

信託を用いたセキュリティ・トークンの 権利の帰属と記録の一致

得 津 晶

目 次

- 1 問題意識——セキュリティ・トークンへのセキュリティ・トラストの活用
 - (1) セキュリティ・トークンの記録と権利を巡る議論状況
 - (2) 信託を用いたスキームによる克服
- 2 セキュリティ・トークンに信託を活用した場合の問題点
- 3 信託受益者の特定性
- 4 譲渡対象の性質決定：記録の移転か信託受益権の譲渡か
 - (1) 記録と権利の一体性に関する日本私法上の3つの標準型
 - (2) 記録の移転という事実上の行為
 - (3) 受益権の譲渡
 - (4) 受益証券発行信託
 - (5) 対抗要件具備の特例——規制のサンドボックス制度の利用
- 5 金融商品取引法の適用
- 6 結論

1 問題意識——

セキュリティ・トークンへのセキュリティ・トラストの活用

(1) セキュリティ・トークンの記録と権利を巡る議論状況

暗号資産をめぐる私法上の地位についての議論は、これまで主にビットコインなどの権利のついていない暗号資産（仮想通貨、ペイメント・トークン）を対象に議論が蓄積されてきた¹。しかしながら、暗号資産に用いられているブロックチェーンという技術は、管理するデータ（トークンという）に権利義務を附随させて取引の対象とすることも可能とするものである。例えば、特定の商店でサービス提供を受けることのできるトークン（ユーティリティ・トークン）や、特定のビジネス主体の獲得した利益の分配を受けることのできるトークン（セキュリティ²・トークン〔証券型トークン〕）を設計することも可能である。

このうち、証券型トークンについては、2019年金融商品取引法改正やその後の内閣府令等の改正によって、「電子記録移転権利」（金融商品取引法2条3項）を含む「電子記録移転有価証券表示権利等」（金融商品取引業に関する内閣府令1条4項17号、6条の3）として金融商品取引法上の有価証券（1項有価証券）となり、日本でも、証券型トークンによるICO、すなわちSTO（Security Token Offering）が、金融商品取引法の下で認められることが明確となった³。公法上、セキュリティ・トークンの取引が容認されたことで、実際に普及する可能性が生じてきた。しかし、これに対して、セキュリティ・トークンの私法上の取扱いについては議論が十分とは言い難い状況にあった。そこで、本稿筆者は、別稿⁴でこの問題について検討した。

別稿では、セキュリティ・トークンの法的地位について、債権、契約上の地位、私法上の有価証券、社債等振替法上の振替制度を利用した場合などの法律構成の候補を挙げ⁵、それぞれについてトークンによって表示されている権利の帰属とトークンの記録とがいかなる場合に一致し、また、乖離するのかを検討した。検討の結果、法律構成によって、トークンの記録に権利の存在を推定する効力が認められるか、トークンをセカンダリーマーケットで譲渡した場合に当該譲渡契約が無効・取消や解除となった場合の権利の帰属（ただし、有価証券であるとして譲受人に権利が帰属しても権利濫用の抗弁によって権利行使

できないため差は小さい)、発行契約が無効・取消ないし債務不履行で解除された場合の人的抗弁の切断、無権利者からトークンを取得した場合の即時取得の適用、無権利の記録保持者に対する発行主体の弁済が支払免責に該当するための主観的要件、発行主体への権利行使にトークンの記録が必要なのか(受戻証券性)、発行者以外の第三者との関係で責任財産を構成するための権利の移転に記録の移転が必要かといった点で、私法上の有価証券(無記名証券・指図証券)や社債等振替法の類推適用(あるいは口座による財産管理の一般法理の発展)なのか、それとも債権・契約上の地位なのかで差異があることがわかった⁶。

別稿ではセキュリティ・トークンを金銭として位置付けることは検討の対象外とした。だが、理論上は、セキュリティ・トークンであっても記録を金銭の占有と同視することで、金銭と同様に処理するということも考えられる。そして、トークンを金銭として位置付けた場合、金銭では所有と占有が一致するとされていることから⁷、トークンでは権利と記録とが一致することになる。その結果、発行者以外の第三者との関係で責任財産を構成するための権利の移転に記録の移転が必要か、発行主体の権利行使にトークンの記録が必要なのかについては、私法上の有価証券(無記名証券・指図証券)・社債等振替法の類推適用(口座による財産管理の一般法理の発展)と同様の結論となる。さらに、金銭とした場合には、トークンの記録(占有)に権利推定効を超えて権利そのものが認められる点や、発行契約が無効・取消ないし債務不履行で解除された場合の人的抗弁の切断(悪意者も保護する点)、無権利者からトークンを取得した場合の帰属(善意要件が不要)、譲渡契約が無効・取消や解除となった場合の権利行使(権利濫用の抗弁がない点)、無権利の記録保持者に対する発行主体の弁済が支払免責に該当するための主観的要件について私法上の有価証券(無記名証券・指図証券)・社債等振替法の類推適用(口座による財産管理の一般法理の発展)以上に、トークン記録者の保護がなされ、権利が認められる⁸。

上記の諸点において、権利と記録の一致を高め、流通性を高めるためには、金銭と類似の立場にするのが最も望ましく、次いで、私法上の有価証券の中でも無記名証券・指図証券と性質決定されるか社債等振替法の類推適用(あるいは口座による財産管理の一般法理の発展)とすることが望ましい。他方で、無権限取引や詐欺的な取引から元来の権利者を保護したいならば、債権や契約上の地位と性質決定する方が望ましい(図1参照)⁹。

