



BANK OF JAPAN



2021年1月
日本銀行決済機構局

決済の未来フォーラム セキュリティトークン分科会（12月8日） ディスカッションの様様

日本銀行決済機構局では、2020年12月8日、「決済の未来フォーラム セキュリティトークン分科会」を開催しました。プレゼンテーション4件およびディスカッションの2パート構成で開催された本分科会のうち、本稿ではディスカッションパートにおける議論の様様を紹介します。

（日本銀行決済機構局 副島）

ディスカッションの部に入ります。プレゼンテーション頂きました四名の方に加えて、六名の専門家にご参加頂いております。インフラを構築される開発企業から LayerX の CEO の福島さんと Securitize Japan のカンントリーヘッドの小林さん。自主規制団体である日本 STO 協会から事務局長の小柳さん、日本セキュリティトークン協会から代表理事の増田さん。法曹界からアンダーソン・毛利・友常法律事務所の河合さん、森・濱田松本法律事務所の増田さんでございます。

論点が非常にたくさんありますので、私の方で二つに絞らせて頂きました。一つ目のテーマは、「新しい証券市場はどのような発展経路をたどるのか」です。前半のプレゼンテーションでも、対象とされる証券は非常に多様でしたし、想定される調達主体や投資主体も様々でした。インフラの運営・構築を誰が担うのか、これも複数のビジネスモデルがあり得ます。セカンダリー市場をどのように実現していくのかも異なるアプローチがありそうです。

全く新しいマーケットの創造期にあるため、個々の事業者のビジネスモデルのなかから、多様なプラットフォームが出てくるのは当然なことだと思われませんが、協調領域もあるのではないかと考えられます。前半でも言及がありましたように、プラットフォーム間の繋がり、例えばコードやインターフェイス、データフォーマットの標準化や共有、あるいは将来的にはクロスリストや、注文回送

といった事業モデルもあると思います。また、情報の利活用という面では、証券の保有や取引、価格について、プライバシー等をコントロールしながら情報を流通させていくことの共同便益もあると思われます。普及に向けた広報も協調領域といえるでしょう。

本日取組みのご紹介を頂いた方々は、金商業者の方がプラットフォーム運営者を兼ねているという意味で、市場をどう作るかという当事者の皆さままでございます。プラットフォームやマーケットのデザインには様々な選択肢がありますが、市場の健全性・公平性・安定性の確保、特に公正なプライスというものをどう発見していくか、市場の濫用防止をどのように実現していくのか、という課題もあると思います。

こうした論点にプレゼンテーションで言及されていた齊藤さんに口火を切らせて頂いて、皆様からの意見を伺いたと思います。

(三菱 UFJ 信託銀行株式会社 齊藤氏)

プライマリー市場とセカンダリー市場は、密接に結び付いて循環しています。プライマリー市場なくしてセカンダリー市場はあり得ず、逆もまた然りです。信託銀行としては、基盤となる新プラットフォームを提供しながらも、商品を実際に作っているという実務的な立場も活かして、まずはプライマリー市場を立ち上げていきます。

実際にビジネスを進めようとする、「セキュリティトークンは既存の商品と何が違うのか」という本質的な問いに直面することがよくあります。換金性や流動性が既存の二項有価証券よりも高く、いざとなれば売却できるというのが回答の一つです。しかし、日本市場はもちろん海外市場でも、そうした利点の実現するには至っておらず、インフラはあるが取引自体はまだ閑散としているというのが実態です。まずは、プライマリー市場の立ち上げですが、セカンダリーの取引が増えないと、発行も盛り上がりません。セカンダリー市場の議論を先送りにするのではなく、今のうちから、どのような市場デザインが望まれるのかという議論を、こうしたフォーラムを契機に始められればよいと考えています。

法律の観点から言えば、セカンダリー市場類型の選択肢はそう多くないと思われれます。前半の私のスライドで示したように代替取引所としての PTS の形態や、その対極として、DEX や DeFi サービスで行われているような P2P での投

資家間直接譲渡のようなやり方もあり得ます¹。また、中間形として、相対取引のように証券会社がマーケットメイカーとして投資家の相手方として立つというやり方もあります。それぞれ良い点悪い点があると思いますので、議論を深めてコンセンサスが形成されれば、一步前に進む契機になると思います。

私見ですが、証券会社の方と議論すると、理想とするものが必ずしも一致していないという印象を持ちます。中長期的には PTS を目指すべきという話をよく聞きますが、現在の規制に照らすと不明確な点が多く残されています。これは関係当局の方も含めて、場合によっては規制の改定も見据えながら前広に取り組んでいく必要があると考えます。そうすると、現実的には今日から始めて来年施行する、というようなスケジュール感にはならないと思いますので、間をつなぐ存在が不可欠です。

