

# セキュリティトークン規制に関する提言書

2019 年 9月 6日

一般社団法人 日本仮想通貨ビジネス協会

# セキュリティトークン規制に関する提言書

2019年9月6日

一般社団法人日本仮想通貨ビジネス協会（JCBA）

## 1. はじめに

JCBAは、暗号資産交換業者という枠に縛られず、暗号資産に関わる幅広い事業者の団体としての立場から、日本における暗号資産及びブロックチェーン関連ビジネスの健全な成長のため、2018年12月21日付「仮想通貨交換業等に関する研究会」報告（以下「報告書」）の公表以降、ICO・STO検討部会（以下「部会」）にて、ICO及びセキュリティトークンに関する有るべき法規制の姿について、継続的に議論をしてきた。

本書は、部会での議論を基に、JCBAとして日本のセキュリティトークン規制のあり方についてとりまとめたものである。

## 2. 目的

報告書を受けて、2019年5月31日「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」（以下「改正法」）により、収益分配を受ける権利が付与されたいわゆるセキュリティトークンに対し金融商品取引法が適用されることが明確となった。具体的には「電子記録移転権利」という新たな概念を導入することにより、集団投資スキーム持分等の第二項有価証券に該当する権利については、それがトークンに表示される場合、「流通性その他の事情を勘案して内閣府令で定めるもの」を除き、第一項有価証券として開示規制や販売・勧誘規制を適用することとなった。

電子記録移転権利は、セキュリティトークンの流通性が事実上高いことに着目して、第一項有価証券として取り扱うために導入されたものであるが、権利内容そのものは、従前の第二項有価証券と変わりはなく、デジタル技術の発展により、これまで物理的な契約書に権利内容が記載されていたものが、電子的なトークン上に表示されるようになったものといえる。

デジタル技術の進化に伴い、様々なビジネス分野でデジタル化による迅速化・効率化の動きが加速しているが、セキュリティトークン（による第二項有価証券のデジタル化）もそのような大きな流れの中に位置付けられる。従って、この流れは基本的に不可逆であることを前提に、セキュリティトークンの発行市場および流通市場がより現実的に利用可能な仕組みとして整備されることが求められる。

これらを踏まえた上で、以下、骨子及び各論にて見解を述べるものである。

## 3. JCBAについて

JCBAには、暗号資産交換業者のみならず、銀行、金融商品取引業者、暗号資産に関連するビジネスに従事する事業者やビジネス参入を検討する事業者、法律事務所や会計士事務所など、合計115社（2019年9月6日現在）が会員として加入している。JCBAは、このような幅広い関連事業者の協力を得て、来るべき自律分散型の協調社会における社会基盤となることが期待されるブロックチェーン、とりわけその原動力となる暗号資産が持つ社会革新の可能性を拓く礎となり、我が国における暗号資産ビジネス全般の持続的な発展を期することを目的に、税制・ICO（発行市場）・カストディ（資産管理事業）、デリバティブ（派生商品）など複数の論点において分科会を形成し、活動している。

## 4. JCBAが考えるセキュリティトークンのビジョン

### （1）総論

セキュリティトークンの規制デザインを考えるためには、まずセキュリティトークンを取り巻くビジネスのエコシステムについて一定のビジョンを持つ必要がある。そうでなければ、単に「規制のための規制」として、セキュリティトークンの本質と可能性を考慮せずに、既存の金融商品取引法の体系の中にセキュリティトークンを矛盾なく埋め込むに過ぎないこととなってしまう。

改めて指摘するまでもなく、我が国の将来の成長戦略の中核は、インターネットというインフラを前提に、サイバー空間とフィジカル空間を融合させることによって価値を引き出そうとするサイバーフィジカルシステム（CPS）を活用して、産業の活性化や社会問題の解決を図っていくことにある<sup>1</sup>。CPSを活用した事業戦略は産業ごとに多岐にわたるが、特にデジタルネイティブ世代の中小事業者が勝機を見出しているのが、オンラインとオフラインを統合してこれまでとは異なる次元の高い顧客体験を提供しようとするOMO戦略である。OMO戦略を具体化したビジネスモデルの一つとして現在注目されているものには、例えば、同戦略を小売業に応用したD2C（Direct to Consumers）モデルがある。

