

2022 年 6 月

活用が広がるデジタル社債 ～自己募集型とグリーン・デジタル・トラック・ボンドの紹介～

弁護士 青木 俊介 / 弁護士 野原 新平 / 弁護士 大山 豪気

2022 年 3 月 8 日付で株式会社丸井グループ(「丸井グループ」)が自己募集により個人投資家向けデジタル社債(ソーシャルボンド)を発行することを公表し、また、2022 年 4 月 15 日付で株式会社日本取引所グループ(「日本取引所グループ」)が本邦初のホールセール向けデジタル社債であるグリーン・デジタル・トラック・ボンドを発行することを公表し、それぞれ申込期間を経て 2022 年 6 月 20 日及び同月 3 日に発行された。前者は自己募集との組み合わせにより、後者はグリーンボンドへの応用により、デジタル社債の可能性を引き出すものであり、今後のさらなる活用に向けて大きな意義を有すると考えられる。当事務所は、いずれの事例においてもストラクチャリングからドキュメンテーションに至るまで深く関与する機会を得たため、その事案について紹介したい。

なお、丸井グループの事例においては野村証券株式会社(「野村証券」)がフィナンシャル・アドバイザーとして就任し、Securitize Japan 株式会社(「Securitize Japan」)の開発したプラットフォームを用いたスキームをアレンジしている(詳細については 2022 年 5 月 12 日付発行登録追補書類を参照されたい。)。また、日本取引所グループの事例においては野村証券が引受会社となり、プラットフォームは株式会社 BOOSTRY(「BOOSTRY」)が開発したものが使用されている(詳細については 2022 年 6 月 1 日付発行登録追補書類を参照されたい。)。

