事務局を務めており、現時点で会員組織数は 298 となっています。

このような背景の下、DCC として、発行体・投資家間の摩擦の極小化と資金効率の最大化が可能な ST の商品組成に繋げることを目的に本共同検討を開始するものです。

## 2. 初期的スキームと想定論点

オンチェーン完結型 ST の前提や論点は、本共同検討開始時点で以下のように想定しています。

(1) タイプ1：オンチェーン完結型社債

【トークン化対象】社債

【発行体】任意の株式会社

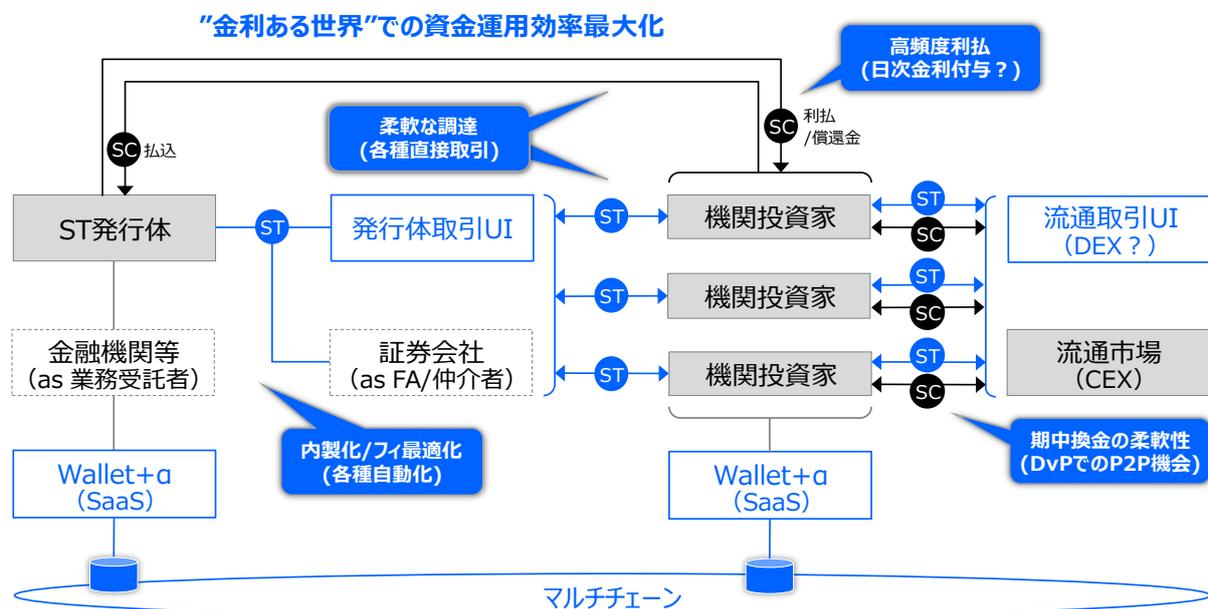
【社債原簿管理人】発行者自身 又は任意の金融機関等

【財務代理人】同上

【社債管理者】なし（まずは、設置義務のない社債が対象）

【取得勧誘】発行者自身（自己募集/私募） 又は任意の証券会社（引受又は私募の取扱い）

【投資家】機関投資家



#	主要論点 (抜粋)	概要
01	投資家ニーズ	高頻度の利払（例えば BUIDL であれば日次金利付与）や、DvP による決済リスクのない当事者間直接売買機会等、“ST×SC”により可能になる商品性に対して実需があるか。
02	発行体ニーズ	発行者-機関投資家間の直接的な取得勧誘や資金授受による柔軟な調達、元利払いに関する資金決済の自動化（内製化）等、“ST×SC”により可能になる商品性に対して実需があるか。
03	取得勧誘（プライマリ）形態	ニーズを踏まえ、プライマリ取引において UI ないし証券会社に期待される機能/役割は何か。
04	期中売買（セカンダリ）形態	ニーズを踏まえ、セカンダリ取引において UI (DEX?) ないし流通市場運営者に期待される機能/役割は何か。
05	発行者からの委託業務範囲	既存の“非振替債”で発生する発行体関連業務のうち、“ST×SC”により自動化（内製化）可能な範囲の特定と、金融機関等に期待される機能/役割は何か。

