

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

ICOに関する規制の展開

—2019年金融商品取引法及び資金決済に関する法律の改正の意義と課題—

2020年6月26日（金）15:03～16:49

オンライン開催

出席者（五十音順）

飯田	秀総	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
石田	眞得	関西学院大学法学部教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
梅本	剛正	甲南大学共通教育センター教授
片木	晴彦	広島大学大学院人間社会科学研究科実務法学専攻教授
加藤	貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
久保	大作	大阪大学大学院高等司法研究科教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
齊藤	真紀	京都大学大学院法学研究科教授
白井	正和	京都大学大学院法学研究科教授
洲崎	博史	京都大学大学院法学研究科教授
高橋	陽一	京都大学大学院法学研究科准教授
船津	浩司	同志社大学法学部教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松尾	健一	大阪大学大学院高等司法研究科教授
山下	徹哉	京都大学大学院法学研究科准教授
行澤	一人	神戸大学大学院法学研究科教授

ICO に関する規制の展開

—2019 年金融商品取引法及び資金決済に関する法律の改正の意義と課題—

東京大学大学院法学政治学研究科教授

加藤 貴 仁

目 次

- | | |
|--------------------------------|----------------------------------|
| I. 本報告の意義と目的 | 価証券表示権利等とトークンの関係 |
| II. 暗号資産（仮想通貨）・ICO・ブロックチェーンの関係 | V. 金商法及び資金決済法の組合せによる ICO の規制の合理性 |
| III. 金商法における STO に関する規制の概要 | VI. 総括と今後の課題
討論 |
| IV. 電子記録移転権利及び電子記録移転有 | |

○黒沼 日本取引所グループ金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

本日は、東京大学の加藤貴仁先生に、ICO に関する規制についてご報告をお願いしています。

それでは、加藤先生、よろしくお願いします。

○加藤 それでは、報告させていただきます。

基本的に、資料 1 に沿って報告いたします。研究室や図書館の利用に制限があるため、資料が雑な作りとなっておりますことをご詫び申し上げます。

I. 本報告の目的

2019 年 5 月 31 日に成立した「情報通信技術の進展に伴う金融取引の多様化に対応するための資金決済に関する法律等の一部を改正する法律」（令和元年法律第 28 号）（以下、同法に基づく改正を「本改正」という）によって、金融商品取引法に ICO（Initial Coin Offering）を対象とする規制

が導入されました。本改正に至る過程で金融庁に設置された「仮想通貨交換業等に関する研究会」の報告書（2018 年 12 月 21 日）（以下「報告書」という）では、ICO とは「企業等がトークンと呼ばれるものを電子的に発行して、公衆から法定通貨や仮想通貨の調達を行う行為を総称するもの」と説明されていました。なお、本改正によって資金決済に関する法律（以下「資金決済法」という）も改正され、「仮想通貨」は「暗号資産」に呼称が改められましたが、本改正以前の状況を説明する際には「仮想通貨」という呼称を用いることにします。

本改正以前の ICO を巡る問題状況は、金商法に基づく規制との関係では、以下のように整理できるように思います。

第 1 に、ICO の中には、集団投資スキーム持分の取得勧誘に類似するものが含まれていたと思われるが、トークンが仮想通貨と交換される場合、有価証券の定義（金商法 2 条 2 項 5 号、金融商品

取引法施行令1条の3、金融商品取引法第2条に規定する定義に関する内閣府令5条)を充たすことができないため、金商法の集団投資スキームに関する規制を適用できなかった。

第2に、集団投資スキームに関する規制は持分の流通性が高くはないことを前提としているわけですが、トークンの流通がビットコインのようにブロックチェーン技術等を利用した記録の更新によって行われる場合、その流通性は一般的な集団投資スキーム持分と比べて格段に高くなる可能性がある。

第3に、ICOは多種多様であり、海外の事例を参照すると、トークンを取得する対価が金銭であったとしても金商法の有価証券の定義を充たさないトークンが、投資対象として販売されていた事例が存在した。

そこで、本改正は金商法を改正し、以下のようにICOを対象とする規制を整備しました。

第1に、有価証券に該当する集団投資スキーム持分の定義規定(金商法2条2項5号)の適用に際して、暗号資産は金銭とみなされることになりました(金商法2条の2)。

第2に、流通性が高いトークンの発行を伴う資金調達については、第1項有価証券の募集として規制されることとなります。ただし、集団投資スキーム持分(金商法2条2項5号)と同じく、トークンの自己募集を業として行うことは第二種金融商品取引業として規制されます。

第3に、有価証券の定義を充たさないがトークンの発行を伴うICOは、トークンが暗号資産(資金決済法2条5項)の定義を充たす場合には、資金決済法に基づき規制されることとなります。

2020年4月3日には、本改正の資金決済法及び金融商品取引法関連部分に係る政令・内閣府令等が公布され、同年5月1日から施行されています。金商法に係る内閣府令の中には、集団投資スキーム持分の発行のほか、株式や新株予約権の発行にトークンの発行が伴う場合があり得ることを想定した規定も存在しているようです。実務では、金

商法に基づきトークンを発行して資金調達を行うことをSTO(Security Token Offering)と呼ぶことがあるようです。

本改正の基本的な立場は、金商法や資金決済法の基本的な枠組みは維持しつつ、ブロックチェーン技術等を利用した資金調達を規制するというものです。このような立場は、ICOに対する規制を迅速に構築できるという点で合理性が認められます。しかし、情報通信技術の発展によって生じた課題に対し、金融規制の基本的な枠組みを維持したまま対応することには限界があるように思われます。このような限界は、本改正によって整備されたICOの規制にも存在するように思われます。そこで、本報告では、本改正後のSTOを対象とする金商法の規制を主たる検討対象としつつ、これらの規制が抱える問題が金融規制の基本的な枠組みの再検討を求めるものであることを明らかにすることを目的とします。

II. 暗号資産(仮想通貨)・ICO・ブロックチェーンの関係

ICOを対象とした規制を分析する際には、トークンの発行や流通等に関して用いられている技術を理解する必要があります。ICOでは、Ethereumのブロックチェーンが利用されることが多いのですが、例えば、Ethereumのブロックチェーンを利用して発行したトークンを販売して、EtherやBitcoinといった仮想通貨を調達するということが行われていました。

ブロックチェーン技術は分散(型)台帳技術(Distributed Ledger Technology)の一つとして位置付けられており、両者は以下のような技術的特徴を共有していると説明されることがあります。

第1に、P2Pネットワークに接続されている機器、これを「ノード」といいますが、ノード間において同一台帳を共有することで、可用性・冗長性が確保される。

第2に、台帳をチェーン状のデータ構造とすることによって、一定の改竄耐性を有する。

ブロックチェーン技術は、帳簿に記録された情報の更新・保存といった処理を安全かつ効率的に行うための基盤技術であるため、様々な分野への応用が広く期待されていました。ICOのようにブロックチェーン技術を資金調達に利用することの意義を理解するためには、ブロックチェーン技術を利用した決済（送金）の手段である仮想通貨、ビットコインを具体例としますが、この意義を理解することが有益だと思えます。

次に、決済（送金）の手段としての仮想通貨（ビットコイン）とブロックチェーンの関係について説明します。

ビットコインのネットワークに参加することによって、同じネットワークに参加する者に対して直接ビットコインを移転することが可能になります（〔図表1〕〔図表2〕）。直接ということの意味ですけれども、本日お配りした図表を見ていただくと、〔図表1〕で、AからGに対して送金するためには、X銀行、日本銀行、Z銀行を経由する必要があるわけですが、ブロックチェーンの場合はAからGへという送金を直接行うことができます。これがブロックチェーンを使って送金をする一つの大きなメリットということになります。

ただし、ビットコインを移転するためには、自分が管理する秘密鍵（暗号鍵と呼ばれることもある）と紐付いているアドレスにビットコインを保有する必要があります。ある決済の手段が社会に広く受け入れられるためには、二重使用や記録の改竄等の不正を防止する仕組みが備わっている必要があります。日本銀行券や預金口座を利用した決済では、日本銀行や金融機関がそのような仕組みを提供しています。これに対してビットコインでは、ブロックチェーン技術を利用して、不正の防止が試みられているわけです。

ビットコインの場合、送金記録などノードによって共有される台帳ないしは帳簿に記録すべき情報の真正さの確保は、中央集権的な管理者による認証ではなくて、各ノードによる相互認証（マイニング）に依拠しているわけです。なお、マイニ

ングに成功することによってネットワーク参加者がビットコインを獲得できることが、相互認証の仕組みを機能させていると言われています。

仮想通貨とICOのトークンは、ブロックチェーンに記録された情報という点が共通します。したがって、仮想通貨は、ブロックチェーンに保有や移転が記録されるトークンの一種であると考えられます。ただし、仮想通貨ではブロックチェーンに仮想通貨の保有や移転が記録されるのに対して、ICOではブロックチェーンにトークンの保有や移転が記録されます。すなわち、仮想通貨とICOのトークンの差異は、ブロックチェーンに記録される情報の差異にあるわけです。これを示したものが〔図表3〕になります。

ブロックチェーンの設計次第ではありますが、仮想通貨のネットワークの参加者は誰でも、各アドレスに紐付いている仮想通貨の量及び各アドレス間でなされた仮想通貨の取引を確認することができます。このことは、仮にトークンがブロックチェーンに記録された場合、トークンの発行者は、ネットワークの参加者となることによって、各アドレスに紐付いているトークンの量及び各アドレス間でなされたトークンの取引を確認できることを意味します。