セキュリティ・トークンは、ビジネスの利益の分配を受けることのできる権利である点

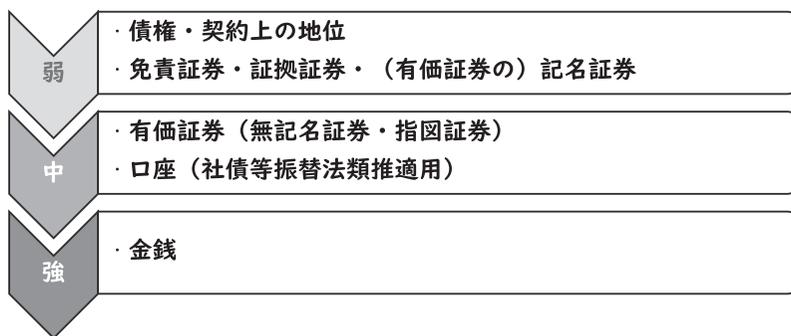


図1・トークンの記録(占有)と権利の結びつきの程度

で、株式と共通することから、同トークンにも少なくとも株式(振替株式あるいは株券)と同様の高い流通性を認めるためには、同トークンを私法上の有価証券(無記名証券・指図証券)と性質決定するか社債等振替法の类推適用(あるいは口座による財産管理の一般法理の適用)を認める必要がある。だが、私法上の有価証券と性質決定するには制定法上の根拠が必要という見解が関係諸機関の実務上の通説とされており¹⁰、セキュリティ・トークンを制定法ないままに私法上の有価証券とされるかどうかは未確定である。社債等振替法の类推適用の議論は未成熟であってその保証はなく、口座による財産管理の一般法理も同様である¹¹。

そこで、実務としては、法的リスクを回避するため、有価証券とは性質決定されず、債権あるいは契約上の地位と性質決定されることを前提に、商品を開発することが求められている¹²。すなわち、私法上の有価証券と性質決定せずとも、権利と記録の一致が可能となる方法が求められている。このような方法を模索するのが本稿の課題である。

(2) 信託を用いたスキームによる克服

本稿は、セキュリティ・トラストから着想を得る。セキュリティ・トラスト(図2参照)の実務では、担保財産の管理を受託者に任せ、被担保債権を証券化して自由な譲渡が認められている。そして、受益者を「被担保債権の保有者」とすることで、被担保債権が転々流通しても、転得者である投資家に担保のカバーは及ぶことになる。

これと同様に、発行主体は自らを委託者かつ受託者とし、関連する事業を信託財産に信託を設定する。その際に、受益者を「トークンの記録者」、受益権の内容をセキュリティ・

トークンに付与すべきと考えていた権利と信託行為で定める（仕組みについて図3参照）。これによって、トークンの記録がどのように移転しても、記録と受益権の帰属を一致させることが可能となるのではないか¹³。

このアイデアの実現が可能であるか、まずは、かつてのセキュリティ・トラストの処理を検討し、それをセキュリティ・トークンに応用できないかを検討する。

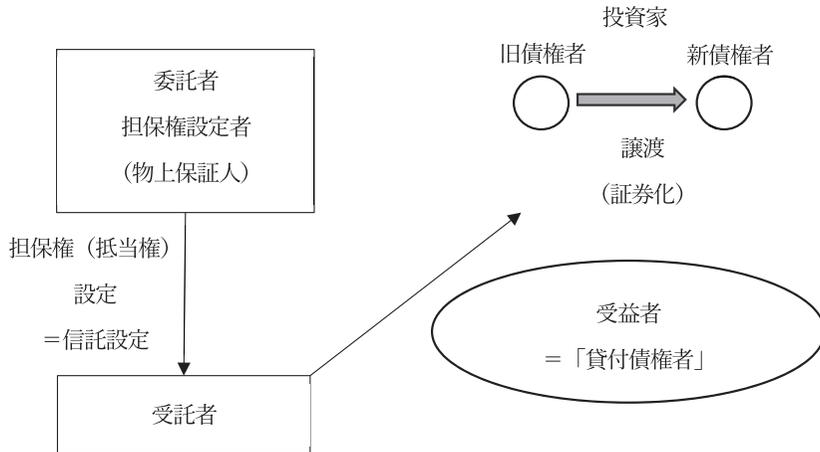


図2・セキュリティ・トラストの仕組み

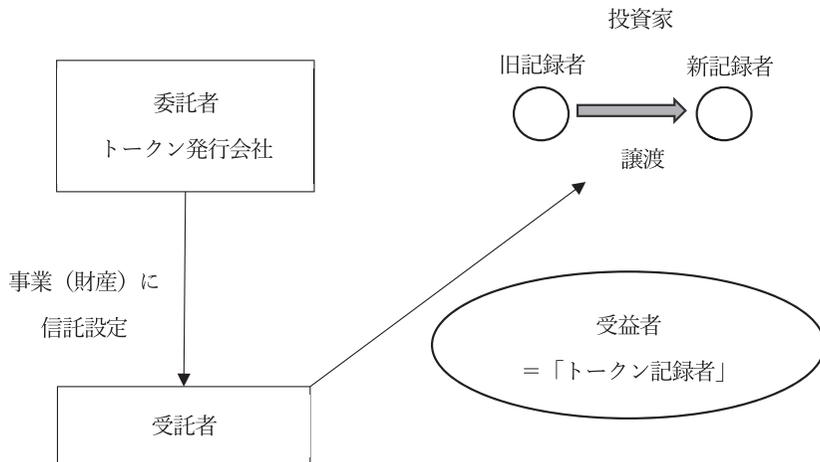


図3・信託を用いたトークン

2 セキュリティ・トークンに信託を活用した場合の問題点

まず、上記のアイデアをセキュリティ・トークンに利用した場合に克服すべき問題点を確認する。予備的課題として(1) トークン記録者という定めは信託受益者の定めとして適法なのかという問題がある。