(2) タイプ2：オンチェーン完結型 MMF

【トークン化対象】MMF（国債等を裏付資産としたファンド）の受益権

【スキーム】特定受益証券発行信託（特定JS） 又は投資信託

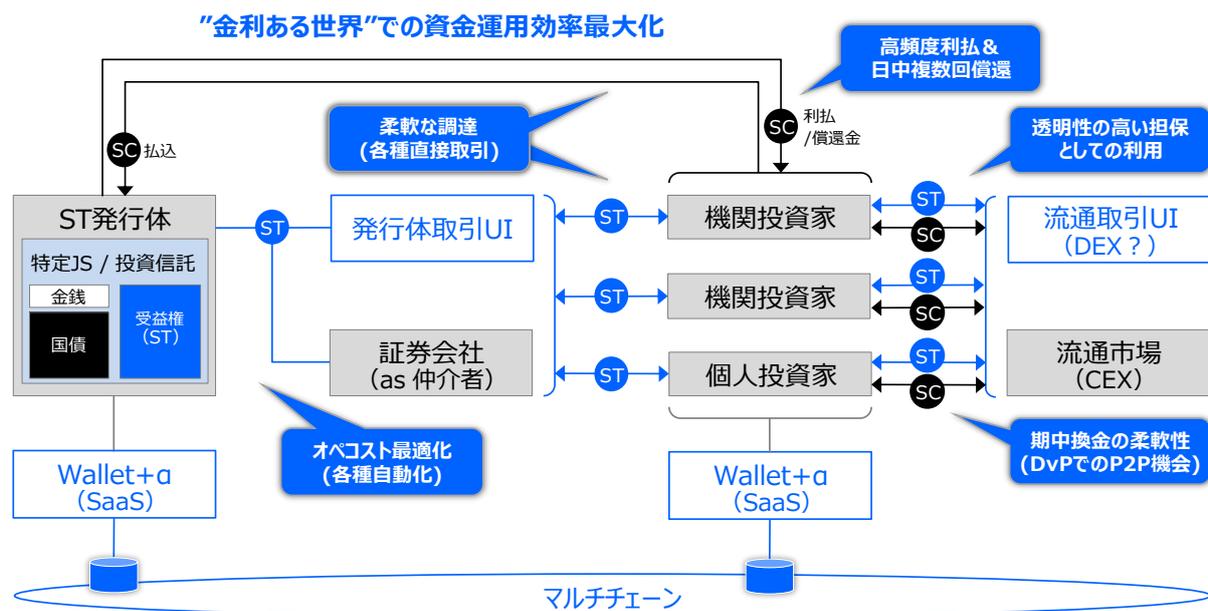
【委託者（兼当初受益者）】任意の株式会社

【アセット・マネージャー】同上 又は任意の資産運用業者

【受託者（原簿管理者）】任意の信託銀行

【取得勧誘】発行者自身（自己募集） 又は任意の証券会社（引受又は募集/私募の取扱い）

【投資家】機関投資家 及び個人投資家

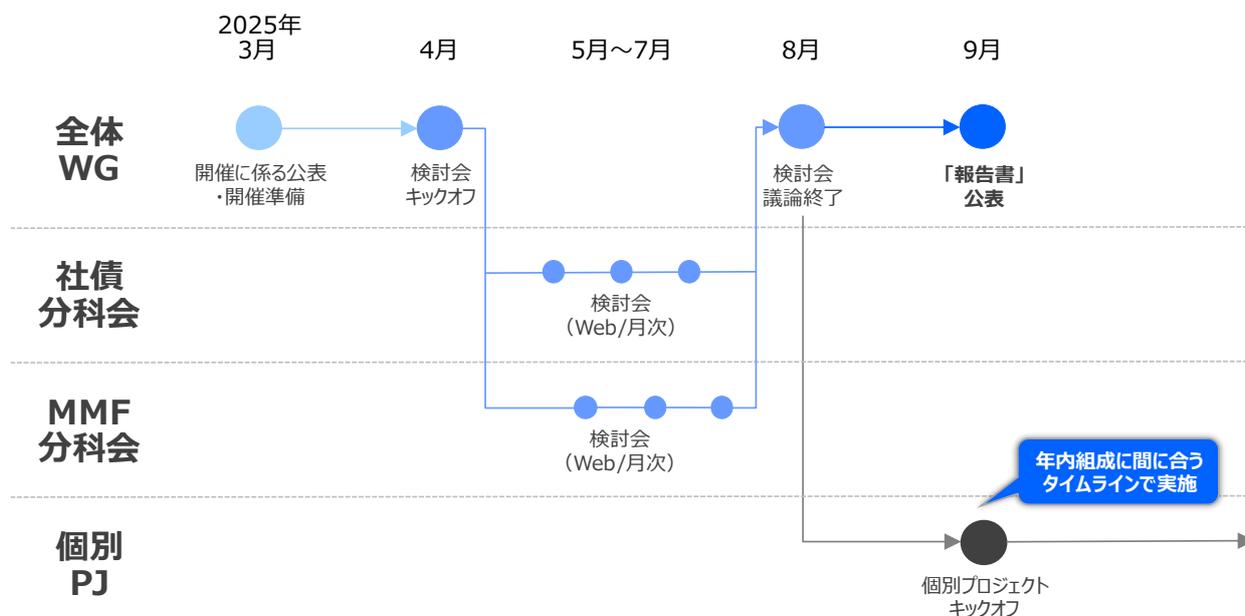


#	主要論点（抜粋）	概要
01	投資家ニーズ	「オンチェーン完結型社債」と同様の商品性に加えて、日中複数回の償還や、透明性の高い担保としての利用等、“ST×SC”により可能になる商品性に対して実需があるか。
02	対象通貨	円建て（裏付資産は日本国債等）のみか、外貨建て（裏付資産は米国債等）も対象とすべきか。
03	商品性/スキーム	BUIDLと同様、無期かつ期中償還を前提とした商品性の場合、1項有価証券の運用が前提となり、特定JSではなく投資信託の利用が必須となる（投信法7条）が、支障ないか。支障ある場合、特定JSで組成可能となるよう制約を伴うが、商品性として支障ないか。
04	取得勧誘（プライマリ）形態	ニーズ/商品性を踏まえ、プライマリ取引においてUIないし証券会社に期待される機能/役割は何か。
05	期中売買（セカンダリ）形態	ニーズ/商品性を踏まえ、セカンダリ取引においてUI (DEX?)ないし流通市場運営者に期待される機能/役割は何か。

### 3. 今後の予定

本日の WG 設置の公表以降、2025 年 3 月末まで参加組織を募集し、2025 年 4 月にキックオフ、2025 年夏に「報告書」をまとめて公表することを目標とします。

また、「報告書」を踏まえた個別の商品組成プロジェクトを、2025 年から実施することを目標としています。



以上

\*4 ST 発行案件に係る有価証券届出書上の総資産額、及び ST 債に係る公開情報上の発行額、償還済み案件は償還時点で金額 0 円として算出 (Progmatt 社調べ)

\*2 プレスリリース「デジタル証券 (ST) マーケットアウトック 2025 を公開」(2025 年 1 月 6 日)  
[https://progmatt.co.jp/wp-content/uploads/2025/01/20250106\\_press-release\\_01-2.pdf](https://progmatt.co.jp/wp-content/uploads/2025/01/20250106_press-release_01-2.pdf)

\*3 解説記事「【速攻解説】機関投資家向けデジタル社債 100 億円は何が進展した? (1 月の ST 市場概況と合わせて)」(2025 年 1 月 29 日)  
[https://note.com/tatsu\\_s123/n/nc268ac00ba87](https://note.com/tatsu_s123/n/nc268ac00ba87)