資金調達は贈与ではありませんから、資金拠出者は資金調達者に対して、資金拠出の見返りとして様々な権利を取得します。このような権利を自由かつ容易に譲渡できれば、権利の換金可能性が高まりますので、資金拠出者にとっては有益です。一方、権利の譲渡が頻繁に行われると、資金調達者が現在の権利者を確認することが困難になります。資金拠出者による権利の譲渡と資金調達者による権利者の確認という2つの要請の調整は、株式会社では株主名簿によって行われることとなります。これに対してICOでは、以下のとおり、このような調整がブロックチェーン技術によって行われていると評価できるように思います。

トークンの保有者は、資金調達者に対して権利を有することが想定されています。そして、前述

したように、資金調達者はネットワークの参加者となることによって、各アドレスに紐付いているトークンの量及び各アドレス間でなされたトークンの取引を確認できます。したがって、ICO では、ブロックチェーン技術を利用することによって、トークンの譲渡の容易さと資金調達者によるトークンの保有者の確認の容易さを共に達成できる可能性があるのです。

Ⅲ. 金商法における STO に関する規制の概要

3-1 基本構造—電子記録移転権利と電子記録移転有価証券表示権利等

本稿では、ⅣとⅤの分析に必要な範囲で、金商法における STO に関する規制の概要を紹介しています。ただ、時間の都合上、3-2 と 3-3 については説明を省略し、3-1 のみ説明します。

金商法における STO に関する規制の対象となる有価証券は、電子記録移転権利と電子記録移転有価証券表示権利等です。ただし、金商法に基づく規制枠組みにおいて、両者の位置付けは大きく異なります。電子記録移転権利は、後述するように、本改正によって整備された規制の対象範囲を確定する意味を持ちます。一方、電子記録移転有価証券表示権利等は、金融商品取引業者がトークンを取り扱う場合を対象とする特則を設けることを可能にするという点に意義があります（金融商品取引業等に関する内閣府令（以下、「金商業等府令」という）70条の2第5項等）。以下では、電子記録移転権利と電子記録移転有価証券表示権利等の定義を確認します。3-2 と 3-3 では、電子記録移転権利の募集等に関する規制と電子記録移転権利の取引に関する規制を紹介していますが、時間の都合上、こちらの部分は省略します。

電子記録移転権利の定義規定は、以下の3つの要件から構成されます。第1に、金商法2条2項各号に掲げる権利であること。第2に、「電子情報処理組織を用いて移転することができる財産的価値（電子機器その他の物に電子的方法により記録されるものに限る）に表示される」ものである

こと。第3に、「流通性その他の事情を勘案して内閣府令で定める場合」に該当しないこと。（金商法2条3項括弧書）。

第2の要素に挙げられている「電子情報処理組織を用いて移転することができる財産的価値」とは、ブロックチェーン技術等を利用して発行されたトークンなどに相当します。第3の要件における「流通性その他の事情を勘案して内閣府令で定める場合」とは、ブロックチェーンを利用したトークンの移転を制約する以下の2つの技術的措置がなされている場合を指します（定義府令9条の2第1項）。第1に、トークンを適格機関投資家（金商法2条3項1号括弧書）及び適格機関投資家等特例業務の要件を充たすファンド等への出資が認められる適格機関投資家以外の者（金商法63条1項1号括弧書）以外の者に移転することができないこと、第2に、トークンの保有者に加えてトークンの発行者の承諾がない限りトークンを移転できないこと、です。

一方、電子記録移転有価証券表示権利等（金商業等府令1条4項17号）とは、金商法2条2項の規定により有価証券とみなされる権利であって、「電子情報処理組織を用いて移転することができる財産的価値（電子機器その他の物に電子的方法により記録されるものに限る。……）に表示される」権利のことをいいます（金商法29条の2第1項8号、金商業等府令6条の3）。この定義規定における「電子情報処理組織を用いて移転することができる財産的価値に表示される」とは、電子記録移転権利の定義と同じく、ブロックチェーン技術等を利用して発行されたトークンに表示されていることを意味すると思います。

したがって、電子記録移転有価証券表示権利等には、(a)電子記録移転権利、(b)「流通性その他の事情を勘案して」電子記録移転権利から除かれる権利、(c)「有価証券表示権利」（金商法2条2項括弧書）等であってトークンに表示される権利が含まれます。

(c)の類型には、社債券（金商法2条1項5号）、

株券（金商法2条1項9号）、投資信託受益証券（金商法2条1項10号）等に表示されるべき権利であって、トークンに表示されたものが含まれるということです。

このように電子記録移転権利と電子記録移転有価証券表示権利等は、トークンに表示された権利という点で共通します。この点は、電子記録移転権利の私募と(c)の類型に相当する電子記録移転有価証券表示権利等の私募の要件である転売制限の定めにも反映されています。例えば、電子記録移転権利の適格機関投資家私募（金商令1条の4第3号ハ、定義府令11条2項1号イ）と電子記録移転有価証券表示権利等である株券の適格機関投資家私募（金商令1条の4第1号ハ（1））の要件である転売制限は、共に、権利が表示されている財産的価値を適格機関投資家以外の者に移転することができないようにする技術的措置がとられていること、となっています。

次の3-2 電子記録移転権利の募集等に関する規制と3-3 電子記録移転権利の取引に関する規制は飛ばします。飛ばす理由といいますのは、電子記録移転権利の募集に関する規定は、第1項有価証券の募集に関する規定にほとんど等しいので、逐一説明する必要はなからうということです。

IVとVでは、本改正が抱えているもう少し具体的な問題を取り上げていきたいと思えます。

IV. 電子記録移転権利及び電子記録移転有価証券表示権利等とトークンの関係

4-1 電子記録移転権利及び電子記録移転有価証券表示権利等の定義の特徴

4-1-1 暗号資産の定義との比較

金商法のSTOに関する規制、すなわち、電子記録移転権利又は電子記録移転有価証券表示権利等に関する規制は、集団投資スキーム持分や株式が「電子情報処理組織を用いて移転することができる財産的価値」に表示される場合に適用されます

（金商法2条3項括弧書、金商業等府令6条の3）。

本改正の立案担当者は、電子記録移転権利又は電子記録移転有価証券表示権利等の定義の内容は、資金決済法における暗号資産の定義を部分的に参考としたものであると説明しています。

資金決済法2条5項1号は、「物品を購入し、若しくは借り受け、又は役務の提供を受ける場合に、これらの代価の弁済のために不特定の者に対して使用することができ、かつ、不特定の者を相手方として購入及び売却を行うことができる財産的価値（電子機器その他の物に電子的方法により記録されているものに限り、本邦通貨及び外国通貨並びに通貨建資産を除く。次号において同じ。）であって、電子情報処理組織を用いて移転することができるもの」を暗号資産としています。この資金決済法の2条5項1号を充たす暗号資産のことを、以下では「1号暗号資産」といいます。

1号暗号資産の定義には、電子記録移転権利及び電子記録移転有価証券表示権利等の定義と異なり、何らかの権利が「電子情報処理組織を用いて移転することができる財産的価値」に表示されているという要素は含まれていません。その代わりに、「物品を購入し、若しくは借り受け、又は役務の提供を受ける場合に、これらの代価の弁済のために不特定の者に対して使用することができ、かつ、不特定の者を相手方として購入及び売却を行うことができる」機能、すなわち、決済手段としての機能が備わった財産的価値でなければ、1号暗号資産の定義を充たすことはできないとされています。

1号暗号資産や電子記録移転権利及び電子記録移転有価証券表示権利等の定義は、特定の技術の利用を要求しているわけではありませんが、ブロックチェーン技術等の分散型台帳技術の利用を念頭に置いたものであると思われれます。したがって、1号暗号資産や電子記録移転権利及び電子記録移転有価証券表示権利等の定義規定における「電子情報処理組織を用いて移転することができる財産的価値」は、トークンに相当すると思えます。

トークンをブロックチェーンに保有や移転が記録される情報であると理解する場合、1号暗号資産とは、決済手段としての機能が備わったトークンを意味すると思います。トークンが決済手段としての機能を有するか否かは、流通性に加え、二重使用や記録の改竄等の不正を防止する仕組みの存在等の技術仕様によって決まるように思います。もちろん、ある媒体が決済手段としての機能を有するか否かと、実際に決済手段として広く用いられるかは別の問題です。しかし、1号暗号資産の定義は、トークンに決済手段としての最低限の機能、すなわち、不特定の者に対して移転できるという意味での流通性さえ備わっていれば、充たされるように思われます。

4-1-2 電子記録移転権利及び電子記録移転有価証券表示権利等とトークンの結び付きの必要性

以上の分析は、ブロックチェーンに記録されるトークンが1号暗号資産の定義を充たすかは、その技術仕様によって決まる部分が多いことを示しています。技術仕様に関して一定の要件を充たすトークンが、1号暗号資産の定義における「電子情報処理組織を用いて移転することができる財産的価値」ということになります。一方、電子記録移転権利又は電子記録移転有価証券表示権利等の定義は、トークンの技術仕様に加えて、トークンに何らかの権利が表示されているという要素を含んでいます。

本改正の立案担当者の説明では、どのような場合にトークンに権利が表示されていると言えるかについて、何らかの考え方が示されることはありませんでした。しかし、電子記録移転権利に関する規定を設けた趣旨は、トークンに表示されることで流通性の高まった集団投資スキーム持分の募集等を第1項有価証券の募集等として規制する点にありました。したがって、本改正は、トークンに集団投資スキーム持分が表示されると、トークンの移転と集団投資スキーム持分の移転が同時に（又は少なくとも近接した時期に）生じることを

前提としているように思われます。

このような理解は、電子記録移転権利から除かれる「流通性その他の事情を勘案して内閣府令で定める場合」の内容にも反映されているように思います。このような場合を除外する趣旨は、トークンの流通性が低い場合、トークンに表示されない集団投資スキーム持分と同じく、第2項有価証券の募集等として規制すれば足りると考えられたからです。