こうしたデジタル技術の進化に伴い従前とは異なる全く新しい価値を社会に提供する可能性のあるデジタルネイティブなビジネスモデルを追求する起業家にとっての資金調達戦略は、当然のことながら、インターネットを通じて自らの追求する価値観や事業構想に投資機会を見出す、やはりデジタルネイティブな投資家からの資金調達ということになる。このマッチングを実現するためのツールとして、セキュリティトークンという媒介は極めて大きな社会的意義を持っており、これは明らかに、これまで存在していた第一項有価証券とは異なる規律のもとで発行市場及び流通市場をデザインしていかなければならないとJCBAは考えている。

## （2）インターネットを用いた資金調達に関する金融商品取引法上の規律の概観

現状、インターネットを通じた資金調達が可能とする手段について、金融商品取引法に関連して整備されているルールの概要は以下のとおりである<sup>2</sup>。

### ① 有価証券の定義から除外されるもの

いわゆる購入型クラウドファンディングにおいて、拠出された資金を元手に展開される事業の成果として何らかの見返りが得られるという場合における「見返り」は、拠出された資金の元本額を超えるものではないとして、見返りを受けることができる権利は有価証券に該当しないものと整理されている（金商法第2条第2項第5号ロ）。

これにより、資金需要者は、金融商品取引法の適用を受けない資金調達を選択することができるが、他方において投資者は、資金需要者の事業に経済的に参加することができない。その結果、購入型クラウドファンディングは、一般の人に受けやすいテーマを扱ったプロジェクト実行者が、人々の共感をドライバーとして少額の資金を集めるための方法という位置づけがなされている。

### ② 借入を行うもの

いわゆる貸付型クラウドファンディングでは、投資者は貸金業者が資金需要者に対して提供する貸付債権に対して、通常、匿名組合契約を用いて出資する形態を採用している（金商法第2条第2項第5号）。

この手法は投資者にとって、資金需要者の事業に対して間接的に参加することができるが、その範囲は利息制限法による制約を受けた貸金債権の範囲に留まることになる。

### ③ 資本性負債を調達するもの

<sup>1</sup> 未来投資戦略2019 (<https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/kettei.html>) 参照

<sup>2</sup> 現物不動産に対する投資については不動産特定共同事業法のもとで、これとは別の規律が課されているが、本書との関係では中心論点ではないので割愛する。

第二項有価証券を用いたいわゆる投資型クラウドファンディングは、匿名組合契約を用いて資金需要者が一般の者から直接資金提供を受ける仕組みであり、これは資金需要者から見ると一般の投資者から資本性負債を調達している形態となっている（金商法第2条第2項第5号）。

この手法は、（以下の④と異なり）主としてキャッシュフローを見込むことができる事業に対する投資手法として用いられている。投資者にとって、資金需要者の事業に対して直接的に参加することができ、かつ法律上はエクイティとして構成されているため、貸付型よりも高いリターンを期待することができるが、反面で流動性が低いためポートフォリオの入れ替えを通じたリスクコントロールの手法を採用することができないアセットクラスとなっている。

#### ④ 株式による出資を受け入れるもの

いわゆる株式型クラウドファンディングは、非上場の株式会社に対する出資という形で一般の投資者が資本提供を行う資金調達手段である。

株式は、上場の有無を問わず第一項有価証券に該当するため、インターネットを通じて投資勧誘を行う場合には、原則として公募規制が課され、有価証券届出書を提出しなければこれを行うことができない。これに対する例外として、調達額が1億円未満のものについては、簡易な通知書を所管財務局に提出するのみで足りるとされており（金商法第4条第6項、開示府令第4条）、その範囲において、株式による資金調達の仲介事業者に対して、簡易な資格が整備されている。

株式は企業支配権に対する割合的な持分であることから、投資者にとって、将来において金融商品取引所への上場や、または企業買収により、キャピタルゲインの形で投資回収を期することができるという特徴を持ち、この特徴を用いて、社会に蓄積された資本を社会にとって有用な事業に再投資するという循環を作り出している。株式は、我が国におけるリスクマネー供給にとって中核的な位置づけを持っているが、流動性の乏しい未上場株式については、制度全体が採用している姿勢の結果、実務的に以下の取り扱いとなっている<sup>3</sup>。

