

第3回 スタートアップ・イノベーションワーキング・グループ 議事概要

1. 日 時：令和4年3月18日（金）15時00分～16時33分

2. 場 所：オンライン会議

3. 出席者：

（委 員） 武井一浩(座長)、御手洗瑞子(座長代理)、大槻奈那、夏野剛

（専門委員） 落合孝文、後藤元、竹内純子、堀天子

（政 府） 牧島大臣、山田大臣政務官

（事 務 局） 村瀬室長、辻次長、山西次長、渡部次長、天田参事官、赤坂企画官

（ヒアリング対象者）

小柳雅彦 一般社団法人日本STO協会 理事

河合健 一般社団法人日本STO協会 法律顧問

（アンダーソン・毛利・友常法律事務所外国法共同事業 パートナー）

青木俊介 一般社団法人日本STO協会 法律顧問

（アンダーソン・毛利・友常法律事務所外国法共同事業 パートナー）

繁本賢也 金融庁 企画市場局 市場課 市場業務監理官

4. 議題

（開 会）

議題 デジタル社会に対応したデジタル証券セカンダリー市場の環境整備

（閉 会）

5. 議事概要

○武井座長 定刻となりましたので、ただいまより第3回「スタートアップ・イノベーションWG」を開会いたします。

本日は「デジタル社会に対応したデジタル証券セカンダリー市場の環境整備」について御審議いただきます。

本日は牧島大臣にも御出席いただいておりますので、最初に御挨拶を頂きたいと思えます。では、牧島大臣、よろしくお願ひいたします。

○牧島大臣 お忙しいところ、お集まりいただきまして、ありがとうございます。

皆様には、本日は「デジタル社会に対応したデジタル証券セカンダリー市場の環境整備」について御議論いただきます。

デジタル証券は、ブロックチェーン技術等を用いて有価証券をデジタル化したものです。徐々にではありますけれども、不動産関連を中心に発行事例が出てきています。

デジタル証券のメリットとして掲げられるもの、それはブロックチェーン技術等を活用して24時間365日いつでも素早い取引が可能だということ、取引管理をデジタルベースで行うことで効率化・低コスト化し、個人投資家を想定した小口（少額単位）での販売を可

能とすること、こうしたものが挙げられると考えております。

このような特性を生かして、これまで投資対象とすることが難しかった個別の不動産やインフラ設備への投資、さらにはスタートアップなどの資金調達にデジタル証券が活用されることが期待されています。

デジタル証券の市場規模は世界的に拡大傾向にあります。現在の10兆円弱から、2025年には30兆円規模になるという試算もあると承知しています。一方で日本では、デジタル証券の流通市場が整備されておらず、そのポテンシャルを十分に取り込む環境が整っていないことが課題であるとお声を聞いています。

今後の成長が最も期待されるスタートアップやイノベーションを強力に後押しする規制・制度改革を進めていくことが我が国経済の持続的成長に極めて重要であると考え、これは有識者の先生方とも共有させていただいていると思います。金融庁におかれては、デジタル証券のポテンシャルを十分に発揮できるように、事業者の声に耳を傾け、まずはスピード感を持って流通市場の整備に取り組んでいただくことを期待して、御挨拶とさせていただきます。どうぞよろしくお願いいたします。

○武井座長 牧島大臣、ありがとうございました。

それでは、議題に入ります。

まず、日本STO協会の小柳様より今回の御要望について10分程度で御説明いただきます。その後、金融庁様より御説明いただきまして、質疑応答を行いたいと思います。本日は、お忙しいところ、御出席いただきまして、誠にありがとうございます。

なお、日本STO協会の御要望について、大槻委員はマネックス証券の専門役員でいらっしゃいますけれども、本日はあくまで規制改革推進会議の委員として御参加いただきますので、皆様、御了解のほどよろしくお願いいたします。

それでは、小柳様、よろしくお願いいたします。

○一般社団法人日本STO協会(小柳理事) 日本STO協会の小柳でございます。本日は、このような会議への参加の機会を頂きまして、誠にありがとうございます。

それでは、資料に基づきまして、デジタル証券における流通市場の活性化に向けた課題、要望につきまして、御説明いたします。

デジタル証券は、2020年5月施行の改正金商法により、ブロックチェーン等で電子的に発行・移転ができる有価証券や権利として、その取扱が明確化されたところです。

デジタル証券として、株式や社債に加えまして、信託受益権、集団投資スキーム持分等をトークンに表示したものが対象となり、流通性が高まるとの予想から、金商法上、新たに「電子記録移転権利」と定義され、株式、社債と同様に、第一項有価証券として開示規制が課され、第一種金業者（証券会社）等が販売勧誘を行います。

私ども日本STO協会は、2020年4月に金融庁の認定を受けた自主規制機関で、現在、証券会社、信託銀行など会員68社で構成しております。

(資料2頁目) 参考は、デジタル証券の分類でございます。金商法では、上にあるリア

ルの株式、社債等と下段の信託受益権、集団投資スキーム持分等があり、その間に、新たにデジタル証券が設けられました。3つに分類され、株式、社債をトークン化したもの、これは日本証券業協会が自主規制機関で、次がSTO協会が担当します電子記録移転権利、適用除外電子記録移転権利でございます。

(資料3頁目) 2は、デジタル証券の発行状況でございます。

2021年4月以降、デジタル社債、不動産信託受益権を裏付け資産とするデジタル証券が公募により個人投資家に販売されております。

デジタル証券は、受益証券発行信託の受益権や匿名組合出資持分に加えて、信託受益権、TMKの優先出資証券、リートのデジタル証券の発行も検討されております。裏付け資産は、現在、不動産に加えて、航空機、船舶のリース債権、住宅ローン等の金銭債権、知的財産権等の検討も行われているところでございます。

デジタル証券は、不動産証券化証券で見ますと、J-REITと異なる、例えば、単一のビルや商業施設を裏付け資産とする個人投資家向けの新しい金融商品の組成・提供を可能といたしました。今後、不動産以外に拡大することで個人投資家が新しい金融商品へアクセスができ、資産形成の選択肢を大きく広げる可能性を秘めております。

一方、事業者にとっても、資金調達の実績が格段に広がり、多様な資金調達のニーズをかなえる大きな可能性を持っております。

(資料4頁目) 3は、デジタル証券市場の可能性でございます。表にありますとおり、2025年には世界的に約30兆円規模の市場に発展すると予想されますが、我が国では流通市場がなく、世界のデジタル証券市場の発展に後れをとる可能性が高いと考えております。そこで、早急にデジタル証券市場の整備を進めていくことが必要不可欠でございます。

(資料5頁目) 4は、背景でございます。

発行体のデジタル証券での資金調達機会を拡大させ、個人投資家を含めた幅広い投資家層に投資機会を提供し、資産形成を促すためには、発行後のセカンダリー取引の促進、流通市場の整備は極めて重要でございます。

デジタル証券では、取引所やPTSはなく、セカンダリー取引は証券会社と投資家との店頭取引に限られております。PTSに係る法令は、20年以上前、まだインターネットが広く一般に普及していない時代に制定された規定で、現在の社会実態を反映したものとは言い難いと考えております。

デジタル証券は、法令上、電子情報処理組織の使用が前提で、流通市場におきましてもインターネットで取引が完結する仕組みが構築されなければ、デジタル化の利点がないと考えております。デジタルで取引が完結する流通市場は、政府のDX推進政策の流れに合致すると考えております。

(資料6頁目) 5は、要望事項です。

PTSの規制を見ますと、PTSに該当する売買価格決定方式は抽象的に広く定義されており、インターネットによるセカンダリー取引は一律にPTSに該当する可能性がございます。証

券会社では、インターネットでのデジタル証券の店頭取引に二の足を踏み、その結果、投資家の売却換金・売買取引のニーズに応えにくい状況となっております。

デジタル証券のインターネット上での取引は、電話、対面での取引と比較して価格形成機能に特段の差のない取引もありますが、全てPTSの定義に該当する可能性がございます。

