

2025 年 11 月 4 日

Progmatic, Inc.

**「トークン化株式」及び「トークン化法」の共同検討開始について  
－株式・投資信託を含むあらゆる有価証券の“オンチェーン化”へ－**



Progmatic, Inc.（代表取締役：<sup>さいとう たつや</sup>齊藤 達哉、以下 Progmatic 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 315）は、株式や投資信託を含むあらゆる有価証券をブロックチェーン上（オンチェーン）で権利移転可能とし、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「トークン化法・株式 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）を開始します。

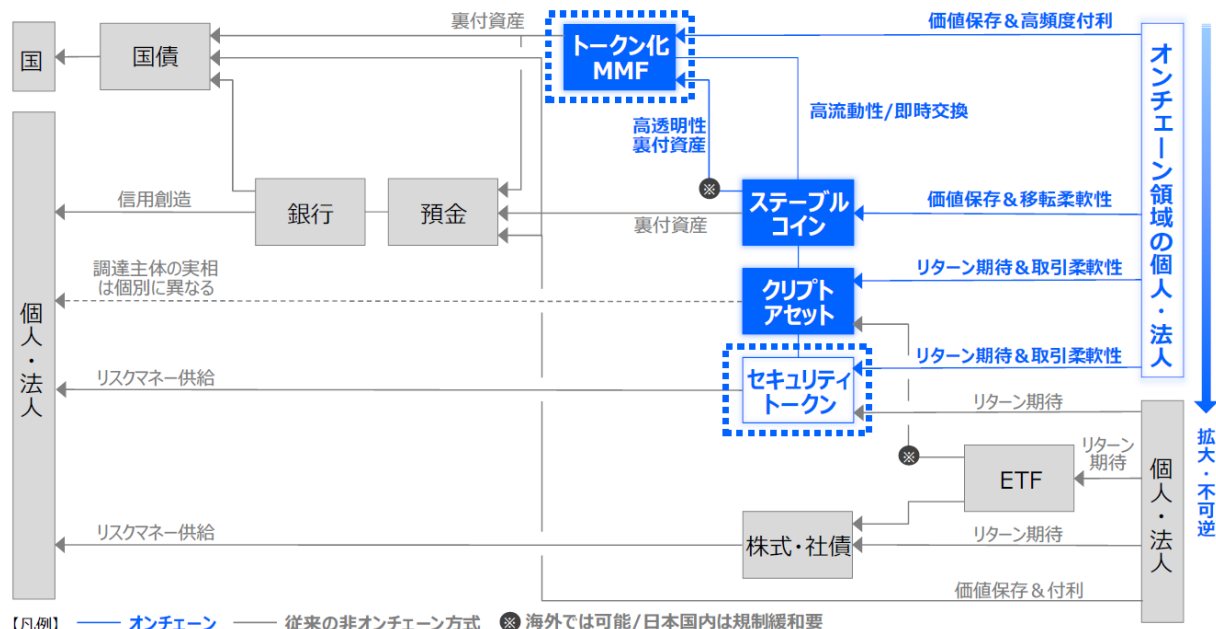
本共同検討では、トークン化に係る一般法を制定した海外の先例を参考に、券面発行を前提としたアナログ規制を包括的に解決するための「トークン化法」立法に向けて、民間主導で枠組み/素案を策定します。さらに、既に一定程度国内インフラが高度化している株式について、トークン化による効用が置換コストを上回る領域の特定と商品/制度設計を行うことで、「トークン化株式」の具体的な商品組成に繋げることを目指します。

本日の WG 設置の公表以降、随時関連する組織の参加を受け付けつつ、2025 年 11 月にキックオフ、2026 年 3 月に「報告書」「トークン化法（素案）」をまとめて公表することを目標とします。