- (a) 発行体自身が調達活動に臨む場合には、適格機関投資家を除いて50名以上の者に投資勧誘をしない限り、金額によらず、金融商品取引法によりこれを規制しない。
- (b) 発行体自身がインターネットを用いて調達活動に臨む場合、非上場企業がコスト負担することができない公募規制が課されることにより、調達金額を1億円未満としなければならないという規範が課されることになる。
- (c) 発行体が、資金調達活動につき第三者の協力を得る道は、株式の売買を媒介することができる第一種金融商品取引業者に課される自主規制<sup>4</sup>とこれに対する各事業者の社内規則により、原則として閉ざされている。
- (d) 上記(c)の例外として、インターネットを用いた調達活動については、調達金額を1億円未満とすることを条件として、第一種金融商品取引業者（少額電子募集）の協力を得ることができる。
- (e) 上記(c)の例外として、第一種金融商品取引業者の自主規制機関が設ける株主コミュニティ制度の範囲内で、発行体は、金融商品取引業者の協力を受けることができることとされているが、金融商品取引業者の規制遵守に伴う管理コストによって、実務的な選択肢となっていない。

<sup>3</sup> 制度デザインを考えるにあたり重要なのは、実務対応を含めた制度全体がどのように機能しているか、という点であり、金融庁が所管している法制の範囲であるか、自主規制機関の所管している自主規制の範囲であるか、また確立した実務対応がそのようにさせているのか、という点は本質ではない点に留意する必要がある。

<sup>4</sup> 店頭有価証券に関する規則第3条

(f) ベンチャーキャピタルがファンドを組成することにより、発行体は上記(a)の範囲で適格機関投資家以外の投資者からの資金にアクセスすることができる。

### (3) 民間事業者による資金調達手段におけるセキュリティトークンの位置づけ

セキュリティトークンは、株式と異なり企業の存在を前提とせず、事業あるいはプロジェクトを対象として、より柔軟に資金調達を行い、調達した資金により営まれた事業やプロジェクトからの収益や、獲得した資産の売却益を配分することを目的とするものである。法的には組合契約や匿名組合契約といった形態を採用しないものが通常であるが、金融商品取引法第2条第2項第5号に定める「その他の権利」ないし同項第6号の外国の法令に基づく権利として構成される。

前述の通りJCBAとしては、インターネットをベースとしたデジタル経済において、オンラインとオフラインを統合するビジネスモデルを提供する事業者が展開する資金調達活動は、インターネットを通じて行うことができるようにすることが必須であると考えているが、セキュリティトークンは、現行の我が国のオンラインによる資金調達制度のなかで、上記のうち③に類するものとして位置づけられると考えられる。

今般、改正法がセキュリティトークンを第一項有価証券に位置づけることとしたのは、セキュリティトークンが事実上の流動性を持つものであることを実質的な理由としている。すなわち、セキュリティトークンは、③に示したような資本性負債に流動性を与えるものとしてとらえられるべきものであると考えられる。

以上の次第であるため、JCBAは、セキュリティトークンが切り開く可能性のある未来は、「あらかじめ一定のキャッシュフローを見込むことができるものの、実行者の実績が十分ではないため金融機関からの借入に頼ることが難しいアセットまたはプロジェクトと、社会が蓄積した資本を、インターネットを通じて直接マッチングすることによって、新たなビジネスを創出することを可能としつつ、投資者がポートフォリオの入れ替えを自ら柔軟に行うことができることを通じて、投資者のリスク管理を容易にしつつ、資金需要者が長期の資金を安定的に確保することができる世界」であると考えている。

実際、キャッシュフローが見込める事業（具体的には飲食店や小売業、運送業や受託事業など、商品を仕入れて販売したり、固定の顧客を発掘して継続的に労務を提供したりするビジネス）に従事する小規模事業者<sup>5</sup>が、ビジネスを開始したり拡張するに当たって、アクセスすることができるリスク資本は、これまで極めて限定的にしか存在していなかった。このような事業に対する投資は、投資家としては、一定のキャッシュフローを見込むことができる点で、配当を前提とせずキャピタルゲインによるリターンしか期待することができないベンチャー投資よりも安定的なリターンを見込むことができる。他方において、現行の第二項有価証券による投資型クラウドファンディングは、持分の売買の機会が閉ざされているため、アセット構成を入れ替えることによってポートフォリオ前提のリスクを管理するという手法を採用することができないことから、翻ってそのようなプロジェクトに資金が供給されないという問題がある。

セキュリティトークンは、この課題を解決するためのアセットクラスである。

こうした小規模事業者の調達は、概して少額にとどまるため、その流通のための仕組みは、これまでのクライアント・サーバ型のシステムでは管理コストが高止まりしてしまい、構想としては描くことができても、実際にはまともな形で立ち上がることがなかった。株主コミュニティ制度は、その典型と言えらる。

