

## 共通論題

### [金融 DXの進展と証券業]

『証券経済学会年報』第58号 2023年12月

## 概要

掛 下 達 郎

福岡大学

三 和 裕美子

明治大学

#### 1. 本共通論題の特徴

日本経済低迷の脱却の鍵はDX（デジタルトランスフォーメーション）といわれている。「金融・証券分野におけるDXをどのようにとらえるか」を問題意識として、「金融DXの進展と証券業」と題する共通論題が展開された。対外経済貿易大学の西村友作氏より、ABSを含む中国の組込型金融について、日本STO協会の平田公一氏より、日本のセキュリティ・トークンの規制と現状について、大阪デジタルエクスチェンジの舩仁雄氏より、セキュリティ・トークンとグローバル取引所について、帝京大学の宿輪純一氏より、日米の金融・証券DX、デジタル空間経済、メタバースについての4報告があり、その後統一論題登壇者のデジタル庁の平塚敦之氏を交えた5名での議論が展開された。

#### 2. 報告の概要

第一報告では、対外経済貿易大学・国際経済研究院の西村友作氏から「中国の組込型金融」と題した発表があった。まず、組込型金融において金融以外の事業を展開する非金融企業が各プレイヤーをつなぐ役割を果たしていること、そして、アリババ傘下のアント・グループのフィンテックサービスを具体例として中国式組込型金融の説明がなされた。アリペイが、2000年代前半の中国のネット上における人と人との関係性の希薄さに着目し、ネット通販の信用を担保する方法で注目を集めたことや、取引ごとに蓄積される莫大な量の信用データが次のビジネスを産み出している点について解説がなされた。その後アント・グループが小口投融資業務に力を入れてきたことを背景に、リスクを

危惧した当局がフィンテック規制に乗り出した。アント・グループの、従来のABSによる資金調達や連合融資という信用リスクを外部に転嫁し、手数料で利益を上げるという方法が問題視され、当局の規制強化がなされた。最後に規制を受け、既存の金融機関のフィンテック化が進み、既存のプラットフォーム型からCBDC（デジタル人民元）型やライセンスホルダー型にシフトするなど、今後の中国式組込型金融について概要が示された。

第二報告では、一般社団法人、日本STO協会の平田公一氏から「セキュリティ・トークン市場の現状と課題」と題した発表が行われた。その中で、ST（セキュリティトークン）に関わる法定規制や自主規制について解説がなされた。自主規制に関しては、「重要事項」の説明や募集の取り扱いに関する審査の実施や、従来と異なる点としてSTプラットフォームのモニタリングが挙げられ、関連する外務員資格・外務員登録などについて説明された。次に今後に期待がかかる証券業務の効率化・コスト削減、コンプライアンスの自動化や発行の促進・流通市場の拡大、所有権の細分化等による流動性の向上がSTのメリットとして列挙された。STに関わるプレイヤーと基本的なストラクチャーに関する話題の後、STの発行事例として株式ST、社債ST、そして受益証券発行信託の受益証券STそれぞれの発行状況が説明された。また、トークン化された受益証券発行信託の受益証券として、GK-TK（匿名組合出資持分のST）の発行状況についても概説された。最後にSTを巡る課題と今後のST市場活性化に向けた動き、裏付け資産の多様化について説明がなされて、発表が締めくくられた。

第三報告では、大阪 DX 株式会社の舘仁雄氏から「日本の STO 事情」と題した発表がなされた。まず、大阪 DX 株式会社の成立、会社概要の説明がなされ、海外証券取引所とネットワークを築いて、日本の証券家が海外の有価証券を保持するという事業目的が述べられた。また、ST における二次流通市場を作るための認可システムである PTS ライセンスについて触れられた。そして、STO 使用事例のイメージや日本での不動産 STO の実績やグローバルでみた STO の実績について解説された。最後に、日本の ST のセカンダリー取引や米国の募集に関わる規制、日本における ST の使用事例と他国との比較から読み取れる課題が提示された。