そして、電子記録移転権利から除かれる場合とは、トークンの移転を制約する技術的措置が存在する場合とされており、トークンに表示される権利の移転の制約への言及はなされていません（定義府令9条の2第1項）。また、電子記録移転及び電子記録移転有価証券表示権利等の私募の要件である転売制限の内容は、トークンの移転を制約する技術的措置の存在です（金商令1条の4第1号ハ(1)3号ハ、定義府令11条2項1号イ）。これらの規定は、トークンの移転を制約する技術的措置によってトークンに表示された権利の流通性が制約されるという関係が成立しなければ、合理性を欠くように思います。

さらに、金融庁は、2020年5月に改訂した「金融商品取引法等に関する留意事項について（金融商品取引法等ガイドライン）」において以下のように述べ、トークンの移転と権利の移転が一連として行われる場合には、基本的に電子記録移転権利に該当するとの考え方を示しました。

「金商法第2条第3項に規定する電子記録移転権利は、電子的な方法によって事実上多くの投資者間で流通する可能性が生じることから、同項に規定する第一項有価証券とされている。電子記録移転権利に該当するか否かは、このような趣旨も踏まえ、個別具体的に判断する必要があるが、契約上又は実態上、発行者等が管理する権利者や権利数を電子的に記録した帳簿（当該帳簿と連動した帳簿を含む。以下2-2-2において「電子帳簿」という。）の書換え（財産的価値

値の移転)と権利の移転が一連として行われる場合には、基本的に、電子記録移転権利に該当することに留意する。例えば、あるアドレスから他のアドレスに移転されたトークン数量が記録されているブロックチェーンを利用する場合には、この記録されたトークン数量が財産的価値に該当する。ただし、電子帳簿の書換え(財産的価値の移転)と権利の移転が一連として行われる場合であっても、その電子帳簿が発行者等の内部で事務的に作成されているものにすぎず、取引の当事者又は媒介者が当該電子帳簿を参照することができないなど売主の権利保有状況を知り得る状態にない場合には、基本的に、電子記録移転権利に該当しないことに留意する。」

金融商品取引法等ガイドラインで示された解釈は、権利の移転が行われる手続の重要性を示しているように思われます。トークンに権利が表示されているかの解釈に際して、権利の移転の手続に注目することは制度趣旨にかなっているように思われます。電子記録移転権利の募集を第1項有価証券として扱うことにした根拠は、その流通性の高さであり、移転の手続によって権利の流通性に差異が生じるからです。トークンへの権利の表示を可能とする特別法は存在しませんが、トークンへの表示の有無が問題となる権利の移転について特別法が存在する場合には、トークンへ権利を表示する手法と権利の移転に関する特別法の関係が問題となります。本報告では、以上の観点から、トークンへの権利の表示の意味について解釈論を試みたいと思います。

4-2 トークンの移転とトークンに表示された権利の移転の関係

4-2-1 基本的な考え方

まず、私の基本的な考え方を述べたいと思います。

電子記録移転権利の募集は第1項有価証券の募

集として規制されるという枠組みから、電子記録移転権利の流通性は第1項有価証券と同等であるべきとの解釈が導かれるようにも思われます。

第1項有価証券の大半は、私法上の有価証券です。講学上、権利の行使又は移転に証券が必要とされる場合、そのような証券のことを私法上の有価証券といいます。別の言い方をすれば、ある証券と権利の間に強い結び付きがある場合、当該証券は私法上の有価証券ということになります。有価証券と権利の結び付きの程度は様々ですが、証券と権利が結びつくことによって、権利の流通性は高まるように思われます。

仮に、トークンとそれに表示された権利の間に私法上の有価証券と同等の強い結び付きが存在するのであれば、トークンの移転と権利の移転は一連として行われると解することは可能ですし、トークンに表示された権利の流通性は、株券の発行された株式に劣るといえることはないように思います(〔図表4〕〔図表5〕)。したがって、金商法の枠組みにおいて、このようなトークンの発行を伴う資金調達を第1項有価証券の募集として規制すること、及び、私募の要件である転売制限としてトークンの流通を制約する技術的措置の存在を要求すること、は合理的です。

そして、明文の規定が存在しなくとも、私法上の有価証券の存在は認められると考えられています。同様に、明文の規定が存在しなくとも、私法上の有価証券に認められる効力がトークンにも認められるとの解釈が成り立つかが問題となり得ます。

ただ、このような解釈論の成否を検討することは、それ自体非常に価値があると思うのですが、私法上の有価証券と同等の強い結び付きの存在を電子記録移転権利及び電子記録移転有価証券表示権利等に必須の要素と解すると、本改正によって整備されたSTOに関する規制の適用範囲が大きく制約されてしまうように思われます。

本改正の趣旨を踏まえると、トークンに権利が表示されていると言えるためには、両者の間に一

定の結び付きは必要ですが、その結び付きの内容は私法上の有価証券と同じ類いのものである必要はないと考えるべきではないかと思えます。金融庁が示すように、実際に、契約に基づきトークンの移転と権利の移転が一連として行われていれば足りると解してよいように思います。

しかし、トークンに権利が表示されているとの評価は、トークンと権利の結び付きによって権利の流通性が高まると言える場合にのみ、なされるべきです。このような評価は、各権利の特徴によって影響を受けるように思われます。特に株式のように流通に関する独自の規制が存在する場合とそのような規制が存在しない集団投資スキーム持分等では、考慮すべき要素が大きく異なると思えます。

そこで、次に、匿名組合契約に基づき集団投資スキームが組成される場合とトークンに株式を表示させる場合を題材にして、具体的な検討を行いたいと思います。

4-2-2 匿名組合契約に基づき組成された集団投資スキーム持分のトークンへの表示

匿名組合契約に基づき組成される集団投資スキームでは、資金調達者が出資者に対して、調達した資金を利用して行う事業から生じる収益の分配を約束することによって、両者の間に匿名組合契約が成立します（商 535 条）。出資者は、出資の対価として匿名組合員としての地位（以下、「匿名組合出資持分」という）を取得します。

匿名組合出資持分の取得の勧誘は、それがトークンに表示される場合には第1項有価証券の募集として、トークンに表示されない場合には第2項有価証券の募集として規制されます。資金調達者は、匿名組合契約における営業者であると同時に、匿名組合出資持分の発行者となります。しかし、商法には、匿名組合出資持分を表示する有価証券の発行が可能である旨の定めも、譲渡の方法に関する定めも存在しません。実務では、匿名組合出資持分の譲渡は契約上の地位の移転であり、相手

方、すなわちトークンの発行者が同意していない限り、その効力は生じないと解されているようです。

匿名組合契約に基づき集団投資スキーム持分が組成される場合、匿名組合員は契約上の地位の移転という形で出資者としての権利を移転し、かつ、商法の中に権利の移転に関する規律が存在しないため、匿名組合契約の中で相当程度に柔軟な定めをすることが可能であるように思います。

例えば、匿名組合契約において匿名組合出資持分の譲渡人が譲受人にトークンを移転した場合には、契約上の地位の移転に必要な営業者の同意があったとみなし、その後は、営業者はトークンの移転を受けた譲受人を匿名組合出資持分の保有者として扱う旨が定められたとします。

このような定めが存在する場合、トークンを移転しないと匿名組合出資持分の譲渡に必要な同意を営業者から得ることができなくなりますが、トークンを移転すれば、匿名組合出資持分を容易に譲渡できるようになります。営業者は、ブロックチェーン上の記録を参照すれば、誰が匿名組合出資持分の現在の保有者かを確認できます。また、匿名組合出資持分の譲渡は契約上の地位の移転ですから、譲受人も前述したトークンの移転に関する定め拘束されると解せます。

ただし、匿名組合出資持分の現在の保有者の意図に反してトークンの移転が行われる可能性はあり得ます。保有者が匿名組合出資持分を譲渡する意思を有していない場合にまで、前述した匿名組合出資契約の定めに基づき匿名組合出資持分の譲渡の効力が生じると解することは難しいように思われます。

したがって、ブロックチェーンに記録されたトークンの保有や移転に関する情報と匿名組合出資持分の帰属が乖離する可能性があります。〔図表 6〕を用いて説明しますと、ブロックチェーン上はAからEに対して権利が移転しているわけですが、実は実体法上は、CからDに対する移転が、例えばCの意図に反して行われたものであ

った場合に、Eが正当な権利者と言えるかどうかといったことなどが問題となるように思います。

このように匿名組合出資持分とブロックチェーン上のトークンの記録に乖離が生じる可能性は否定できないのですが、このような乖離が生じる可能性を根拠として匿名組合出資持分が電子記録移転権利に該当する範囲を狭めることは、本改正の趣旨に反するのように感じています。

なお、以上の分析では、トークンの保有者に加えてトークンの発行者の承諾がない限りトークンを移転できない技術的措置（以下、「本件措置」という）は存在しないことを前提としていました。しかし、電子記録移転権利の定義を踏まえると、本件措置の存在は、匿名組合出資持分がトークンに表示されているとの評価の妨げにはならないと解されます。なぜなら、本件措置の存在だけでは、「流通性その他の事情を勘案して内閣府令で定める場合」（定義府令9条の2第1項）に該当しないからです。

つまり、制度上、本件措置が存在しても、電子記録移転権利の定義を充たす可能性はあり得るということです。ただし、本件措置が存在すると、トークンに表示された匿名組合出資持分の流通性は相当に制約されてしまう点には注意が必要です。

4-2-3 株式のトークンへの表示

次に、株式のトークンへの移転というものを考えてみたいと思います。

（1）株式の譲渡の方法の多様性

トークンの移転と株式の移転が一連として行われるか否かの判断は、株式の譲渡の方法によって異なるように思われます。

株式の譲渡の方法は、株券を発行する旨の定款の定め（会社法214条）のある株式会社（会社法117条7項。以下、「株券発行会社」という）の発行する株式か、振替機関が取り扱う株式（社債株式等振替法128条1項括弧書。以下、「振替株式」という）か、によって異なります。