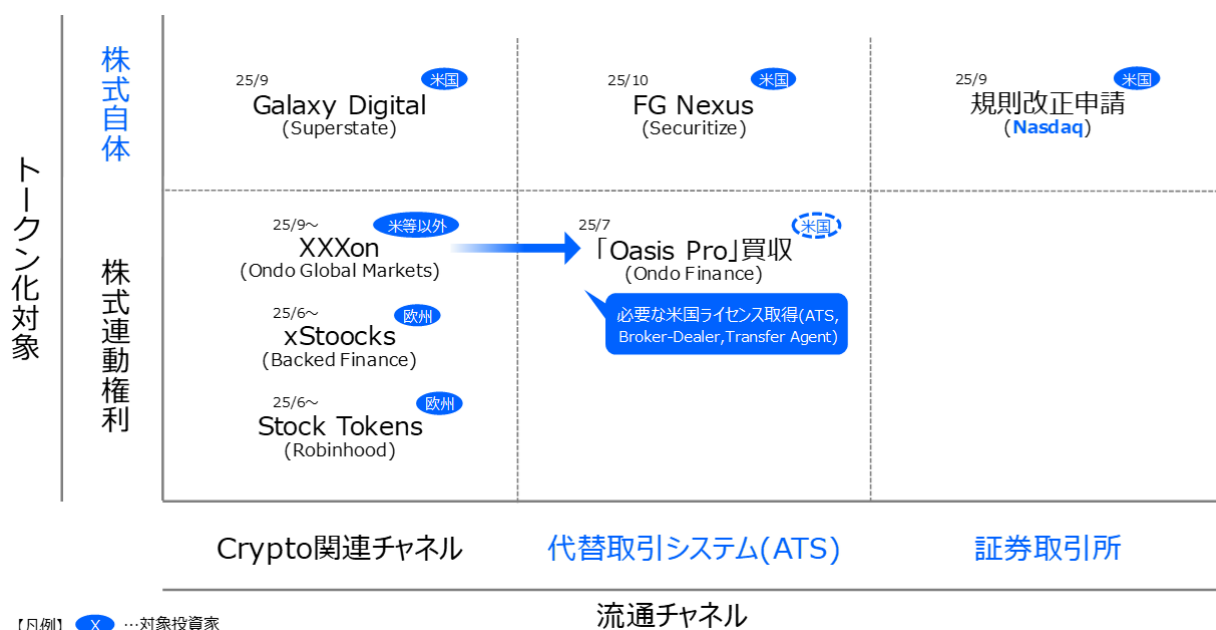
また、「報告書」を踏まえた個別のトークン化株式商品組成プロジェクトを、2026 年春から実施することを目標としています。

## 1. 背景：海外動向

海外で先行する「オンチェーン金融」は、インベストメント・チェーンにおける「オンチェーン領域の投資家層」からの資金供給手段として存在感が高まっています。クリプトアセット（暗号資産）/ステーブルコイン（SC）に続き、2024 年からトークン化 MMF（マネー・マーケット・ファンド）の残高が急伸し、2025 年から「トークン化株式」（株式 ST）も急速に広がる兆候がみられます。