<sup>5</sup> いわゆるベンチャー企業は、スケーラブルなビジネスモデルを構築するため、当初は事業開発に専念し、数年間売り上げが立たないという資本戦略を採用するが、ここにいう小規模事業者は、そのようなビジネスではなく、事業開始の初期から売り上げが立つことを前提としたビジネスに従事する事業者である。

こうした技術とコスト構造の前提を変革するのが、ブロックチェーン技術である。

ブロックチェーン技術の特性については、ここで改めて説明する要を俟たないが、技術的に改ざん不能であり、かつ二重譲渡が発生しない構造となっていること、デジタルネイティブなアセットであることにより突合作業が不要であること、プログラマブルなデータベースであることにより同時履行をはじめさまざまな一連の取引を自動執行することが可能であること等により、システム運用者のオペレーティングコストを劇的に低減するものであると考えられている<sup>6</sup>。すなわち、ブロックチェーン技術をベースとしたセキュリティトークンは、投資家によるポートフォリオの組み替えによるリスク管理を容易にする程度の流動性を安価に提供することを可能にすることによって、これまで資本にアクセスすることができなかったベンチャー企業型ではないビジネスモデルを標榜する小規模事業者が、リスクマネー供給を受ける手段を提供する切り札となり得る。

JCBAとしては、規制を正しくデザインすることによって、これまで技術に伴うコスト面の制約から意味のあるものとして存在することができなかった、新しい資本市場をセキュリティトークンが築くことができると確信しており、セキュリティトークンの規制体系は、まさにそのようなマーケットを創出することを目指して設計されなければならないと考えている。

## 5. 提言骨子

上記4.に掲げるビジョンのもと、JCBAは、セキュリティトークンの規制体系について、以下の3点につき提言する。

### 【1】第一項有価証券に該当するセキュリティトークンの開示に関する規制

電子記録移転権利は第一項有価証券としての取り扱いを受けることになるが、その権利の内容自体は第二項有価証券としての権利と変わらないことから、発行開示義務が課せられる場合における開示内容は、原則として、第二項有価証券のうち開示規制の対象となる有価証券投資事業権利等の開示内容と同等とし、これにトークン上に権利が表示されることに伴い必要な開示事項を付け加えたものとすべきである。

また、電子記録移転権利に係る継続開示義務その他の開示規制についても、有価証券等投資事業権利等の特定有価証券と同様、四半期報告書、確認書、内部統制報告書、自己株券等買付状況報告書、親会社等状況報告書の提出は不要とすべきである。

### 【2】第一項有価証券に該当するセキュリティトークンの二次流通市場の整備

セキュリティトークンは、事実上の流通性の高さを根拠として第一項有価証券として位置づけられている以上、制度的に二次流通市場が整備される必要がある。二次流通市場が制度として整備されないと、「事実上の流通性」によって適法ではない流通市場が跋扈するであろうことは確実であり、このような事態を防止するために、少なくとも以下の二点を同時に確保すべきである。

- ① 自主規制を含むあらゆる規制や実務慣行のレベルを含め、セキュリティトークンの売買の媒介を第一種金融商品取引業者が行うことができないこととなる規範を設けないこと
- ② 売買システムを通じたセキュリティトークンの取引を可能とするため、私設取引システムによるセキュリティトークンの取引市場が創設されることを念頭に置いた制度整備を行うこと

---

<sup>6</sup> たとえば英国FCA作成によるレポート「Guidance of Cryptoassets」のDistributed Ledger Technologyの説明箇所には、金融サービスに革新を起こす可能性のあるブロックチェーンの技術的特性とそのインパクトについて簡潔に整理されている。<https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp19-03.pdf>

### 【3】改正金商法第2条第3項における電子記録移転権利の適用除外要件

改正金商法第2条第3項における電子記録移転権利の適用除外要件である「流通性その他の事情を勘案して内閣府令で定める場合」については、以下のいずれかを満たす場合とすべきである。

- ① 契約において権利の移転には発行者の承認が必要とされており、かつ、電子情報処理組織を用いて移転することができる範囲が技術的に制限され権利保有者が一定数<sup>7</sup>を超えないことが確保されている場合;又は
- ② 権利者が特例業務対象投資家<sup>8</sup>に限られている場合