そして、株式の譲渡の方法が異なると、株主名

簿の記載の効力及び譲受人が株主名簿の名義書換を請求する方法も異なります（会社法133条・134条2項、会社則22条、社債株式等振替法152条・161条1項）。ただし、株式の譲渡の方法を問わず、会社から剰余金の配当の交付を受ける、又は株主総会で議決権を行使するためには、株主名簿の名義書換を済ませている必要があります。

トークンの移転と株式の移転が一連として行われるかを判断する際には、株式の譲渡から株主名簿の名義書換に至る一連の過程において、トークンの移転がどのような意味を持っているかに注目する必要があるように思います。

（2）株券発行会社の株式・振替株式のトークンへの表示

株券発行会社の株式や振替株式の流通性は高く、これらをトークンに表示する需要が存在するのかが疑問があります。トークンに表示すれば電子記録移転有価証券表示権利等に関する規定の適用を受けることができるという点に意義が見出される可能性はあり得ます。ただし、本報告の目的は、株券発行会社の株式や振替株式をトークンに表示させる方法を分析することです。

株券発行会社では、株主から株券が交付されない限り、株式の譲渡の効力は生じません（会社法128条1項）。一方、振替株式の譲渡の効力は、株主の申請に基づき譲受人の口座に増加の記録がなされない限り、その効力は生じません（会社法140条）。以下に示すとおり、これらの規定は、会社と株主の契約に基づき、トークンの移転と株式の移転が一連として行われる旨を定めることの妨げになる可能性があります。

例えば、株券発行会社において、会社と株主の契約で、トークンを移転しない限り株式を譲渡できない、又は株主名簿の名義書換を請求できない旨が定められたとします。このような定めが存在する場合、少なくとも契約当事者間では、株式の移転に必要な行為（株式の譲渡に係る意思表示の合致・株券の交付・株主名簿の名義書換）とト

クンの移転が一連として行われると言えなくもありません。しかし、これらの定めは、契約当事者から株式を譲り受け、株券の交付を受けた第三者が名義書換を請求する権利（会社法 133 条 2 項、会社則 22 条 2 項 1 号）を制限できないように思います（〔図表 7〕）。株主からトークンの移転を受けた者と株券の交付を受けた者が分かれる場合、会社法の規定の解釈としては、後者の利益が優先されるという結論にならざるを得ないように思います。

〔図表 7〕を少し補足しますと、A→B→C という権利の移転については、実体法上の権利の移転とブロックチェーン上におけるトークンの移転の記録が等しいわけで、Cは株券を持っているわけです。Cがトークンを移転せずに株券をDに譲渡した場合に、仮にトークンが移転されていないとしても、会社と特別の契約を結んでいないDは、会社に対して名義書換を請求できると解さざるを得ないのではないかと思います。

このように株券発行会社の株式については、トークンを移転しなくても株式を自由に譲渡できるので、トークンの移転と株式の移転が一連として行われるとの評価は難しいように思われます。一方、振替株式のトークンへの表示については、振替口座簿との関係が問題となります。

振替株式の譲渡の効力は、譲受人の口座に記録されない限り生じません（社債株式等振替法 140 条）。したがって、振替口座簿の記録から独立して、トークンの移転によって振替株式が移転する仕組みを構築することはできないということになります。しかし、ブロックチェーン上の記録と振替口座簿上の記録を同期することで、トークンの移転と株式の移転が一連として行われるとの評価は得ることができるように思います。

また、口座管理機関と顧客の間で、顧客はトークンを移転しない限り振替の申請を行うことができない旨を合意できれば、ブロックチェーン上の記録と振替口座簿上の記録の乖離を防ぐこともできそうです。

（3）株券発行会社ではない会社の振替株式以外の株式のトークンへの表示

一方、株券発行会社ではない会社の振替株式以外の株式の譲渡の効力は、意思表示のみによって生じます（会社法 127 条）。しかし、株券発行会社の場合と同じく、会社と株主又は株主間の契約によってトークンの移転と株式の移転が一連として行われる旨を定めることができると言い切ることには、やや躊躇を覚えます。株券発行会社ではない会社の場合も、株主からトークンの移転を受けた者と株主との間で株式を譲り受ける旨を合意した者が現れる可能性があるからです。

しかし、会社と株主の契約に基づきトークンの移転が行われた場合には、会社法 133 条 2 項に基づき株主と譲受人から共同して株主名簿の名義書換請求がなされたとみなす旨を定めることで、少なくともトークンの移転が生じた後に株式が二重に譲渡されるという事態の発生を防ぐことはできそうです。トークンの移転を受けた者は、速やかに第三者対抗要件を備えることができるからです（会社法 130 条 1 項）。別の言い方をすれば、ブロックチェーン上の記録と株主名簿の内容を同期させることによって、トークンの移転と株式の移転が一連として行われることを確保できるのではないかと思います。

ただし、このような契約が締結された場合であっても、株主からトークンの移転を受けることなく、意思表示に基づき株式を譲り受けた者が現れる可能性はあります（〔図表 7〕）。譲受人は、トークンの移転を受けてはいませんが、株主名簿上の株主と共同して株主名簿の名義書換を請求した場合、会社は拒絶できません（会社法 133 条 1 項）。しかし、トークンの移転を受けていない譲受人が株主名簿の名義書換請求をする前に別の譲受人がトークンの移転を受けた場合、トークンの移転と時期を同じくして株主名簿の名義書換が行われるので、トークンの移転の譲受人の利益が優先されるとの解釈はあり得るように思われます。

株券発行会社の株式と比べれば、株券発行会社ではない会社の株式とトークンの移転を同期させるための障害は小さいわけですが、トークンを移転させることなく意思表示によって株式を譲渡できるため、株券発行会社の株式ほどではないと思うのですが、トークンの移転と株式の移転に乖離が生じる可能性があります。このような乖離の可能性が、トークンに株券発行会社ではない会社の振替株式以外の株式が表示されているとの解釈の妨げになると解すべきかが問題となりそうです。

4-3 特別法は必要か？

特別法は必要かということについて簡単にコメントをしたいと思います。

特別法がなくても、トークンの発行者と保有者の契約によって、ある程度はトークンの移転と権利の移転が一連として行われることを確保できるように思います。私法上の有価証券に存在するような証券と権利の強い結び付きを契約によって達成することは困難ですが、電子記録移転権利の解釈としては、そこまでの強い結び付きは不要であると考えます。

ただ、一般論としては、私法上の有価証券の根拠規定に相当する特別法を、権利の表示されたトークンについて創設することは検討に値すると思います。ただ、このような立法をする場合には、権利を表示するトークンの技術仕様を法定できるのが問題となり得るように思います。また、別の方向性として振替制度を発展させるということも考えられるのですが、振替制度の延長線上での制度設計が本当に望ましいのかは、検討の余地があると考えています。

また、金商法からは離れますが、トークンに表示された権利の差押さえや換価の手続を整備するためという観点から、何らかの立法対応が求められているように思います。

V. 金商法及び資金決済法の組合せによる ICO の

規制の合理性

5-1 問題の所在

本改正は、報告書において示された「ICO の性格に応じて、投資商品の販売と認められるものについては投資に関する金融規制を、支払・決済手段の販売と認められるものについては決済に関する規制を、それぞれ参考としながら、必要な対応を行うことが適当と考えられる」との立場に従っています。

すなわち、投資商品の販売と認められる ICO は、電子記録移転権利又は電子記録移転有価証券表示権利等の募集として、金商法に基づき規制されます。一方、支払・決済手段の販売と認められる ICO は、暗号資産の売買等として資金決済法に基づき規制されます。

このように我が国における ICO の規制は、主に金商法と資金決済法の組合せから成っています。このような規制手法の便益として、既存の規制枠組みを大きく変更する必要がなく、ICO の規制を迅速に整備できる点が挙げられます。

しかし、金商法と資金決済法の間には、両法の基本的な構造に由来する規制内容の差異が存在します。トークンの取得者に、トークンの販売やその後の取引が金商法又は資金決済法のいずれの規制対象であるかに注意を払うことを期待するとしても、限界があると思います。例えば、同じ Ethereum のブロックチェーンを利用して発行され移転できるトークンの内、一方は金商法の規制対象であるが、他方は資金決済法の規制対象であるという状況が発生し得るわけです。このような場合、トークンの取得者がトークンの発行等に適用される規制を正確に理解することは、容易ではないように思われます。したがって、金商法と資金決済法のトークンに関する規制には、ある程度の共通性が求められるように思われます。

そこで、5 では、金商法と資金決済法の組合せで ICO を規制するという基本構造の合理性の再検証を試みます。

5-2 暗号資産の取引に関する規制

5-3 暗号資産の発行に関する規制

時間の都合上、この部分の詳細な説明は省きたいと思います。

ただ、暗号資産の発行に関する規制で簡単にコメントさせていただきたいと思います。

暗号資産の発行に関する規制と有価証券の募集に関する規制を比べた場合に、暗号資産の発行に関する規制では、自主規制機関の役割が非常に大きいように思います。自主規制機関の役割は、有価証券の募集の場合でも重要ではありますが、暗号資産の発行の場合には、自主規制機関が、発行者が調達した資産を用いて行う事業の実現可能性などに立ち入って審査することも予定されている点等が注目されます。一種のメリット規制というものなどが予定されているように思います。

さらに、暗号資産の発行に関する規制と有価証券の募集に関する規制とを比較した場合、いくつかの点で興味深い差異が存在します。例えば募集と私募の区別といったものは、暗号資産の発行に関する規制にはありません。ガンジャンピング (Gun-Jumping) 規制に相当する規制もありませんし、虚偽記載などの民事責任に関する規制もありません。暗号資産の発行に関する規制は、自主規制が主たる役割を担っており、これらの自主規制に基づき発行される事例が増えていけば、この他に重要な差異が存在することが分かるかもしれません。