既に DEX 等で事例があるのは P2P です。しかし、広範な投資家が利用し易いマーケットを作るのであれば、証券会社が間に入った方がいいのかもしれませんが。本邦のセキュリティトークンマーケットの在り方を考えるうえで、証券会社の介在を前提とするか否かが、議論の分水嶺となる非常に大きいポイントとなると考えています。証券会社が入ると、個人を含む投資家に対する今の接点チャンネルを活用できますし、マッチングする精度も上がると思います。実際、DEX は当然オーダーマッチングの仕組みを持っていますが、別途マッチングを補完するような流動性向上のためのサービスを加えているケースもあります。これを突き詰めていくと、証券会社が提供するマーケットメイク機能のような形になっていくのではないのでしょうか。ここは、証券会社が入る利点であると考えます。

ただし、証券会社が介在する場合、どのようなプライシングをするのかという点が課題になります。社債や株式、受益証券のようなセキュリティトークンであれば比較的価格を出しやすいですが、本日ご紹介頂いた事例にもあったような現状の二項有価証券がセキュリティトークンになったケース、例えば裏付資産が知的財産権であるような場合にどのように証券価値をプライシングするのか。

¹ DEX や DeFi、セキュリティトークンの基盤となる DLT インフラなどについては、[論点提示の参考資料](#)として掲示したサーベイ論文「分散型台帳技術による証券バリュエーション構築の試み」(田中・副島)を参照。

また、ユーティリティトークンのような利子配当以外のリターンが伴う場合は、価値算定の際にこのリターン部分を計算の中に入れるべきか否かという点も証券会社を悩ませることになりそうです。こうした論点が明確にならないと証券会社はマーケットメイクに参入しづらいかもしれません。

また、投資家からすると、P2Pのほうがコスト安ではありますが、証券会社に特定口座を使って税金の計算を代行してもらえるとといったサービスを楽しむことができなくなります。証券会社が関与しないと、一般投資家に対して普及を目指す商品としては利便性が低下してしまう面もあります。

このように、中長期的にはPTSを目指しつつ、短期的には証券会社が間に入った方がいいのではないかと個人的に考えていますが、ここはコンセンサスがなと思うので、当座どういった形のセカンダリーを目指すのかという議論が必要と考えています。

(日本銀行決済機構局 副島)

セカンダリーマーケットの作り方ですが、DEXのように、マーケットメイク自体もボランティアに誰でも参加していいですという手法もあると思います。しかし、流動性供給の担い手や、プライスの決定、特にオーダーブックでマッチングする場合には流動性(指値注文)の厚みがないと価格が安定しないという課題に直面します。そのため、ディーラーマーケット、要は証券会社が仲介役としてマーケットメイクすることの意義は大きそうですね。PTSという選択もありますが、もともとPTSは代替市場としてできたもので、十分な流動性がある上場市場の存在が前提となっているため、そうでないものについては難しさが残ります。証券会社に言及がありましたが、藤瀬さん、藤本さんから何かご意見、目指されている像などお伺いできますか。

(東海東京フィナンシャル・ホールディングス株式会社 藤瀬氏)

我々は、マーケットメイカー方式でいったん証券会社が注文を引き受ける形態のほうがよいのではないかと考えています。DEXやP2Pというアプローチもありますが、これまでの北米での事例や我々が出資しているiSTOX(シンガポールでライセンスを得て既に取引を開始しているデジタル証券取引所)の現状に鑑みると、マーケットメイカーがいない状況においては、なかなかプライスがつきにくいといった課題が浮き彫りとなっています。オーダーブック形式だと

投げ売りの際に価格がゼロになってしまうこともあり、顧客保護の観点からもよくないことが生じてしまう恐れがあります。こうしたリスクを排除するためには、マーケットメイカーがサポートプライス (BID/OFFER) を置くということが大事です。例えば、その案件を上場させた証券会社がサポートプライスを置かなければならないというルールを定める、あるいは、それが一社で難しいのであれば、複数の証券会社で市場インフラを作るのだと割り切って、気配値を示し続けるような対応をとることが重要です。

知的財産権などのプライシングについては、関係者とともに検討したことがあります。やはりプライスの妥当性を検証することに難しさがあるように感じています。ワインなどについては適正な価格帯についてある程度の目安があるのですが、アイドルのコンテンツや放映権といったところになると、まったく適正価格がみえてこないものもあります。このように価格の不透明性が強いプロダクトの場合、売買の相手方になる証券会社にとっては価格を安め高めに設定する余地がどうしても入ってきます。かといって、それを誰も牽制できない状況になってしまうと、顧客保護の観点から問題が生じてしまいます。創成期の通貨オプション市場も同様でしたが、市場を作っていく最初の段階では、一社でプライシングすると恣意性がでてきてしまうので、複数の会社が一丸となってマーケットメイクし続けることで、5年後を見据えるときれいな市場の形ができ上がってくるのではないかと考えています。