(資料7頁目) この表で、市場形態と価格形成機能との関係を説明いたします。横軸が価格形成機能(流通性)を、縦軸は、取引所、PTS、店頭取引の市場形態を示しております。

まず、左上ですが、取引所の競売買は非常に高い価格形成機能(流通性)を持っており、次のPTSのうち競売買方式は、取引所に準じた価格形成機能を有しております。一方、PTSの売買価格決定方式のうち、顧客間交渉方式、売買気配提示方式、顧客注文対当方式につきましては、価格形成機能の高いものから低いものがございます。

これらにつきましては、(資料12頁目) ST0協会で行っている(参考2)のイメージ①と②で御説明いたします。イメージ①では、証券会社は、インターネットを通じまして、左側のお客様に売買参考価格、顧客の注文状況、前日に成立した取引価格・数量を提示し、顧客から発注、(売り)注文を受け付けます。次に、矢印にありますように、証券会社では、営業時間終了後、1日1回ですが、価格、時間の順に約定付け合わせを行い売買を成立させます。この売買参考価格ですが、当日中は変更されない同じ価格、一本値で、上場株式PTSのように、リアルタイムに顧客の注文状況、売買成立の状況によって更新、提示するものではありません。

(資料13頁目) イメージ②では、証券会社は、同じくインターネットで売買参考価格を提示し、お客様から注文を受け付けますが、売買の成立方法は2つございます。例①では、お客様の売り注文に対して、証券会社が買い受け、売買を成立させます。例②では、価格、数量が一致する場合に限り、お客様の売り注文、買い注文について、証券会社が一旦それぞれお客様の相手方となって買い受け、売り付け、お客様の売買を成立させる方法です。これもイメージ①と同様に、売買参考価格は、当日中は変更されない同じ価格です。

7ページに戻ります。黄色の部分でございますが、こうした方式では、デジタル化により一律にPTSに該当させるべきではなく、矢印の下にありますように、実質的な価格形成機能があるか否かを勘案すべきであって、価格形成機能の低いものや、ほとんどないものにつきましては、PTSよりも店頭取引として規制することが適切であると考えております。

(資料8頁目) 取引所やPTSは、多数の投資家が注文を出し、取引を行うことで需要と供給が集約されて有価証券の価格形成がなされます。そのため、適正な価格形成がなされるよう高度な規律・規制が必要とされ、取引所の開設は免許制で、PTSはPTS業務に係る特別の認可が求められております。

一方、店頭取引は、証券会社と顧客との相対取引であって、需要と供給の集約がないため、それ自体では価格形成が行われるものではないということで、一般的な証券会社の業務の中で取引が行われています。

(資料11頁目) 6で要望事項を、改めてまとめております。

インターネット社会の実態を適切に反映し、証券会社が投資家に適切な投資機会を与え、円滑な取引が行えるよう、PTSで行われるべき取引と店頭取引として行うことができる取引の範囲の明確化です。

インターネット取引であっても、価格形成機能が低いと考えられるものはPTSではなく店頭取引として整理し、デジタル証券に適した投資家保護の仕組みの導入でございます。

さらに、デジタル証券を広く一般に普及させるためには、PTS等、大きな流通市場も必要不可欠であり、デジタル証券の取引にマッチするPTSのルール整備も必要でございます。

そうした検討、措置を通じて、インターネット上でデジタル完結されるデジタル証券の流通市場のあり方の整理をお願いいたします。

(資料16頁目)最後でございますが、STO協会では、参考4のとおり、デジタル証券の投資家、発行者からの信頼性、安心感の確保のため、自主規制業務を確実に実施しますとともに、特にデジタル不動産につきまして、適時開示、運用報告、投資運用業者の行為規制、不動産の評価方法、投資家の売買の参考となる価格の算定、提示などの検討を行っており、今後、自主規制規則等として定め、必要な措置を講じてまいります。今後、不動産以外の資産の流動性が見込まれるデジタル証券についても必要な検討を行ってまいります。

デジタル証券市場の活性化に向けまして、こうした取組を是非御支援いただくとともに、今回御要望いたしましたことにつきまして実現していただきたく、重ねてお願い申し上げます。

私からの説明は以上でございます。

○武井座長 分かりやすい御説明を頂きまして、誠にありがとうございました。

それでは、続きまして、金融庁の繁本様より御説明を頂きたいと思っております。よろしくお願ひいたします。

○金融庁(繁本監理官) ただいま御紹介いただきました金融庁の繁本と申します。本日は御説明の機会を頂戴し、ありがとうございます。

それでは、資料に基づきまして、御説明させていただければと思っております。

ただいまSTO協会の小柳様から御説明を頂いたような議論、まさに現在、金融審議会で私どもも行っておりますので、その議論を中心に御案内できればと思っております。

まず、3ページでございます。私ども、現在、金融審議会の「市場制度ワーキング・グループ」という会議体の中で、本件も含めた幅広い資本市場のインベストメントチェーン全体の議論をさせていただいております。

上のほうに諮問事項として、コロナ後の新たな経済社会を見据え、我が国資本市場の一層の機能発揮を通じた経済の回復と持続的な成長に向けて、投資家保護に配慮しつつ、その後、幾つか個別の論点も書いてありますけれども、これは例示でございまして、そういったことについて検討を行うことというようなことで諮問を頂きまして、その下はメンバーでございますが、学習院大学の神田秀樹先生を座長に、経済学や法学の学者の方々、実務のほうでは弁護士の先生方、あるいは企業、運用業者等の実務家、シンクタンク、様々

なメンバーに御参加いただいで議論させていただいております。

その下に直近の開催状況がありますけれども、一昨年、2020年10月から2021年6月にかけて、一旦、諮問事項にありますような海外金融機関の受入れとか、成長資金の供給、あるいはいわゆるファイアーウォール規制等についての議論を行った後、2021年10月からは、やや仕切り直して資本市場をめぐる様々なインベストメントチェーンと言われるもの全体について課題を改めて抽出して、それについて議論していこうということで、これまで4回議論し、また今月、第16回を開催予定となっております。

その中で、4ページでございますが、3つの柱で今、議論しておりますが、その1つの柱として市場インフラ機能の向上について議論しており、流通市場に関するような議論も大きなテーマとなっております。まさにデジタル化やサステナビリティへの関心の高まりといった世界の潮流の中で、デジタル・トークン等の新しい商品を含む多様な金融商品がより円滑・安定的に取引されていくよう、市場の機能やレジリエンスの向上について検討するというところで、問題意識としてはまさにSTO協会さんと共通するところがあると思っております。

5ページでございます。見取り図でこれを表現しております。一般に証券市場での取引といった場合には、取引所の取引、それから先ほど御説明のあったPTSといった組織的につくられた流通市場とOTC（店頭取引や相対取引）といったものがございます。上場株式、債券、デリバティブといったものに加えまして、店頭取引の中では多様な金融商品の取引が行われつつあります。まさに証券トークンや外国株式といったものが店頭取引で行われているわけですが、取引が一定程度活発になってきた場合には、相対の取引ではなくて、ある程度取引を集約して行うような取引施設というようなものがあつたほうが望ましいと一般に考えられておまして、その辺り、現在、店頭取引で行われている多様な金融商品を、例えばPTSのようなプラットフォームで取引するためにはどういった体制づくりが必要なのかといったような多様な金融商品の適切な流通に向けた議論というのが一つの議論です。

もう一つの議論は、取引所とPTSで市場間競争が行われていますが、それをどういうふうに進めていくか。あるいは一昨年、東証のシステム障害で終日市場がストップしたようなことを受けて、日本市場全体のレジリエンスの向上、その辺りの議論をしているところでございます。

その中でも特にセキュリティトークンあるいは多様な金融商品の流通市場に関する部分を6ページ以降にまとめております。

まず、取引の主なプラットフォームとして、取引所とPTSがあるので、最初にそこを御説明させていただきます。PTSというのは証券会社が運営する取引のプラットフォームということになります。