## 6. 各論

上記5. に掲げた3つの提言骨子について以下、それぞれ敷衍する。

### 【1】第一項有価証券に該当するセキュリティトークンの開示に関する規制

#### (1) 発行開示に関する規制

金商法上、開示規制の対象となる有価証券は、投資者が投資判断やその価値の判断を行うにあたって重要な情報が何であるかによって、大きく以下の2つに分類されている。

- ① 発行体の信用を裏付けとする有価証券（株券、社債券等の企業金融型有価証券）
- ② 発行体が保有する資産価値を裏付けとする有価証券（有価証券投資事業権利等の資産金融型有価証券）

この点、改正金商法第2条第3項により、電子記録移転権利は、第一項有価証券としての取り扱いを受けることになるものの、その権利の内容自体は第二項有価証券としての権利と変わるものではない。そして、第二項有価証券のうち開示規制の対象となる有価証券投資事業権利等（第二項有価証券である集団投資スキーム持分のうち、当該権利に係る出資対象事業が主として有価証券に対する投資を行う事業であるものとして政令で定めるもの等をいう。以下同じ。）（金商法第3条第3号）は、その発行体自体の信用力に基づいて発行されるものではなく、その裏付けとなっている発行体が保有する資産価値を裏付けとして発行されるものであることから、「特定有価証券」として（金商法5条1項柱書）、「特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令」に基づき、株券や社債券等の第一項有価証券とは異なる開示規制に服することとされている。

そうすると、第二項有価証券としての権利をトークン上に表示した電子記録移転権利について発行開示義務が課せられる場合における開示内容は、第二項有価証券のうち開示規制の対象となる有価証券投資事業権利等の開示内容と同等としつつ、これに分散型台帳技術等の内容等、トークン上に権利が表示されることに伴い必要な開示事項を付け加えたものとすべきである。なお、有価証券投資事業権利等に該当しない第二項有価証券の権利が表示された電子記録移転権利については、別途様式を検討する必要があるが、制度開始の初期であり具体的にどのようなプロジェクトがトークン発行の対象となるか現時点で見通すことが難しいことに鑑み、柔軟な対応が可能な仕組みとする必要があると考える<sup>9</sup>。

<sup>7</sup> たとえば500名とすることが考えられる。

<sup>8</sup> 金融商品取引法施行令第17条の12第4項第2号。特例業務対象投資家の範囲は適格投資家（金商法第29条の5第3項）の範囲と概ね同じとなっており、リスク性資産を1億円以上を保有する個人や上場会社、資本金500万円以上の法人などが含まれる。

<sup>9</sup> 特に、開示規制は、開示内容をどこまで詳細なものとするか、監査を要求するか等によって開示コストが大きく異なってくる。開示コストが公募による期待利益を上回れば、開示規制自身が公募を禁止する効果を生むことを正しく理解したうえで、機械的に開示規制を設計することがないようにしていただきたい（たとえば、セキュ

## (2) 継続開示に関する規制

上記のとおり、電子記録移転権利に係る権利の内容自体は第二項有価証券としての権利と変わらないことから、継続開示義務についても、第二項有価証券のうち開示規制の対象となる有価証券投資事業権利等の特定有価証券に係る継続開示義務と同様の枠組みとすべきである。

したがって、電子記録移転権利に係る継続開示義務として、有価証券報告書及び半期報告書の提出は必要とする一方、四半期報告書の提出は不要とすべきである（金商法24条の4の7第3項参照）。

## (3) その他の開示規制

上記のとおり、電子記録移転権利に係る権利の内容自体は第二項有価証券としての権利と変わらないことから、第二項有価証券のうち開示規制の対象となる有価証券投資事業権利等の特定有価証券に係るその他の開示規制と同様の枠組みとすべきである。

したがって、特定有価証券と同様、確認書（金商法24条の4の2第1項、3項参照）、内部統制報告書（金商法24条の4の4第1項、3項参照）、自己株券等買付状況報告書（金商法24条の6第1項）、親会社等状況報告書（金商法24条の7第1項）の提出は不要とすべきである。

## 【2】第一項有価証券に該当するセキュリティトークンの二次流通市場の整備

### (1) 電子記録移転権利が第一項有価証券とされた趣旨

報告書は、トークン上に表示された権利は、トークンとともに電子的に移転するものであり事実上の流通性が高いことを指摘したうえで、トークン上に表示された第二項有価証券は、典型的に流通性が高い有価証券類型である第一項有価証券として取り扱われるべきであるとの考え方を示している。