このような定めが適法であるとした上で、(2) トークンの記録の移転は何ら信託法ないし民法上の制約なく認められるのかという問題を検討する。このスキームでは、トークンの記録の移転は信託の受益者の変更を意味する。となると、それは「信託受益権の譲渡」と評価され、受託者及び第三者に対抗するためには信託法94条の受託者への通知又は受託者の承諾が必要となるおそれはないのか。特に倒産隔離（倒産時の優先回収権・取戻権）が問題となる場面では権利の移転・帰属に対抗要件を備えることは必要不可欠であるため¹⁴、受益権の譲渡と評価された場合、トークンの記録（多くの場合はブロックチェーン上の記録）を移転させればよいというわけにはいかなくなる。

そして、最後に、(3) トークンの記録の移転をどのように法的に評価するかによって金融商品取引法の適用があるのかという問題が付随して生じてくる。

これらの問題をどのように処理するのかによって、本スキームが認められるか、そして本商品の商品性はどの程度のものであるのかが大きく変わりうる。

3 信託受益者の特定性

トークン記録者という抽象的な定めが受益者の定めとして適法・有効なものとして扱われるか。トークンの記録をみないと受益者が定まらないという問題や、トークンの記録が移転することを考えると特定性に欠けるといった問題が指摘されうる。

だが、信託において受益者の存在は信託の成立に必要な要件ではない（目的信託となる）¹⁵。受益者が存在する場合でも、受益者は不特定でも構わないとされ¹⁶、そもそも特定されている必要はない。信託の受益者は、信託行為によって、特定の者と指定される場合もあれば、一定の条件を備えるべき者が受益者となるべき者の候補として定めることでも

きる¹⁷。後者の場合は、条件が満たされるものの中から、受益者指定権・変更権の行使がされることによって、受益者となるべき者が具体的に決定する旨が信託行為によって定められることもある（信託法 89 条 1 項）。

以上の帰結はセキュリティ・トラストにおいても認められていたものである。セキュリティ・トラストにおいては信託受益者を「被担保債権（貸付債権）の保有者」と定められ、当該債権は譲渡によって移転されることが予定されていた。そのため信託行為によって受益者を特定ないし固定されているわけではない。にもかかわらず、このような受益者の定めも適法かつ有効とされていた。

よって、本スキームにおいて、受益者を特定の者と定めず、「トークンの記録者」と定めることも適法かつ有効と評価できる。

4 譲渡対象の性質決定：記録の移転か信託受益権の譲渡か

「セキュリティ・トークンの売買」（あるいは「譲渡」）によって、旧記録者から新記録者にトークンの記録が移転することになる。これを法的にどのように評価するのか。単なるトークンの記録の移転という事実上の行為（ないし役務提供）に過ぎないのであれば何ら法的規律は及ばない。だが、法的に何らかの「権利」の移転となると、その権利の性質に従って法律の求める手続の履行が必要となる。具体的には、信託受益権と性質決定されると、譲渡の際には、少なくとも受託者への対抗要件として受託者への通知または受託者の承諾が必要となる（信託法 94 条）。この通知・承諾には確定日付のある証書（信託法 94 条 2 項）として公正証書あるいは公証人役場における押捺という煩雑な手続が求められる（民法施行法 5 条）、これでは譲渡が大きく制約されることになる¹⁸。

（1）記録と権利の一体性に関する日本私法上の 3 つの標準型

そこで、本スキームのトークンの譲渡の法的性質を検討する前に、トークンの記録のような権利の所在を示す物理的徴憑（これを「占有」ということもできる¹⁹）と権利の所在との関係について、日本法では私法上の法的性質決定がどのように影響を与えるのかを確

認したい。

1.で紹介した通り、セキュリティ・トークンの法的地位を検討した別稿およびペイメント・トークンとしての暗号資産（仮想通貨）の法的地位を検討の結果、記録の保有と権利の結びつきについて、日本の私法上、認められる様々な法律関係（金銭、債権、契約上の地位、私法上の有価証券、社債等振替法上の振替制度を利用した場合）は大きく3つの標準型に整理できることがわかった。それが1.の図1で示した3つである。

まず、A.「所有と占有の一致」が認められる金銭である。法定通貨としての日本銀行券や貨幣のほか、決済性預金（当座預金、普通預金）も振込を更改と位置付けることで同様の効果が認められる²⁰。そのほか論者によってはビットコインのようなペイメント・トークン（暗号資産）もこの類型に属する²¹。これを本稿では「金銭型」と称する。

次に、占有と権利の結びつきが強いものとしてB. 私法上の有価証券中の無記名証券（民法520条の20）、指図証券（民法520条の2）及び記名式所持人払証券（民法520条の13）がある。約束手形や小切手もこの類型に属する。そして、社債等振替法もこれらの有価証券とほぼ同様の規律となる²²。このような社債等振替法をセキュリティ・トークンに類推適用すること、あるいは同法の規律を基に「口座による財産管理の一般法理」を展開しセキュリティ・トークンに適用する場合もこの規律となる。これを本稿では「有価証券型」と称する。