それぞれのプラットフォームで何をしているのかということで、取引所というのはまずは有価証券の上場というようなことで、業務のところに書いてありますけれども、上場審

査、上場廃止、あるいは証券の発行者に対して適時開示を行わせるとか、もうちょっと言うところコーポレートガバナンス・コードに基づいてコーポレートガバナンスの向上を図る等々、発行される証券の魅力向上に向けた様々な業務を行っています。これに加えて、取引のプラットフォームの関係で、例えば取引の公正性の確保とか、投資家に対する情報提供等々の業務を行っているということになります。

他方、PTSは、いわゆる上場関係の業務というのは行っておりません。取引のプラットフォームの業務に特化しているということになります。また、PTSは自主規制機関ではございませんので、規制の上でも、例えば取引所に求められているような株主規制とか業務範囲規制などといったものも課されていないという状況でございます。他方で、取引のプラットフォームですから、例えば投資家などに対する価格等の情報の提供、あるいは不公正取引を排除するための内部管理体制、あるいはここには書いてありませんが、取引を行うプラットフォームのシステムの容量だとか、安定稼働のための取組等についてはPTSについても一定の規制が求められるという状況でございます。

次に、多様な金融商品の流通の円滑化のあり方ということで、ここでは公募の証券トークン、外国株式等について取り上げております。先ほどSTO協会さんのほうから最後にちょっと触れられておりましたけれども、近年、公募の証券トークンを取り扱う取引プラットフォームとしてPTSを設立したいというような動きも出てきております。PTSで証券トークンを取り扱うこと自体、現在の規制でも禁止はされておられませんし、投資家のニーズに合致したものもあると考えられます。

他方、これまで取引がされていないという中で、実際に証券トークンを取引のプラットフォームで取り扱う場合に、どういった点に証券会社あるいは監督する我々金融庁や自主規制機関等が留意すべきなのかといった点が必ずしも明確になっておらず、そういった意味で、やるほうも何をすれば十分なのだろうと迷うところもあるというようなことかと思っております。その辺りで実際に投資家保護をしながら、証券トークンの流通の円滑化を図るためにどういった対応が必要なのかといったところを金融審議会の中で現在、議論しているという状況でございます。そのほか、例えば外国株式等にも同様のニーズがあるということでございます。

次のページは、参考で書いてあります。取引のマッチングの後は、トークンの取引の決済や振替といった権利の移転等のプロセス、ポストトレードと言われるプロセスがございます。今の取引所ですと、マッチングは取引所がやって、その後は清算機関、振替機関といった、また別の機関でこういったことはやっておりますが、証券トークンの場合、シームレスに処理する枠組みが構築されれば、より利便性が向上するといった可能性も指摘されております。

そういった中で、振替機関であれば、下にあるような「社債、株式等の振替に関する法律」に基づきまして、指定を受けた上で、様々なこういった規定に基づいて振替の業務を行っていくわけでございます。その中には、利用者保護、例えば誤記載した場合にどうい

うふうにそれを解消していくのか、投資家に対して被害が出た場合にはどういうふうにそれを補填していくのか、あるいは証券の権利をどういうふうに移転していくのか等々が整備されております。

証券トークンの場合、必ずしも振替機関を使うということではないのかもしれませんが、例えば利用者保護、システムの安定稼働、適切な情報管理などでは一定の体制整備が必要なのだろうということで、この辺りも論点にはなり得ると考えております。

9 ページは、非上場株式を代表例に、PTSと店頭取引の関係を論点として掲げております。2つ目の丸ですが、電子的に取引のマッチングを行う場合、全てPTSに該当するのではないかと懸念がある。法律上、同時に多数の者を当事者として売買を行わない場合にはPTSには該当しないとなるわけですけれども、そこら辺の線引きが証券会社からすると懸念があるということで、その辺りについてもやはり議論が必要なのではないかとということでここでは掲げております。

10ページでございます。こうしたことに向けての問題意識、課題設定でございます。赤く囲んだところがただいま説明したような部分でございます。日本においても証券トークンの発行が始まっており、これをPTSで扱いたいというニーズが示されている。適切な投資家保護の下で、多様な金融商品が取引プラットフォームにおいて取り扱われるようにしていくためにはどのような対応を取っていくべきか。

もう一つ大事なのは、これまでは取引所で上場されている株式などの補完的な市場としてPTSは活用されてきておりますが、証券トークンを含めた非上場の金融商品がPTSで流通される場合に、商品の適切な確保等、上場商品のPTSとは異なる配慮が必要な場合も考えられるが、こういった点に留意が必要か。

それから、デジタル化が進む中、電子的な取引のマッチングが全てPTSに該当するものではないことを明確化することについてどう考えるか、そういった必要があるのではないか。

そういった課題を設定した上で金融審議会では議論をスタートしたところでございます。この論点は一回議論したところですが、引き続き議論を深めていきたいと考えております。

13ページからは参考でございます。こういった議論の一方で、急ぎ、そういったトークン等も取扱をしていきたいといった場合のもう一つの対応策として、金融庁では「FinTech実証実験ハブ」といった仕組みを設けております。この中では、フィンテック企業や金融機関が前例のない実証実験を行う際に抱きがちな躊躇、懸念を払拭するためということで、明確性、社会的意義、革新性、利用者保護、実験の遂行可能性の観点から支援を行っていくとしております。金融庁内に担当チームを組成して、フィンテック企業や金融機関がイノベーションに向けた実証実験を行うことができるように支援している。あるいは実証実験終了後も一定期間にわたってサポートするというような仕組みでございます。

14ページでございますが、その実績としましても一定程度の実績が、これまで962件、上がっております。また、処理も極めて早く、相談終了後に対応しているところでございます。本格的な制度の検討と併せまして、個別な対応につきましては、こういった仕組みも

併用して、なるべく速やかにデジタル証券の流通市場をどういうふうにしていくかといったところの検討を進めていきたいと思っております。

私からは以上でございます。ありがとうございました。

○武井座長 繁本様、誠にありがとうございました。

それでは、これから質疑応答に入りたいと思います。まさにSTO協会さんからの御要望も金融庁は現在、真正面から受け止めて御検討されていて、かつSTO協会さんからの論点だけではない、よりいろんな大きな広がり、マクロな論点がデジタル証券の活性化にはたくさんあって、そういうところも全部、鳥瞰的に受け止めて検討されているというのが今の繁本様の御説明だと思えます。こうした形でスピード感を持って進めていくのがよいなと感じました。今後ともよろしくお願いいたします。

それでは、皆様からの質疑応答に入りたいと思いますが、どなたからでも結構ですので、よろしくお願いいたします。では、堀専門委員、お願いします。

○堀専門委員 ただいま御説明をありがとうございました。この分野のデジタル証券についての検討が非常に進んでいるという様子も大変よく分かりました。

STO協会さんに対して一点質問と、金融庁さんに対しても一点質問がございます。

STO協会さんに関して、今回このワーキング・グループの中で問題提起されたのは、PTSと店頭取引との境目を明らかにしてほしいというような観点かと思えます。価格形成機能が低いものについては店頭取引で十分できるのではないかという点が問題意識として挙げられていたかと思えますが、それは不動産トークンを前提としたような考え方ということでしょうか。価格形成機能が低いというのはどこまでのことをおっしゃっているのか。例えば非上場株式のようなものも入るとのことなのか、そうではないのか。この要望が不動産トークンに限ったような要望になっているのか、もう少し広がりがあるような御要望なのか、線引きによってどのぐらいの種類の証券トークンが扱えるようになっていくのかという御要望なのか、その辺りをお伺いしたいと思っております。