第四報告では、帝京大学経済学部の宿輪純一氏より、「メタバース」を主題とした発表が行われた。メタバースがデジタル経済空間を指すことや、銀行協会のような連盟を目指していることが述べられた後、今後のルール作りについての言及がなされた。具体的には、メタバース世界の中で規制・会計・税務が大丈夫なのか、模倣が許されるメタバース世界の中で最初のルール決めによって、その危険性をカバーする必要性が述べられた。また、ブロックチェーンが刑法・賭博罪にあたる可能性、射幸心の問題、仮想通貨のメタバース分野での使用について、金商法・資金決済法・個人情報保護法の観点から許容されるのか、などについて指摘された。そして、作成したアバターで取引することや、メタバース分野での将来性・ゲーム世界との親和性、将来の金融世界の在り方について所感が述べられた。

### 3. 質疑応答

**司会の質問：**歴史上、大砲・自動車・半導体などを生産し、先端を担う国が覇権を握ったが、金融・証券 DX をその延長線上に位置づけていいのか？

**平塚氏の回答：**社債や証券など DX の世界においてデジタルツールで紙をなくしていくとする流れがあり、市場を物理的・空間的・時間的に規定しないという意味では証券業も他産業と同様である。日本には特別な技術がないため市場インフラを作ることが急務である。また、市場インフラを作り許認可制度と向き合う必要もある。金融・証券における DX の役割としては、インフラとしての意味、取引の参入障壁が下がることに対する対応、交換可能なモノが多くなるという三点が挙げられる。

**西村氏に対する質問：**CBDC が進展した場合のアリバイ・フリーチャットペイからのシフトについて言及があったが、シフトの件とデジタル人民元仲介機関の役割や関係の有無を教えてください。

**西村氏の回答：**CBDC は、中央銀行デジタル通貨である。二階層の仕組みになっている CBDC において、アリバイとウィーチャットペイのシェアは合わせて9割以上であり、デジタル決済の寡占が行われているため、CBDC へのシフトが起こってくる。また、アリバイは手数料がかかるが、デジタル人民元は現金と同じ扱いのため手数料が取られない。そして、中国は社会全体の DX を国家的に進めるデジタルチャイナの建設を推進しており、スマート行政の一環としてデジタル上での支払い・手続きを推進している。将来的にその仕組みが整った場合、そこで使われる通貨がデジタル人民元となる。

**平塚氏に対する質問：**①デジタルインフラへの寡占は、どのように起こるのか、という観点から、寡占へのウェブページの規制について②インフラとしての独占に対して、情報をどう集めていくか、という観点から、情報寡占に対する対価と、人権に関する議論、マニピレーションなどを議論したい。

**平塚氏の回答：**クラウドやマーケットプレイスは、物理的な場所としての市場が必要ない。それを考慮すると、デジタル領域のインフラは非常に寡占が進みやすいと言われており、寡占を排除するという当局の意向が働きやすいというのは事実だ。GAF A によるプラットフォームのようなものの扱いは、アメリカでもどう規制していくのか二つの方向で議論がされている。一つはアップルのようにアプリ利用と手数料の仕組み・ウェブページの直接ダウンロードの是非を議論しており、もう一つは、決済の分割と広告を通じた情報操作についての議論である。

**鼎氏に対する質問：**デジタル証券のビジネスを推進するにあたり、現行の法律や規制がデジタル証券の発行や流通にとって足かせとなっている事例があればご教示いただきたい。

**鼎氏の回答：**ブロックチェーンを使った、民間発行型のデジタル通貨、電子決済手段、CBDC などが上手く組み合わせれば証券の出会いの場を作ることができる。現状では、業界自身が自分たちのモデルを自己破壊することに二の足を踏んでいる部分があるのではないかと。暗号資産の場合は、証券会社が仲介機関として入っていることの意味合いがどこまであるのかとい

う議論が、中期的には出てくると思う。証券会社の位置づけと決済の仕組みの二つのポイントが大きなインパクトを持っており、それによる弊害が起きる。この弊害をつぶさないと、実用化は難しいと考える。ある意味規制だけではなく、自分たちの事業モデルに対する自らの変革意識という所に大きな課題があると考え

**平田氏に対する質問：**銀行はST市場への参入に積極的だが、銀行としてどのようなビジネスを狙っているのか。

**平田氏の回答：**ゼロ金利政策がまだまだ続いているような状況の中で銀行が収益を上げる方法について様々な議論がなされている。まず、信託銀行系の証券会社は、不動産のSTという発想と銀行が直接STの売買をするニーズが出てきている。住宅ローンを抱えている銀行は、それを小口化して販売するSTができないかどうかという議論がある。

以上のように活発な議論がなされ、共通論題は盛況に終わった。

(2022.9.10 第94回全国大会)