最後に、もっとも占有と権利の結びつきが弱いものとしてC. 通常債権や契約上の地位がある。有価証券の中でも記名式所持人払証券を除いた記名証券（民法520の19）は同様の規律に服する（民法520の19）。この類型を本稿はC.「通常債権型」と称する（図4参照）。

この3つの標準型のいずれに属するかによって取り扱いが変わってくるのは、1.で紹介した別稿の結果で紹介した通り、①トークンの記録と権利が一致するのか、②トークンの記録に権利の存在を推定する効力が認められるか（資格授与の効力）、③トークンをセカンダリーマーケットで譲渡した場合に当該譲渡契約が無効・取消や解除となった場合の権利の帰属（記録が譲受人に残っている場合）、④発行契約が無効・取消ないし債務不履行で解除された場合の人的抗弁の切断、⑤無権利者からトークンを取得した場合の即時取得の適用、⑥無権利の記録保持者に対する発行主体の弁済が支払免責に該当するための主観的要件、⑦発行主体への権利行使にトークンの記録が必要なのか（受戻証券性）、⑧発行

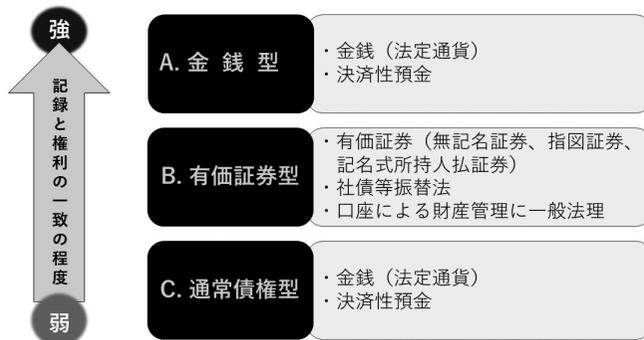


図4・記録と権利の一致の程度の3つの標準型

者以外の第三者との関係で責任財産を構成するための権利の移転に記録の移転が必要かという点である。

以下の表にその帰結の差異を要約する。A. 金銭型であれば記録と権利は一致したものと扱われ、B. 有価証券型は記録と権利は一致こそしないものの強く結びついたものとして扱われる。C. 通常債権型はそのような特別な扱いはない。

① トークンの記録と権利の一致	
A. 金銭型	○
B. 有価証券型	×
C. 通常債権型	×

② トークンの記録の権利存在推定効	
A. 金銭型	(不要)
B. 有価証券型	○
C. 通常債権型	×

③ 譲渡契約が無効・取消や解除となった場合の権利の帰属	
A. 金銭型	譲受人
B. 有価証券型	譲受人 (ただし権利濫用になる)
C. 通常債権型	譲渡人

④人的抗弁の切断	
A. 金銭型	常に切断
B. 有価証券型	原則：切断 例外：悪意
C. 通常債権型	切断しない

⑤無権利者からの記録譲受（即時取得）	
A. 金銭型	権利取得
B. 有価証券型	原則：権利取得 例外：悪意又は重過失の立証
C. 通常債権型	権利取得しない

⑥無権利者への支払免責	
A. 金銭型	有効な支払
B. 有価証券型	原則：有効な支払 例外：悪意又は重過失の立証
C. 通常債権型	原則：支払は無効 例外：①受領権者の外観＋ ②善意無過失の立証

⑦発行主体への権利行使に記録の要否（受戻証券性）	
A. 金銭型	必要
B. 有価証券型	必要
C. 通常債権型	不要

⑧（対第三者の責任財産として）権利の移転に記録の要否	
A. 金銭型	必要
B. 有価証券型	必要
C. 通常債権型	不要

このような記録（占有）と権利の関係の標準型は、責任財産の構成という倒産隔離の問題であって、第三者にもかかわる問題である。よって当事者間の契約のみで自由にアレン

ジできる²³問題ではない²⁴。そして法的性質が記録と権利の関係の標準型に差異をもたらす原因は社会的な「種類物」（あるいは「代替物）」としての性質の強さと考えている。すなわち当該権利（または利益）が社会的にどの程度、同一種類であれば同じものとして「数値」（単位）でのみ扱えば足りると受容されているのかの程度によって定まると考えている²⁵。

（２）記録の移転という事実上の行為

このような準備作業の上で、セキュリティ・トークンに信託を用いた本スキームのトークンの移転の法的性格を分析する。

まず、トークンの記録の移転は単なる事実上の行為であって、いかなる法的性質も有さないと評価する場合を考えてみる。これは、本スキームを信託受益者は「トークンの記録者」であるとしつつトークンの記録の移転を事実上の行為と捉えるという法律構成のほか、「トークンの記録者に所定の給付をすること」を信託目的とする受益者の存在しない目的信託と考えるという法律構成をとることになる。このような法律構成の下では、何ら法的権利の移転のための手続規制がかからないことを意味する。このことと、信託受益者を「トークンの記録者」とすることとが結びつくと、その帰結は、何らの制約なくトークンの記録を移転することができ、かつ、そのまま権利者となる。

この帰結は4.(1)の3つの標準型に引き直すと、A. 金銭型として処理されることになる。すなわち、記録と権利とが完全に一致することになる²⁶。本スキームはこのような帰結を望んで設計されたものといえることができる。

だが、このような帰結にはいくつか疑問がある。まず、記録の保護が行き過ぎていないかという実質論が挙げられる。セキュリティ・トークンはいわば株式のような投資商品として設計されたものである。そのため、譲渡のたびに発行主体への公正証書による通知または承諾が求められるというのでは煩雑であるので、株式と同程度の流通性の確保が望まれたのである。しかしながら、株式と同程度であるならば、株券であっても上場会社の社債等振替法の適用のある場合であっても、B. 有価証券型の保護で十分だったはずである²⁷。このB. 有価証券型を超えて、A. 金銭型の保護を求めるのは、実質論として、記録の保護に過度に傾斜し、詐欺取引や不正取引に巻き込まれた場合の真の権利者保護・被害