もう一つ、金融庁さんへの質問は続けてよろしいでしょうか。

○武井座長 どちらでも。では、今の点だけ先にやりましょうか、STO協会さん、お願いいたします。

○一般社団法人日本STO協会(河合法律顧問) STO協会の法律顧問を務めております弁護士河合と申します。よろしくお願いいたします。

堀先生の御質問については、今、最も取組が進んでいるのが不動産の流動化しているトークンということで、不動産のものを例として挙げさせていただいております。

不動産については、市場で流通している公募リートとは違いまして、一棟物とか数棟物を対象としていますので、大きな社会事変がない限り価格が動きにくいという特性はありますので、つまりマーケットの需給で大きく動くという可能性はそれほど大きくないので、商品自体としてマーケットで需給を集約して価格形成していくという側面は典型的に弱いとは考えております。ただ、今後、この分野だけを考えているわけではなくて、例えば今

ですと案件的には航空機リースのようなものを取り上げたいというように、どちらかという資産流動型のものが先に進んでいく。そういう意味では、価格のぶれが少ないものからやっていくということでございます。

未上場株式についても対象には含まれると認識しておりまして、いずれ同じような枠組みを考えていきたいと思っておりますが、未上場株式のほうは価格が分かりづらい、資産流動型のほうが価格は分かりやすいということがございますので、一定程度資産流動型で整理がついた上で、未上場株が現実的には対象になってくるというのが証券会社のおおむねのお考え、もしくは発行体側のおおむねのお考えというのが現実なのではないか。

まとめますと、デジタル化できるものについては全て対象にはなるのですがけれども、順番は、やり方の問題と証券自体の属性の問題の両方がある、証券自体の属性としてやりやすいものからやり方を整理していきたいというところで考えております。

小柳さん、もし追加がございましたら、大丈夫ですか。

○一般社団法人日本STO協会(小柳理事) 大丈夫です。

○武井座長 ありがとうございます。堀先生、いかがでしょうか。

○堀専門委員 ありがとうございます。

やりやすいものからやっていくということについて御要望だというふうに理解しました。店頭取引でできるものとPTSで扱わなければいけないものの線引きを明らかにすること、これも非常に大事だと思っておりますけれども、より本質的には、デジタル証券の流通活性化の観点から、すなわち、二次流通も含めてデジタル証券を流動化させた上で市場全体を活性化していくのだという観点からすると、その線引きだけではなく、PTSの在り方についてもよく御議論いただくのがよろしいのかなと思っております、どこまでの今回の御要望なのかということと将来的な広がりみたいなことをお尋ねしたということでございます。

金融庁さんに対しては、むしろPTSの考え方についての御質問になってしまうかもしれませんが、価格形成機能の有無によってのみ区別されるということではよろしいのか、そうではないのか。この点、市場取引もあり、PTSの取引もあり、店頭取引もありという、この3つの区分があって、それぞれ法律論としてどうなっていくのかということも大変興味深くはあるわけですが、どの市場に何を任せるのかという大きな構想みたいなものが大事になってくるのかなと思っております。とりわけSTOの世界であります、グローバルな市場の中で取り合いになっているようなところもございまして、日本でできる、できないというところが不明確である、あるいはPTSというものが用意されているけれども、実現が遅れているということであるとすると、やはり日本の市場を飛び越えてデジタル証券が進んでいってしまうというような、遅れの問題意識もあるところでございます。PTSに対して金融庁さんとして、デジタル証券をどの程度代替市場として位置づけようとしているのか、それからまた改めての議論ということなのか、現状の御検討状況を可能な範囲で結構ですので、お考えを教えてくださいたいと思います。

○武井座長 すみません、金融庁からの答えの前に。今、堀委員のおっしゃったPTSの在り方について、STO協会さんの資料でも今回の御要望以外のところでPTSとかいろんな全体の在り方の話が最後のほうで触れられていたかと思しますので、堀委員の御質問に関して、まずSTO協会さんからコメントを頂いてから、金融庁さんからのコメントを頂ければと思います。ではSTO協会さん、一言、今の堀委員の御指摘についてお願いいたします。

○一般社団法人日本STO協会(河合法律顧問) 引き続きまして、河合のほうからお話し申し上げます。

堀先生のおっしゃったことについては、まさにそのとおりだと思っています。当然ながら、グローバルな広がりを持つ状況においてどういうふうに在り方を決めていくのかというのは非常に重要だということで、全体観としての整理はSTO協会としても必要だと考えております。今回、特に店頭のところに絞った形でお出ししているのは、PTSについては整理に一定程度時間がかかる。政省令の改正等も必要になってきますので、取りあえず、喫緊に店頭がやっていかないと投資家に対してセカンダリーが提供できないということで、この分野に絞ったということがございます。

グローバルなマーケットを見たときに、アメリカは非常に進んでいまして、アメリカはATSというPTSに類似した制度があるのですが、アメリカのATSは数十、既に存在していて、非上場株式でトークン化していないものを扱っているところもございまして、要するにユニコーンの株を扱っているところもありますし、デジタル証券も複数のATSが立っておりまして、ATS間競争も存在して、やや柔軟な形で日本のPTSに相当するものが動いています。日本はPTS制度自体の利用がほとんどなく、現実的にはジャパンネクストさんぐらいというような状況ですので、その辺りが大きな違いとして進んでいる。アメリカで進んでいるのは、ATSが割とやりやすい環境にあるがためにそういうプラットフォームが多数存在して取引できるという状況になっていると認識しております。そこでのギャップをどう考えるのかということもあるのかなと思います。PTS制度自体の考え方を整理する上においては、かなりの数が存在しているアメリカの現状と、日本についてはそもそも今のPTS自体がほとんど存在していないという状況のギャップをどう考えるのかという点もグローバルな観点からいうとあるのかなと思います。

堀先生の御質問、問題意識に答えられたかどうか分からないのですが、STO協会側から何か補足はございますでしょうか。大丈夫ですか。

では、協会側からは今のとおりでございます。

○武井座長 ありがとうございます。

お待たせいたしました。金融庁さん、御回答できる範囲内でよろしくをお願いいたします。

○金融庁(繁本監理官) 承知いたしました。

回答の前に一点だけ、おわび申し上げます。先ほどの説明のところで「FinTech実証実験ハブ」の御説明の中で、14ページの資料に基づいて、これまでに962件の対応をしていると申し上げましたが、こちらは「FinTechサポートデスク」という、実証実験だけではなくて

様々な法令解釈の明確化や個別事案のガイダンスなどを行う窓口での対応の件数でございました。ここはおわびして訂正させていただきます。

続きまして、堀先生の御質問でございます。PTSの基本的な考え方ということでございますけれども、価格形成という言葉も先ほど出ておりましたが、必ずしも私どもとしては価格形成機能の高低がPTSと店頭取引の区別のメルクマールというふうに考えているわけではございません。むしろPTSというのは、一対多あるいは多対多の集団的な取引を行う場については、電子情報処理組織を使用して集団的な取引の場を形成される場合には、やはり一定の投資者保護等の観点から我々としても監督して、行政としても確認すべき事項があるろうということでPTSの規制が導入されているということでございます。

具体的には、例えば先ほどもちょっと説明の中で申し上げましたが、まずは、一対多あるいは多対多の取引が行われる場でございますので、システムの容量とか、システムに異常が発生しないような、あるいは発生した場合でも迅速な対応が図られるようにしていただく必要があるのだろうと、あるいはおかしな不公正な取引を排除するような仕組み、あるいは価格決定方法などが顧客に適切に説明されとか、取引に関する情報がリアルタイムで発信されているか。あるいは、これはPTSというよりは証券会社としてということでございますが、PTSは必ずしも専業ではなくて証券会社が一部門としてやることもできますので、そうした場合に、PTS業務を通じて得た情報を他の業務に不適切に利用することのないような体制づくり等々、取引の場を提供することに伴って行政としても確認していかなければいけないような事項を確認するために認可制でPTSという制度が設けられているということかと思っております。

PTSの中には、市場価格売買方式として取引所の価格でそのまま取引するものも対象になっておりまして、まさに取引所の価格を使うので価格形成機能というのはほとんどないわけですが、ここで集団的な取引の場が提供されるのであれば、やはり一定のそういった確認は必要なのだろうということで、これまで規制の対象となってきたということでございます。