(SBI ホールディングス株式会社 藤本氏)

藤瀬さんの意見と同じです。マーケットメイカーがいない DeFi のような市場では、流動性 (売買注文) の厚みがでない、あるいは、流動性が偏ってしまうことが起きそうです。金融商品であるのならば、金商業者がきちんとマーケットメイクしていくことが大事であると考えています。

ただし、取引対象による部分もあると思います。例えば、ワインのようなものであればオークションも現実の市場で行われています。そうしたものはリアルタイムで約定がつく必要はなく、別のマーケットになっていくことも考えられます。従来型の金融商品や資金調達手段となっているものについては、金融機関がきちんと間に入ってマーケットメイクをしていくことが市場の信頼に繋がると考えています。一方、エマージングアセットのようなものでは、どのような市

場が適切かよくわからない面もありますが、オークション的な市場制度も十分あり得るのではないかと思います。

(株式会社 BOOSTRY 佐々木氏)

我々も、提供するプラットフォームで扱う商品についてセカンダリー市場を想定して動いています。ここで重要なのは、長期的な視点と短期的な視点は分けて考えることだと認識しています。短期的に考えれば、流動性が低い金融商品については、証券会社が売り出して、証券会社が投資家と取引する、そこから（マーケットメイカー間で在庫調整などを行う）インターバンク取引市場ができる、という発展の流れに異論はないと思われます。藤本さんがおっしゃるとおり、証券会社が取扱いにくい商品もありますが、ここについては別の取引形態があってもいいと考えます。

一方で、長期的な方向性を考えると、新しい技術で証券インフラの仕組みを抜本的に変えようという取り組みであるのに、既存の商品の枠の中で収めてしまうと発展性が全くなくなってしまいます。

短期的なものとは長期的なものはわけて考えるべきです。短期的に考えると、流動性が低い、もしくは、現在価値に割引しにくい商品については、証券会社・投資家間の相対から始まり、もう少し進むとインターバンク取引をいかに作るかという話になります。その次に PTS、これは既存の PTS のように上場市場の補完ではなく、デジタル証券のためだけの取引所という意味合いになりますが、そこで投資家のオーダーが流入し、市場を作り出していくということになります。

そうした発展のなかで市場流動性が高まってくると、やっとな DEX のようなものが議論され得るような発展順序となるのではないのでしょうか。これも暗号資産を扱う既存の DEX とは異なるものであり、従来と異なる法体系が前提になるので、非常に長期的な話になるでしょう。先ほど出た税金の話についても、仲介業者がいる前提ですべてが設計されているので、仲介業者をなくしてもきれいにワークするということが証明されてから、DEX 的なものが可能になるという展開になります。

このように長期的に見れば PTS や DEX 的なものを含め様々な発展形が考えられます。それゆえ、新しい技術があるのに、短期的にできることだけを考えて既存の枠組みに押し込めてしまうのは、長期的な話では避けるべきと考えてい

ます。

(株式会社 LayerX 福島氏)

セカンダリー市場の短中期的な話題において、現在ほとんどの業者の方がセキュリティトークンあるいはデジタル証券として想定されているものは、あまりキャピタルゲインが出る性質のものではないように思われます。どちらかという、ローリスク・ローリターンで長く保有できるもの、例えば、小口化されることによって私募 REIT のようなものが個人でも投資しやすくなる、という話が多いようです。こうした商品であることを前提とすると、流動性を巡る議論については、株式のマーケットのように頻繁に売買されることを想定した制度設計にする必要があるかという、短期的には必ずしもそうではないように思われます。

別の論点として、世間一般の方々が感じているデジタル証券のイメージと、事業者の方々が考えるイメージに意外とギャップがあるようにも思われます。そうしたギャップを埋める環境づくりや、「デジタル証券とはこういったものである」というパブリックセクターに対する提言のようなものは、ここにいる皆様と協調してやっていければよいのでは、と考えています。

(アンダーソン・毛利・友常法律事務所 河合氏)

海外の現在の事情をみていると、ATS (Alternative Trading System) で取引ができるとか、未公開株を取引できるというプラットフォームはいくつもあります。そうした事例をみていると、取引されるものとされないものを分けるのは、会社に魅力がある、金融商品に魅力がある、というところに大きく影響を受けているように思われます。東証でいいのでは、REIT でいいのでは、という見方もあり得るなかで、あえてデジタル証券で出すという意義を考えると、従来の市場や証券では作れない魅力的な商品である必要があります。魅力的であれば、流動性も一定程度生まれてくるでしょう。地域の小口不動産では、何かの特典をつけるといった視点もあり得ます。社債であれば、例えば、日々買えて日々償還できる社債や、買い物にも使える社債といったものがあってもよいと思います。

