デジタル時代の証券決済制度

~課題と展望~



SBI金融経済研究所 事務局次長

村松 健

1. はじめに

将来振り返ったとき、2021年は日本におけるデジタル証券の利用が大いに進展した年として、そして、世界との差が明確になった年として記憶されるのではないだろうか。2021年には日本でも、分散台帳技術(Distributed Ledger Technology, 以下DLT)、すなわちブロックチェーンを用いた様々な商品、例えばセキュリティトークン (注1) (Security Token, 以下ST, STを用いた資金調達は、STO (Security Token Offering)と呼ばれる)

- 〈目 次〉-

- 1. はじめに
- 2. 証券市場のデジタル化進展
- 3. デジタル化における証券決済制度の課題
- 4. おわりに

や非代替性トークン(Non Fungible Token, 以下NFT)が、次々と組成された。ただし、 2019年の世界のSTOの組成額は約9.5億ドル、 組成件数は60件強^(注2)にのぼるのに対し、 日本でのSTOは累積で40億円程度に過ぎず、 世界の背中は遠い。

また、様々なデジタル証券の発行の中で、 流通市場での売買の難しさや税制、会計制度 といった課題が明確となったのも事実だ。流 通市場に関しては、投資家毎の保有額を管理 し、安全かつ効率的に売買を執行する証券決 済制度が流通市場の支柱であることは言うま でもない。現在の証券決済制度は、振替制度 とよばれ、株式、地方債、財投機関債、社債 等は証券保管振替機構(以下、ほふり)、国 債については日本銀行が担い手となっている (以下総称して、振替制度という)。ただし、 これらは証券の現物 (注3) と日銀当座預金の 存在を前提とした制度であり、ブロックチェ ーンによって管理されるデジタル化された証

(図表1)証券決済制度のデジタル化

	証券現物	デジタル証券
日銀当座預金	現状	1
デジタル通貨	2	デジタル化

(出所) 筆者作成

券や、暗号資産などのデジタル通貨には現状対応していないのが実態だ(図表 1)。今後デジタル領域での金融ビジネスが拡大してゆくならば、証券決済制度のデジタル化は不可避ではないだろうか。なお、海外ではほふりや日本銀行のような証券決済機関(Central Security Depository,以下CSD)におけるDLTの活用事例が出始めている。この点でも日本は出遅れ感があるものと考えられる。

本稿では、上述のような問題意識に基づき、 デジタル時代の証券決済制度について考えて みたい。

なお、本稿中、意見に係る部分は筆者個人 の見解であり、所属する組織の見解を示すも のではない。

■ 2. 証券市場のデジタル化進展

証券市場のデジタル化の主役とも言える商品が、STであろう。STに関する法制度整備については、令和元年金融商品取引法(以下金商法)改正にて一定の手当てが行われている。

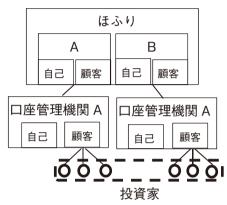
改正金商法において、STは「電子記録移転権利」に該当し、金商法2条2項により有価証券とみなされる権利のうち、電子的に記録されて移転できる財産的価値に表示される権利を指すこととなった (注4)。電子記録移転権利は、広く流通する蓋然性の高いものとして、いわゆる2項有価証券であるものの、開示規制など、1項有価証券の規制が適用されると共に、取扱者も第一種金融商品取扱業者であることが求められる。

STは上述の通り金商法の中に位置づけられており、通常の株式や債券と開示規制等において差異はない。また、STと通常の有価証券(株式・社債)のスキームについても大きな違いはない。発行体が有価証券を発行し投資家が取得し、配当や元利払等は銀行等を介して行われる。

通常の有価証券との大きな違いは、証券の保管形態だ。STの保有状況、すなわち「誰がいくら持っているか」は、CSDではなく、ブロックチェーン上の記録として管理されることとなる。これにより、有価証券の保有者の把握が可能となり (注5)、非金銭リターン

(図表2)