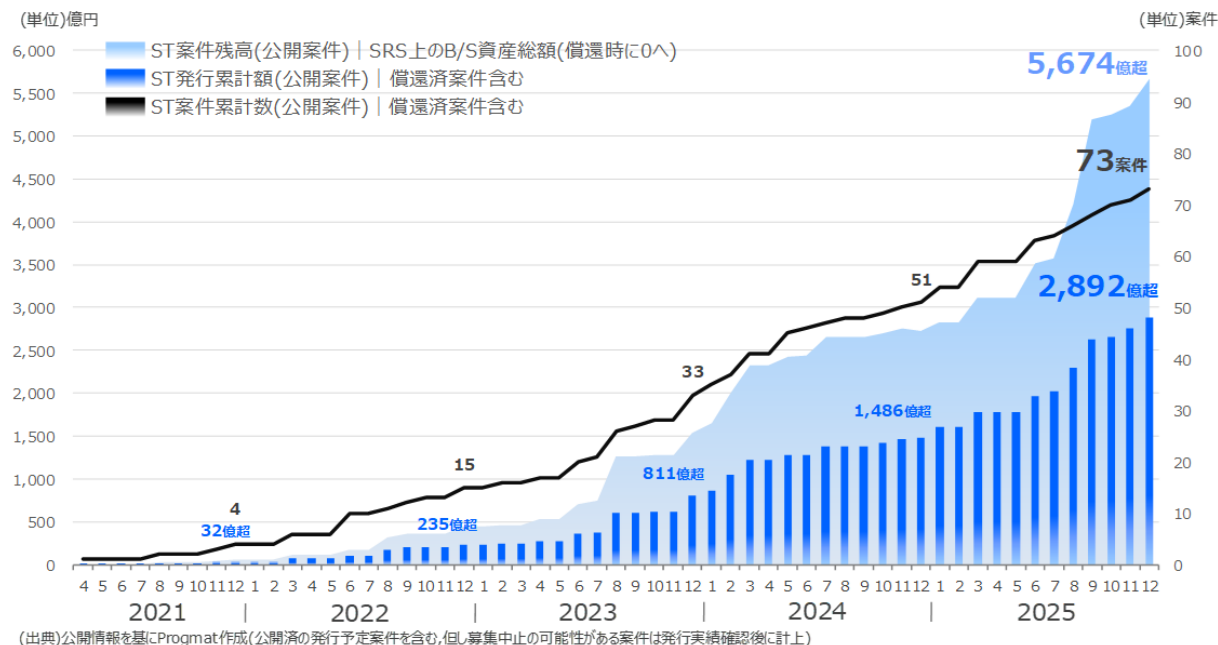


「トークン化株式」は、米国株式に連動する権利のトークンを欧州市場中心に売買可能にする方式で開始されていますが、米国株式自体を表章したトークンを対象に、Nasdaq や ATS（Alternative Trading Systems：代替的取引システム）で米国投資家が売買可能にする動きも加速しており、既存の資本市場にとっても既に対岸の火事では無くなっています。



2. 背景：国内の現状と課題

国内のST案件残高\*1は5,674億円超、ST発行累計額は2,892億円超規模に達しており、ST市場は拡大の一途を辿っています。これまでは、不動産を裏付資産として「受益証券発行信託」を用いた証券化商品のST（不動産ST）か、トークン化した社債（ST債）が大宗を占めており、MMFを含む投資信託や株式を対象とするトークン化商品の組成はこれから\*2という状況です。



海外のトークン化事例との差異が特に大きい投資信託と株式について、それぞれ異なるハードルが存在しています。すなわち、投資信託については「法的制約の解決」が、株式については「既に強固な既存インフラが存在している中で、置換/併存コストを上回る実需の特定」が、必要な状況です。

|   |                        | トークン化実績         |               | 日本におけるトークン化のハードル      |                             |                             |
|---|------------------------|-----------------|---------------|-----------------------|-----------------------------|-----------------------------|
|   |                        | 海外              | 日本国内          | 法的制約                  | 既存インフラカニバリ                  | 取組意義/実需                     |
| 1 | 国債                     | △<br>実証段階       | —             | ○：法的には可能              | ×：既存インフラ有<br>既に対応する日銀基盤有    | ？：深堀り要                      |
| 2 | 地方債                    | —               | —             | ×：強い制約有<br>後述         | ○：カニバリ少<br>非振替領域が存在しない      | ？：深堀り要                      |
| 3 | 社債                     | ○<br>商用化事例複数    | ○<br>商用化事例複数  | ○：法的には可能              | ○：カニバリ少<br>非振替領域はExcelの世界   | ○：マーケ目的から顕在化<br>“投資家情報把握”需要 |
| 4 | 株式                     | ○(↑)<br>急伸する気配  | —<br>GAP大     | ○：法的には可能              | ×：強固な既存インフラ有<br>東証+保振がデファクト | ？：深堀り要<br>後述                |
| 5 | 投資信託<br>の受益権           | ○↑<br>MMF中心に急伸中 | —             | ×：強い制約有<br>後述         | ○：カニバリ少<br>非振替領域が存在しない      | ○：MMFから顕在化<br>SC・金利起点で導入期待  |
| 6 | 受益証券発行信託<br>(JS)の受益権   | —               | ○<br>不動産ST急伸中 | △：一部制約有<br>複雑な構成が不可欠  | ○：カニバリ少<br>非振替領域はExcelの世界   | ○：不動産から顕在化<br>“非上場公募リール”需要  |
| 7 | 信託(上記以外)<br>の受益権       | —               | —             | △：一部制約有<br>特例制度適用が不可欠 | ○：カニバリ少<br>基本的にExcelの世界     | ？：深堀り要                      |
| 8 | 特定目的会社(TMK)<br>の優先出資証券 | —               | —             | ×：強い制約有<br>後述         | ○：カニバリ少<br>非振替領域はExcelの世界   | ？：深堀り要                      |