デジタル証券はプログラマビリティという柔軟性を有しているので、これを活かすことをまず考えるべきでしょう。また、取引需要はそれほど高頻度ではないでしょうから、まずは PTS よりも証券会社の仲介による市場になると思われ

ます。PTS は高流動性がある証券市場が別にあることを前提としたうえで、その代替市場という発想でした。それほど取引需要はなく、ときどき売ったり買ったりできればよいというところから入るといのは、この世界には向いているように思われます。レギュレーション的にも、そうしたもののほうが入っていきやすいのではと思います。

(Securitize Japan 株式会社 小林氏)

アメリカの資本市場での仕事が長かったこともあり、市場原理、参加者（投資家、資金調達者）の主体性を軸に考えてしまいます。佐々木さんの意見に近いところがあるかもしれませんが、流動性は証券の価値に反映されます。ある証券の適正な流動性は、その付加価値と流動性確保のためのコストのバランスで決まるものであり、すべての証券で東証のような流動性が必要ではありません。いろいろな流通市場の中から、参加者の合理的選択(市場原理)により市場の形は決まっていくのではないのでしょうか。大切なことは、多くの選択肢を提供し、それらが自然に選ばれ使われるようになっていく環境を担保し、公正なプロセスを管理することではないかと考えます。

(一般社団法人日本セキュリティトークン協会 増田氏)

いろいろな方から指摘があったとおり、セキュリティトークンもしくはデジタル証券はそれほど急に流動性がでてくるようなものではなく、あくまで売りたいときに売れる（資金調達者が必要な資金を適宜のタイミングで調達できる）可能性があるというのが大きな意味を持っていると思います。そのときに、例えば特に流動性が低い、銘柄数も少ない黎明期においてマーケットメイクされる証券会社が、どのようにサステナブルなビジネスモデルを描いていくのかが大事だと思っています。つまりは、証券会社がうまく回せないとなりに繋がっていかないのではと思っています。

おそらく証券会社が受け取る主要なフィーは、取扱いを始める最初のタイミングと、日々のトランザクションが起こる際の数パーセントのフィーになると思います。流動性が低いと日々のトランザクションで取引手数料を稼ぐことができず、また新たな銘柄の取扱いを開始できないと新規取扱手数料も得られないこととなります。手数料収入の面でもプライマリーとセカンダリーの循環をどのように描いていくのか、もしくはこれらと違うところでキャッシュポイン

トを見つけることができるか、という点も重要になると思います。

海外では OpenFinance Network（米国規制に準拠したセキュリティトークン取引プラットフォーム）のようにデジタルアセットの二次流通をやっているプラットフォームがありますが、結局、こうした循環回転が上手くいかずにビジネスモデルとして成立しなかったという事例もあります。そこをセキュリティトークンのエコシステムとしてどのようにモデルを組み立てていくかを考えていく必要があります。

（日本銀行決済機構局 副島）

これまでに少し話がでてきましたが、協調領域はどこにあるのだろうかという論点についてご意見がありましたらお願いします。

（森・濱田松本法律事務所 増田氏）

中長期的にはセキュリティトークン投資の主たる目的が資産形成になっていく可能性もあると思います。そうすると、決済とその後の管理が不即不離になり、過去にブロックチェーン上のトークン（暗号資産）の流出事故を起こしたことが幾つかあったなかで、投資家の懸念にどのように答えるのかという話も必要になってくるのではないのでしょうか。

加えて、長期にわたって安定的に資産を保護するというときに、相続をどうするのかといった問題も発生してきます。取引プラットフォームというのは、どこのつまり資産をどのように管理するのかということと切り離せないと思っています。取引されるトークンの管理を個々人のリテラシーに頼るというのは、個人的には難しいことだと思っています。その点、P2P には限界があって、プラットフォームの役割が大きくなっていくだろうと思います。

他方で、セキュリティトークンに限らずブロックチェーン上での資産管理がどんどん増えてくると、サービス間の連携をもってブロックチェーン上の資産を如何にセキュアに管理していくのかを、技術面、制度面からケアする必要に迫られていくと予想されます。

これが協調領域に繋がるのですが、どうやって規格の共通化をするかという

議論や、ブロックチェーン間でのインターオペラビリティの実現などを通じて、共通の資産保護、管理の仕組みを作っていく努力があれば、いま申したような問題の解決に繋がるのではないかと考えています。

(三菱 UFJ 信託銀行株式会社 齊藤氏)