5-4 金商法及び資金決済法の組合せによる ICO の規制が抱える問題

5-4-1 トークンの性質と規制手法の対応関係の必要性

本改正によって整備された ICO の規制は、販売されるトークンの性質に応じて、ICO を既存の規制枠組みの中に位置付けようとするものです。このような規制が機能するためには、規制対象の切分け、すなわち、あるトークンの販売を金商法によって規制するか、資金決済法によって規制する

かの選別が合理的に行われなければなりません。

トークンの販売が暗号資産の販売と評価されるか、有価証券の募集と評価されるかで、適用される規制に差異が存在することは否めないからです。本改正によって整備された ICO の規制の合理性を検証するには、トークンの性質と規制手法の対応関係がうまくいっているかを分析する必要があります。

規制対象の切分けは、トークンが電子記録移転権利、電子記録移転有価証券表示権利等、暗号資産のいずれに該当するかという形で行われます。電子記録移転権利や電子記録移転有価証券表示権利等の定義規定は本改正によって新設されたわけですが、その内容は、本改正以前の有価証券の定義規定を前提として作られています。したがって、電子記録移転権利や電子記録移転有価証券表示権利等の定義規定は、有価証券の定義規定が抱えていた問題を承継しています。その結果、トークンが電子記録移転権利にも電子記録移転有価証券表示権利等にも該当しないため、実質的に投資商品の販売と認められるべき ICO が金商法によって規制されない可能性が生じ得るように思います。

もちろん、電子記録移転権利や電子記録移転有価証券表示権利等ではないトークンが暗号資産の定義を充たせば、その販売は資金決済法の規制対象となります。しかし、暗号資産の販売に関する規制は、支払・決済手段の販売を対象とする規制であって、投資商品の販売の規制としては適切ではありません。

また、本改正は、「仮想通貨」を「暗号資産」に改めたほかは、本改正前の「仮想通貨」の定義を承継しています。そして、「仮想通貨」の定義は、トークンが支払・決済手段としての機能を有するか否かに着目したものですから、金商法によって規制されない ICO を規制する受け皿として適切か、検証する必要があると思います。以下では、まず、電子記録移転権利、電子記録移転有価証券表示権利等、暗号資産の関係を整理し、本改正によって整備された ICO の規制対象の切分けを確認

します。その後、電子記録移転権利、電子記録移転有価証券表示権利等、暗号資産以外のトークンの取扱いについて検討を試みたいと思います。

5-4-2 電子記録移転権利・電子記録移転有価証券表示権利等・暗号資産の関係

暗号資産は、1号暗号資産、すなわち、それ自体が一般的な決済手段としての機能を有しているトークン（資金決済法2条5項1号）と、1号暗号資産と交換することが容易なトークン（資金決済法2条5項2号。以下、「2号暗号資産」という）、この2つから構成されます。

4-1-1 で分析したように、電子記録移転権利と暗号資産の定義規定は、異なる観点から、ブロックチェーン等を利用して移転可能なトークンを評価するものです。電子記録移転権利の定義規定はトークンに権利が表示されているかに着目し、暗号資産の定義規定は主にトークンが決済手段として機能を有しているかに着目します。したがって、あるトークンが電子記録移転権利と暗号資産の双方の定義を充足する可能性があります。しかし、電子記録移転権利を表示する財産的価値は暗号資産の定義から除外されるので、電子記録移転権利の売買等を業として行うことは暗号資産交換業に該当せず、資金決済法に基づく規制の対象外となります（資金決済法2条5項但書）。

さらに、金融庁は、事務ガイドライン（第三分冊：金融会社関係 16 暗号資産交換業者関係）（2020年5月）（以下、「交換業ガイドライン」という）に言及したうえで、電子記録移転権利以外の電子記録移転有価証券表示権利等を表示する財産的価値も、暗号資産の定義から除外されると解しています。

交換業ガイドラインの定めについては、資料掲載のとおりです。ただ、金融庁が電子記録移転権利以外の電子記録移転有価証券表示権利等を表示するトークンにも資金決済法2条5項但書が適用されるから暗号資産ではないと解しているのか、これらのトークンはそもそも暗号資産の定義を充

たさないと解しているのかは不明確です。

3-1 で示したように、電子記録移転権利以外の電子記録移転有価証券表示権利等の中には、トークンに表示されているが流通性に技術上の制約のある集団投資スキーム持分等と、トークンに表示された有価証券表示権利が含まれます。流通性に技術上の制約が存在するトークンは、「代価の弁済のために不特定の者に対して使用することができ、かつ、不特定の者を相手方として購入及び売却を行うことができる」（資金決済法2条5項1号）とも、「不特定の者を相手方として前号に掲げるものと相互に交換を行うことができる」（資金決済法2条5項2号）とも言えないので、暗号資産の定義自体を充たさないように思います。

一方、有価証券表示権利は、流通性に技術上の制約が設けられていないトークンに表示された場合も、電子記録移転有価証券表示権利等に該当します（金商業等府令6条の3）。このようなトークンは、流通性に技術上の制約が存在しないため、1号暗号資産又は2号暗号資産に該当する可能性があります。これに対して、このような権利が表示されたトークンも通貨建資産（資金決済法2条5項1号括弧書）に該当するので、暗号資産の定義を充たさないと解する見解があります。

少し飛ばしまして、社債が表示されたトークンは、まさに債務の履行が法定通貨によってなされるわけですから、通貨建資産に該当することは明らかです。株式が表示されたトークンについても、会社の清算時に法定通貨建てで払戻しがなされるので通貨建資産に該当し、暗号資産の定義を充たさないと解する見解があります。

以上の分析は、金商法の規制対象となるトークンには資金決済法の適用はないということを示しています。一方、トークンに権利が表示されていても、その権利が有価証券表示権利、特定電子記録債権（金商法2条2項括弧書）又は金商法2条2項各号の権利でなければ、トークンに表示された権利は、電子記録移転権利にも電子記録移転有価証券表示権利等にも該当しません。したがって、

トークンの販売に金商法は適用されないということになります。

また、トークンが一般的な決済手段としての機能を有していない場合、1号暗号資産には該当しません。しかし、不特定の者との間で1号暗号資産と交換できるトークンは2号暗号資産に該当します。暗号資産と交換できる市場が存在するトークンは、2号暗号資産として資金決済法の規制対象となり得ます。ただし、このようなトークンも、通貨建資産である場合には2号暗号資産に該当しないことに注意が必要です（資金決済法2条5項1号括弧書）。

例えば、貸付債権が集団投資スキーム持分（金商法2条2項5号）に該当するかについて争いがあります。貸付債権が集団投資スキーム持分に該当しないと立場からは、貸付債権がトークンに表示されても電子記録移転権利にはならないとの解釈が導かれます。そして、貸付債権が表示されたトークンは通貨建資産に該当するから、暗号資産の定義も充たさないということになります。その結果、貸付債権が表示されたトークンの販売は、金商法及び資金決済法の規制対象にもならないということです。

5-4-3 電子記録移転権利、電子記録移転有価証券表示権利等、暗号資産以外のトークンの取扱い

以下では、電子記録移転権利や電子記録移転有価証券表示権利等を表示するものではなく、暗号資産でもないトークンの取扱いについて、問題提起というか、参考となりそうな事例を提供します。

なお、この点については、黒沼先生が既にご論考を公表されています（黒沼悦郎「ユーティリティトークンの有価証券性」NBL1158号4頁（2019年））。

まず、トークンの発行者がICOによって調達した資金を用いて開発を計画しているプラットフォームにおいて、トークンの保有者はトークンと引換えに何らかのサービスの提供を受けることができるようになることが予定されているが、プラッ

トフォームの運用開始前からトークンを第三者に譲渡できる流通市場が用意されているという、こういう事例を考えてみたいと思います。

この場合、トークンには投資商品としての権利が表示されていないので、電子記録移転権利及び電子記録移転有価証券表示権利等には該当しません。トークンを利用してサービスの提供を受ける機会がトークンの発行者が開設するプラットフォームに限られている場合、暗号資産にも該当しません。

しかし、トークンの価値はトークンの発行者が開発予定のプラットフォームの価値によって決まり、ICO後に上記プラットフォームに対する期待が高まれば、トークンの保有者は取得価格を上回る価格でトークンを売却できることとなります。

アメリカのSEC（U.S. Securities and Exchange Commission）は、このようなトークンも“security”（“investment contract”）に該当する可能性があるとして解しているように思います。

ただ、日本法では、この事例におけるトークンの販売等は、金商法によっても資金決済法によっても規制することが難しいように思います。黒沼先生のご論文を正確に紹介できているかは分かりませんが、この事例でトークンに集団投資スキーム持分が表示されているとの解釈が可能であれば、電子記録移転権利又は集団投資スキーム持分の発行として、有価証券の募集として規制することはできます。しかし、この事例のトークンに集団投資スキーム持分が表示されていると言えるかどうかは問題です。つまり、トークンの保有者がトークンの発行者にどういった権利を持っているかということについては、いろいろと解釈論の可能性があり得るような気がします。

一方、資金決済法の規制対象の中で、この事例のトークンの発行は、前払式支払手段の発行に近いようにも思います。ただ、前払式支払手段に関する規制も、このような事例を想定して作られているわけではありませぬので、適切か検討を進める必要があるような気がしています。