〈階層構造〉

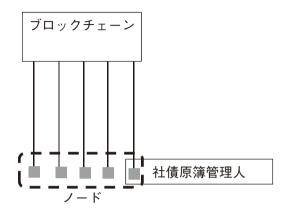


(出所) 筆者作成

の交付が機動的に出来るようになったこと が、現時点でのSTの明示的なメリットと言 える (注6)。 従来の振替制度は階層構造であ り、CSDは最終投資家を把握できなかった が、STについてはブロックチェーンを用い た単層構造であり、最終投資家を把握可能で あることが、保有者の把握が出来るようにな った理由である。なお現在のSTのスキーム は、会社法上の「社債券の不発行」などの券 面の不発行制度が用いられている。投資家の 保有状況は社債原簿にて別途管理されること となり、社債原簿上の記載が第三者対抗要件 の根拠となる。ブロックチェーン自体の記載 は法的な意味合いを有しないが、ブロックチ エーンの記載をもとに作成された社債原簿で 最終投資家を管理しているのが実態と思われ る (図表2)。

なお、現在発行実施されたSTOは以下 8

〈単層構造/社債券不発行〉



案件が確認されており(図表 3)、現在検討中の案件もある模様だ。総じていえば、機関投資家を対象とするプレーンな公募社債や資産担保付証券というよりは、足元の運用難を背景に、個人投資家向けかつ小ロットでの発行が多いのが現状であろう。不動産関連を中心に、ニーズは相応にあるものと思われ、デジタル証券の代表格として、また、非金銭的リターン等により個人向けに訴求する商品として、今後市場の拡大が期待される。な裁して、今後市場の拡大が期待される。な機動的な交付以外にも、ブロックチェーンの利用による事務の合理化・効率化が進展した場合、中長期的にはコスト面でのメリットも望まれよう。

発行体/オリジネーター	募集形態	発行形態	発行額	裏付け資産	その他
エンジョイワークス	私募	匿名組合出資	0.15億円	_	
SBI e-Sports	第三者割当	株式	0.5億円	_	
三井住友信託銀行	私募(自己)	受益証券発行信託	N.A.	クレジットカード債権	
SBI証券	公募 (自己)	社債	10億円	_	額面金額あたり10XRPを付与
野村総合研究所	私募(自己)*	社債	0.3億円	_	利子はポイントで支払い
ケネディクス	私募	受益証券発行信託	14.5億円	不動産	
トーセイ	私募	匿名組合出資	8.7億円	不動産	シンガポールADDXに上場
三井物産	私墓	受益証券発行信託	7.6億円	不動産	

(図表3) 主なSTOの実績

*一部引受証券会社販売分あり

(出所) 筆者作成

■3. デジタル化における証券 決済制度の課題

日本では、長期にわたり有価証券のペーパレス化への取り組みが、行われてきた経緯がある。その結果、2009年にペーパレスを原則とする証券決済制度である振替制度が完成、株式・債券等の無券面化(Dematerialization)が実現している。

この時点で、「事実上のデジタル化」が行われたことが、現在対応を求められているより「本質的なデジタル化」、すなわち振替制度とDLTの融合が進まなかった原因ではないか、というのが筆者の問題意識である。金商法改正に合わせて振替制度の改正も行われるべきだったのではないか、また、金商法のみ改正されたことによる弊害はないのだろうか。

(1) DVPとファイナリティ

まず問題となるのが、DVP (Delivery Versus Payment) の実現とファイナリティ (決済完了性) であろう。証券決済の実務および金融・市場インフラに関する原則 (Principles on financial market infrastructure) 等の国際ルールにおいては、その安全性を高めるため、DVP、すなわち、資金と証券の決済を相互に条件付けして決済を行う措置が求められている。また、資金決済に関しては、最終的には中央銀行マネー、すなわち日銀当座預金において行うことが、ファイナリティの観点からは必須である。

一方、現在デジタル証券の決済については、 DVPとファイナリティは未実現である。一般的にはデジタル証券はブロックチェーンで、見合い資金は銀行預金口座間の付け替えで行われることと思われるが、両者の間にシステム的な結合によるDVPの仕組みは存在しない。つまり、決済が取引当事者間で相対 にて行われていることから、場合によっては 取りはぐれるリスクが存在する。また、あく まで銀行預金を利用した決済であることか ら、同一銀行内に売り手買い手双方の決済口 座が存在する場合を除き、ファイナリティは 確保されていない。

なお補論ではあるが、システム上の親和性でいえば、DVPの資金決済については同じくブロックチェーンで管理される暗号資産を用いるべきと考えられる。だが、暗号資産の活用によるDVPの実現には証券を管理するブロックチェーンと暗号資産を管理するブロックチェーン間のシステム的な結合が必要となるため、現状は暗号資産を活用したDVPは未実現である。また、暗号資産は価値の変動が激しいことから、決済の対象として適切ではないとの考え方もあろう。