### 3. 「トークン化法」の概要（共同検討開始時点）

#### （1）前提認識

「投資信託」のほか、「地方債」「特定目的会社」は券面発行を前提とした法制度となっており、トークン化（デジタル化）が極めて困難です。不動産 ST を主とする「受益証券発行信託」も券面の全部不発行化可否は解釈が分かれるため複雑な法的構成<sup>\*3</sup>を採らざるを得ません。「信託」も特例制度<sup>\*4</sup>無しではデジタル完結化が困難ですが、特例適用の実例は僅少です。

|   |                        | 主な根拠法                | 券面の全部不発行化                                | 譲渡時のデジタル完結化               | 第三者対抗要件のデジタル化                             |
|---|------------------------|----------------------|------------------------------------------|---------------------------|-------------------------------------------|
| 1 | 国債                     | 国債二関スル法律等            | ○：可能<br>「登録国債」は無券面化可能                    | ○：可能<br>(登録国債)日銀帳簿書換で移転   | ○：可能<br>(登録国債)日銀帳簿記載のみ                    |
| 2 | 地方債                    | 地方財政法等               | ×：券面発行前提<br>不発行を認める規定無し                  | ×：券面交付前提<br>譲渡効力発生には券面交付要 | ×：券面所持/交付前提<br>対抗要件として券面所持/交付要            |
| 3 | 社債                     | 会社法                  | ○：可能<br>社債券不発行が原則                        | ○：可能<br>(不発行時)意思表示で譲渡成立   | ○：可能<br>社債原簿記載のみ                          |
| 4 | 株式                     | 会社法                  | ○：可能<br>株券不発行が原則                         | ○：可能<br>(不発行時)意思表示で譲渡成立   | ○：可能<br>株主名簿記載のみ                          |
| 5 | 投資信託<br>の受益権           | 投資信託及び投資法人<br>に関する法律 | ×：券面発行前提<br>受益証券の発行義務                    | ×：券面交付前提<br>譲渡効力発生には券面交付要 | ×：券面所持/交付前提<br>対抗要件として券面所持/交付要            |
| 6 | 受益証券発行信託<br>(JS)の受益権   | 信託法                  | △：条件付で可能 <sup>*1</sup><br>構成の工夫により実質不発行化 | ○：可能<br>(不発行分)当事者間合意で成立   | ○：可能<br>(不発行分)受益権原簿記載のみ                   |
| 7 | 信託(上記以外)<br>の受益権       | 信託法                  | ○：可能<br>JS以外は券面不発行が前提                    | ○：可能<br>当事者間合意で譲渡成立       | △：条件付で可能 <sup>*2</sup><br>確定日付対応につき、特例制度有 |
| 8 | 特定目的会社(TMK)<br>の優先出資証券 | 資産流動化法               | ×：券面発行前提<br>優先出資証券の発行義務                  | ×：券面交付前提<br>譲渡効力発生には券面交付要 | ×：券面所持/交付前提<br>対抗要件として券面所持/交付要            |

<sup>\*1</sup> 例えば不動産STでは、STとして流通する一般受益権(券面不発行)とは別に、受益証券(券面)に対応する「精算受益権」を設定し、精算受益者の「券面所持の申し出」により実質的に全ての券面を不発行としている

<sup>\*2</sup> 改正産業競争力強化法に基づく「新事業特例制度」により、事業主大臣から新事業活動計画の認定を受けることで規制の特例措置を適用することが可能になったが、未だ実例は3社のみ(2024年10月時点)

#### （2）設計案

「振替証券」を実現した「社債、株式等の振替に関する法律」のように、「トークン化証券」全般に係る法的特性を横断的に明確化するための一般法を制定し、上乘せ式的に“アナログ規制”を解決することを想定しています。（施行までの暫定期間は、個別の法的整理/明確化を並行実施）