資料1ではアメリカの事例を2件挙げています。これらの事例は、先ほど説明した具体例を検討する際の参考として記載しただけですので、説明は省略させていただきます。

VI. 総括と今後の課題

この点につきましては、先生方からのご意見を伺って、今後検討していきたいと考えています。

私からの報告は以上です。駆け足で大変失礼いたしました。

~~~~~

### 【討 論】

○黒沼 加藤先生、ご報告どうもありがとうございました。

本日のご報告は、2019年の金融商品取引法及び資金決済法の改正点の内、特にトークンに有価証券を表示するとはどういうことか、両法の規制の役割分担をどうすべきか、といった非常に興味深い論点について詳しく掘り下げたご報告であったと思います。

それでは、どの点についてでも結構ですので、ご意見やご質問をお願いしたいと思います。

#### 1 トークンへの権利の表示に関する基本的な考え方

○船津 かなり難しい話でして、ほぼ分かっていない状態で質問させていただきます。

加藤先生のとりのわけ4番のご報告に関して、大まかに言ってみれば、トークンに所有みたいなものが観念できるとした場合に、トークンの所有の所在と実体的な権利の所在とが乖離している場合というか、その所在を同期させるべきかどうかというあたりが一つ論点として言われているのかなと思いました。

その理解が正しいかどうか分かりませんが、まず、ご報告の前提とされているのは、基本

的にはブロックチェーンを用いているということでのよいのかということです。まず、その点についてはいかがでしょうか。

○加藤 基本的に、ブロックチェーン上で発行・移転されるトークンを念頭に置いています。

○船津 ありがとうございます。

ブロックチェーンでトークンというのは一体何が移転するのかということを考えたときに、実はブロックチェーンというのは台帳であると。台帳の記録を分散して持っているだけだということを考えるとすれば、例えば株式なんかがいいと思うのですが、株主名簿という法定の台帳があるという状況がある中で、別の台帳の記録に基づいて売ったり買ったりするというのが、トークンに表示された権利とされると起こり得るということかと思うのです。

ご趣旨としては、先ほどの話でいくと、トークンの所在というのはブロックチェーン上の台帳を参照するということになるし、実体の権利の所在というのは、先ほどの例でいくならば、株主名簿に基づくということになるわけですが、そこで乖離が起こり得るよねということを前提にして、なるべく同期させた方がいいよというのが加藤先生のご趣旨で、その場合に特別法が要るかどうかということもおっしゃっていたと思います。同期させないものでも、金商法にはかけるべきだというのが加藤先生のご趣旨だったかと理解するのですが、むしろ逆に、同期できないものについては流通させるべきではないという考え方にはならないのかというのがちょっと気になっています。

例えば、匿名組合の場合なんかだと、スキームを組んで権利の内容を固めてしまった後で、それを投資家にある程度売っていますという状況のときに、その後で、ではブロックチェーンに載せましようかみたいなことが必要なかどうか、技術的にできるのかどうかということを考えていったら、別にそれは必要なくて、匿名組合契約の中で、例えば権利の移転に関しては、全てブロックチェ



ーンの記録をもって、トークンの所在をもって決めます、異論は認めませんということにすれば、そういう形で乖離は起らないと思うのです。

そういう解釈はできないということを前提にされているのかなと思ったので、まとまっていなくて恐縮ですけども、趣旨としては、必ず一致させるようなものしか流通させないという法制であればいいのではないかという気がしているという点につきまして、先生のご意見をいただければと思います。お願いします。

○加藤 トークンに権利が表示されているかによって、匿名組合出資持分が第1項有価証券の募集として規制されるか、第2項有価証券の募集として規制されるかが異なります。船津先生のご意見に従うと、トークンへの表示によって流通性が高まるとしても、ブロックチェーン上の記録と実体法上の権利の帰属にズレが生じる可能性が存在する場合には、第2項有価証券の募集として扱えば足りるという解釈になると思います。

しかし、トークンの移転と匿名組合出資持分の移転を完全に同期させることはできないけれども、同期が相当程度は達成されている場合、第2項有価証券として規制される権利の中に相当流通性が高いものが含まれることとなります。トークンに実体法上の権利を結び付ける根拠法が存在しない状況において、トークンへの権利の表示を厳格に解すると、今回の改正の趣旨に反するのではないかというのが、本日の私の報告の基本的な考え方です。

○船津 ありがとうございます。もう少し考えてみます。

## 2 電子記録移転有価証券表示等の意義

○前田 ご報告の中で株式をトークンに表示させる場合についてご説明くださいました。株式については、株券のある株式とか、あるいは振替株式については、株式とトークンを結び付ける必要があるのかは疑わしいとされつつも、加藤先生の

ご説明の中では、ともかく株式であっても、トークンに表示させれば、それは電子記録移転権利になるということを前提にしておられたと思います。

私が疑問に思いましたのは、電子記録移転権利の定義では、電子記録移転権利になり得るのは2条2項各号に掲げる権利となっていますね。レジュメの5ページの下の方の①です。株式はもともと2条の1項有価証券、あるいは2項の有価証券表示権利なのですが、加藤先生の解釈では、株式は2条2項各号の有価証券としてもまた有価証券として読み込めると、そういう解釈をされるということなのではないでしょうか。

○加藤 前田先生のご指摘のとおり、株式は、電子記録移転権利になりません。電子記録移転権利は、法2条2項各号の権利がトークンに表示された場合の、当該権利のことをいいます。

しかし、電子記録移転権利とは別に、金商業等府令には電子記録移転有価証券表示権利等という定義規定があります。電子記録移転有価証券表示権利等とは、金商法2条1項各号の有価証券に表示されるべき権利であって、トークンに表示されている権利のことです。ですから、トークンに表示された株式は、電子記録移転権利にはなりませんが、電子記録移転有価証券表示権利等にはなりません。私が株式をトークンに表示する需要はないのではと申し上げたのは、トークンに権利を表示する目的の1つは流通性を高めることにあるが、株券や振替株式の流通性はそもそも高いので、わざわざ流通性を高めるためにトークンに株式を表示する需要はないだろうという意味です。

ただし、電子記録移転有価証券表示権利等に該当すると、私募の転売制限に関する規律等、適用される規制が異なる又は追加されます。また、トークンに株式を表示できれば、ブロックチェーンの仕様を工夫することによって、会社は株式の流通性を高めつつ誰が株主であるかを瞬時に確認できるようになります。ですから、どのような場合に金商法2条1項各号の有価証券に表示されるべき権利がトークンに表示されるといえるかを論じ

る意味はあると考えます。さらに、理論的には、トークンへの権利の表示の有無が問われている権利の根拠規定が、契約等に基づきトークンを権利に表示させる試みに与える影響を明らかにするという点に、株券発行会社の株式や振替株式も分析対象に含める意義が認められると思います。

○前田 株式については、もともと1項有価証券か、あるいは有価証券表示権利であって流通性が高く、すでに開示規制の対象にももろになっていますので、トークンと結び付けるということがちょっとピンと来なかったのですが、よく分かりました。ありがとうございました。

○黒沼 今の点について少し補足して質問してよろしいでしょうか。

金商業等府令の方をきちんと見ていないのですが、金商業等府令で電子記録移転有価証券表示権利等に含まれると、どういう効果が生じるのか、株式等も含めた今回の改正の趣旨はどこにあるのかということをおしご説明願えますか。

○加藤 電子記録移転有価証券表示権利等に適用される規制について、資料1の注16とその本文で条文だけ挙げています。例えば、金商業等府令70条の2第5項は、有価証券等管理業務を対象とした行為規制の特則となります。電子記録移転有価証券表示権利等の保護預かりも有価証券等管理業務に含まれます。トークンに表示された権利の保護預かりは、暗号資産の預託を受ける場合と類似の問題が生じる可能性があるため、トークンを移転させるために必要な暗号鍵の管理等の点で特別な体制の構築が求められていると理解しています。

○黒沼 ありがとうございます。

○飯田 先ほど船津先生がおっしゃっていたところとも関連するのですが、レジユメの18ページの(3)の、株券発行会社ではない会社の振替株式以外の株式のトークンへの表示のところですが、例えば、譲渡制限の定めを定款に置いて、トークンの取得をしていない場合には譲渡承認せず、トークンを取得していれば承認しますという

ような形にすると、乖離という問題がないような気もしたのですが、それはそういうことでよろしいですか。

○加藤 会社法に基づく譲渡制限を利用する場合、定款でみなし譲渡承認を定めることができます。飯田先生のご指摘のとおり、定款の定めに基づくみなし譲渡承認の規定を利用すれば、より確実な形でブロックチェーン上の記録と株式の移転を同期させることができるような気がします。

○飯田 その続きですが、18ページで、一般論として私法上の有価証券の根拠規定に相当する特別法を作った方がいいのではないかとことです。これはよく話が分からなかったのですが、例えば善意取得といった規定を置くとか、あるいは譲渡の当然の指図証券性みたいな規定を置く必要があるという、そういうご趣旨なのではないでしょうか。

○加藤 現時点で、そこまで具体的な主張をしたいと考えているわけではありません。ただ、既に先行研究で指摘されていることではあるのですが、今回の報告を準備することで、トークンへの権利の表示を契約だけで達成することには限界があることを再認識しました。特に飯田先生のご指摘された善意取得の話は、暗号鍵の盗難が生じ、トークンの移転が所有者の意図に反して起こったような場合に、そのような形で流通したトークンの取得者の保護まで考えるのであれば、立法による対応が必要になってくると思います。

ただ、そのような立法措置を考える場合、資料1ではトークンの「技術仕様」と書きましても、こういった内容の性質を備えたブロックチェーンであればそのような効果を認めていいのかが問題となります。この点については研究途上であるため、立法措置の具体的な内容までは主張できていないという状況です。

○飯田 そうすると、今回の金商法及び関連政令の改正が行われた場面において併せてそのような規定を導入すべきだったということとは違うということですか。将来的な課題というか……。