日本では、現在、株式のPTSで行っているのは御指摘のあったジャパンネクスト証券とシーボージャパンという2社でございますが、過去には合計8社、PTS業務に参入しており、主には取引所との市場間競争の中で苦戦を強いられて撤退していったような企業もあったのは事実でございます。本日のテーマではございませんが、取引所とPTSの市場間競争についても金融審議会の中ではしっかりどういうふうな絵を描いていくのかを含めて議論していきたいと考えております。

以上でございます。

○武井座長 分かりやすい御説明をありがとうございました。

堀委員、いかがでしょうか。

○堀専門委員 ありがとうございます。

むしろデジタル証券というものを一つの契機として、日本市場の国際金融センターとし

ての機能を発揮させていくことを目標として考えていく中では、やはり積極的に、もちろん事業者ニーズとともに投資家保護の観点からも大事だと思いますけれども、それを踏まえても使いやすい市場ということで、また、ある種、取引所よりも柔軟なPTSというものの中で、場合によっては自主規制、自主ルールみたいなものに一部委ねるなどして、デジタルの早い動きに対応できるような、使われる市場になってほしいと思いますので、PTSの在り方についての議論はぜひ引き続き進めていただきたいと思います。ありがとうございました。

○武井座長 金融庁さん、今の点も大丈夫だと理解しています。グローバルとの比較、自主規制、当然、検討の作業に入っていらっしゃると思いますけれども、日本がスルーされないためというか、日本の市場の活性化を考えていらっしゃることと思います。うなずいていらっしゃるので、大丈夫だと理解しました。

では続きまして、後藤委員、よろしく申し上げます。

○後藤専門委員 御説明、どうもありがとうございました。

今の堀委員の後半のお話と重なってしまうかと思いますが、PTSでやるのか、店頭でやるのかということなのですが、先ほどの金融庁さんからの御説明だと、価格形成機能がある、ないでそこが分かれるわけではなくて、一対多もしくは多対多の形で、先ほどプラットフォームという言葉が使われていたかと思いますが、まさにそういうマーケット的な側面がある状況をPTSとして捕捉するということなのかなと理解しました。従来の議論もそういうものであったかと思います。

この点について、STO協会さんにお伺いしたいのですが、まず、取引のイメージ図もお示しいただきましたけれども、ここで想定されている取引は、一対多または多対多ではないので大丈夫だという整理はできないのでしょうか。この一対多または多対多というのは、金融商品取引法2条8項10号のPTSの定義で言うところの「同時に多数の者を一方の当事者または各当事者として」というところだと思いますが、ここには線を引かれずにご説明されていたかと思います。ご説明の中心はデジタルだからということにあったように思ったのですが、電子情報処理組織を使うことがPTSの要件とされているのは、電話とかでやっていたら一対多はできようがありませんので、当然、電子情報処理を使うことになるからかと思います。ですので、この一対多または多対多という要件でPTSには該当しないと整理することができるのであれば、良いのではないかという気もいたしますが、そこはどうなのでしょう。それが一点でございます。

もし、一対多でやらざるを得ないということがあるのだとしますと、先ほどの金融庁さんのお話を踏まえると、やはりそれは店頭とは違う側面があるということになると思います。価格形成機能がどれだけかというご指摘もありましたが、もともとはPTSに取引所市場と同じ規制をかけるかどうかというところを議論するときに価格形成機能の大小という話をしていただかと思っていますので、そこがスライドしてしまっているような気もします。

また、先ほど河合先生からも御紹介のあったアメリカの例などを考えますと、アメリカと

並んでいると見せるためには、やはりPTSでやっているという形をとる方が自然なのかもしれない。PTSが日本で使われないのは、PTSの使い勝手が悪いところがある体とすると、PTSの使い勝手をよくするのが本来の規制改革としては望ましいのかなという気がしたところだ。

PTSについては、過去に信用取引ができないという時期があり、そういう制約がかかっていたために結局使われなかったところもあったように、セキュリティトークンの取引についても、PTSではないのだという整理をするために何か制約をかけてしまうと、それが長期的に発展を阻害してしまう懸念もあるように思いました。スピード感とか时期的な問題というのはよく分かるのですが、本来であればPTSでやれるのだったら、その方がベターだということがあるのかそれとも、どうしてもそういう規制一切なしに店頭だけでやりたいのか、その辺りもお聞かせいただければと思います。よろしくをお願いします。

○武井座長 ありがとうございます。

では、STO協会さんからどなたか、よろしくをお願いします。

○一般社団法人日本STO協会(青木法律顧問) 日本STO協会の法律顧問の弁護士の青木でございます。今の点、2つあったかと思えます。

1つ目の一対多という要件で、今、検討しているものが整理できるかどうかということです。先ほどのイメージ図の①、②があって、その中で一対多にはなっていないと整理するには、例えばそれぞれの顧客がほかの顧客の注文状況を知り得ないようなシステムを検討すれば、確かにそれは一対一の取引が同時に多数存在するだけであって、ほかの注文を知らない顧客がそれぞれ勝手に注文しているという状況をつくり出すことはできるかもしれない。それは証券会社の工夫次第かなと思っていますが、他方で、今、店頭取引として行いたいというニーズの中では、一対一の取引だけをたくさん積み重ねるという方法でやるとやはり限界があるというか、店頭取引はあまり広がらないという懸念もある。どういう注文が出ているかというのを知った上で取引をしたいというニーズもあり得るところです。そういう理由もあって、例えばイメージ①の左側の「売り」と書いている青いところの横に①②③とあるのですが、②の顧客の注文状況(売買の別、指値、数量)を見えるようにしたいという一つの考え方をここで示しております。これが全ての証券会社がデジタル証券で考えておられる姿だというわけではないのですけれども、どちらかというところ、できれば注文状況を見せるような形でやるほうが取引の場としては発展するのではないかという考え方があろうと思っています。

仮にそのようにして、これを一対多であるというふうに見ざるを得ないとすると、その次の、後藤先生のほうから御指摘がありましたけれども、PTSに該当するかどうかを価格形成機能で見えないのだというふうに考えるのであるとすると、PTSの使い勝手をよくすべきなのではないかという議論、そういうのも一つの考え方であるとは思ったところです。

ただ、どちらかというところ、STO協会での我々の議論としては、価格決定方式を一つ一つ見ていくと、必ずしも先ほど金融庁さんがおっしゃっていたようなシステムの容量とか、そ

ういった部分、不公正取引があるかどうか、そういうところを確認する必要があるのかというように形態も含まれているのではないかという問題意識が我々の議論の一つにはありましたので、区分けの仕方が議論として多少ずれてしまっていたかもしれないのですけれども、ただ、問題意識としては価格形成機能というところにも着目して御議論いただきたいというところがございました。

私からは以上です。

○武井座長 後藤先生、いかがでしょうか。

○後藤専門委員 どうもありがとうございました。

今の御説明を伺って、やはり多対多のようなことも想定されていて、そのほうがマーケットの発展には必要だということで、ぜひそういう方向に進んでいくことを私も願っています。ただ、そうしますと、昔ながらの対面でやっていた店頭取引とはやはり違う性質があるところは否めないのかなと思います。注文状況が外からも見えるようになっているとすると、需要と供給の情報の集約が一定程度されていると言わざるを得ないのでは、ということです。そういう意味では、先ほど、一对多または多対多かどうかという要件の方が鍵になるのではないかということをおっしゃいましたが、この要件は、価格形成機能にも、完全にというよりはグラデーションがある状況だと思えますが、リンクはしているということなのかと受け止めさせていただきました。