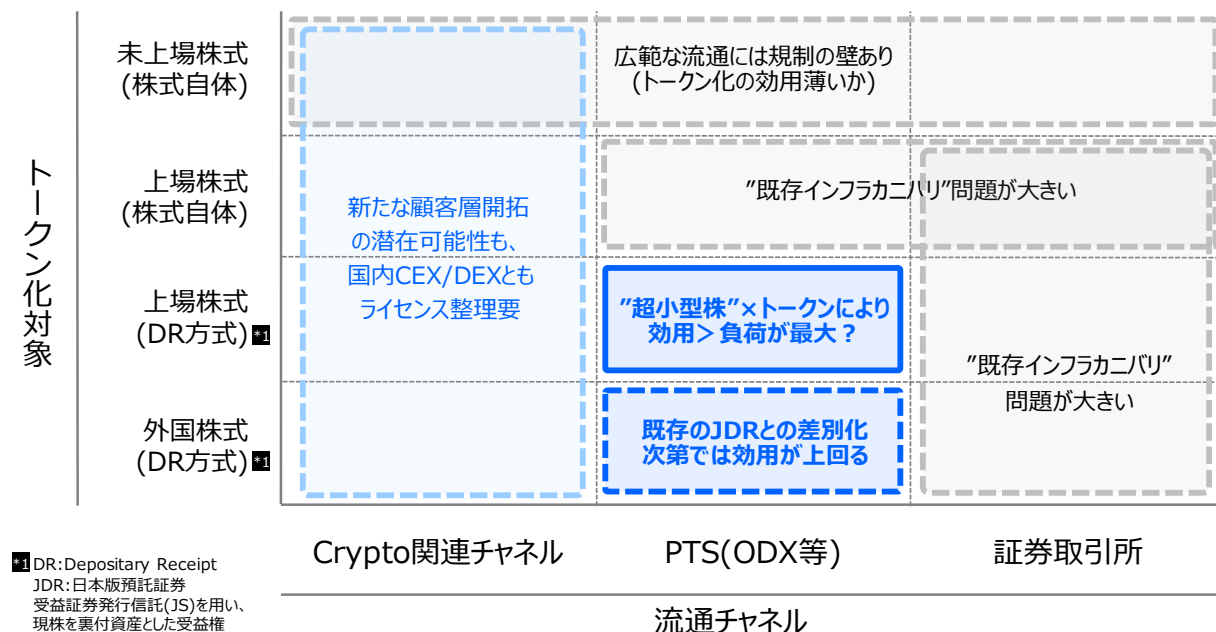
|   | 国内現状                    | ToBe施行前の暫定案A                                                                                           | ToBe施行前の暫定案B                                                                                                               | ToBe(実現まで一定期間要)                                                                                                                             |
|---|-------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1 | トークン化証券定義<br>(根拠法)      | 電子記録移転有価証券表示権利等<br>(金融商品取引法)                                                                           | 同左<br>(同左)                                                                                                                 | 同左(名称自体は変更不要か)<br>“トークン化法”的一般法を立法                                                                                                           |
| 2 | 権利内容/数量に<br>関する明確性      | DLTを含む「電子情報処理組織」<br>上で、「帳簿書換と権利移転が一連<br>として行われること」が要件となっている<br>(横断的/技術中立的な定義有り)                        | 同左 (現状から不変)                                                                                                                | “トークン化法”(関連政省令含む)<br>において、現行の定義を踏襲した<br>横断的/技術中立的な定義とする                                                                                     |
| 3 | 権利内容/数量に<br>関する不変性      |                                                                                                        |                                                                                                                            |                                                                                                                                             |
| 4 | 権利から生じる利益の<br>帰属に関する排他性 | トークン化証券に対する一般的な<br>立法が存在しないため、<br>対象資産/権利に適用される法律に<br>基づき個別に整理せざるを得ない                                  | トークン化証券に対する一般法の立法<br>化までは、個別法/判例法理の解釈に<br>依るしかないため、整理/明確化実施                                                                | トークン化証券に該当する場合、<br>「物」と同様の排他性が「支配」概念<br>により一切の利益享受可とする                                                                                      |
| 5 | 対抗要件<br>(第三者)           | 結果として、適用される既存法律則で<br>権利帰属や対抗要件に券面交付や<br>確定日付取得を前提としている場合、<br>商品設計上致命的な制約を負うか、<br>実質的に発行できない            | 現行の預金や特定信託受益権と<br>同様に、譲渡に代えて「発生/消滅」<br>構成が適する権利(信託受益権や、<br>投信の「設定/償還」等を想定)は、<br>当該構成の理論的補強と共に<br>実務の構築と定着を図る <sup>*1</sup> | 現行の預金や特定信託受益権の<br>ような「発生/消滅」構成が適さない<br>権利(地方債や優先出資証券等)は、<br>「大券発行+指図による占有移転」か<br>「券面所持+譲渡時個別発行」<br>構成の理論的補強と共に<br>実務の構築と定着を図る <sup>*1</sup> |
| 6 | 対抗要件<br>(債務者(発行者))      |                                                                                                        |                                                                                                                            | トークン化証券に該当する場合、<br>個別法に上乘せ、電子情報処理<br>組織上の記録/支配で対抗可とする                                                                                       |
| 7 | 権利の移転に関する<br>意思主義       | トークン化証券に対する一般的な<br>立法が存在しないため、<br>個別商品契約や商品名において<br>「台帳外の譲渡を禁止する旨」<br>を定めて約定する方式で整理<br>(横断的な善意取得の根拠無し) | 同左 (現状から不変)                                                                                                                | トークン化証券に該当する場合、<br>電子情報処理組織上の記録者/<br>支配者への履行で債務を免除                                                                                          |
| 8 | 動的安全性<br>の保護            |                                                                                                        |                                                                                                                            | 善意取得を規定<br>(取得者は悪意/重過失時を除き<br>保護され、瑕疵のない証券を取得)                                                                                              |