協調領域という観点では、我々を含むこの市場にビジネスとして参加しようとしている者にとって、そのままでは収益に繋がりにくいという問題があります。個々のインフラをそれぞれの事業者が別々に作ることで、同じものの再発明が起き、今ある仕組みを使った方が結果として安かったじゃないか、ということになりかねないことを懸念しています。

ディスカッションの冒頭で、全体展望を皆さまでふんわりと共有しながら、それぞれの領域で頑張っていこうと提言させて頂いた一つの動機としては、それぞれがやるところ、やらないところの方向感をすり合わせないと、このようなことが起きてしまうのではないかと思ったからです。

業者が儲からない領域の一つとしては、このフォーラムの標題にもなっていますが、決済、特に資金決済の部分だと考えています。とりわけセキュリティトークンの事業者の立場からすると、何らかのプログラマビリティをもった資金決済手段があったらいいのに、とずっと思っています。これを米国のように、信託銀行としてやろうと思えば、銀行預金ないし金銭的なものを信託の対象にし、それを裏付けとした受益権という形でマネートークンのようなものを作るとは理論上可能だと思います。できるけどやらない理由は儲からないからであって、米国等の海外市場と比べると、マイナス金利ということもあり資金決済そのものはなかなかビジネスになりにくいかと思えます。

資金決済側のインフラが必ずしも DLT である必然性はないと思いますが、重要なことはプログラマビリティを有している必要がある点です。そういった期待要件について、では具体的に一体何ができたらセキュリティトークンの決済に適したものとなるか、まだコンセンサスは得られていないのではないのでしょうか。これを具体的に要件化し、協調領域として織り込めるとよいなと考えています。

(一般社団法人日本 STO 協会 小柳氏)

セキュリティトークンの活発な発行を促すためにも、セカンダリー市場の創出、整備は必要不可欠です。セカンダリー市場として、証券会社等を通じた対・店頭取引、店頭売買有価証券市場、PTS および金融商品取引所が考えられますが、取引所の開設は現実的ではなく、発行規模や金融商品の内容等に即して、店頭取引、PTS 等の整備が必要と考えています。日本 STO 協会では、セカンダリー市場の創出ため、市場関係者と連携して、法律面、プラットフォーム、税制面等の課題を共有し一つずつ解決、取組みを進めてまいります。

(一般社団法人日本セキュリティトークン協会 増田氏)

セキュリティトークンという新しい技術を使ってやるビジネスなので、できればセキュリティトークンならではの、この技術によって初めて金融商品化できたと言えるようなことがあって然るべきかと思えます。

その場合、これまで証券マーケットに入ってくることができなかつたような資金調達者、あるいは投資家を呼び込む必要があると考えています。そのためには、どのように調達者と投資家双方のリテラシーを上げていくか、あるいは、そもそもこのような資金調達手段があるということをまず知ってもらわねばなりません。セキュリティトークンと銘打っているため、ビットコインや ICO トークンとどう違うのかという疑問を持たれるかもしれません。リテラシーを引き上げる金融教育活動を業界横断的にやっていく必要があると思えます。

(日本銀行決済機構局 副島)

それではここでディスカッションの二番目の論点に移ります。新技術がもたらす証券・資金決済インフラの可能性です。既に、資金決済手段や新技術の可能性について議論がでておりますが、まずは、今ある資金決済手段では何が不足しており、どのような特性をもったマネーやインフラが必要なのか、という議論が前提になると思われます。そのうえで、新技術によってもたらされるポテンシャルをどのように実現していくのか、典型的にはプログラムセキュリティとプログラマビリティの両方が揃ったときに、一体どのようなことができるようになるのかという可能性の議論があると思えます。

(株式会社 LayerX 福島氏)

一般論から始めますが、資金決済手段やインフラに求められる属性を考える際、セキュリティトークンで一番重要なところ、つまりデジタル証券であって、これに適した機能を有しているかがポイントになると考えています。デジタルの優位性が、お金の側でまだ十分に発揮できていないように思われます。既に議論に出てきていますが、プログラムで動かせるファイナリティのある決済手段というものが必ず求められる特性になると個人的に思っています。

もう一つが、これは金融領域ならではと思うのですが、監査性です。証券や資金決済に関わる場所は様々な攻撃を受けます。一人の攻撃者によって金融システムや金融が守ってきたルールが壊れてしまう可能性があります。そのため、セキュリティや事後的にトレースできる監査性をどのように担保するかが厳格に要求されると思います。

さらには外部接続性に優れていることが求められます。インフラの価値は、その上に乗るアプリケーションサービスとなります。そのアプリケーションサービスにおいて、特に投資家の層を広げる観点からは、いま世の中にあるようなキャッシュレス決済サービスやタッチポイントになるアプリが投資家とのインターフェイスになっていくと思われます。これらと繋がらないデジタル証券は、個人的にほとんど価値がないと思っています。閉じたネットワークではなく、外のオープンなアプリケーションにどれくらい便利に安全に接続できるかが重要な鍵となります。