○加藤 将来的な課題ですね。もしできるのだ

ったら、そうした方がいいような気はするのですが、金商法だけで対応できる話ではないと思います。ただ、少なくとも今回の金商法で整備された STO に関する規制との関係では、そこまでしなくても規制すべきものは規制できているような気がしています。

○飯田 別の箇所の質問ですが、私募のところが要件として「技術的措置」というのが入りましたね、定義府令等で。その話と先ほどの乖離の話で、ちょっと蒸し返す感じになるかもしれませんが、技術的措置をとっていたけれども、実体的な権利が移ってしまうというような場面があり得るかもしれないというようなことが、特にトークン株式の場面においては、加藤先生の今日のご議論からすると、私募の要件として十分なのかといった問題提起をする意義があるのかということを確認できればと思ったのですが、このあたりのご意見を伺えますでしょうか。

○加藤 ご質問に対しては、何を重視するのかによって回答が異なり、悩んでおります。第1の立場は、電子記録移転有価証券表示等の転売制限として、トークンの移転を制約する技術的措置が要求されていることを重視する立場です。このような要求は、トークンを移転できなかつたら、それに表示されている権利も移転できないことが前提となっているという解釈があり得ます。そのため、トークンへの権利の表示について、トークンの移転と権利の移転のズレを許容しないという方向の解釈に結び付きます。

もう一つの立場は、従前の転売制限の効力自体、それほど強いものではなかったことを重視する立場です。転売制限とはいってもその程度のもので足りると解するのであるから、実体法上の権利の移転とトークンの移転にズレが生じるような場合、すなわち、トークンの移転を技術的に制約しても権利を移転できる場合であっても、トークンへの権利の表示を認めて差し支えないという解釈になると思います。

○飯田 私は後者の方で、譲渡制限契約は無視

されて転売されれば、それは契約の相対効なので、株が転売されてしまって、それは止められないという話になると思うので、技術的措置もその程度のもので、実体的な権利と乖離が生じるとしても、それはやむを得ないということかなというような感想を持ちました。

以上です。ありがとうございました。

### 3 株式のトークンへの表示

○伊藤 先ほども出てきましたレジュメ 18 ページの(3)のところで、加藤先生の記述では、「会社と株主の契約に基づき、トークンの移転が行われた場合には会社法 133 条第2項に基づき株主と譲受人から共同して株主名簿の名義書換請求がなされたときとみなす旨を定めることで、少なくとも……可能であるように思われる」とされているところですが、例えばここで言われている契約というのは、具体的にどのように行われるものなのでしょうか。

それから、このような契約というのは、会社法 133 条2項との関係で効力がそもそも認められるのかということが私にはよく分からないのですが、ご教示をいただければと思います。

○加藤 ご指摘いただいた部分も説明が不十分であったと感じております。基本的にトークンを移転させるためには、自分もブロックチェーンのネットワークに参加する必要があります。ビットコインのブロックチェーンと異なり、参加者を制限できるブロックチェーンを用いる場合には、ブロックチェーンのネットワークに参加する際の条件として、資料1で例示したような契約を締結することを想定していました。

そのような契約の中で、例えば参加者が株式を譲渡するためにトークンを移転した場合、会社に対して会社法 133 条2項に基づく名義書換の共同請求をしたとき会社はみなす旨を定めることができないか考えています。このような定めが有効であると、株主名簿の名義書換請求とトークンの移転

を同期させることができます。ただ、会社法の解釈論として成り立つかの検討は不十分ではありますが。

○伊藤 会社も、それからこれに参加する株主も、全て参加しているという前提で、みんなの間に契約はあるということですね。

○加藤 そうです。ただし、利用するブロックチェーンの仕様によっては、そのような契約の締結をブロックチェーンへの参加の条件とすることができない場合もあり得ますが。

○伊藤 そのような契約をただで、133条2項にいう共同請求をやっていると会社法上効果が認められるかというところが、ちょっと私、なかなかよく分からないと思うところですけど、どうもありがとうございます。

#### 4 電子記録移転権利を対象とした規制の特徴とその合理性

○黒沼 ほかにいかがでしょうか。

それでは、ちょっと私から質問させていただきます。

今日ご報告になったメインの論点とは異なる点で恐縮ですが、今回、電子記録移転権利に当たるものは1項有価証券と同じ扱いにしたわけですが、他方で、電子記録移転権利の自己募集については第二種金融商品取引業になったわけですね。1項有価証券と同じに扱うということは、ディスクロージャー制度を適用しやすくするという点なので、業規制は要らないのではないかなとも思うのです。自己募集について会社が株券を発行するときに業登録は要らないのに、なぜ集団投資スキーム持分をトークンで発行するときには業登録が必要になるのですか。

○加藤 ご指摘いただいた箇所は、仮想通貨交換業研究会の報告書の提案に従って立法されておりますので、報告書の立場に関する私の理解を述べます。報告書は、ICOのトークンが販売される際に、第三者がトークンの発行者の審査をする仕

組みがあることが望ましいと指摘しています。例えば株式の発行であれば、有価証券の引受けを行う証券会社が行うような審査を行います。また、有価証券の募集の場合には、証券会社に株式を売ってもらわないと資金調達不成功という側面があることも重要だと思います。つまり、証券会社は有価証券を一般大衆に販売すると同時に、大衆に代わって発行会社を審査するというわけです。

ところが、ICOでは、ブロックチェーンを上手く使うと、簡単に一般大衆に証券を販売できてしまい、発行者は一般大衆にトークンを売りさばくために第三者を頼る必要がありません。つまり、第三者の審査を経ることなくトークンを販売できてしまうということです。そこで報告書は、金商法第2章のディスクロージャー規制で対応することに加えて、トークンの販売に第三者が関与しない場合があることを前提として、業規制による対応も行うことを選択したと理解しています。

○黒沼 よく理解できるのですが、私が調べた範囲で、アメリカなどでICOが盛んになったのは、今言われたように業者を介さないで資金調達ができるという点にメリットを見出されたからで、それに対する対応としてSECは、それは有価証券に当たるという対応、開示による対応をとっているわけです。日本ではそれが業者による対応になるというのは、日本的な規制ではないかという感想を持ちました。どうもありがとうございました。

ほかにいかがでしょうか。今回の改正点全般にかかわる質問でも結構です。

○川口 今日のご報告で飛ばされたところで申し訳ありません。不公正取引のところですが、報告を飛ばした理由として、既存の規定と似ているので省略しますということでした。もっとも、インサイダー取引の規制の適用がないという点で違いはあると思うのです。報告書では、未公表情報が外部に漏れて、情報を得た者が利益を得たとされるような事案があったとか、仕手グループが株価をつり上げて売り抜けたような事例があると書

かれています。

後者については、相場操縦規制があるので、そこで対応するという事だと思っておりますが、前者のインサイダーまがいのものについては、今回は規制の対象外ということになりそうです。レジュメを拝見すると、現行のインサイダー取引規制は上場会社等を対象としているので、発行会社が存在しないものには適用できないということのようです。しかし、今回は、新しく立法をするのですから、別に上場会社等を通さないインサイダー取引規制を定めても良かったと思います。これは、仮想通貨については、別の方法でも、重要事実を定めるというのが難しかったということでしょうか。そもそも、仮想通貨に関してどのようなインサイダー取引が行われるか、私も十分に把握しきれていないのですが。

他方で、報告書にあるような弊害があるのであれば、それを野放しにして良いのかという問題もあります。あるいは、不公正取引を一般に禁止する規定は置かれているのです。金商法 185 条の 22 が新たに規定されて、157 条に相当するものができている。今後は、このような一般規定の適用で対処していくということなのではないでしょうか。

○加藤 電子記録移転権利の不公正取引規制は、基本的に電子記録移転権利は有価証券なので、有価証券に関する権利がそのまま適用されるということです。有価証券を対象としたものが適用されるということで、それは川口先生のご指摘のとおりです。

ワーキンググループでも、ICO のトークンについてインサイダー取引規制を導入すべきかどうか議論されました。しかし、報告書に書かれているとおり、重要事実の定め方が非常に難しく見送られたという経緯があります。

私もしっかりと調べたわけではありませんが、ICO のトークンに関して内部情報の利用に不明瞭さが存在することは否めません。当時よく耳にしたのは、必ずしも ICO のトークンに限るわけではないのですが、有名な取引所がトークンを取り扱

うと市場価格が上がるという実態があり、取引所によるトークンの新規取扱い情報が広く公表される前に、そのような情報を入手して当該トークンを買集めるといった形での内部情報の利用はされていたようです。ただ、このような形での利用は、既に暗号資産の取引に関する自主規制で規制されています。暗号資産ではない電子記録移転権利の場合に同じような規制があるかは、今後、調査してみたいと思います。

ただ、川口先生がおっしゃったとおり、インサイダー取引に相当する行為は、金商法の 157 条を初めとする一般規定によっても規制され、これらの規定は電子記録移転権利の取引にも適用があります。ですから、電子記録移転権利に関するインサイダー取引が全くの野放しになっているわけでもないと思います。

○川口 ありがとうございます。ただ、157 条は従来から構成要件が漠然としていて適用が難しいと言われてきました。そのため、現行のインサイダー取引規制が定められ、構成要件が細かく定められました。このような経緯からすると、一般条項に戻るとするのは、何か釈然としないところがあります。規制の必要性があり、現行のインサイダー取引規制で対処が難しいものについては、やむを得ないということでしょうか。

○加藤 ご指摘のとおりかと思っております。