<sup>\*1</sup> 「発生/消滅」(設定/償還)構成、「大券(証券)発行+指図による占有移転」構成、「券面所持+譲渡時個別発行」構成の概要は、「オンチェーン完結型STWG 報告書」を参照

#### 4. 「トークン化株式（株式ST）」の概要（共同検討開始時点）

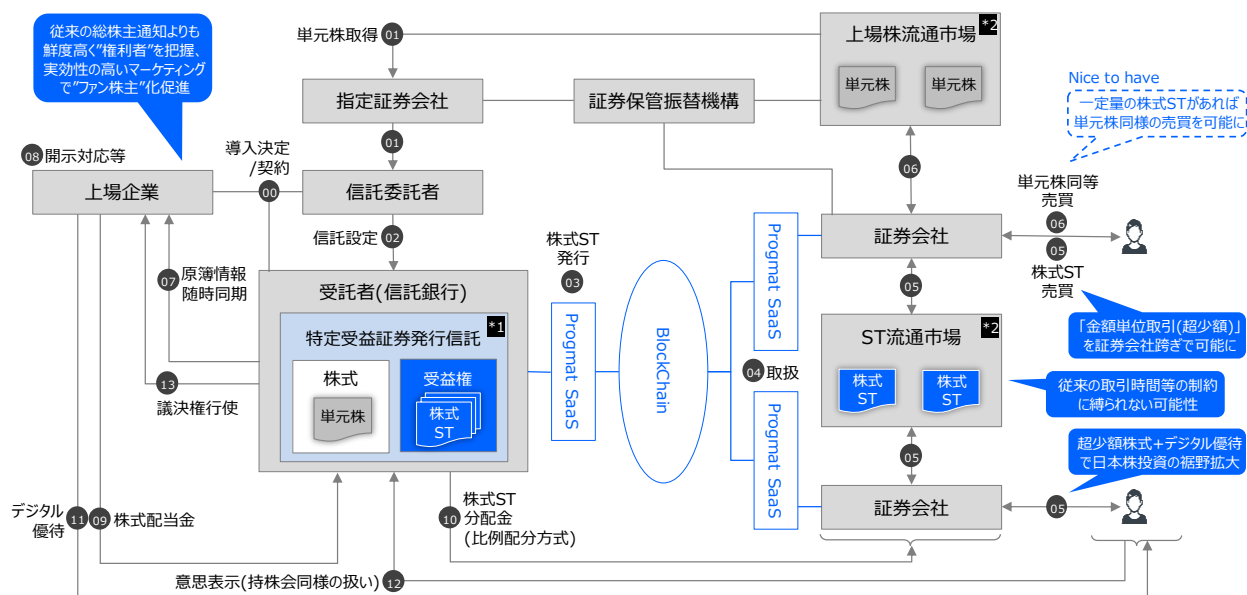
##### (1) 前提認識

「DR（Depositary Receipt：預託証券）方式」且つ「PTS（Private Trading Systems：私設取引システム取引）」での流通が相対的に“既存インフラとのカニバリゼーション”が小さく、商品性の工夫次第で効用が勝る可能性があります。