そうすると、私なりにSTO協会さんの御要望を捉え直すと、現状のPTSか店頭かという整理でいくと、PTSということになった場合にはワンセットでPTSの規制が全部かかってしまうわけですが、PTSにも色々あるのではないかということをおっしゃりたいのかなと思いました。どこまで戦線を拡大するかという問題はありますが、PTSに対する規制が20年前にできたときと今では状況が違うということを踏まえると、PTS規制が今、ワンセットでかかっているものを柔軟化する、例えば上場株についてのPTSと、不動産とか、もともとは流通性がそこまで高くないものにセキュリティトークンについてのPTSでは、規制の内容が異なっても良いと考える余地はあるかもしれません。金融庁さんが金融審議会ですらこれから検討されると伺いましたけれども、その際には、ぜひ、STOが今のPTSの定義に当たるかどうかということだけではなくて、PTS制度自体の要素の一個一個について、STOのPTSにも必要なかどうか、そういった観点からの御検討もしていただいたほうがいいのかと感じました。どういう業者がPTSを扱えるかというところに始まり、また公益性とかいろいろな観点があるかと思いますが、一つ一つ丁寧に、ただスピード感を持ちながら、オール・オア・ナッシング以外の柔軟な規制緩和の余地も探っていただければと思います。

以上でございます。

○武井座長 ありがとうございます。

そういう意味で、ほかのお客さんの取引情報が見られるという点でいえば、集団取引性が出てきますね。STO協会さんからの御要望も、今のPTSの全ての規制がフルフレッジで全

部適用されるのはおかしいけれども、ほかの人の取引情報も見られるという点で、およそ集団的取引の規律がなくてもいいかという話でもない。そういう感じの御要望という理解でよろしいでしょうか。STO協会さん、いかがでしょうか。

○一般社団法人日本STO協会(青木法律顧問) 今、おっしゃっていただいたとおりで、証券会社によって考えていらっしゃるところはいろいろあると思うのですが、できればそういう場にしていきたいという御要望はあると理解しております。ただ、それをやってしまうとPTSの定義に当たってしまうという議論が出てくるのであれば、ではどこまでやればそれに当たるのかというところの線引きというか、そこも考えなければいけないのかなと伺っていて思いました。

○武井座長 ありがとうございます。

金融庁さん、今、後藤先生のやり取りで何かコメント等ございますでしょうか。

○金融庁(繁本監理官) 金融庁でございます。ありがとうございます。

まず、PTSだとしても、上場株式のPTSとセキュリティトークン、あるいはセキュリティトークンの中でも裏づけ資産が何なのかとか、どれぐらいのボリュームで発行されているのか、いろんなことで変わってくるのかもしれないけれども、そこは必ずしも一律ではないよねと。それぞれの証券あるいは流通の特性に応じた規制があり得るという点につきましては、まさに後藤先生がおっしゃるとおりだと私も考えております。その辺り、恐らくセキュリティトークンであるがゆえに、上場株式だと取引所がやっているような機能も一部PTSがやらなければいけないのかもしれないという部分もあれば、逆にセキュリティトークンという、上場株式などに比べて、もしかしたら価格形成機能とかいろんな面で上場株式のPTSほどのことは求める必要がないというところも両方あり得ると思っています。そこはしっかり、それこそSTO協会さんとも、あるいは投資家サイド辺りから資金調達サイド、それぞれとも意見交換しながら議論を進めていく必要があると思っています。

○武井座長 ありがとうございます。

では、続きまして、落合委員、お願いいたします。

○落合専門委員 ありがとうございます。

私もまず、STO協会さんのほうから伺っていきたくと思います。今回、御要望いただいている内容というのは、先ほどまでPTSに当たらない範囲、もしくは当たるとしても規制が軽い範囲がどういうふう形成されるのかということをお話しいただいていたと思います。一方で、PTSに該当するとして、その要件であったり内容を早めに詰めてもらって、しっかりPTSの規制を遵守する形で実務を構築していきたい、こういう要望も含まれているということでもよろしいでしょうかというのが1つ目です。

2つ目は、先ほどの軽い類型になる場合であったり、もしくは適切にPTSが整備される場合であっても、自主規制の部分において、STO協会が自主規制団体でもあられますので、必要な部分については対応して進めていかれるつまり、単純に軽くしてくださいというだけではない、こういうお話だと理解していいでしょうか。

この2点をまず伺わせてください。

○武井座長 では、STO協会さん、お願いします。

○一般社団法人日本STO協会(小柳理事) STO協会の小柳でございます。

一定の市場規模が見込まれ流通性が高まると予想されるデジタル不動産から検討を始めておりますが、当然、その中の資産が広がった場合にも同様な自主規制機関として必要な措置は直ちに講じていく所存でございます。私どもは、今回は価格形成機能に着目して御要望を出しましたが、価格形成機能に応じた法令上の要件、規制、自主規制というのは当然必要だと考えておりますので、そこについて対応してまいります。

先ほど後藤先生のほうから店頭取引のお話しをいただきましたが、店頭取引であるから投資家保護の観点から何も行わないということではなくて、店頭取引に応じた規制のあり方というのを私ども当然検討しております、それに対応する措置を講じてまいる所存でございます。

○一般社団法人日本STO協会(河合法律顧問) 若干補足させていただいてもよろしいでしょうか。

○武井座長 お願いします。

○一般社団法人日本STO協会(河合法律顧問) 河合でございます。

当然ながら、セキュリティトークンに適したPTSの在り方ということも我々のほうではお願いしたいと思っております。今回、店頭に話が寄ったのは、背景になります。金融審議会の市場制度ワーキング・グループにSTO協会がオブザーバーとしても入っておりませんので、議論がどこまでされているのか、把握がちょっと難しい状態がありました。PTSの議論をしていただいているということは認識してはいたのですが、店頭については多分、土俵には乗っているけれども、優先度がかなり低いのではないかと、もしかしたらそれは認識の相違であったかもしれませんが、そういうところがございまして、今回、割とこちら側に絞った意見として述べたのですけれども、使いやすいPTSをつくるということは非常に重要な施策だと認識しておりますので、そこはぜひお願いしたいということを考えております。

自主規制の機関としての役割、先ほど2つ目の説明で小柳さんのほうからありましたとおり、例えば今では投資運用業というのは、実際にはアセマネが特に資産流動化のパターンでは顧客ニーズを把握できる立場にある、組成側の立場にあるというようなときに、どういうふうに適切な情報を流していくかというのは、我々、直接的には対象とはしていない業態なのですが、そういう人たちも協力して投資家に今の開示規制では不十分と思われるような情報も提供していこうという枠組みをつくるなど、自主規制機関としての役割を果たしていくことも考えておりますので、セキュリティトークンに応じた在り方、必ずしも法令では新しいがためにカバーがうまくされていない部分について自主規制でうまく補っていこうという考え方を持っている次第でございます。

以上、補足でございました。

○武井座長 落合委員、お願いします。

○落合専門委員 ありがとうございます。

STO協会さんの御説明はよく分かりました。

では、金融庁さんに質問させていただきたいと思います。1つが、先ほどSTO協会の河合先生のほうからもお話があって、そうなのだと気づきましたが、STO協会さんのほうで金融審議会にオブザーバーとしても入っておられないようです。私が拝見した限りでも、第13回の市場制度ワーキングなどは、神作先生とか、森下先生ですとか、かなり活発に要件にわたり御議論されていたとっております。STO協会さんによれば具体的な様々なシステムの想定だったり、もしくは先ほどもおっしゃっていたような自主規制のほうも、金商法であったり監督指針等に合わせてさらに整備していかれるようなところもお考えになっているということですので、その辺りは加えていただいて議論いただけるのではないかと思います。この点、どう思われますかというのが1つ目です。

2つ目としては、STO協会さんからの御要望を伺った限りですと、別に規制として単に軽くしてほしいということをおっしゃっているわけではないように思いました。ただ、線引きのところが明確になるようにしていただきたい、こういう御趣旨なのかと思っております。価格形成機能だけではない、条文上の定義としては、一対多なのか、多対多なのか、こういったところになってくるのだとは思いますが、ある一定の各取引者間の情報連携ができないようにしておく、要するに証券会社側のほうから情報が取れないようにしておくということや、もしくは価格が不動産の場合には1日1回ぐらいしか設定を変えないといった、こういったお話もあったかと思います。