## 5 ユーティリティトークンの規制

○松尾 30 ページの、ユーティリティトークンの例が挙がっているところで、こういうものも規制対象に含めるのかどうかということを経済的に検討された点についてお尋ねします。ここで例として挙がっている権利というのは、トークンに載せていないものも含めたら、世の中に割とたくさんあり得ると思うのです。ところが、トークンに載って事実上の市場みたいなものができて、相場が表示されるようになると、その値上がり益とかははっきりして、いわゆるキャピタルゲインを得

るのが容易になると。そうして、ユーティリティ—そのものの価値よりも、相場のある商品としてそれを買おうという人が出てくるから、規制の対象になる、有価証券に準じた規制が必要になるということかと思えます。規制対象とするために、先ほど少しおっしゃった集団投資スキームの定義に含めるとか、そういう努力をするとした場合、世の中にあるトークンに載っていない同種の権利というのは、本来は集団投資スキームに当たるのだけれども、特に弊害が顕在化しないので規制されないというふうに整理するのか、それとも、流通性が高まって相場ができますということも何か定義に取り込むような形で規制対象を広げるのか、どうなるのでしょうか。

一方で、単に相場があって値上がりするかもしれないという期待で値段が動いているものも、これはこれでまた別にたくさんあるので、事業の価値に結び付いているという要素も残しておかないといけな。もしこういったトークンに規制をかけようとしたときに定義を作っていく、あるいは定義規定を解釈していくとすると、どういう方向、方法が考えられるかというのが質問です。よろしくお願ひします。

○加藤 形式的なお答えになってしまうかもしれませんが、トークンに表示されているかどうかは、本当は問題ではないと思うのですね。トークンに表示されている権利の性質が、重要であると思えます。資料1に載せている事例は、確かに松尾先生のおっしゃるとおり、類似の事例が結構な数ありそうです。

こういった事例の取扱いですが、トークンに表示されているかを問題とする前に、こういったスキームにお金を出すという行為を金商法2条の有価証券の枠組みで受け止めるべきかを議論する必要があります。特に電子記録移転権利は、有価証券として取り扱われる権利がトークンに表示されている場合に、その権利が電子記録移転権利になると定義されています。ですから、金商法による対応を考える際には、有価証券の定義規定

そのものの見直しの要否も考える必要があると思ひます。

もう一つ、資料1で挙げた事例のトークンは、前払式支払手段に近いような気もします。そうすると、前払式支払手段として規制すれば足りるかも問題になると思ひます。

○松尾 ありがとうございます。

○黒沼 松尾先生、何かご意見があったら、ぜひおっしゃってください。

○松尾 まだ固まっておらず、いつもぐるぐる回って同じところに戻ってきてしまう感じです。確かに、最後におっしゃった前払式支払手段としての規制というのもありうると思ひます。ただ、あの規制の内容と、ここで規制しようとしていることの全部が適合するかというと、そうでもなくて、過剰なところ、過少なところが出てくるようにも思ひます。

## 6 暗号資産のデリバティブ取引

○黒沼 ほかにいかがでしょうか。

なければ、私からもう一点、これもご報告の範囲外のことで恐縮ですけれども、今回、暗号資産のデリバティブ取引が金商法の適用対象になりました。その際に、デリバティブ取引の相場操縦とか不公正取引だけではなくて、暗号資産自体の相場操縦も禁止の対象になっていると思うのです。確かに、デリバティブ取引を公正にするためには、暗号資産の価値も公正になっていなければならない。ところが、もちろん暗号資産自身は上場されているわけではありませんで、これまで相場操縦規制は、金商法では上場しているものを中心に掛けてきたわけで、なかなか適用は難しいと思うのですけれども、この点が新しい論点かなと思ひています。

その点についてちょっとコメントをいただきたいのと、一つ質問としては、報告書などでも、いろいろな不公正な取引が生じているので、細かい

規定を設けて監視監督をしていくことも考えられるけれども、今はそれはなかなか難しいので、不公正取引の禁止規定を置くみたいなのを書いてあったと思いますが、この暗号資産の相場操縦について、誰がどうやって監視をすることが予定されているのか。それとも、禁止規定だけ置いて、監視はしないのでしょうか。そのあたりのことを、何か感触があったら教えてください。

○加藤 暗号資産のデリバティブ取引の規制のあり方も、研究会で意見が分かれた論点であったと記憶しております。

まず、金商法に暗号資産のデリバティブ取引に関する規定を設けてしまうと、いわばお墨付きを与えたことになるのではという話です。特に暗号資産については、そもそも暗号資産及び暗号資産のデリバティブ取引を促進する社会的な意義について争いがある中で、そういったお墨付きとられかねない規制は差し控えるべきではないかという意見がありました。

その一方で、暗号資産のデリバティブ取引については、当時、金融庁に対して数多くの苦情が寄せられており、何らの対応をもしないという選択肢は存在しなかったように思います。

私は、研究会の席上で、黒沼先生がご指摘のとおり、暗号資産のデリバティブ取引を規制するのであれば、原資産である暗号資産に関する不公正取引も規制する必要があるのではないかという意見を述べた記憶があります。

その一方で、研究会の中には、デリバティブ取引としての性質を有するものは全て金商法で規制すべきであるという意見もありました。このような意見を踏まえて、金商法の中に暗号資産のデリバティブ取引及び不公正取引に関する規制が設けられたのだと思います。

暗号資産の不公正取引規制、特に相場操縦行為に関する規制の話ですけれども、本日の報告で十分に取り上げることはできませんでしたが、自主規制機関が暗号資産の基準価格を公表することを検討しているはずで、ですから、暗号資産につ

いても操縦されかねない相場は存在します。暗号資産は上場されてはいないのですけれども、デリバティブ取引のためには、基準価格が必要です。相場操縦行為に関する規制は、事実上、自主規制機関が公表する基準価格の公正さを確保するという点で重要になってくると思います。

エンフォースメントについては、金融庁がどこまで積極的に介入していく意思を持っているのか、私も情報を持っているわけではありません。ただ、暗号資産のデリバティブ取引は、暗号資産交換業者にとっては一番の収益源ですから、金融庁は、まずは、自主規制機関による対応に委ねて様子見をすることを考えているように思います。

○黒沼 ちょっと不勉強で申し訳ないのですが、証券取引等監視委員会の監視の対象にはなるのですか。

○加藤 どうでしょう。金商法上の行為なので、なるような気もするのですけれども、すみません、ちょっとその点については……。

○黒沼 後で調べていただいていたいただけとありがたいです。

○(研究会後補足)加藤 結論から申し上げますと、暗号資産の取引及び暗号資産のデリバティブ取引に関する不公正取引規制は、証券取引等監視委員会の管轄外であると思います。最初に確認しなければならないのは、暗号資産の取引及び暗号資産のデリバティブ取引に関する不公正取引規制と、有価証券の取引及びデリバティブ取引等に関する不公正取引規制(金商法 157 条～159 条)は別の規制であるということです(金商法 185 条の 22 第 2 項・185 条の 23 第 2 項・185 条の 24 第 3 項)。暗号資産のデリバティブ取引は、金商法 157 条から 159 条の規制対象であるデリバティブ取引に形式的には含まれますが、これらの規制は適用除外とされています。そして、暗号資産の取引及び暗号資産のデリバティブ取引に関する不公正取引規制は課徴金制度の対象外とされており、かつ、罰則の根拠規定も別となっています(金商法 197 条 1 項 6 号)。その結果、暗号資産の取引及び暗号

資産のデリバティブ取引に関する不公正取引規制の違反の調査は、金融庁から証券取引等監視委員会に委任される課徴金に関する調査のための処分に係る権限の対象に含まれません（金商法 177 条・194 条の 7 第 2 項第 8 号）。また、証券取引等監視委員会は犯則事件について調査等の権限を有しますが、犯則事件の中には暗号資産の取引及び暗号資産のデリバティブ取引に関する不公正取引規制の違反も含まれていません（金商法 210 条、金商令 45 条）。

○黒沼 ほかにいかがでしょうか。

## 7 トークンに表示された株式の現物出資による取得

○片木 今日のご報告からちょっと離れてしまうかもしれませんが、まず、本当に基本的なところから教えていただきたいと思います。

このトークンというスキームを使って各種の権利が表示されるというので、株が表示される場合もあれば、各種その他のスキームが表示される場合もあるし、それから、暗号資産を使う場合もあるし、普通の法定通貨の場合もあるのだというのは何とか理解できました。そこで、非常に基本的な質問ですが、このトークンという仕組みで仮に暗号資産で、かつ株式を表示するという場合には、会社法上の関係で言うと、現物出資に該当するのですか。それとも、普通の出資なのですかということです。

○加藤 ご質問を整理させて下さい。暗号資産を出資して株式を発行するという取引が、会社法上は現物出資になるかというご質問でしょうか。

○片木 私は基本が分かっていないので、そもそも、トークンというスキームを使わずに暗号資産を譲渡する形で株を発行できるのかということさえもよく分かっていないのですけれども。

○加藤 基本的に暗号資産の移転は、ブロックチェーンのネットワークに参加している者同士で行います。ですから、株式を表示させたトークン

を発行して会社が暗号資産を調達するためには、会社もそのブロックチェーンのネットワークに参加している必要があると思います。

○片木 引受人も参加していないといけないわけですよね。

○加藤 そうですね。だんだん話が複雑になりますけれども、例えば買取引受けに相当する行為をするためには、当然、引受人もネットワークに参加している必要があると思います。

そのうえで、出資された暗号資産が投資家から引受人、そして、会社に移転していくわけですが、暗号資産は、会社法上はやはり金銭ではないので、現物出資ということになると思います。

○片木 トークンという仕組みを使ったときも一緒によろしいのでしょうか。

○加藤 それは一緒ですね。トークンを発行しようが、しまいが、会社法上、株式の発行の効力は、出資が履行されたときに発生します。暗号資産が出資された時点で、株式の発行の効力が生じるということです。

○片木 ありがとうございます。

○黒沼 ほかにいかがでしょうか。よろしいでしょうか。

もしなければ、時間は早いですが、今回の研究会を終わりたいと思います。皆様、ご参加ありがとうございました。