##### (2) 設計案

既存の株式市場では「単元未満株（100株未満）」のみ株主が急増していますが、議決権がなく取引所売買もできません。DR方式で“超小型化”（1円単位～）した株<sup>※</sup>をトークン化基盤で売買可能とすることで、発行体と個人投資家の距離を縮める（政策投資株式縮小後の受け皿）と共に取引柔軟性を高め、株式市場の更なる活性化に繋げることを想定しています。



「単元未満株」における課題を「超小型株化」で解決し、「超小型株」を振替証券として組成する際の既存インフラ側制約をトークン化で解決することで、投資家/発行体双方にメリットのある商品カテゴリに昇華できる可能性があります。

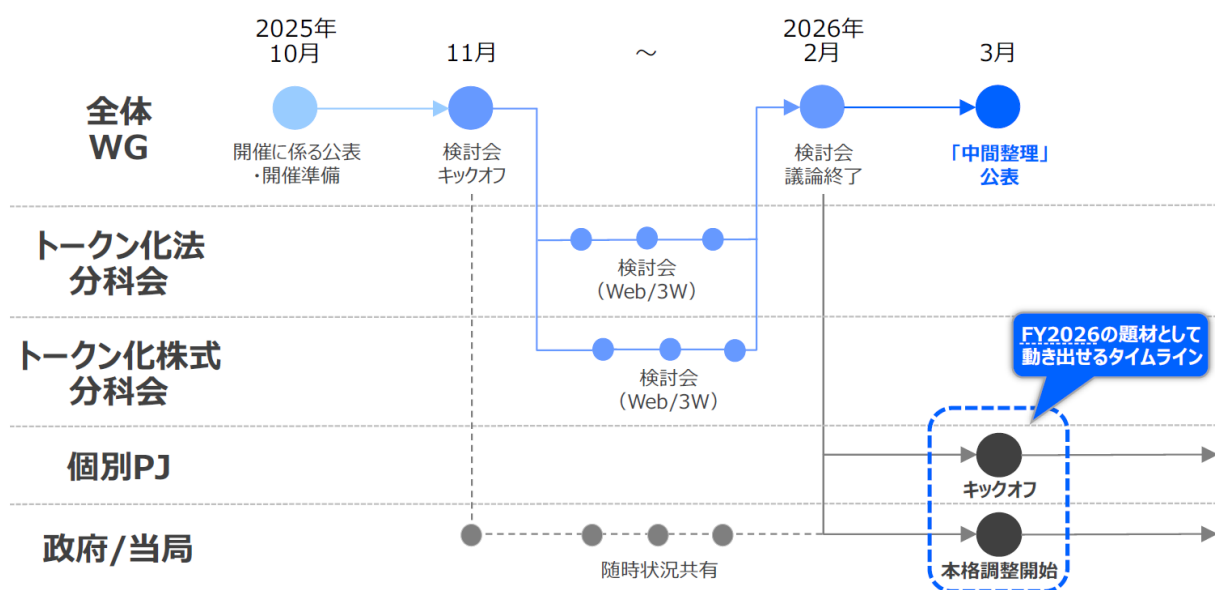
|            | 単元株                 | 単元未満株 <sup>[1]</sup>      | 超小型株(振替) <sup>[2]</sup>   | 株式ST <sup>[2]</sup>       |
|------------|---------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|
| 1 権利移転方法   | 振替口座簿の記録            | 振替口座簿の記録                  | 振替口座簿の記録                  | 受益権原簿の記録(Onchain)         |
| 2 少額投資     | 一定額必要               | ある程度少額から可能                | 極めて少額から可能                 | 極めて少額から可能                 |
| 3 金額単位売買   | 不可                  | 不可                        | 可能                        | 可能                        |
| 4 時間分散投資   | 多額の資金要              | 値嵩株では困難                   | ドルコスト平均法も容易               | ドルコスト平均法も容易               |
| 5 銘柄分散投資   | 多額の資金要              | 一定の資金要                    | 極めて少額で可能                  | 極めて少額で可能                  |
| 6 配当       | 有り                  | 有り                        | 有り(比例配分方式) <sup>[3]</sup> | 有り(比例配分方式) <sup>[3]</sup> |
| 7 株主優待     | 多くの企業で有り            | ほとんどの企業で無し                | デジタル優待と柔軟に連携              | デジタル優待と柔軟に連携              |
| 8 議決権      | 有り                  | 無し                        | 持株会同様の扱い                  | 持株会同様の扱い                  |
| 9 取引チャネル   | 取扱証券会社内<br>+PTS+取引所 | 取扱証券会社内のみ<br>(証券会社跨ぎ取引不可) | 取扱証券会社内<br>+PTS+取引所(一定条件) | 取扱証券会社内<br>+PTS+取引所(一定条件) |
| 10 取引ルール   | 共通                  | 証券会社毎に異なる                 | 原則、共通                     | 原則、共通                     |
| 11 取引可能時間  | 取引所の現状踏襲            | 証券会社毎に異なる                 | 取引所の現状踏襲                  | 理論上、24/5も可能か              |
| 12 権利者情報把握 | タイムラグ有り(総株主通知)      | タイムラグ有り(総株主通知)            | タイムラグ有り(総株主通知)            | 理論上、リアルタイムで可能             |