者保護に欠ける。たとえば、無権限取引や誤振込であっても、権利の帰属は詐欺者・加害者側にあり、被害者は別途、損害賠償請求権や不当利得返還請求権といった倒産時に優先権の認められない救済手段しか許されないことになる²⁸。

また、形式論的にも、トークンの記録が移転することで、信託の受益者が変更される、すなわち受益権が譲渡されると法的には評価せざるをえず、そうなると「信託受益権の譲渡」として法的な手続規制が必要になるのもやむを得ない。

この点について、セキュリティ・トラストにおいては、被担保債権が移転する場合に、別途受益権の移転の手続（信託法 94 条による対抗要件としての受託者への通知）は不要となることを前提とされていた²⁹。しかしながら、セキュリティ・トラストで受益権の移転に信託法 94 条の規律が及ばない理由としては、被担保債権が移転し、かつ同債権移転の対抗要件を満たす以上、抵当権の被担保債権への「随伴性」から当然に受益者が変更されることになることとされていた³⁰。抵当権の随伴性には、①被担保債権の移転に伴って担保権が被担保債権の譲受人に移転するという意味と、②被担保債権の帰属が変更しても債権は担保され続けるという意味とがあり³¹、セキュリティ・トラストにおいては担保権と被担保債権の帰属が分離するため①の意味での随伴性は認められないものの、信託を用いることで②の意味の随伴性が認められるため、被担保債権が移転すれば当然に受益者は変更されることになる³²。

このようにセキュリティ・トラストにおいて受益権の譲渡手続が不要とされているのは、受益者が「被担保債権の保有者」と定められているからではなく、抵当権の随伴性という抵当権固有、セキュリティ・トラストに固有の論理に基づくものであった。抵当権を用いていない本スキームには受益権の譲渡の手続規制を不要とする特別な論理は存在しない。セキュリティ・トラストからは、むしろ、被担保債権の譲渡に対抗要件が要求されており、スキーム全体として眺めれば権利の移転にやはり一定の手続規制が課されているということを学ぶべきであろう³³。

（3）受益権の譲渡

以上のように、本スキームにおいて、トークンを移転するということを単なる「記録の移転」という事実上の行為とすることはできない。となると、やはり、信託法上の受益権

の譲渡と法的には評価せざるを得ない。しかしながら、これでは譲渡の際に受託者への通知または承諾が必要となり、手続コストが煩雑となるという不都合がある。

この帰結は、4. (1) の3つの標準型に引き直すと、C. 通常債権型に分類されることによる不都合といえる。そして、4. (2) で述べた通り、セキュリティ・トークンは株式類似の投資商品と捉えられることからすると、記録と権利の関係についてもB. 有価証券型となることが望まれているといえることができる。

(4) 受益証券発行信託

そこで、本スキームにB. 有価証券型となるような工夫を考える。その方法が信託法に用意されている受益証券発行信託（信託法185）の活用である。すなわち信託行為の定めに基づいて受益権を表示する証券を発行するという手法を用いる。（セキュリティ・トークンに受益証券発行信託を活用することについて検討する文献として加藤貴仁「トークンとトークン化された権利の距離」神田秀樹責任編集・資本市場研究会編『企業法制の将来展望・2023年度版』〔財務詳報社・2022年〕377 - 401頁に校正時に接した。）

受益証券発行信託に基づく受益証券は、C. 通常債権型となる記名式証券とすることもできるが、B. 有価証券型となる無記名証券とすることもできる（信託法186条3号）。さらに、受益証券を発行せずに受益原簿によって管理することも認められ（信託法185条2項、186条）、この場合は会社法の株券不発行の株式会社における株式と同じ扱いとなり、B. 有価証券型の処理がなされる。また、受益権を社債等振替法の振替機関に取り扱わせることも認められ（社債等振替法2条10号の2、127条の2。「振替受益権」となる）、この場合もB. 有価証券型の処理がなされる。

(5) 対抗要件具備の特例——規制のサンドボックス制度の利用

受益証券発行信託を用いる方法のほかにも、信託受益権の譲渡の対抗要件のルールに特例を設けることで本スキームの問題点を克服するという方法がある。前述の通り、信託受益権の譲渡は民法の債権譲渡同様、対抗要件として、確定日付ある通知または承諾が必要となる。この点について、2022年3月から、政府の規制のサンドボックス制度を利用

して、産業競争力強化法 11 条の 2 第 1 項 2 号に基づいて、ブロックチェーン上の記録をもって信託法 94 条・民法施行法 5 条 1 項 2 号の確定日付ある通知・承諾の要件を代替的に充足する実証実験が行われている³⁴。この方法によれば確定日付ある証書による通知・承諾という手続コストの難点が克服されている。

だが、問題はその先にある。かかる対抗要件具備の手続コストの問題の解決した「信託受益権の譲渡」は、本稿の権利と記録の関係についての 3 つの標準型のいずれに分類されるのか。規制のサンドボックス制度によって緩和したのはあくまで債権譲渡・信託受益権の譲渡の対抗要件具備にとどまり、商品設計を変更したわけではないことからすると、4. (3) で述べた通り、C. 通常債権型となるはずである。だが、C. 通常債権型では、記録と権利の一致の程度が弱くなるという問題が残されている (4. (1))。

