

## 第1回「セキュリティトークン市場活性化委員会」議事要旨

日 時 2021年7月2日（金）午後1時～同1時50分  
場 所 オンライン開催  
出席者 柳川委員長、野津副委員長ほか委員・オブザーバー全員

### 議事概要

#### 1. 柳川委員長挨拶

セキュリティトークン（以下「ST」という。）は、今後非常に可能性のある分野であり、その活用のためには、適切な制度設計やそれぞれの事業者の協力が必要だと考えている。本委員会を通じて、ST市場の活性化につながるよう課題を解決し、取り組みを進めたい。

#### 2. 議 事

##### 2-1 委員会の運営について（案）

事務局から、資料3に基づき、委員会の運営について説明があり、委員会は非公開とし、その内容は、議事要旨、資料により公表することとされた。

##### 2-2 セキュリティトークン市場の活性化に向けた課題について（自由討議）

###### (1) 事務局説明「デジタル不動産の流通市場の整備に向けた課題」

事務局の事前ヒアリングではデジタル不動産への市場関係者の関心が非常に高く、まずは、デジタル不動産の流通市場の整備に向けた課題の整理、検討をお願いしたい。資料4の参考は、デジタル不動産の流通市場の整備のための課題を事務局で整理した。

###### ① 主な権利

現在証券会社において検討が行われているSTの類型は、受益証券発行信託（券面不発行）のものと、GK-TKスキームの匿名組合出資持分がある。これには、第三者対抗要件を今後どうやって具備していくかという課題がある。

###### ② 情報提供、③ 価格形成

これらは投資判断に重要となるST化された商品についての情報の提供と、取引の指標となる価格の提示機能である。特に現在検討が行われている不動産STは、

REITとは異なり単一の不動産等を投資対象とするため、証券会社・発行体に求められている機能も従前のものとは異なるものと考えられる。

④ 取引・決済

STの特徴を生かした事務の効率化、決済期間の短縮化、今後のデジタル通貨・CBDC（Central Bank Digital Currency 中央銀行デジタル通貨）との連携についても検討をお願いしたい。

⑤ システム

ST、STプラットフォームに対する投資家・発行者からの信頼性・安心感の確保が重要であり、本協会では、現在実施している証券会社に対するSTの発行等プラットフォームに係るモニタリングの充実に努めたい。

⑥ ネットワーク

今後複数のSTプラットフォームが出現し、プラットフォーム間の有効なネットワークの構築に向けた課題の整理である。

⑦ 会計・税務

特に、法人投資家のST投資に向けた環境整備、会計・税務について整理しておく必要がある。

⑧ 市場ルール

現行の金商法の枠組みでは、店頭取引、認可協会が管理・運営する店頭売買有価証券市場（旧JASDAQ市場）、PTS、金融商品取引所等が存在する。例えば、店頭取引では社債の取引、旧JASDAQ市場では未公開株、PTSや金融商品取引所では上場株式が取扱われているが、STの対象商品とは異なる商品を念頭にした制度設計であるため、発行者や金融商品（証券・権利）の特徴、ニーズ等に合わせた柔軟な市場ルールの整備が必要だと考える。

まずは、デジタル不動産についての検討をお願いするが、他に検討が必要な金融商品（証券・権利）はないかも含め、本委員会で今後議論をお願いしたい。

(2) 意見交換

- ・ 当社は、ブロックチェーンは業界横断的な仕組みであり、特定の金融グループのものにしないということをコンセプトにしている。この新しいSTの分野において、皆様と一緒に市場を作っていければと思っている。

- ・ STに関しては、2019年の金商法改正が2020年5月に施行され、一定のルールが整備されているが、今後のセカンダリー市場の整備に向けて、「法律もしくは、政省令、監督指針の改正が必要ではない部分で何が出来るのか」、「マーケットを発展させていくうえで必要になってくる法改正はないだろうか」（例えば、よく挙げられている問題として匿名組合出資持分や信託受益権をトークン化したときの第三者対抗要件の具備、もしくはSTには善意取得制度がないというような問題など）という点をセカンダリー市場についての議論に関しては、特に議論したい。また、マーケットを作るといっていても、今の制度では、PTSは取引所の代替市場という位置づけであるのに対し、STについては、PTSは代替市場ではないわけなので、STの対象商品の内容等に合ったPTSのルールを構築することが必要だと考える。店頭取引については、市場参加者間の取次ぎ・媒介も過ぎないという整理で法令上どこまでできるのか、PTSにならないとその先はできないのかなどの問題がある。「今のルールの範囲内で出来ること」と、「今後より良いマーケットにしていくためには、どういう方向で法整備や皆さんの体制整備も含めてやっていくべきか」という問題を区別しつつ、両者を議論したい。
- ・ 当社では、STOのビジネスをとにかく前に進めるべく、具体的な案件を取扱っている中で、いろいろな課題が出てきているのが足元の状況である。是非本委員会で、先程課題にあがっていた第三者対抗要件の具備や、個人の税制の問題、PTSの立ち上げなど、ビジネスをやっていくうえで多々問題が出てくると思うので、本委員会でもご相談等させていただきたい。
- ・ 当社は現在、不動産を使ったSTの事業化に取り組んでいる。市場活性化には、具体的案件が出てこないことには話が進まないと思う。昨年5月に改正金商法が施行されてから一年強経つが、未だPOC的なものしか出てきておらず、議論をするに足る具体的な商品が発行されていなというスピード感には、強く懸念している。具体的案件の創出を一日も早く実現して、ST市場の活性化の議論のたたき台にしていきたいと考えている。
- ・ 当社は昨年の4月にデジタル証券に特化した運用と販売を担う会社として設立された。STは黎明期で、まずは実績を作っていくことが重要だと考える。一方懸念材料として、例えば発行体の側から見たときに、ST発行のメリットが重要だが、既存の証券の発行よりもむしろ手続きが重いため、プロジェクトに要する時間としては効率が良