\*4 RWA.xyz (2025 年 2 月末時点)  
<https://app.rwa.xyz/treasuries>

\*5 「Securitize Unveils Added Features for the BlackRock USD Institutional Digital Liquidity Fund」(Jan 22, 2025)  
<https://securitize.io/learn/blog/securitize-unveils-added-features-for-the-blackRock-usd-institutional-digital-liquidity-fund>

\*6 「Circle Announces Acquisition of Hashnote and USYC Tokenized Money Market Fund Alongside Strategic Partnership with Global Trading Firm DRW」(Jan 21, 2025)  
<https://www.circle.com/pressroom/circle-announces-acquisition-of-hashnote-and-usyc-tokenized-money-market-fund-alongside-strategic-partnership-with-global-trading-firm-drw>

<別紙>関連組織

(1) デジタルアセット共創コンソーシアム (DCC) 運営事務局

商 号 : Progmatt, Inc. (株式会社 Progmatt)  
 代 表 者 : 代表取締役 Founder&CEO 齊藤 達哉  
 本 社 : 東京都千代田区丸の内 1-6-5 丸の内北口ビルディング (WeWork 内)  
 設 立 日 : 2023 年 10 月 2 日  
 U R L : <https://progmatt.co.jp/>

(2) 「オンチェーン完結型 ST ワーキング・グループ (WG)」参加予定組織 (WG 公表時点)

分類	具体名 (五十音順)
事業会社・ アセットマネジメント会社	① アセットマネジメント One 株式会社 ② NTT・TC リース株式会社 ③ トヨタファイナンシャルサービス株式会社 ④ 野村アセットマネジメント株式会社 ⑤ 三井物産デジタル・アセットマネジメント株式会社
銀行・信託銀行	① 農中信託銀行株式会社 ② 株式会社みずほ銀行 ③ みずほ信託銀行株式会社 ④ 三井住友信託銀行株式会社 ⑤ 株式会社三菱 UFJ 銀行 ⑥ 三菱 UFJ 信託銀行株式会社 ⑦ 他金融機関 1 社
証券会社・ 流通市場運営者	① 大阪デジタルエクステンヂ株式会社 ② 株式会社大和証券グループ本社 ③ 大和証券株式会社 ④ 野村証券株式会社 ⑤ みずほ証券株式会社
機関投資家	① 保険会社等
法律事務所	① アンダーソン・毛利・友常法律事務所外国法共同事業 ② TMI 総合法律事務所
技術協力者	① 株式会社 NTT データ ② 株式会社 Datachain ③ 日本電子計算株式会社
知見提供者	① 株式会社 JPX 総研