この場合にも、B. 有価証券型として整理することはできないか。4. (1) で述べた通り、3 つの標準型のいずれに該当するかは、法的性質によって一応分類されるものの、その内実は、種類物性の程度、すなわち、当該権利が同一種類であれば同じものとして「数値」(単位)でのみ扱えば足りると社会的に受容されているのかの程度によって定まるものである。よって、対抗要件をブロックチェーン上の記録で足りるとすること自体は、種類物性が認められることを必ずしも意味しないものの、そのように流通を促進させるトークンの中にはセキュリティ・トークンのようにどれくらいの単位・数量を持っているのか数値によって権利内容を管理し、トークンの特定の 1 単位の個性は問題としないものもあろう。そして、このような種類物的な取り扱いが社会的に受容されるという評価を獲得することに対して、ブロックチェーン上の記録の移転のみで対抗要件充足を認めるという制度が一定の寄与をしているといえる。

もちろん、ブロックチェーン上の記録の移転のみで譲渡を認めたとしても、種類物性を認めるべきでないものもある。例えば、特定のデジタルコンテンツを利用する権利と結びつけるなどの形で近時話題となっている NFT (Non-Fungible Token) について譲渡の対抗要件をブロックチェーン上の記録によって足りるとしても、「代替性のない」(non-fungible) というその名の通り、上記のような意味での種類物性を認めることはできないであろう³⁵。

しかし、セキュリティ・トークンの多くは株式のように投資商品を数値化された単位として扱うものとして設計されるであろう。その場合は、社会的な種類物性を認め、B. 有

価証券型（「有価証券」という用語に違和感があるのであれば「振替口座型」と言い換え
ても構わない）の処理をすることが認められよう。

5 金融商品取引法の適用

4.での検討からは、セキュリティ・トークンの記録の移転は信託受益権と性質決定され
るということになった。信託受益権となれば金融商品取引法の適用がある。まず、受益証
券を発行していない信託であれば、2項有価証券（金融商品取引法2条2項1号）となる。
4.(4)で紹介したように受益証券発行信託の受益証券となると1項有価証券（金商法2
条1項14号）となる。

信託を介さずにセキュリティ・トークンを投資家に直接発行した場合には、(1)で述べ
た通り、電子記録移転権利（金融商品取引法2条3項）となり、金融商品取引法上、1項
有価証券となる。

よって受益証券発行信託を用いた場合には金融商品取引法の適用上はセキュリティ・
トークンを直接投資家に発行した場合である電子記録移転権利と差異はない。これに対し
て、受益証券発行信託制度を利用しない信託であれば、2項有価証券となるため、受益権
の譲渡に信託法94条の受託者への通知または承諾が必要となるものの、1項有価証券よ
りも規制が緩い³⁶。電子記録移転権利にも金融商品取引法の除外要件が定義府令（金融商
品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令）9条の2に定められているものの、同
規定の①取得資格制限（適格機関投資家など）と②譲渡制限（発行者の承諾を確保する技
術的措置）に比べれば、信託受益権の譲渡の要件のほうが①取得資格制限がない点におい
て緩やかといえる³⁷。ただし、4.(5)で述べたような規制のサンドボックスによる対抗要
件具備の特例によってブロックチェーン上の記録で足りるとしておかないと譲渡の通知ま
たは承諾において確定日付ある証書による必要が生じ、現実的には譲渡不可能となろう。

なお、4.(2)で紹介した目的信託として性質決定すれば、トークンの記録は単なる事
実上の行為となるため金融商品取引法の適用がないこととなりかねない。しかし、権利の
移転の自由が実質的に可能であるのに、金融商品取引法上の開示規制などの投資家保護規
制が一切かからないというのは、行き過ぎた解釈のように思われる。この点からも目的信

託という法律構成は妥当でないといえる。

6 結論

以上の検討の結果、私法上の性質の明らかではないセキュリティ・トークンについて信託を用いることで権利と記録とを一致させる試みの意義とその限界とが明らかになった。目的信託や信託受益者を「トークンの記録を有する者」としたうえでトークンの記録の移転を事実上の行為と法律構成とすることで、本件スキームを A. 金銭と同様、記録と権利を完全に一致させるという方向は、信託法上の評価としても、また、金融商品取引法の適用の観点からも難点がある。他方で、信託を用いてトークンの記録の移転を信託受益権の譲渡と性質決定するだけでは、譲渡の対抗要件具備コストが高くなり、しかも C. 通常債権型となり、記録と権利の一致が弱まり、流通に適さなくなる。そこで、受益証券発行信託とするか、あるいは通常信託で規制のサンドボックス制度を利用して受益権譲渡の対抗要件充足手続を緩和する特例を活用するという解決策を提示した。これらによれば B. 有価証券型の記録と権利の一致が認められうる。

なお、受益証券発行信託とした場合と通常信託とした場合とで金融商品取引法の適用上、一項有価証券となるか二項有価証券となるかの差異があり、規制コストの関係では後者の方が安価といえる。

信託に対しては、一方で、大陸法国にとっては水に浮かぶ油のような異質な存在であり、その異質さを取って脱法行為的に用いることで時代遅れとなった既存の法制度を社会のニーズに適合させる自由な法創造としての機能が期待されている³⁸。他方で、そうはいつでも信託法も私法の1つである以上、民法・商法と一体となって矛盾のない私法体系の中で位置付けなければならない³⁹。本稿は、この2つの要請のバランスをいかに図るべきかの1つの試みである。やや、後者の既存の私法体系との整合性を重視した結論となってしまったが、今後の議論の一助となれば幸いである。