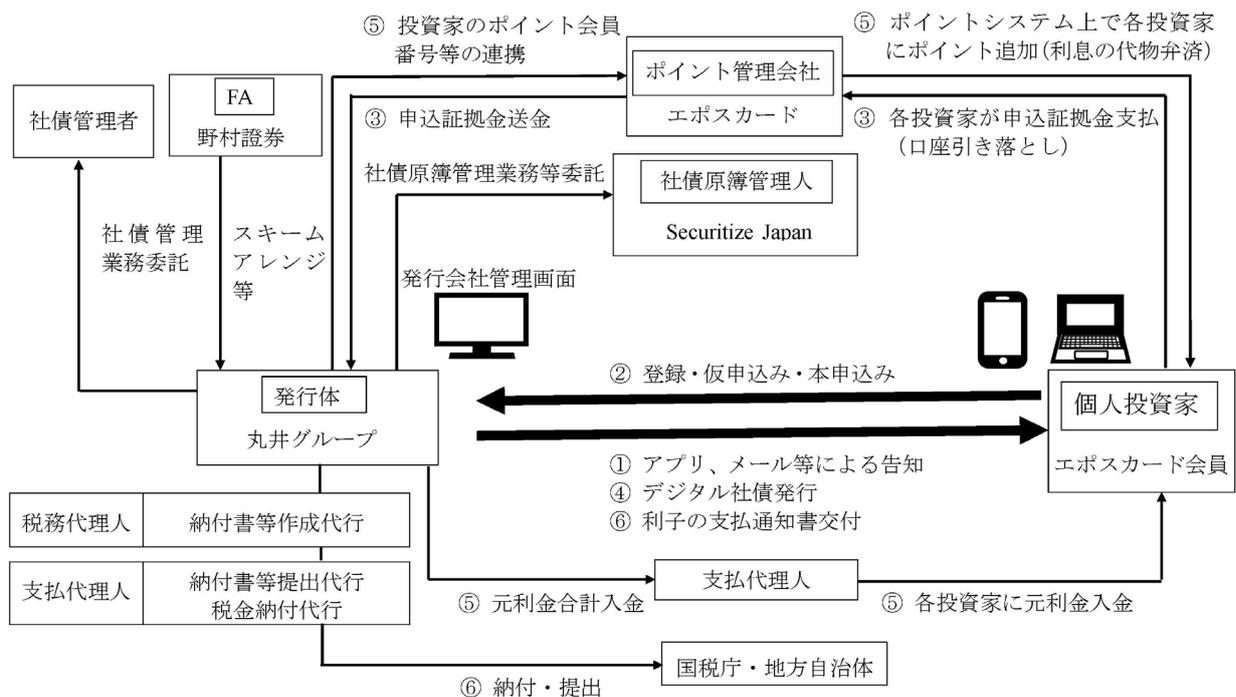
1 デジタル社債の活用の意義

デジタル社債は、近時利用が広がっているセキュリティ・トークン(デジタル証券)の一種であり、社債をブロックチェーン上で生成・発行されるトークンに表示したものである(セキュリティ・トークンに関する一般的な説明や法令上の位置付けについては、2021 年 8 月の当事務所のニュースレター「[本邦初の公募型不動産セキュリティ・トークンの発行](#)」を参照されたい。)。デジタル社債は、ほふりなどの既存の中央集権的管理主体から独立したシステム(セキュリティ・トークンのプラットフォーム)を通じて発行・管理・取引されることが想定されている。発行体にとって、既存の証券インフラではなくあえてデジタル社債を活用する意義は、主に、プラットフォームを通じて直接投資

家を把握できること(振替債の場合は、振替機関を頂点とする多階層構造をとる振替制度のもと、発行体が投資家の氏名や保有額をリアルタイムに知ることは難しい。)にあると筆者らは考えている。かかる特性は、プラットフォームで利用されるブロックチェーン技術の柔軟性や応用可能性の高さもあいまって、これまでにないタイプの社債の開発を可能にしている。デジタル社債の事例は、これまでに株式会社野村総合研究所によるデジタルアセット債及びデジタル債の私募(2020年3月)並びに株式会社SBI証券によるデジタル社債の自己募集(2021年4月)等が公表されているが、本件の各事例はこれら先行事例を踏まえて、事業会社による自己募集の有効な活用事例を示すと共にフロー全体の電子化を進め、またデジタル社債の特性をグリーンボンドに利用しホールセール向けにもデジタル社債を活用する余地を示したという点で、デジタル社債の活用の意義を一層明確にする先進的な事例となった。

2 丸井グループの自己募集によるデジタル社債の発行

2022年6月20日、丸井グループは、自己募集により、個人投資家に対して総額1億2,178万円のデジタル社債(ソーシャルボンド)(以下、本2において「本社債」)を発行した。自己募集とは、証券発行に際し発行体が自ら取得勧誘を行うことをいう。本件のスキームの概要は、以下のとおりである。



- ① 丸井グループは、一定の個人投資家(エポスカード会員)にターゲットを絞り、アプリやメールを通じて「応援投資」の理念とともに本社債の告知を行う。
- ② Securitise Japan が開発し丸井グループのウェブサイトを通じて提供される社債購入のためのプラットフォーム(「本プラットフォーム」)において、登録を完了した個人投資家が、購入を希望する金額(各社債の金額1万円×購入希望数)等の申込みを行う(「仮申込み」)。丸井グループは、仮申込みによる需要状況に従い、本社債の発行価額の総額を決定する。その後、丸井グループが抽選によって各個人投資家に販売する本社債の金額等を決定し、各個人投資家にこれを通知する。丸井グループは、当該個人投資家に対して、本プラットフォームを通じて、発行登録追補目論見書の電子交付を行い、また、当該個人投資家から会社法

677 条 2 項及び 3 項に定める社債の申込みを受ける(「本申込み」)。

- ③ 本申込みを行った個人投資家は、収納代行業者としての株式会社エポスカード(「エポスカード」)による口座引き落としを通じて、本社債の申込証拠金を丸井グループに対して支払う。
- ④ 本社債は、払込期日において発行され、本プラットフォーム上の帳簿に電子的に記録される。当該帳簿は本社債に係る会社法 681 条に定める社債原簿を構成する。
- ⑤ 本社債の利息は、一部は金銭で、残りの部分はエポスカードが発行・管理するエポスポイントによる代物弁済の形で支払われる(かかるポイントの付与は、本プラットフォームを通じて丸井グループが社債権者の情報を把握することによって可能となる。)。また、本社債の利息の金銭部分及び元本の償還については、丸井グループが元利金支払業務を委託する支払代理人を通じて行われる。
- ⑥ 丸井グループは、本社債の利息の支払いに関し源泉徴収義務を負うところ、これに関する納付書等の作成事務を税務代理人に委託し、その提出と納税事務を支払代理人に委託する。また、丸井グループは、本プラットフォームを通じて、利子の支払通知書を個人投資家に電子交付する。

