

2025年10月2日

Progmat, Inc.

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”の共同検討結果について  
ーオンチェーン金融活性化に向けた今後のアクションー



Progmat, Inc. (代表取締役: 齊藤 達哉<sup>さいとう たつや</sup>、以下 Progmat) 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 315) 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)」\*1 の共同検討 (以下、本共同検討) の結果について、「報告書」として公表します。

併せて、本共同検討において纏めた今後の方向性を踏まえ、短期的には「日本版トークン化 MMF」(Money Market Fund) の商品組成を目指すと共に、本来あるべき「オンチェーン金融」を実現するうえで摩擦となっている既存法制等の課題解決に向けて、事務局として整理を進めていきます。

#### 1. 「オンチェーン完結型 ST WG」の背景と概要

国内の ST 案件残高\*2 は 5,189 億円超、ST 発行累計額は 2,628 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\*3 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でした。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した。

こうした中で DCC では、「オンチェーン完結型 ST WG」を 2025 年 3 月に設置し、事業会社、アセットマネジメント会社、金融機関、証券会社、機関投資家、法律事務所、技術協力者、知見提供者等 46 組織と検討を進めてきました。

本共同検討では、トークン化した MMF や社債を対象に、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的としています。

## 2. 共同検討結果と今後の対応

本共同検討では、本商品スキームの取組意義や期待効果、存在意義を明確にするとともに、現行の規制や投資家保護上の観点等からスキームを精緻化し、業界知見として共有すべき法的なオプションや前提/根拠を明文化しています。

日本国内の「オンチェーン金融」活性化に向けて、解決が望ましい課題を抽出すると共に、短期/中長期で必要なアクションについても確認しています。具体的には、現行法を踏まえた一定の制約を受容した形での商品組成を短期的に実現すると共に、券面交付を前提とする既存の投資信託等に対し、オンチェーンでの権利移転を円滑化するための“上乘せ法”（便宜的に「トークン化法」と呼称）的なアプローチの整理も事務局として実施します。

本件に係る詳細を纏めた「報告書」は、下記の URL よりご覧ください。

WG 報告書：<<https://speakerdeck.com/progmat/wg-dcc-onchain-st>>

以 上

\*1 「オンチェーン完結型 ST WG」設置の背景に関する解説は以下をご参照  
解 説 記 事：<[https://note.com/tatsu\\_s123/n/nda9973dc6304](https://note.com/tatsu_s123/n/nda9973dc6304)>

\*2 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（Progmat 社調べ）。2025 年 8 月時点の ST 市場概況に関する解説は以下をご参照  
解 説 記 事：<[https://note.com/tatsu\\_s123/n/ncde29b5fbb33](https://note.com/tatsu_s123/n/ncde29b5fbb33)>

\*3 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://progmat.co.jp/wp-content/uploads/2025/01/20250106\\_press-release\\_01-2.pdf](https://progmat.co.jp/wp-content/uploads/2025/01/20250106_press-release_01-2.pdf)

<別紙1>「報告書」要旨

要旨は以下のとおりです。詳細な検討内容は、公表資料をご覧ください。

項目	内容
オンチェーン完結型 ST の取組意義	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 日本の規制上、ST の取扱いには第一種金融商品取引業（金商業）ライセンスを要し、「証券会社リテール顧客向け・オルタナティブ投資」文脈で発展してきた経緯があるため、<u>現状の国内 ST 市場は“オンチェーン・エコシステム”とは距離が遠く、機関投資家市場開拓も途上。</u></li> <li>✓ 「オンチェーン完結型 ST」(ST×SC) の代表事例である「トークン化 MMF (Money Market Fund)」は、「<u>オンチェーン領域での価値保存・高頻度付利</u>」「<u>(高流動性を有する SC との) 即時交換</u>」機能提供や、「<u>高い透明性を持った SC の裏付資産</u>」としての役割により、72 億ドル超を超える実需を生んでいる。</li> <li>✓ 「日本版トークン化 MMF」の市場投入により、従来の国内 ST とは異なる「<u>オンチェーン領域の投資家層</u>」からの資金を、トークン化 MMF の裏付資産である<u>国債や預金を介して資金供給する存在</u>となり、「<u>インベストメント・チェーンにおける「オンチェーン金融」の存在意義を高める</u>」ことが期待される。</li> </ul>
オンチェーン完結型 ST のスキーム	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ トークン化 MMF の SPV (法的な器) は、国債 (1 項有価証券) を継続的に運用する必要があるため、従来の資産裏付型 ST の SPV として主流である「<u>特定受益証券発行信託 (特定 JS)</u>」は利用できず、「<u>投資信託 (公社債投資信託)</u>」を利用せざるを得ない。(投信法 7 条)</li> <li>✓ 投資家のオンボーディングチャンネルやウォレットの想定として、海外事例を踏まえると「<u>専用の直販アプリ/Web チャンネル</u>」が主流であり、「<u>ノンカスタディアルウォレットの利用範囲も段階的に拡張</u>」し得る。(証券会社を介するパターンは、既存 MMF 比でメリットを見出しづらく、ノンカスタディアルウォレット利用者とも顧客層が異なる)</li> <li>✓ 運用会社は「<u>委託者兼当初受益者</u>」としての「<u>自己募集</u>」の方式を採り、且つ「<u>受益権取扱事務受託者</u>」として委託先を介する形での「ST カस्टディ」または「<u>ノンカスタディアルウォレット接続</u>」を行う。</li> <li>✓ 委託者の<u>自己募集のみであれば第二種金商品業ライセンス</u>があれば可能。セカンダリ取引を提供する場合、第一種金商業ライセンス (又は証券会社連携) 等を要するうえ、投資信託における受益権譲渡の前提となる「<u>券面交付</u>」の課題を解決するため、<u>いくつかの法的構成を比較衡量し当事者間で合意</u>する必要がある。</li> </ul>