(2) 第三者対抗要件の具備

流通市場の安定性確保のためには、安定的かつ簡便な方法で投資家の保有状況が第三者に対し主張できる建付けであること、すなわち、制度上第三者対抗要件を具備していることが重要だ。第三者対抗要件が具備されていないと、二重譲渡が行われた場合の投資家の権利保護が不十分となり、流通市場の安定性が損なわれることとなる。

振替制度においては、その根拠法である社 債、株式等の振替に関する法律^(注7)におい て、「加入者の権利推定」に関する規定が存 在し、振替機関の振替口座簿^(注8)の記載を もって保有者の権利を推定し、対抗要件を具備するとの強力な枠組みが定められている。そして、このことが流通市場の安定性の前提となっている状況だ。STについても、株式、社債もしくは受益証券発行信託のスキームを用いて発行されるケースは、振替制度を利用しており第三者対抗要件の具備との点では、問題はない(注9)。

問題となるのは匿名組合出資のスキームを 用いた場合だ。社債および受益証券発行信託 のスキームを用いた場合、一概には言えない が、銀行・信託等が関与することから、関係 者も多くコストが上昇する傾向にある。小口 での発行など、規模によるコストメリットが 享受し難い場合に用いられるのが、匿名組合 出資のスキームである。

匿名組合出資持ち分の売買について第三者 対抗要件を供奉するためには、現在ブロック チェーン上の記載とは別に、民法の規定に従 い、確定日付のある証書による債務者への通 知または債務者への承諾が必要とされてい る。譲渡に際しこのような煩雑な手続きが発 生することはワーカブルではないだろう。

ただし本件については、昨年2月に産業競争力強化法に基づく新たな規制の特例措置として、一定の要件を満たすシステムを利用して行われた債権譲渡通知等については、民法上の確定日付のある証書による通知または承諾とみなす旨が、定められており (注10)、この特別措置を援用することで、実務的な問題は一定程度解消する目算が立っている。

(3) 課題解消への方向性

上述(1)(2)の課題は共に、本質的かつ証券決済制度そのものの課題である。すなわち、課題解消の方向性としては、証券決済制度のデジタル化により対応することが望ましいものと考えられる。

(1)は、現在の振替制度で実現されているも のであり、現在の振替制度のシステムを活用 し、デジタル証券を振替制度の対象に含める こと (図表1の①) で、対応する可能性があ るのではないか。例えば、ブロックチェーン に記録された売買結果の情報をほふりのシス テムへ流し込むような仕組みを作ることで、 振替制度のDVPの枠組みを利用する余地は あるように思われる。なお、現在振替制度の 利用が源泉徴収不適用の要件となっているケ ース (注11) があり、現在のデジタル証券は振 替制度の対象外であるため、STなどに機関 投資家が投資を行う際は、源泉徴収相当額の 組み戻しについて煩雑な実務が発生する。ブ ロックチェーンと振替制度の融合により、デ ジタル証券についても源泉徴収不適用が認め られることは、機関投資家にとってはメリッ トとなろう^(注12)。

また、資金サイドの決済に暗号資産を用いること(図表1の②)については、現在の暗号資産は価値の変動が激しく決済の用いることが難しいことは上述の通りであるが、現在検討が進む中央銀行デジタル通貨(Central Bank Digital Currency,以下CBDC)、特に金融機関間の大口の資金決済に利用すること

を主な目的とする「ホールセール型CBDC」が実現した場合には、可能性がでてくるのではないだろうか。ホールセール型CBDCは日銀当座預金を代替することが期待される商品であり、ファイナリティが確保可能な決済手段と考えられる。証券決済の資金サイドに暗号資産を用いる際は、ホールセール型CBDCが実現し、振替制度のシステムで利用可能とすることが望まれる。

(2)は、ブロックチェーン上の記載に、加入者の権利推定を認めるかどうかとの問題である。金商法上、電子記録移転権利とされているプロダクツは、広く流通する蓋然性が高いものであることを鑑み、電子記録移転権利については振替制度の対象とすることで、対応する可能性があるのではないか。ブロックチェーンと振替制度のシステム間での連携を構築することで、振替口座の残高で投資家の保有額の管理を行い、ブロックチェーン上の記載に事実上加入者の権利推定を認めることが、流通市場の安定性との観点からは期待されるように考えられる。

(4) 海外CSDの動向 (注13)