もちろん価格形成機能だけではないと思いますが、実質的に見た場合に一対一に近いのではないかと、それがたまたま多数あるだけなのだ、電話で行っている場合に近くなるような整理の仕方もどこかで見つけられるのではないかとということだと思いました。そういったところについてどこが留意すべき点なのか、明確にさせていただくことであったり、その上で、もちろんPTSに当てはまる範囲もかなり広いのだと思えますし、同じ取引の裏づけ資産、同じような性質の有価証券であれば、恐らくデジタル証券のほうが規制との関係ではやや厳しく規制すべき場面もあるかもしれないと思えます。一方で、それ自体は多分あり得ることなのだろうと思えますけれども、その内容が、やはりPTS自体は、STO協会さんが最初発表されていた内容を踏まえると、大分昔につくられたものであって、デジタル・トークンを使うような場合の、それに合わせたPTSの規制が整備されていないと考えられます。そうすると、認可申請などの準備もなかなかしにくいようなところもあると思えますので、こういったところを考えていっていただけないかというのが2つ目です。

3つ目が、最後にスケジュール感としても諸外国に後れを取っている状況なのではないかという点です。米国との関係では少なくとも後れを取っている部分があるのではないかというお話があったと思えますので、スケジュール感的にどういう形で進めていかれるのか、早めに進めていただくことはできないのかという点です。また、金融庁さんの御説明

の中で、実証実験ハブを使っていたいただくのもあり得るのではないかという御示唆もあったのかと思ったのですが、STOに取り組みたいという会社があった場合に実証実験ハブのほうで申請されれば、そこでの実証内容も踏まえて、先ほど議論をお願いしたいといった点についても実態に応じて御検討いただく、こういう選択肢もあり得るというお話だったのか、こういう辺りについてお聞きしたいと思います。

かなり質問事項が多くなってしまって恐縮ですが、よろしくお願いいたします。

○武井座長　たくさんありますが、金融庁さん、お答えできる範囲内でよろしくお願いいたします。

○金融庁(繁本監理官)　金融庁でございます。

まず、1点目、STO協会さんが金融審議会の議論をフォローできるようにすべきという点につきましては、確かに御指摘のとおりかと思えます。オブザーバーとして参加していただくかというのは、それこそ座長に全く相談せずにこの場で回答というのではありませんが、少なくとも議論を聞いていただけるということは確実に、今後の議論をフォローできるようにということはしたいと思っております。

それから、実証実験ハブの点については、落合先生御指摘のとおりでございまして、そちらを使って活用しながら、その成果も検討に活用していくということは十分考えられると考えております。

スケジュール感につきましては、実は説明を省略いたしました。本日のプレゼンの資料の7ページの下のほうに、海外のデジタル取引プラットフォームにおける日本の証券トークンの取扱いということで、シンガポールにADDXという、言わば日本のPTSのような取引のプラットフォームがありまして、そこで日本の国内の不動産を裏づけ資産とする国内の合同会社が発行した証券トークンのセカンダリー取引が開始されているといったような実態も既に出てきております。私どもとしても、このまま漫然としていてはこういった動きがさらに広がってしまって、せっかくのセキュリティトークンのチャンスが日本では空洞化してしまいますし、我々から見て必要な対応が全部外に行ってしまうては何も取られないということになりますので、そういう意味でも議論は早くやっていきたいと思っております。一方で、セキュリティトークンの議論だけではなくて、例えば先ほども言いました非上場株式をどうするかとか、いろんな論点があるので、そこは幅広い議論をしつつも、ただのんびりということではなくて、なるべく早く議論を進めていきたいと考えております。

以上で御質問に答えられたでしょうか。

○落合専門委員　ありがとうございます。1点目と3点目は今のご回答で十分よく分かりました。

あと、店頭取引として該当する範囲について申し上げさせていただきます。業務の内容を分解して一定の仕切りを行っていったり、対象となる商品を選んだりすることによって実質的には一対一に見られるような状況も存在する可能性があるのではないかと、それが束

になっているという状況も考える余地があるのではないかと思います。そういった点、もし整理が可能であれば御検討いただけないかという点です。また、PTSに該当する範囲についてデジタル・トークンの実態に合った要件を整備していただくことはできないでしょうかという2点でございました。

○金融庁(繁本監理官) よろしいでしょうか。

○武井座長 お願いします。

○金融庁(繁本監理官) まず、1点目、おっしゃるように、PTSとOTC取引の境目についての議論も必要だというのは、最初の資料でも書いてありましたように、今回の金融審議会の俎上にも上っております。

セキュリティトークンに関しましても、先ほどPTSというのは、例えばシステムの安定稼働を確認するとか、投資家に対する情報提供がちゃんとできているか、不公正な取引がないか、そういったことを確認するための枠組みだと申し上げたかと思えますけれども、先ほど申し上げたようなPTSの仕組みを使って行政として確認していく必要はないのではないかとこのものがあるのだとすれば、そこはとにかく何でもPTSだということではなくて、OTCの枠組みという議論もあり得ると思っております。

それから、セキュリティトークンに応じた規制の在り方、これはPTSについてもということかと思えます。そこはまさに我々としても大事なポイントだと思っております。できるか、できないかという法律的な話というよりは、例えばやろうとしている会社側も認可を得るためにはどういう体制を整備しなければいけないのかという目線が今あまりないところで、そこをきちっと我々は議論していかないと実質的に進んでいけないということで、今回、金融審議会の中でも議論していきたいと思っておりますので、まさに御指摘のとおり対応していきたいと思っております。

○落合専門委員 ありがとうございます。よく分かりました。

○武井座長 ありがとうございます。

ほかにいかがでしょうか。

私から一つ、STO協会さんに御質問ですけれども、STO協会さんの自主規制機能はいろいろな役割分担の中で大切になってくると思いますが、STO協会さんでカバーされないデジタル証券はどのようなものがあり得るのでしょうか。それなりにあるのか、今のところはないのかもしれないけれども、どのようなものがあり得るのでしょうか。それは逆に言うと自主規制すら及ばないものは何かということですね。

○一般社団法人日本STO協会(河合法律顧問) 一応、法律の立てつけで、我々が未上場株はあまり言及しなかったのもそこに原因があるのですけれども、いわゆる従来型一項有価証券の本来的な自主規制機関というのは日証協さんになっておりまして、日本STO協会のほうは、従来の二項有価証券だったものが電子記録移転権利になったということで、一項有価証券にある意味で格上げされたところが我々のメインの自主規制の対象となっています。なので、資産流動化型の話が我々のところでも多くあったわけですが、ただ、例えばSTOの取

引基盤、プラットフォームの安全性審査のようなものは、それはどちらでも使える話になってきますので、その審査等、まさにシステムの安全性のようなどころについては全般的にSTO協会のほうでお引き受けしているという次第でございます。

小柳さん、追加がございますか。

○一般社団法人日本STO協会(小柳理事) 小柳でございます。

デジタル証券全体として漏れがあるかないかということですが、漏れないというふうを考えております。ただし、分担、どちらの自主規制機関が行うかということですが、その自主規制の内容、機能、措置の内容は当然同一であるべきだと考えております。

特にブロックチェーン技術を使ったプラットフォームの安定的な稼働、信頼性、安心感の確保がやはり一番大事なポイントだと思っております。現在、STO協会は、証券会社がプラットフォームを使うときのモニタリングを金融庁さんと協力しながらやっているところでございます。一旦採用したプラットフォームについて変更があった場合についても見ていかななくてはいけませんし、今後、決済についていろんな手段が出てきたときも対応していかななくてはいけないと思っております。この辺についての自主規制機能を十分発揮していきたいと考えております。