くない。メリットの面で、「ST0 だったらこんないいことがある」というのが出てこないとなかなか発行体側でも発行が進まないという懸念がある。そうした現場的な領域の話を提供させていただきたい。

- ・ デジタル不動産の流通市場の整備といったテーマについては、証券会社では、これまで不動産という資産の取り扱いにあまり慣れていないなかで、流通市場をどう整備するのかという課題は、単独ではなかなか知恵が出てこないところがある。例えば、流通市場でのデジタル不動産の価格、流通させるにしてもどういう価格でやるのがフェアなのかということも含めて、本委員会で議論し、ST 市場や ST 事業全体が盛り上がるようにしていきたい。
- ・ 当社は IT ベンダーで、ST のセカンダリー市場を作っていくときのシステムをどのようにしていくのかというところに寄与できると考えている。金融インフラをどう作るべきかという視点では、アジリティー（機敏性）の高い開発が必要だと思う。ビジネスとシステムの両輪で作る、そういったところも今回重要な視点かと思っている。ブロックチェーンという点では、当社は R&D の研究開発でも非常に力を入れている。プロダクトも既にリリースしているため、こうした取り組みで得た知見もフィードバックしながら ST0 の活性化に向けて貢献したい。
- ・ 当社はブロックチェーンの基盤を提供している。ST においては、発行、流通、決済といったフェーズがあるが、いわゆるインフラを提供するという意味で、発行会社や証券会社のバックサポートも含めて支える立場だと思っている。基盤としては、いわゆる原本データ、帳簿のようなしっかりしたデータ連携が構築できるかというところや、デジタルで完結し、容易な権利の移転や第三者対抗要件をしっかり実装したい。そのうえで、発行会社の皆様にとって新しい投資家層の獲得や様々な資産の流動化を、証券会社の皆様にとっても、新しい投資家の資産形成手段の獲得や流動性の担保というところを基盤の立場からしっかりサポートして参りたい。
- ・ ST 事業の活性化によって、不動産の証券化など、これまで個人の投資家に提供できていなかったようなアセットも含めて、かなり大きく商品を拡大していくという大きな期待がかかっている。本委員会では、ST の発行、促進、流通市場の整備についてお話を聞かせていただき、当社からも情報を提供させていただきながら、是非、ST 市場

の活性化に繋げていきたい。

- ・ ST の活性化への議論にあたり、会計監査、税務上の観点から協力していきたい。ST 市場の活性化にあたっては、顧客保護という点が一つの重要なテーマになってくと思うが、現在証券会社を実施している顧客資産の分別管理について、ST の場合での顧客保護、分別管理というところに関しても知見を提供していきたい。
- ・ ST 市場については、新しい市場を創っていくということなので、皆様の利害が一致しているはずであり、理想や思いをよく共有できると思っている。是非、力を合わせて良いマーケット、新しいマーケット作っていきたい。発行形態としての集団投資スキームでは、第三者対抗要件の具備という難しい課題もあり、コスト面も、スマートコントラクトとか、様々な議論が必要になり、最大のポイントは ST の流通市場をどう作るかだと考えている。先程話にあがった PTS のところも、ルールも含めて、これから議論が必要な点が多い。課題は山積みではあるが、日本の資本市場がこれまで大きくなりきれていない、資本市場が機能していないことが日本経済の発展の足かせにもなっていると感じている。一方、リスクマネーの供給という面で、資本市場の役割は非常に期待されており、そういう意味でも日本の資本市場をもっと大きくしていかなければいけない。参加者を増やしていかなければいけないと思っているなか、この STO は一つの起爆剤になりうるような、ポテンシャルのあるプロダクト、スキームだと考えている。

日本の資本市場を大きくしていくためにも、皆さんのお力で是非このマーケットを立ち上げていければと強く思っている。最近コロナなど暗い話題が多いが、社内では、キャッチフレーズとして「明るく、楽しく、前向きに」と言っているので、是非 STO 協会、本委員会においてもそういった形でやっていきたい。