海外では証券決済機関(Central Security Depository, 以下CSD)のおけるDLTやデジタル証券、デジタル通貨への対応事例が出始めており、日本の出遅れ感が気になるところだ。

スイスSIXグループ傘下のデジタル取引所 SDX (Swiss Digital Exchange) では、流通 市場での現物取引において、デジタル証券およびデジタル通貨(ホールセール型CDBC)での対応が可能となった。また、米国DTCCは、DLTを活用し決済期間短縮を目指すプロジェクトIONや、未公開株取引を行うプロジェクトWhitneyを進めている。ドイツ最大の証券取引所であるDeutche Borseは、昨年10月にDLTを活用した次世代デジタルプラットフォームである「D7」を公表している。

上述の通り、海外CSDはDLTを活用した 取り組みを積極的に進めている。その背景と しては、DLTを活用した新商品の開発のみ ならず、DLTを利用することで効率的な運 営態勢を確立し、中長期的な競争力を確保し ようとしているのではないか。

海外事例に鑑みるに、日本の成長戦略の中で、「国際金融センター」が標榜される中、海外から金融取引を集めるためには、証券決済制度を含む日本の金融市場インフラについても最先端の取り組みが求められるように思われる。

4. おわりに

本稿では主にSTを念頭に、証券決済制度のデジタル化について検討した。日本においては、デジタル対応の新規プロダクツに対する金商法の対応は終了したものの、税制や会計など、様々な課題が残されている状況だ。本稿では課題の中でも流通市場の安定性確保の前提となる証券決済制度、すなわち振替制

度のデジタル対応につき検討した。

振替制度のデジタル対応では、デジタル証券とデジタル通貨を振替制度のプラットフォームに搭載することとなるため、ブロックチェーンと振替制度のシステム間の連携構築など、システム対応が必要だ。一方、このシステム対応は、単に流通市場の安定性確保だけでなく、DLTを活用した効率化により、CSD自身の中長期的な競争力向上を図るものであることには十分考慮する必要があろう。システム対応を含む長期プロジェクトとなることが予想され、早期着手が期待される。

- (注1) トークンは直訳すると「しるし・象徴」を指し、 様々な意味合いで使われているが、ここでは価値 が化体された電子的な記録を指すものする。
- (注2) https://blockstate.com/ 特に米国が半数以上を占め、中心的存在となっている。
- (注3) 実際は無券面化 (Dematerialization) されて おり、証券の現物は存在しない。
- (注4) なお、振替制度により発行される振替債は電子記録移転権利の対象外となる。
- (注5) 振替制度においても株式については総株主通知により株主を把握することは可能だが、総株主通知は株主総会開催のための株主確定など、限定的な場合のみ利用可能。
- (注6) 非金銭的リターンについては、本来のリターンである利子とのバランス次第では税務上の問題を惹起する可能性があることには注意が必要であると共に、点々流通する有価証券の商品性をふまえ、一定の配慮を要するものと思われる。
- (注7) 商品毎に、第76条、101条、129条の19、143条、 177条、208条が該当。
- (注8) 階層構造を形成する下位の口座管理機関におけるものを含む。

- (注9) 受益証券発行信託は、平成19年の改正信託法施行により発行できるようになった新たな類型の信託であり、信託受益権が振替制度を利用できず、DVP未対応など流通市場に課題を抱える中、当時は振替制度の対象となることがメリットとされていたが、総体的なコスト高の問題もあり利用が進まなかった経緯がある。
- (注10) https://www.moj.go.jp/MINJI/minji07_00159. html、ただし本件は債務者承諾の手続きが煩雑であることから、メールでの通知を認めることを趣旨とする一般的な措置であり、匿名組合出資持ち分の第三者対抗要件具備に関する措置ではないため、より本質的な対応が必要と思われる。
- (注11) たとえば、租税特別措置法第8条に規定する、 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。
- (注12) 源泉徴収の不適用が振替債に認められている 背景として、登録制度から振替制度への移行を促 すとの目的があったものと考えられる。金商法が デジタル証券を規定する中、税法の対応が未済と の状況であり、デジタル証券の普及との観点では マイナスが多い。本稿ではブロックチェーンと振 替制度の融合を提案しているが、本来であれば、 デジタル社債も源泉徴収不適用の対象とするよう、 租税特別措置法のデジタル証券対応が行われるこ とが望まれる。
- (注13) 詳細は、藤本守「金融市場インフラのデジタルシフト」ご参照 (https://sbiferi.co.jp/report/20211224_3.html)。

'////