トークン上に表示された権利が、報告書の指摘する通り、トークンの移転とともに民事法に照らして本当に移転することになるのか、法的には疑問と言わざるを得ないが、そのことを措くとしても、電子記録移転権利が第一項有価証券として取り扱われることの理論的な正当化根拠が流通性にあることは異論のないところであろう。

電子記録移転権利を流通性が高いものとして認めた以上は、その流通性を支えるための制度を同時に整備しなければ、法制度として合理性のあるものとは言えない。すなわち、電子記録移転権利を、その元の性質である集団的投資スキームとして第一項有価証券よりも規制が緩和された第二項有価証券ではなく、第一項有価証券として定めながら、これを二次流通させるための道を確保しないとすると、それは「性質上流通性が高い有価証券を流通の道を閉ざすことによって流通させない」政策を採用するという他にない。電子記録移転権利について、そのような政策を採用することは、これまで報告書はもちろんのこと、改正法の議論においても一切なされていない。

また、報告書が認めている通り、電子記録移転権利が事実上の流通性が高いという性質を持つものであるとすれば、制度が流通制度について沈黙したとしても、事実上流通してしまうという結果となりうる。このような違法な流通市場を放置しないためにも、適法な流通市場のための制度設計が不可欠であると考えられる。

---

リティトークンは金融商品取引所での取扱いが予定されていないので、公募により発行者が得られる期待利益は株式よりも明らかに「低い」以上、株式と同程度の開示を要求すれば、セキュリティトークンの公募は行われなくなる。）。

## （２）第一種金融商品取引業者による売買の媒介等

改正法において、電子記録移転権利の売買の代理、媒介又は取次（以下「媒介等」）は、第一種金融商品取引業者がこれを行うことができることになる。

電子記録移転権利は、ブロックチェーンをベースとしたトークンとして展開されることが念頭に置かれており、現在、いずれの金融商品取引所も電子記録移転権利を取り扱うためのシステム対応を予定していないと承知している。斯様な状況のもと、電子記録移転権利を、証券会社の認可金融商品取引業協会である一般社団法人日本証券業協会（以下「JSDA」）の定める「店頭有価証券に関する規則」における店頭有価証券と同等の取扱いとして、第一種金融商品取引業者による投資勧誘を禁じる措置を講じること（同規則第3条参照）は、電子記録移転権利の発行及び流通を禁じるに等しい結果となる<sup>10</sup>。

このような不当な結果とならぬよう、監督機関である金融当局は、電子記録移転権利を取り扱う第一種金融商品取引業者に係る金融商品取引業協会に対して、電子記録移転権利を店頭有価証券とは異なる種類の有価証券として取り扱うよう指導すべきである。

むしろ、電子記録移転権利はファンド持分がトークンに表示されたものであるという性質からして、第一項有価証券に該当するファンド持分の売買の媒介等における第一種金融商品取引業者に課される規律に準じた形で取り扱われるべきであるから、規制当局としては、斯様な方向で自主規制の策定を促すべきである。

## （３）私設取引システム

ブロックチェーン・ネットワーク上に展開されるセキュリティトークンは、インターネットネイティブなアセットであるから、その取引市場、すなわち売買のマッチングは、当然のことながらインターネット上で行われることが自然である。このように、セキュリティトークンの取引の場は、多くの場合、私設取引システム（金融商品取引法第2条第8項第10号）として取り扱われることとなる。

これは日本のみの現象ではなく、海外においても、セキュリティトークンの二次流通は代替取引システム（Alternative Trading System）が担うものとして、必要な許認可を取得したうえで流通市場を運営しているところである<sup>11</sup>。

我が国においても、これらの諸外国と遜色のないよう、電子記録移転権利の二次流通市場は、金融商品取引法第30条第1項に基づく認可を受けた第一種金融商品取引業者がこれを運営することができることを前提として、認可の審査基準や流通市場の運営基準等を整備すべきである。

## 【３】改正金商法第2条第3項における電子記録移転権利の適用除外要件について

### （１）電子記録移転権利の概念の導入の趣旨

改正金商法第2条第3項はトークン上に表示される<sup>12</sup>同法第2条第2項の権利については「流通性その他の事情を勘案して内閣府令で定める場合」を除き「電子記録移転権利」に該当する旨を