現在上場会社による社債の公募においては、多数の投資家を顧客に抱える証券会社が社債の引受け、取得勧誘及び販売を行うことにより、円滑な資金調達が実現されている。これに対し、本件においては資金調達そのものに重点があったわけではなく、むしろ丸井グループの「応援投資」の理念のもと、調達資金を途上国におけるマイクロファイナンスのプロジェクトへの投融資に使用するソーシャル・ボンドへの投資機会を、丸井グループの顧客層に対して直接提供したいという発行体のニーズがあった。このニーズをよりよく実現するため、デジタル社債の自己募集というスキームが採用された。自己募集による場合、発行体としては証券会社の販売網に依拠できず自ら投資家を探索しなければならないこととなるが、本件では、プラットフォームを通じて発行体が直接投資家を把握できるというデジタル社債の仕組みを活用することにより、丸井グループの子会社であるエポスカードが発行する「エポスカード」の会員に対し、丸井グループ自身がソーシャル・ボンドの理念を伝えつつ、デジタル社債の購入を提案することが可能となった。また、上記のとおりエポスポイントによる代物弁済の仕組みも組み合わせることによって個人にとって魅力のある商品とする工夫が凝らされている。

自己募集が行われる場合、証券会社による引受けが行われる場合に比べ、社債に係る勧誘の主体及び方法、申込み及び元利金払いのフロー等が大きく異なることから、適用される規制も変わる。本件のストラクチャリングにあたって検討した論点は多岐にわたるが、例として基本的な論点と検討内容を紹介すると、以下のとおりである。

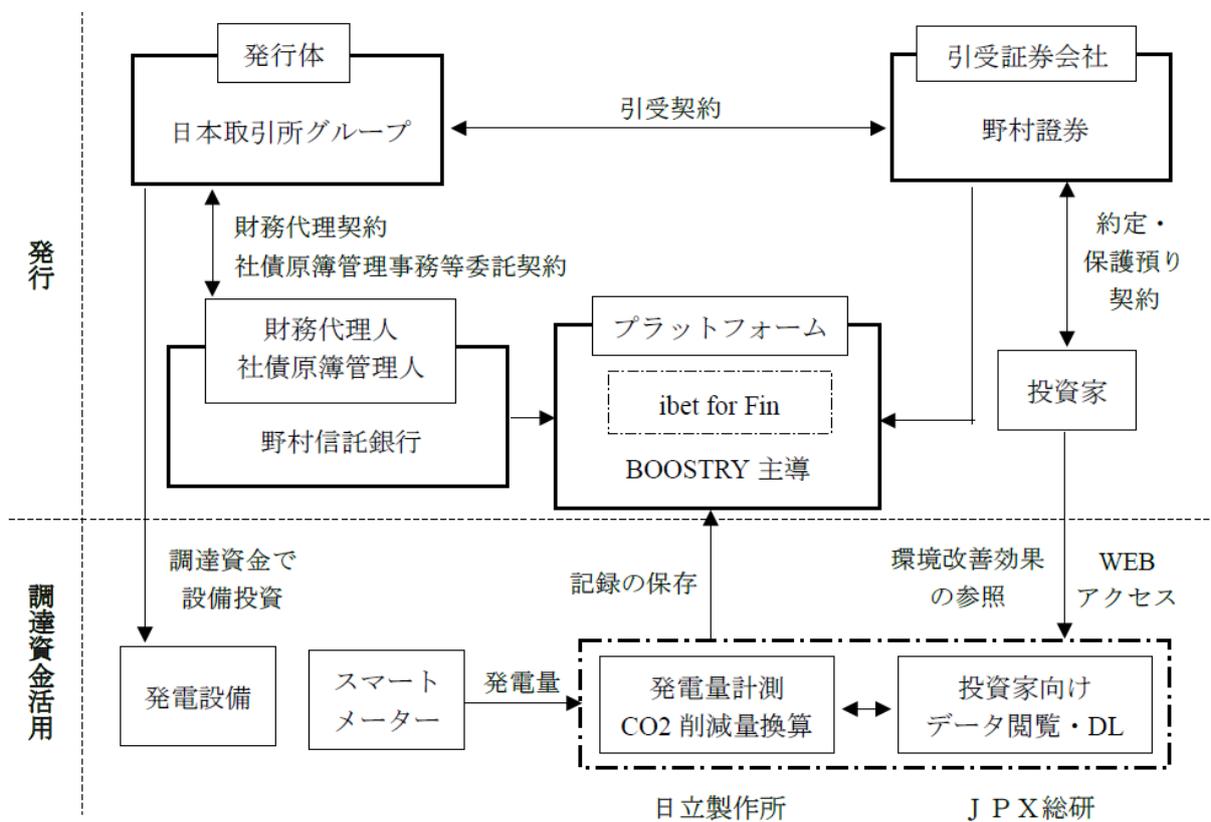
(ア) 自己募集に金融商品取引法(「金商法」)上の業規制が適用されるか。まず、発行体による(デジタル)社債の自己募集は金商法 2 条 8 項 7 号に列挙される事由に該当しないため、金融商品取引業の登録なしで行うことができる。ただし、第三者が何らかの形でデジタル社債のマーケティングに関与する場合は、当該第三者の行為が募集の取扱い(金商法 2 条 8 項 9 号)に該当しないかを検討する必要がある(例えば、発行体のグループ会社が、そのホームページにデジタル社債のパナー広告を設置する場合、その内容によっては、具体的な有価証券に係る取得の申込みの誘引行為であるとみなされ、募集の取扱いに該当し、当該グループ会社に金融商品取引業の登録が必要となる可能性もあろう。)