- ・ 当社はリテール中心のビジネスを展開しており、新しい STO という枠組みは、多くの投資家に対して新しい価値の提供、利便性の向上をもたらすものと非常に期待している。日本経済の発展において、資金調達ニーズは今後も高まってくと思うが、完全デジタル化することで、コスト削減にも大いに期待している。ブロックチェーンについては、グループとしても非常に重要視しており、本委員会では、マーケットの発展のために議論して参りたい。

- ・ ST0の第三者対抗要件の具備の話を知っていると、1990年代の初頭にあった証券化、今でいう資産流動化法などといった話が思い起こされる。やっと本格的に動き出したのかなという気がしており、新しいマーケットを作っていくという意味では、本委員会は、非常に意義の深いと感じ、感謝している。足元では、先程ST0はメリットが見えにくいという話もあったが、私どもも現状はその通りかなと思っている。本委員会を通じて、発行体や投資家の皆様、仲介業者、皆にメリットのあるものを作っていきたい。
- ・ 国内証券会社がST0の取組みを始めて以来、相当時間はかかってきたが、最近ようやくST0が国内で発行できる、今後いろいろな案件が出てくるという状況まで来たかと思っている。一方セカンダリーマーケットがきちんと整備されないと、ST0全体の活性化、発展というのは難しいと考えている。是非、皆様と一緒にこうした課題を今後解決していきたい。
- ・ 皆様のお話を聞くにつれ、ST市場については大いなる可能性を感じている。我々も本委員会での取組みに貢献できるよう積極的に参加していきたい。
- ・ 新しい技術と既存の法制とを、どうやって組み合わせてフロンティアを開いていくのかという難しいテーマだと理解している。是非、皆さんの知識を集結して、我々やマーケットにとって、ひいては投資家・発行体にとって使い勝手の良い、意味のある商品や仕組みができるようにしていきたい。
- ・ 先程から話に出ているように「スピード感」は常に念頭におく必要があるのではないか。その観点からは、法令改正には詳細な検討や多くの時間を要するので、法令改正ありきではなく、法令改正をしなくても現在の制度のなかで出来ることをまずは検討してはどうか。例えば、第三者対抗要件の具備という論点について、経済産業省の改正産業競争力強化法により整備された仕組みを使える可能性がないか、こうした可能性も議論に挙げるのが一案ではないか。一律には言えないが、今ある仕組みのなかでできることと、中長期的に法令改正が必要になることを区別しながら議論していくことが良いのではないか。
- ・ これまでの証券インフラの歴史を長い目で見てみると、時折、大きな変革の山を経験している。一つは証券のデジタル化とデ・マテリアライゼーション

(dematerialisation：不働化)であり、GSD (Central Securities Depository：証券保管振替機関) の活用という大きな構造変化があった。次は、2000 年代の初頭であり、取引所の外に様々な新しいトレーディング・ベニュー (ATS/ECN、MFT) が出現した。特に日本以外で激しい動きがあり、伝統的取引所と新興勢力との合従連衡や、伝統的取引所間のグローバル M&A が生じた。これと並行して、新興 CCP (Central Counterparty：清算機関) の登場と、その後の垂直・水平統合が続き、多くの先進国で、それまで取引所 - CCP - GSD がサイロ型に垂直統合されていた伝統的な市場決済インフラの産業構造が大きく変化した (除く日本)。そうしたなかでもあまり変わらなかった GSD であったが、ブロックチェーンという技術が登場したことによって、発行から償還までを支えるインフラ基盤のところに新しい世界を作るという取組みがなされ始めている。さらには、DEX (Decentralized Exchange：分散型取引所) のようなマーケット自体を DLT (Distributed Ledger Technology 分散型台帳技術) のノード上にプログラムとして作りあげるといった世界も出てきている。証券市場構造の変革期を迎えていると感じている。

また、今の変革は証券市場に限らず、資金決済インフラあるいは金融システム全般に大きい影響を及ぼし得ると思っている。CBDC の議論も進んでおり、キャッシュレス決済事業者のようなノンバンクが全銀システムあるいは日銀ネットへ参加することについても議論が行われている。こうした資金・証券インフラの構造変化が金融システムにどのような影響を及ぼすのか、金融システムはどのような未来像を持ちうるのかという長期的視点で物事を考えなければならない時期に来ていると感じている。

### 2-3 「セキュリティトークン市場ワーキング・グループ」の設置について (案)

事務局から、資料 5 の設置要綱に基づき説明が行われ、本委員会の下に、ST 市場の活性化に向けた課題の整理、専門の事項の調査、検討を行う「セキュリティトークン市場ワーキング・グループ」が設置された。

(配付資料)

資料 1 「セキュリティトークン市場活性化委員会」の設置について

資料 2 「セキュリティトークン市場活性化委員会」メンバー名簿

資料 3 「セキュリティトークン市場活性化委員会」の運営について (案)

資料 4 JSTOA の概要と今後の取組み

資料5 「セキュリティトークン市場ワーキング・グループ」の設置について（案）

資料6 「セキュリティトークン市場ワーキング・グループ」メンバー名簿（案）

以 上