この三点が求められるものかなと思います。まとめるとプログラマブル性、監査性、外部接続性がとても重要になってくると思います。

(日本銀行決済機構局 副島)

外部接続性のお話を聞いて思ったのですが、マネーと証券を一つのプラットフォームで提供したのが Alipay です。決済サービスと MMF などへの投資サービスを同じアプリプラットフォームの中で提供し、決済用のマネーとデジタルアセットがほとんど一体化し、双方向の変換が極めて効率的に一瞬で行えるようになったことが成功の一因になったのだと思います。異なるプラットフォームを跨るサービスにおいても、同じようなスムーズさをもって提供できるかが

重要になるのだろうなと思います。

(三菱 UFJ 信託銀行株式会社 齊藤氏)

福島さんのご指摘に完全に同意します。そのうえで、信託銀行、いわゆる大手銀行の中で新規事業を推進するものとして意見を述べさせていただきます。

よく言われるのは、既存のインフラのレベルアップでもいいのではないかと、いうことで、それはその通りだと思っています。ただ一方で、10年くらい信託銀行に所属しておりまして、何か事を成す際に、組織の論理といったものが現実問題としてあることを強く感じています。プレゼンテーションでは、新しい世界を作るにはモメンタムが重要というコメントをしました。DLT という新技術を活用することも重要なのですが、新しいインフラを皆でつくっていこうというモメンタムに多くの関係者が乗るということが一番重要なのだと信じています。

既存のインフラ、例えば全銀ネットや各銀行の勘定系システム等でも、決済業務に様々な情報を乗せ、両者を融合活用していく EDI などの対応をやっていることは認識しています。しかし、これを各々の銀行内で対応しようとする、既存インフラの老朽化対応のような守りの案件として限られた予算の中で進めていくことになり、チャレンジングな投資がしづらい文脈になりがちです。逆に、本フォーラムで議論しているような攻めの投資がしやすい文脈というのものも、各々の組織の中であるのだろうと思っています。

私が今経営企画部の FinTech 推進室という新しい組織で決済のビジネスを進めているように、それぞれの企業の中で、新しいものが誕生するかもしれない、今までできなかったことができるようになるかもしれない、という期待に突き動かされて動いている案件があるのだと想像しています。こういった案件を動かす、組織の合意や予算を勝ち取っていかねばならない課題に対して、モメンタムに乗るとするのは現実的な解の一つになるのだろうと思っています。

重要なことは、同じ方向を目指すこういった期待やモメンタムをシュリンクさせないことです。日本の企業でよくある話だと思いますが、「それだとういうことができないじゃないか」、「今あるものでもできるじゃないか」といった横槍が入ったとしても、そういった抵抗に負けずに、期待値ドリブンで、ここに参加しているような方たちを中心に着実に動いていくことが大事なのだと思います。

最後に、実際にデジタル証券を購入・利用して頂く投資家の方々や、デジタル証券を発行される民間事業者の方々の応援の声が最重要だと思います。そういった方々から「こういったことを望んでいる」という声を集める努力をすることも、我々事業者としては当然にやっていくべきだろうと思います。

(日本銀行決済機構局 副島)

ものすごく共感しました。なぜ FinTech センター長が決済の未来フォーラムの分科会の旗を振っているのかも同じような理由で、色々な組織の事情があるなかで、いま現れてきているモメンタムを追うことの可能性や未来に賭けるべきだという判断と想いがあったからです。

(株式会社 BOOSTRY 佐々木氏)

齊藤さんのコメントはそのとおりだと思いながら聞いていました。まさにそういう点が重要だと思っています。大きな金融機関が参入しているビジネスにおいては、どこを事業化していくかという議論が絶対に出てきます。先ほどの共通化・共有化の話題と同じですが、共有化できるインフラという部分は戦わない領域として業界として定義すべきところだと考えています。そのうえで戦う領域を本業のところでやりましょうということです。インフラに求められる特性というのは、戦わない領域であるという認識を業界全体で共有することが重要だろうと思っています。そうしないと各社の考えで共通化可能なインフラ、例えば直近登場している資金決済サービスは業界で共有化できず別々に動き始めてしまっています。

求められる機能については、福島さんのお話にあったとおりなのだと思います。我々も事業を進めるなかで感じているのは、A から B にモノ（デジタル証券）を送って同時に資金を決済するというのは技術的には容易ですが、既存の資金決済網で業務を作り込んでいくのはなかなか簡単ではないということです。将来的な発展性を踏まえると外部のサービスと繋がらないといけないことは自明であり、資金決済がその最初の課題です。