(イ) 法令上交付することが必要とされている各種書面について、電子交付によることは可能か。デジタル社債の自己募集においては、発行体の事務負担を軽減するため、電子的なプラットフォーム内において必要な手続きを完了できるようにすることが想定されており、これを実現するためには、法令の定めに従って、各種書

面の電子交付の手続きをプラットフォームに組み込む必要がある。例えば、発行体は、投資家との約定までに目論見書を交付しなければならないが(金商法 15 条 2 項)、目論見書を電子交付することは認められている(金商法第 27 条の 30 の 9)。その他にも、会社法上の申込みに係る書面、租税特別措置法上の支払通知書等についても電子交付が認められている。これらの各手続きに係る法令上の要件を満たすことができよう、本プラットフォームの仕様及び画面の構成等を検討した。

3 日本取引所グループによるグリーン・デジタル・トラック・ボンドの発行

2022 年 6 月 3 日、日本取引所グループにより、本邦初のホールセール向けデジタル社債であるグリーン・デジタル・トラック・ボンド(以下、本 3 において「本社債」)総額 5 億円が発行された。本件のスキームの概要は、以下のとおりである。



- ① 発行体である日本取引所グループは、本社債を発行し、その調達資金は株式会社JPX総研に対する貸付を通じて、株式会社JPX総研が開発するバイオマス発電設備及び太陽光発電設備に充当される予定である。当該資金用途については、第三者評価機関からセカンド・パーティ・オピニオンを取得し、いわゆるグリーンボンドとしての適格性を有している。また、本社債は、引受証券会社である野村證券による引受けを通じて機関投資家に販売される、本邦初のホールセール向けデジタル社債である。
- ② 本社債に係る財産的価値(トークン)の記録及び移転は、BOOSTRYが開発、主導するコンソーシアム型ブロックチェーンネットワーク「ibet for Fin」上の帳簿への電子的な記録によって行われ、発行から期中管理、償還までの業務プロセスが電子的方法により完結する。当該電子帳簿は、本社債に係る会社法 681 条に定める社債原簿を構成する。