〔注〕

- 1 得津晶「日本法における仮想通貨の法的諸問題：金銭・所有権・リヴァイアサン」法学81巻2号149頁以下（2017）、特に154-166頁参照。金銭に準じて考える見解として、森田宏樹「仮想通貨の私法上の性質について」金法2095号（2018）20頁、物（所有権）に近づけて理解する見解として片岡義広「仮想通貨の規制法と法的課題（上）」NBL1076号（2016）59頁、森下哲朗「FinTech時代の金融法のあり方に関する序説的検討」『デジタル化・グローバル化時代の金融法』（有斐閣・2022）251頁（初出：江頭憲治郎先生古稀記念『企業法の進路』（有斐閣・2017）807頁）、274-278頁、財産権性を否定し役務提供契約と基礎づける見解として西村あさひ法律事務所編『ファイナンス法大全〔全訂版〕・下』（商事法務・2017）845頁〔芝章浩〕参照。この問題に対しては、別稿「仮想通貨の法的地位・再論——物権・特定性・倒産隔離」を準備中である。そのアイデアの粗いスケッチとして得津晶「コメント（仮想通貨（ビットコイン）をめぐる法的諸問題——技術、法理論、法実務の観点から〔加毛明報告〕）」working paper (available at, <https://researchmap.jp/tokutsu/presentations/20208266>) 参照。
- 2 講学上の証券ないしセキュリティの概念については、米国の判例法(SEC v. W. J. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946), 301.) から導かれた Howey テストに倣い、共同事業に対する金銭の出資であり、他者の事業活動から利益が合理的に発生し、当該利益を得ることができるものが、「証券」とする理解が有力である（黒沼悦郎『金融商品取引法〔第2版〕』（有斐閣・2020）41頁；Louis Loss, Joel Seligman, and Troy Parades, FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATIONS, 7th edition, volume 1, Wolters Kluwer 2018, at 408）。
- 3 その概要は増田雅史「セキュリティトークン・STO 規制の全体像」金融法務事情 2137号（2020）38-47頁、芝章浩「セキュリティ・トークンおよびステーブルコインの規制上の取扱い」ビジネス法務 20巻6号（2020）104-106頁、辻岡将基「電子記録移転権利の流通性」ディスクロージャー & IR 13号（2020）124-131頁参照。
- 4 得津晶「権利付きトークンの私法上の地位—論点整理のために」（上）NBL1182号14-22頁、（中）1183号23-31頁、（下）1184号40-46頁（2020）。
- 5 得津・前掲注(4)文献（上）17-22頁
- 6 得津・前掲注(4)文献（下）46頁。
- 7 最判昭和39・1・24判時365号26頁、松岡久和『物権法』（成文堂・2017）88頁、秋山靖浩ほか『物権法』（日本評論社・2015）22頁〔秋山靖浩〕、内田貴『民法I〔第4版〕』（東京大学出版会・2008）471頁。金銭の所有と占有の関係について詳細は佐伯仁志＝道垣内弘人『刑法と民法の対話』（有斐閣・2001）4-19、24-25頁参照。
- 8 得津・前掲注(1)〔法学〕164頁の表のほか得津晶「権利付きトークンの法的地位：デジタル資産の捉え方」日本銀行金融研究所セミナー（2021年11月25日）資料 (available at, <https://researchmap.jp/tokutsu/presentations/35934113>) 参照。
- 9 得津・前掲注(4)文献（下）46頁。
- 10 民法（債権法）改正検討委員会編『詳解・債権法改正の基本方針III——契約および債権一般（2）』（商

事法務・2009) 344 頁によれば民事行政局は、特別の法律の規定又は慣習法が必要であると考えている模様である。これに対して、学説上は、有価証券とすることは私的自治の範囲内であるとするのが通説である。小出篤「判批」神田秀樹＝神作裕之編『金融商品取引判例百選』（有斐閣・2013）173 頁。