こうした共通インフラは日本銀行がやるのが一番わかりやすいということもあると思いますが、まずは、資金決済や証券決済のインフラが共通領域であるという認識をみなぎ共有したうえで、そこで何がやりたいのか、将来の発展性を見越した外部との連携・接続性を、事例ベースで理解していくことができると思

ますので、これを一步ずつ埋めていくことが必要だと思っています。

(SBIホールディングス株式会社 藤本氏)

齊藤さんがアグレッシブなご意見をされていたので驚きながらも非常に同感するところがありました。

以前に、証券の無券面化という証券決済制度の改革に携わっていた経験があります。これを進める際に一番重要だったのは、発行体の利便性をどう高めるかを主眼に据えたことだと思います。金融仲介業者やインフラの視点よりも、最終的に発行体にとって如何にインフラをよくしていくかということを証券制度改革の根っこに据えていたために上手く行ったという記憶があります。

セキュリティトークンについても、プラットフォームについては佐々木さんの言う通り、どのプラットフォームがよいかというよりもインターオペラビリティを確保するという共通意識のもとで進めて行けばよく、最終的に如何に低コストな決済インフラを作るかということが、発行体、ひいては投資家の利便性にもなります。どうやったら投資家・発行体がデジタル証券という新しいインフラに乗ってきてくれるかを根っこに考えると、自ずと協調すべきところは見えてくるのではないのでしょうか。そこを下手に競争すると、投資家・発行体の利便性を損なってしまい、市場の発展は望めません。

これは我々民間金融業者だけに閉じる話ではなく、日本銀行や証券保管振替機構などもいっしょに関与したほうが上手く進みます。これは民間の領域、これは公的機関の領域といったことを最初から線引きせずに、何がベストな組み合わせなのかを、できれば公的機関にも入って頂いて議論を進められるのが一番よいと思っています。

(日本銀行決済機構局 副島)

決済の未来フォーラムの目的は、まさに今おっしゃって頂いたものです。新技術やイノベーションが新しい決済手段や金融サービスを産み出しつつあります。こうした動きのもとで、未来の決済システムやマネーシステムをどのようなものにしていったほうがよいのか、関係者が広く集まって議論を行う場を提供する。そうした目的で、未来フォーラムを立ち上げました。もちろん、個別にも意見交換や技術情報の収集もさせて頂いております。そういった試行錯誤の先に

未来の姿が見えてくるのだと思います。

(株式会社 LayerX 福島氏)

あまり DLT の話が出なかつたので最後にお話しようと思います。DLT がなぜ証券のデジタル化に適しているかという論点ですが、これはデジタルイネーブラとしての DLT の力に尽きるのではないかと考えています。

証券がデジタルになると、本日のプレゼンにあったような様々な可能性が拓けてきます。今は世の中に存在する証券のほとんど、特に私募のものは、9 割方デジタルではない(デジタルのメリットを十分発揮できていない)と思います。

(社債の原簿管理などを行っている) スプレッドシート上にあるかもしれませんが、それは単に電子化されているだけでデジタルではないと思います。真のデジタルというのは、エコシステムに組み入れられる、他のプログラムとの接続性がよくなることで、投資家や発行体が今までできなかったことが可能となったり、利便性を享受できたりする、ここまで進んで初めてデジタル化されたと言えるのだと思います。これをデジタル化可能という意味でデジタルイネーブルと呼んでいます。

なぜ証券をデジタルイネーブルにすることが難しかったかという、いくつかありますが、一つは証券の持つ性質や処理の複雑さです。権利でありながら譲渡ができて、かつ二重払い(譲渡)はできないという性質や処理要求は、DLT が持つ技術特性ととてもマッチしています。もちろんゼロからスクラッチで別のインフラ基盤を作ってもいいですが、DLT という既にある高速道路に乗ったほうが安く早くできるという、ただそれだけの話ではないかと考えています。機械学習やクラウドなど他の技術やインフラ基盤でも同じ議論がなされています。ゼロからサーバやネットワークを組み立てて、その上にインフラを作っていくことはせずにクラウドを使います。このように DLT というものは技術選択肢の一つとして、ただ確実に意味のある選択肢として捉えるのがよいと考えています。