- ③ 本社債の社債権者は、野村証券との間で保護預り契約を締結し、本社債の譲渡に伴う社債原簿の書換え（トークンを ibet for Fin 上で移転すること）の請求及びそのために必要な秘密鍵等の情報の管理を野村証券に委託する。
- ④ 日本取引所グループが調達資金を活用して株式会社JPX総研を通じて開発する発電設備において、株式会社日立製作所が開発する「サステナブルファイナンスプラットフォーム（モニタリングデータ提供機能）」を用いて、当該設備における発電量の計測結果及びCO2 排出削減量の換算結果を可能な限り自動的・電子的かつ継続的に記録し、また当該結果を ibet for Fin 上にも自動的・電子的に記録する予定である。また、本社債の社債権者は、株式会社JPX総研が開発するシステムを通じて、これらの環境改善効果を Web 上で参照できることとなる予定である。

本社債の特筆すべき特徴は、その名称にもあるとおり「デジタル・トラック」機能（上記④に記載の機能）が備えられることにある。当該機能は、発電設備から発電量やCO2 削減量といった指標を発行体の関与なくして自動的にシステムに記録できるようにすることにより、発行体のオペレーション・システム連携等の負担、煩雑性を解消し、また発行体の当該指標の報告に活用することで手続きの簡素化を目指したものである。また同時に、当該指標に係るデータを可視化し、いつでも本社債の社債権者による閲覧、ダウンロードを可能とすることにより、グリーンプロジェクトにおける透明性の向上や投資家におけるモニタリング作業等の効率化を図っている。特に、プラットフォームを通じて直接投資家を把握できるというデジタル社債の特性は、社債権者に上記データへのアクセスを提供するために活かされる予定であり、さらに、指標を自動的・電子的にブロックチェーン(ibet for Fin)上に記録することで、改ざんを困難にし、データの信頼性を向上することができると期待されている。将来的には、上記の機能を応用し、サステナビリティ目標の達成状況によって利率等の社債の条件を自動的に変換させるサステナビリティ・リンク・ボンドの実装も（技術的には）検討が可能になると考えられている。

本件のストラクチャリングにあたっては、開発中の「デジタル・トラック」機能についてどのように開示するかを含めて多様な法的論点を検討することとなった。未解決の課題として、現行法上は金融機関等の受ける利子所得等に対する源泉徴収の不適用制度（租税特別措置法 8 条）の対象が振替債に限定されていることが挙げられる。ホールセール向けデジタル社債の今後のさらなる活用のためには、上記制度の対象をデジタル社債にも広げるよう税制改正が行われることが望ましい。

各関係者は、今後上記のグリーン・デジタル・トラック・ボンドの仕組みが多く発行体・投資家に利用されることにより、グリーン投資の利便性を高め、日本取引所グループだけでなく社会全体のカーボン・ニュートラルへの貢献を実現することを目標としており、その社会的意義は大きいと評価できる。

4 最後に

今回の 2 つの事例は、デジタル社債の先進的な活用事例として社会的な意義も大きく、今後のさらなる活用に向けて関係者の議論が進むことを願って紹介するものである。これらの事例に続く形で、2022 年 6 月 23 日にスパークス・グループ株式会社により公募による個人投資家向けデジタル社債も発行されており（詳細については 2022 年 6 月 14 日付発行登録追補書類を参照されたい。）、まさに事例の積み重ねに向けて弾みがついている状況といえる。冒頭に述べた直接投資家を把握できるというデジタル社債の特性は、発行体と投資家とのコミュニケーションの向上に資するものであり、今後さらなる応用の可能性があると思われる。筆者らは、今後もデジタル社債の活用に関与していきたいと考えている。

-
- 本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。お問い合わせ等ございましたら、下記弁護士までご遠慮なくご連絡下さいますよう、お願いいたします。
弁護士 青木 俊介(shunsuke.aoki@amt-law.com)
弁護士 野原 新平(shimpei.nohara@amt-law.com)
弁護士 大山 豪気(goki.oyama@amt-law.com)

 - ニュースレターの配信停止をご希望の場合には、お手数ですが、[お問い合わせ](#)にてお手続き下さいますようお願いいたします。

 - ニュースレターのバックナンバーは、[こちら](#)にてご覧いただけます。

 - Capital Markets Legal Update 発行責任者
弁護士 廣瀬卓生、吉井一浩、福田直邦