<sup>[1]</sup> 単元未満株は証券会社によって扱いが異なるため一般的な条件で記載 <sup>[2]</sup> いずれも現時点の想定で記載 <sup>[3]</sup> NISA対象だが配当金非課税ではないため一部税制改正が望ましい

## 5. 今後の予定

本日の WG 設置の公表以降、随時関連する組織の参加を受け付けつつ、2025 年 11 月にキックオフ、2026 年 3 月に「報告書」「トークン化法（素案）」をまとめて公表することを目標とします。

また、「報告書」を踏まえた個別のトークン化株式商品組成プロジェクトを、2026 年春から実施することを目標としています。



以上

- \*1 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・最新実績は月次レポートで公表中）  
[【Progmatt】 Monthly ST Market Report（最新月）](#)
- \*2 解説記事「【速攻解説】「トークン化 MMF」と「トークン化法」で、ステーブルコイン×デジタル証券の”理想形”へ！日本と海外のギャップと解決に向けた道筋とは」（2025 年 10 月 2 日）  
[https://note.com/tatsu\\_s123/n/na345deba4ac2](https://note.com/tatsu_s123/n/na345deba4ac2)
- \*3 例えば不動産 ST では、ST として流通する一般受益権（券面不発行）とは別に、受益証券（券面）に対応する「精算受益権」を設定し、精算受益者の「券面不所持の申し出」により実質的に全ての券面を不発行化している
- \*4 改正産業競争力強化法に基づく「新事業特例制度」により、事業主管大臣から新事業活動計画の認定を受けることで規制の特例措置を適用することが可能にはなったが、未だ実例は 3 社のみ（2024 年 10 月時点）
- \*5 裏付けとなる株式の 1/N 相当（理論上、1 円単位を含む）を表章する受益権を指す。既存の JDR（日本版預託証券）に準じた「受益証券発行信託」利用により、実質的に全ての券面を不発行化することも可能

<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

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

(2) 「トークン化法・株式 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)                                                                                                                                                                                   |
|------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| アセットマネジメント会社     | ① SBI アセットマネジメント株式会社<br>② SBI 岡三アセットマネジメント株式会社<br>③ スパークス・アセット・マネジメント株式会社<br>④ ニッセイアセットマネジメント株式会社<br>⑤ 野村アセットマネジメント株式会社<br>⑥ 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SMBC信託銀行<br>② 新生信託銀行株式会社<br>③ 農中信託銀行株式会社<br>④ みずほ信託銀行株式会社<br>⑤ 三井住友信託銀行株式会社<br>⑥ 三菱 UFJ 信託銀行株式会社                                                                                       |
| 証券会社・<br>流通市場運営者 | ① AlpacaJapan 株式会社<br>② SMBC日興証券株式会社<br>③ 株式会社 SBI 証券<br>④ 大阪デジタルエクスチェンジ株式会社<br>⑤ 大和証券株式会社<br>⑥ 株式会社大和証券グループ本社<br>⑦ 野村証券株式会社<br>⑧ 野村ホールディングス株式会社<br>⑨ みずほ証券株式会社<br>⑩ 三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券株式会社 |
| 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<br>② TMI 総合法律事務所<br>③ 長島・大野・常松法律事務所<br>④ 西村あさひ法律事務所・外国法共同事業<br>⑤ 森・濱田松本法律事務所                                                                                      |
| 会計事務所<br>/税理士事務所 | ① 東京共同会計事務所<br>② PwC 税理士法人                                                                                                                                                                   |
| オブザーバー           | 関連組織/専門家等                                                                                                                                                                                    |