- 11 得津・前掲注(4) 文献(上) 22 頁。口座による財産管理の一般法理として口座の記録をもって有体物の占有と同視することについて森田宏樹「有価証券のペーパーレス化の基礎理論」金融研究 25 号(2006) 39-40 頁参照。
- 12 芝章浩「権利を表章するトークンの民事法上の取扱い」ビジネス法務 20 卷 3 号(2020) 103 頁。
- 13 本稿の問題意識は、TMI 法律事務所の辻岡将基氏から提案されたものである。記して感謝申し上げる。
- 14 加藤貴仁「暗号資産の管理の委託と電子記録移転有価証券表示権利等の預託」神田秀樹責任編集・資本市場研究会編『企業法制の将来展望・2022 年度版』（財務詳報社・2021）143 頁は倒産時に取戻権の行使を認めるための要件として対象財産について①取戻権の基礎となる実体法上の権利、②倒産手続開始前の対抗要件の具備、③特定性の 3 つを挙げる。そのほか、金融取引における預かり資産を巡る法律問題研究会「顧客保護の観点からの預かり資産を巡る法制度のあり方」金融研究 32 卷 4 号(2013) 30 頁、電子的記録に基づく権利を巡る法律問題研究会「振替証券・電子記録債権の導入を踏まえた法解釈論の再検討」金融研究 34 卷 3 号(2015) 14 頁参照。
- 15 道垣内弘人『信託法〔第 2 版〕』（有斐閣・2022 年）310、334 頁。
- 16 道垣内・前掲注(15) 文献 309 頁。
- 17 道垣内・前掲注(15) 文献 313 頁。
- 18 増田雅史「セキュリティ・トークンについて」堀天子編『暗号資産の法的性質と実務』金融・商事判例増刊 1611 号(2021) 98 頁。
- 19 森下・前掲注(1) 文献 278 頁、森田・前掲注(11) 文献 39-40 頁、小島冬樹「ネットワーク参加者が保有する暗号資産をめぐる法律関係の総論」堀・前掲注(18) 文献 35 頁。
- 20 森田・前掲注(1) 文献 19 頁、森田宏樹「振込取引の法的構造」中田裕康＝道垣内弘人編『金融取引と民法法理』（有斐閣・2000）136-145 頁、182-183 頁。誤振込に関して最判平成 8・4・26 民集 50 卷 5 号 1267 頁参照。
- 21 森田・前掲注(1) 文献 20 頁。
- 22 得津・前掲注(4) 文献(下) 46 頁。
- 23 小塚莊一郎＝森田果『支払決済法〔第 3 版〕』（商事法務・2018）196、203 頁。
- 24 得津・前掲注(1)〔法学〕165-166 頁、得津・前掲注(4) 文献(下) 43-44 頁、46 頁。
- 25 この点について得津・前掲注(8)〔日銀セミナー資料〕26 頁参照。
- 26 社債・株式の無券面化・口座管理についても日本・フランスのような直接保有方式ではなく、アメリカの間接保有方式は信託を用いることで、預金債権と同様の金銭類似の取扱い（所有と占有の一致）に近づけることが可能であることについて森田・前掲注(11) 文献 50 頁。
- 27 社債・株式の無券面化・口座管理について日本・フランスで採用されている直接保有方式は、有価

証券法理と同程度の取引安全の保護（善意取得制度）であることについて森田・前掲注(11)文献49頁参照。

- 28 得津・前掲注(1)〔法学〕163頁。
- 29 西村あさひ・前掲注(1)文献618頁注36〔有吉尚哉〕。
- 30 金融法委員会「セキュリティ・トラスティの有効性に関する論点整理」（平成17年1月14日）7頁。これに対して、山田誠一「セキュリティ・トラストの実体法上の問題」金融法務研究会編『金融法務研究会報告書（14）担保法制を巡る諸問題』（金融法務研究会事務局・2006）44頁は、受益権は抵当権の随伴性によっては移転せず、信託成立時に受益者を「そのときどきの非担保債権の債権者」と定めたことによって事実上の随伴性を達成していると述べる。この整理は、本文の記録の移転を単なる事実上の行為と捉えることでA.金銭型を実現する立場に近い。このような立場の問題点については本文で述べた通りである。
- 31 阿部裕介「根抵当権と被担保債権の譲渡」東京大学法科大学院ローレビュー3号（2008）6頁。
- 32 阿部・前掲注(31)文献13頁。そのほか、セキュリティ・トラストにおける抵当権の帰属と被担保債権の帰属の分離の適法性について金融法委員会・前掲注(30)文献1頁、山田・前掲注(30)文献42頁、トラスト60『セキュリティトラスト研究会報告書』（平成19年1月）5頁等参照。
- 33 類似した状況として平時導入型の敵対的企業買収防衛策として差別行使条件付新株予約権を信託受託者（信託銀行等）に発行し、敵対的企業買収が顕在化した場合に新株予約権をその時点の株主に分配するという信託型ライセンスプランがある（中山龍太郎「日本型ライセンスプラン（ポイズン・ピル）導入に係る法的課題」小塚莊一郎＝高橋美加編『落合誠一先生還暦記念・商事法への提言』〔商事法務・2004〕416頁、森・濱田松本法律事務所編『M&A法大系〔第2版〕』〔有斐閣・2022〕831-832頁注10）。この信託型ライセンスプランにおいても受益者は対象会社の一般株主と解することができるにもかかわらず、株式が譲渡され受益者が変更となるたびに受益権の譲渡の手続はとられていない。だが、ここでも株式の譲渡に必要な手続はとられており、受益権は株式譲渡に「随伴」しているに過ぎない点でセキュリティ・トラストと同様である。随伴する権利の移転手続すらなく受益権を移転させるという法律構成はとられていない。
- 34 経済産業省ウェブサイト「規制のサンドボックス制度に係る実証計画を認定しました～ブロックチェーン技術を活用した電子的取引における第三者対抗要件に関する実証～」(2022年3月29日) available at, <https://www.meti.go.jp/press/2021/03/20220329004/20220329004.html>
- 35 得津・前掲注(8)〔日銀セミナー資料〕27頁参照。
- 36 1項有価証券と2項有価証券では、開示規制の適用範囲や業者規制（第1種金融商品取引業者と第2種金融商品取引業者の差異〔最低資本金額など〕）に差異がある。詳細は黒沼・前掲注(2)文献68-69頁参照。
- 37 ただし、1項有価証券と2項有価証券との差異は流通性の高さの違いと説明されていることからすると（黒沼・前掲注(2)文献68頁）、対抗要件具備をブロックチェーン上の記録で足りるとした特定を用いた信託受益権は、信託受益証券と同様、1項有価証券として扱うことが立法論上望ましいといえる。

- 38 四宮和夫『信託法〔新版〕』（有斐閣・1989）35頁、溜箭将之「イギリス信託法を支えるもの」立教法学84号（2012）341-342頁、溜箭将之「イギリスのトラストはなぜわからないか」樋口範雄編『外から見た信託法』（トラスト60研究叢書・2010）4-5頁。
- 39 道垣内弘人『信託法理と私法体系』（有斐閣・1996）2頁。