<p>オンチェーン完結型 ST の論点詳細</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ <b>【SPV に関する論点】</b> 投資信託の利用、及び譲渡時の券面交付は不可避として、<u>「大券+指図による占有移転」構成や「消滅/設定」構成</u>を中心に議論した。</li> <li>✓ <b>【ノンカストディアルウォレットに関する論点】</b><u>パブリックチェーン×ノンカストディアルウォレット</u>を前提に、<u>業者側で備えるべき態勢</u>を中心に議論した。</li> <li>✓ <b>【オンボーディングチャンネル関連機能提供に関する論点】</b><u>「直販チャンネル」提供者</u>や、<u>「Transfer Agent」を担う事業者</u>に必要なライセンスを中心に議論した。</li> <li>✓ <b>【ST×SC 機能提供に関する論点】</b><u>「DEX 提供者」</u>や、<u>「流動性プール提供者」「流動性供給者」</u>に必要なライセンスを中心に議論した。</li> <li>✓ <b>【SC 利活用に関する論点】</b><u>「SC での P2P 送金</u>における制約有無」、<u>「バーゼル規制</u>の影響」、<u>「納税</u>で SC 利用するための方法論」を中心に議論した。</li> </ul>
<p>オンチェーン完結型 ST の商品性と課題/アクション</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 既存のトークン化 MMF で訴求している<u>メリットの多くは、日本法上でも実現し得る</u>。他方、「セカンダリ取引」はライセンス（第一種金商業）と法的構成（券面を要する「譲渡」か、従来なかった「償還/設定」構成か）が課題になる。</li> <li>✓ 日本でも「オンチェーン金融」（ST×SC）を活性化するうえでは、<u>「投資信託×券面前提」問題、「パブリックチェーン×リスクウェイト」問題、「SC×納税利用可否不明確」問題を踏まえたアクション</u>が必要。特に券面問題は、<u>短期的には制約を受容した形で商品化を目指しつつ、「トークン化法」（オンチェーンでの権利移転に関する上乗せ法）的なアプローチの整理</u>も事務局として実施する。</li> <li>✓ 米国で成立した「GINIUS 法（Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins Act）」も踏まえ、どのような要件であれば <u>SC の裏付け資産に「トークン化 MMF」の組み入れが可能にできるか整理を進めたい</u>。</li> </ul>

<別紙2> 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.

代 表 者 : 代表取締役 Founder and CEO 齊藤 達哉

U R L : <https://progmatt.co.jp/>

概 要 解 説 : [https://note.com/tatsu\\_s123/n/n03a291fa52ab](https://note.com/tatsu_s123/n/n03a291fa52ab)

(2) 「オンチェーン完結型 ST ワーキング・グループ (WG)」参加組織 (報告時点)

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 Slash Fintech Limited ④ 株式会社デジタルアセットマーケットツ ⑤ トヨタファイナンシャルサービス株式会社 ⑥ 野村アセットマネジメント株式会社 ⑦ フランクリン・テンプレートン・ジャパン株式会社 ⑧ 三井物産デジタル・アセットマネジメント株式会社 ⑨ 三菱 UFJ アセットマネジメント株式会社
銀行・信託銀行	① 株式会社あおぞら銀行 ② 株式会社SMBC信託銀行 ③ 信金中央金庫 ④ 株式会社日本政策投資銀行 ⑤ 農中信託銀行株式会社 ⑥ 株式会社みずほ銀行 ⑦ みずほ信託銀行株式会社 ⑧ 三井住友信託銀行株式会社 ⑨ 株式会社三井住友フィナンシャルグループ ⑩ 株式会社三菱 UFJ 銀行 ⑪ 三菱 UFJ 信託銀行株式会社
証券会社・ 流通市場運営者	① SMBC日興証券株式会社 ② 株式会社 SBI 証券 ③ 大阪デジタルエクステンヂ株式会社 ④ 株式会社スマートプラス ⑤ 大和証券株式会社 ⑥ 株式会社大和証券グループ本社 ⑦ 野村証券株式会社 ⑧ 野村ホールディングス株式会社

	<ul style="list-style-type: none"> <li>⑨ みずほ証券株式会社</li> <li>⑩ 三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社</li> </ul>
機関投資家	<ul style="list-style-type: none"> <li>① 保険会社等</li> </ul>
法律事務所	<ul style="list-style-type: none"> <li>① アンダーソン・毛利・友常法律事務所外国法共同事業</li> <li>② TMI 総合法律事務所</li> <li>③ 長島・大野・常松法律事務所</li> <li>④ 森・濱田松本法律事務所</li> </ul>
技術協力者	<ul style="list-style-type: none"> <li>① SBI R3 Japan 株式会社</li> <li>② 株式会社 NTT データ</li> <li>③ Japan Smart Chain</li> <li>④ TIS 株式会社</li> <li>⑤ 株式会社 Datachain</li> <li>⑥ 日本電子計算株式会社</li> </ul>
知見提供者	<ul style="list-style-type: none"> <li>① 株式会社 JPX 総研</li> <li>② 日本証券金融株式会社</li> </ul>