<sup>10</sup> そもそも同条は、金融商品取引所に上場することにつき制度上整備されている有価証券について、上場されていないものの取扱いを原則として禁じるものであるところ、電子記録移転権利についてはそもそも金融商品取引所における取扱いが予定されていないのであるから、株券等と同様の取扱いをすることは不当・不合理である。

<sup>11</sup> たとえば米国のOpenFinance Network、tZERO、AlphaPoint、香港のFusang、シンガポールのSTO Global-Xなどがこれに該当する。

<sup>12</sup> 正確には、電子機器その他の物に電子的方法により記録され、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、ことをさしている。

定めている。この法改正は、第二項有価証券に該当する権利がトークン上に表示されることにより投資家のリスクと流通性の高さ等が増す可能性があること<sup>13</sup>に着目したものである。

## (2) 適用除外要件についての考え方

第二項有価証券に該当する権利が紙の契約書上ではなくトークン上に表示されたとしても権利の内容自体は変わらず、権利の移転のための実体法上の要件も変わらない。かかる事実と電子記録移転権利の立法趣旨を踏まえれば、権利がトークンに表示されることによって増すと想定される投資家のリスクと流通性の高さが、第二項有価証券として想定されている範囲を超えて、第一項有価証券のそれに匹敵すると考えられる場合に、電子記録移転権利に該当し、そうでない場合には、第二項有価証券に該当すると整理することが妥当である。特に、第一項有価証券においては勧誘対象者が50人以上になると有価証券届出書の提出が必要となるため、電子記録移転権利をインターネット上で勧誘をするとほとんどのケースで有価証券届出書の提出が必要となると考えられる。そうすると、上記のような適用除外規定を設けないとすると、第二項有価証券に該当する権利を表示するトークンを私募の方法でインターネット上で勧誘することは事実上不可能となり、第二項有価証券のデジタル化の途を事実上閉ざすことになってしまうおそれがある。

## (3) 具体的な適用除外の内容とその理由

上記の整理を前提とすると、「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、以下のいずれかを満たす場合とすべきである。

- ① 契約において権利の移転には発行者の承認が必要とされており、かつ、電子情報処理組織を用いて移転することができる範囲が技術的に制限され権利保有者が一定数を超えないことが確保されている場合

なぜなら、この場合には、流通性が大幅に制限されることとなるため、権利内容及び実体法上の権利移転の要件は第二項有価証券と同じであるにもかかわらず、第一項有価証券としての極めて厳格な開示規制及び販売・勧誘規制を及ぼすまでの必要性が乏しいからである。

- ② 権利者が特例業務対象投資家のみに限られている場合

なぜなら、電子記録移転権利の立法趣旨の一つとして投資家のリスクが挙げられていること、特例業務対象投資家は一定の資産を有し、ファンド資本へのアクセスを許容されていることに鑑みれば、自己責任原則に基づき自らリスクをとりうる者であってそのような者の投資機会を大幅に限定すべきではないからである。特例業務対象投資家は、日本に100万人ほどいると見られており、これらの投資家をセキュリティトークンにアクセス可能な形とすることで、セキュリティトークンの実施例やデータが我が国に蓄積され、来るべき分散型金融の枠組みを検討するための有用な検討資料となるものと考えられる。また、その要件としても、例えば米国証券法におけるAccredited Investorsの要件と比べてそんな色ないものと思われる。日本におけるセキュリティトークンへのアクセス範囲の規定の仕方としても妥当と思われる。

以上

---

<sup>13</sup> <https://www.fsa.go.jp/common/diet/198/02/setsumeii.pdf>

ICO・STO検討部会参加会員一覧 (会員番号順)

スモールミーティングメンバー

部会長 株式会社ビットポイントジャパン

副部会長 コインチェック株式会社

森・濱田松本法律事務所

アンダーソン・毛利・友常法律事務所

メンバー

株式会社マネーパートナーズ

QUOINE株式会社

Bitgate株式会社

株式会社BiTreasury

ネクストコイン株式会社

コイナージ株式会社

Cumberland Japan株式会社

Social Good Foundation株式会社

株式会社bitFlyer Blockchain

株式会社bitFlyer

フォレックスウェアジャパン株式会社

武智総合法律事務所

株式会社岡三証券グループ

株式会社CryptoLab

シティニューワ法律事務所

一般社団法人Japan Society of U.S. CPAs

片岡総合法律事務所