○武井座長 ありがとうございます。

その意味で、原資産はいろいろありますけれども、非上場株はちょっと置いて、ありとあらゆる原資産も信託受益権か匿名組合持分の形になるので、ほぼカバーされると。それ以外の、信託受益権でもない、匿名組合持分でもないものは、デジタル証券としては現実味がないという感じでよろしいでしょうか。

○一般社団法人日本STO協会(河合法律顧問) 御理解のとおりかと思えます。特に、集団投資スキーム持分の金商法の2条2項5号、6号が割とキャッチオール的な規定になっていると思えますので、ほぼ捕捉できるのではないかと考えております。

○武井座長 ありがとうございます。

あと、もう一点、追加の御質問ですが、適時開示に関する記述も今日の資料の16ページに書かれていますけれども、この点はどんな感じのことをイメージされていますでしょうか。

○一般社団法人日本STO協会(青木法律顧問) STO協会の弁護士の青木から説明申し上げます。

適時開示と申しますのは、イメージとしては、今、上場リートで行われている東証の規則に基づく適時開示があろうかと思えますが、その適時開示を参考にして、ただ、リートと不動産裏づけ型のSTでは多少性質に違いがございますので、その性質の違いに鑑みた制度を考えていこうと思っております。

例えば、その性質の違いと申しますのは、リートであればポートフォリオの中に多数の不動産が入っている。ただ、不動産裏づけ型のSTであれば、基本的には単一あるいは2個か3個の不動産をベースに証券化されておりますので、より一層個別の不動産に関する開

示の重要性が高いというところがございます。そういったところに関する適時開示の項目を考えていきたい。リートで言うところのガバナンス関連の適時開示の項目は、逆に言うとSTOのほうにはあまり当てはまらないこともあるであろうというところで、今、議論を続けているところがございます。

○武井座長 ありがとうございます。

今の理解は、PTSであれ、店頭であれ、関係なくということでもいいですね。

○一般社団法人日本STO協会(青木法律顧問) そこは基本的に同様に当てはまるかと思っております。

○武井座長 その絡みで、適時開示というとインサイダー取引規制というものもリンクしてくるわけですが、インサイダー取引規制という観点からの不公正取引に関して何か懸念すべきものがありやなしやという点はいかがでしょうか。

○一般社団法人日本STO協会(青木法律顧問) 青木のほうから答えさせていただきます。

インサイダー取引に対する考え方は、基本的には価格形成機能とか、そういったところに着目して、例えば上場物に近い価格の変動があるようなものに関しては、確かにそういった不公正取引規制のうちのインサイダー取引規制を及ぼしていく必要性は高いだろうという議論はあると思いますが、他方で価格の変動が少ない商品に関してどこまでそれを及ぼす必要があるのかという話はあるかと思えます。ただ、今、想定しているようなSTの取引の場で不公正な取引が起きないというわけではないと思いますので、そこに関しては、今、申し上げたような適時開示のところを拡充していくことによってまずは対応することを考えているというような状況です。

○武井座長 適時開示をちゃんとしているかどうかの自主規制というのはどういうふうにするのでしょうか。取引所だと東証がなさっているのですけれども、取引所がない店頭でどういうふう自主規制の中身としてエンフォースするという感じなのか。適時開示がされていないと取り扱わないのかもしれないのですけれども、証券会社がボイコットするのか。適時開示のエンフォースメントはどういうふうにするのでしょうか

○一般社団法人日本STO協会(青木法律顧問) 青木のほうから御説明させていただきます。

まさにエンフォースをどういうふうにするかというところは非常に重要な課題であると思っております。今、STO協会の主要な構成員の一つである証券会社にやっていただくという発想よりは、むしろそこは不動産に近い立場におられる資産運用会社、AMの方々が不動産に関する、要するに何か起きたときに一番知り得る立場にいますので、何らかの形でAMの方々から情報提供いただいて、それを開示していくということを考えているのですが、ただ、直接的にSTO協会の会員になっていただく形になるのか、あるいはSTO協会の会員である証券会社を通じて案件に取り組みされたAM会社に対してやっていただくという間接的な形で規制の実効性を確保するのかというところは、これから考えなければならないところであると考えております。

小柳さん、何か。

○一般社団法人日本STO協会(小柳理事) 発行開示、継続開示が終わった後に、投資判断に影響を与える重要な事項について適時適切に開示していこうということで検討を進めております。エンフォースの方法としてはいずれかの方法がありますが、確実に実施されるような仕組み、ルールづくりが必要だと考えております。

○武井座長 それはこれから御検討ということですね。資産運用会社のゲートキーパー化を含めてということですね。

○一般社団法人日本STO協会(小柳理事) それを今、検討中でございます。資産運用会社は私どもの検討メンバーであり、関心の高い資産運用会社から意見を聞きながら検討を進めているところです。

○武井座長 ありがとうございます。

大槻委員、お待たせいたしました。よろしく申し上げます。

○大槻委員 ありがとうございます。

非常にシンプルな短い質問、一点です。先ほど金融審議会、それから市場取引の委員会のほうでもSTO協会さんはオブザーブもできていないという状況に関連してですが、一般論として、使用者側、利用者側の声を聞くだけでも情報共有というのは非常に重要だと思うので、これについてはぜひ前向きに御検討されてはと思います。一般論として、ほかの様々な議題についても関係者の方々というのがオーディットできない形になっているのでしょうか。であれば、それを改善するような方向は考えられないのでしょうか。

○武井座長 今のは金融庁さん宛ての御質問でしょうか。

○大槻委員 失礼いたしました。金融庁さんです。

○武井座長 では金融庁さん、お願いします。

○金融庁(繁本監理官) 金融庁でございます。

若干言い訳的になってしまうのですが、もともとこの市場制度ワーキング・グループを最初に立ち上げたときの議論というのが、例えばファイアーウォール規制の話だったり、やや流通市場の話と別の議論が中心だったという中で、最初の議論の中ではSTO協会さんはあまり関係なかったわけですがけれども、まさにこの議論においては大変密接に関係するということですので、そこはきちっと意見を聞いていただけるようにしていきたいと思えます。

それから、様々な利害関係者ということで申し上げますと、実は新型コロナの影響で、通常ですと、金融審議会はどなたでも傍聴できるという運用でこれまでやってきていたのですが、ここのところは基本的に傍聴なしということでやってまいりました。ただ、やはりいろんな方に聞いていただく必要があるということで、前回の2月の会議からユーチューブでの同時配信というのですか、それを開始したところでありまして、そういったやり方も含めて、オブザーバーだけではなくて、オブザーバー以外の関心がある方も含めてこの議論を直接フォローできるような仕組みづくりを考えていく必要があるというか、やってまいりますということでございます。

○武井座長 ありがとうございました。

○大槻委員 ありがとうございました。

○武井座長 では、所定の時間となりましたので、ここで議論を総括したいと思いますけれども、STO協会さんなり金融庁さん、最後に一言ございますでしょうか。よろしいですか。では、ありがとうございました。

本日は「デジタル社会に対応したデジタル証券セカンダリー市場の環境整備」について御議論いただきました。デジタル証券につきましては、まさに先ほどの議論にもありましたが、国際的な発展が期待されております中、日本においてもデジタル証券の利用・活用により個人を含めた投資家に幅広い投資機会を提供し、その裾野を拡大していくために、まさにセカンダリー市場の在り方と環境整備ということが重要な論点になっております。

金融庁さんにおかれては、今日の議論も踏まえまして、投資家保護に留意する一方で、実際にデジタル証券の利活用を目指している関係者の声も反映させつつ、デジタル社会に即したルール整備に向けて金融審議会の検討を、もちろん進めていらっしゃいますけれども、今後とも進めていただけましたらと思います。規制改革推進会議としても検討の状況を見てまいりたいと思っております。

それでは、本日の議論はこれで終了いたします。少し延長いたしました。日本STO協会の皆様、金融庁の皆様、今日はお忙しいところ、御参加いただきまして、誠にありがとうございました。

以上で本日のワーキングは終了いたします。