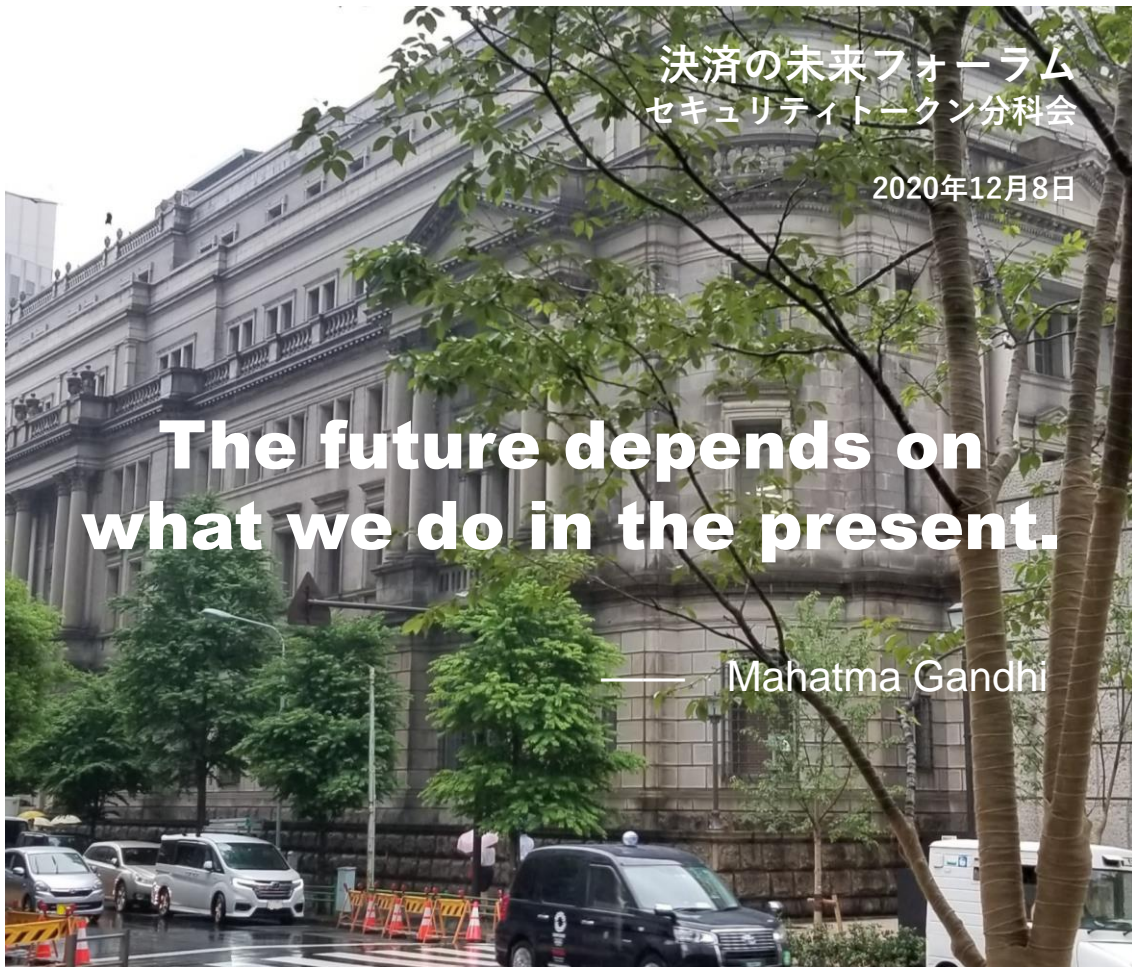
(日本銀行決済機構局 副島)

新しいサービスは新しい技術によってドライブされる場所もありますが、技術に固執せずに目的ドリブンで考えていくというご指摘だと受け取りました。前回行った決済の未来フォーラムのデジタル通貨分科会では、冒頭で一般利用

型の CBDC に触れました。CBDC を出すこと自体を目的化したような議論をよく耳にするのですが、CBDC を出すことが最終目標なのではありません。優れた決済インフラ、マネーシステムを作り、その上に優れた金融サービスがどんどん誕生し、それが人々の暮らしを良くし、ビジネスの推進にプラスになり、経済成長に繋がること。これが最終目的なのだと思います。それを達成する手段として CBDC がよいのであれば、これを選択するという一つのソリューションに過ぎないのだと考えています。ホールセール CBDC についても同じような議論が成り立ちます。

1 時間弱のディスカッションの予定時間があっという間に終わってしまいました。フォーラム前半ではデジタル証券、セキュリティトークンに関する各社様の取り組みについて広く知ってもらうことも本フォーラムの目的でした。証券ビジネスに関わる実務家の皆さまを中心に聴講に応募頂いた方が約 330 名、実際に聴講頂いた方が 250 名以上いらっしゃいました。この分野への関心は非常に高いことを改めて確認いたしました。まだ創成期にあるビジネスであり、様々な課題が数多く存在しておりますが、まずは今回のフォーラムはここで終了させていただきます。登壇者、聴講者の皆さま、ご協力、ご参加頂き大変ありがとうございました。

以 上



ディスカッションにご参加頂いた皆様