

# Discussion Paper Series



## デジタル金融資産の私法上の取扱い

加藤 貴仁 加毛 明

DP2025-10

2025 年 12 月



金融庁金融研究センター

Financial Research Center (FSA Institute)  
Financial Services Agency  
Government of Japan

金融庁金融研究センターが刊行している論文等はホームページからダウンロードできます。

<https://www.fsa.go.jp/frtc/index.html>

本ディスカッションペーパーの内容や意見は、全て執筆者の個人的見解であり、金融庁あるいは金融研究センターの公式見解を示すものではありません。

# デジタル金融資産の私法上の取扱い

加藤 貴仁 \*      加毛 明 \*\*

## 概 要

社会経済全体のデジタル化の進展を背景として、金融分野では、ブロックチェーンに代表される分散台帳技術を活用した新たな資産（デジタル金融資産）が登場している。暗号資産、ステーブルコイン、セキュリティ・トークンなどのデジタル金融資産については、監督法（資金決済法、銀行法、金融商品取引法など）による規制が進展する一方で、私法上のルールの整備は必ずしも進んでいない。そこで本研究では、わが国におけるデジタル金融資産に関する法的不確実性を低減する観点から、海外の立法や国際的モデル法の動向も踏まえ、デジタル金融資産に関する私法上の課題やその解決方法について検討を行った。

第1部は決済目的で利用されるデジタル金融資産について、第2部は投資目的で取引されるデジタル金融資産についての研究成果となる。

**キーワード:** デジタル金融資産、金融規制、ブロックチェーン、暗号資産、ステーブルコイン、セキュリティ・トークン

---

\* 東京大学大学院法学政治学研究科教授（金融庁金融研究センター特別研究員）、本稿第2部を担当。

\*\* 東京大学大学院法学政治学研究科教授（金融庁金融研究センター特別研究員）、本稿第1部を担当。

本稿の執筆に当たっては、デジタル資産取引法研究会（代表：小塚荘一郎教授、曾野裕夫教授、森下哲朗教授）に有益な御意見をいただいた。なお、本稿は、筆者両名の個人的な見解であり、金融庁及び金融研究センターの公式見解ではない。

## 1. 決済目的で利用されるデジタル金融資産（デジタル・マネー）

### 1. 1 検討の目的・対象及び視点

#### 1. 1. 1 検討の目的・対象

ブロックチェーンに代表される分散台帳技術などのデジタル技術の進展により、金融分野では新たな資産（以下、「デジタル金融資産」という。）が登場している。わが国では、デジタル金融資産に関する規制法・監督法の整備が先行する一方で、その私法上の法的性質やそれに適用される私法上のルールについては、立法によって明確にされることなく、実務・学説の議論に委ねられている状況にある<sup>1</sup>。そこで、本稿では、デジタル金融資産の法的性質及び私法上のルールに関するわが国における従前の議論を整理・分析したうえで、デジタル金融資産に関する私法上の規律の在り方に関する立法論上の検討を行う。

デジタル金融資産には様々なものがあるが、本稿で取り上げるのは、決済目的で利用されるデジタル金融資産（以下、「デジタル・マネー<sup>2</sup>」という。）である。また、デジタル・マネーのなかでも、民間事業者が発行するものを想定して検討を行う<sup>3</sup>。令和 4 年の銀行法及び資金決済に関する法律（以下、「資金決済法」という。）の改正<sup>4</sup>により、民間事業者の発行するデジタル・マネーに関する規制が整備されたことから、この問題が喫緊の検討対象であると考えられるからである。

#### 1. 1. 2 検討の視点

##### (1) 通貨の意義

###### (a) 金銭債務の弁済の法的意義——支払単位の移転

本稿の検討において、まず問題となるのが、あるデジタル金融資産が決済目的で利用されるための条件——あるデジタル金融資産をデジタル・マネーと呼び得るための条件——である。その条件を、本稿では、あるデジタル金融資産の移転により、金銭債務を弁済できることであ

<sup>1</sup> 神田秀樹ほか「神田秀樹先生に聞く デジタル資産と私法に関する UNIDROIT の原則」小塚莊一郎＝曾野裕夫編著『デジタル資産とアバターの民事法——デジタル時代の人と物』（商事法務・2025 年）124 頁〔神田秀樹発言〕参照。

<sup>2</sup> 金融審議会・資金決済ワーキング・グループ「報告」[https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20220111/houkoku.pdf](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20220111/houkoku.pdf)（2022 年）20 頁は、「資金決済法の『通貨建資産』のうち不特定の者に対する送金・決済に利用することができるもの（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ものに限る）」を「電子的支払手段」と呼ぶ。また、デジタルマネーの私法上の性質を巡る法律問題研究会「デジタルマネーの権利と移転」金融研究 43 巻 1 号（2024 年）4 頁は、検討対象のデジタルマネーを「発行者が存在するものであって、かつ、利用者が幅広い相手方（利用者または発行者の加盟店）に対して、代価の支払または送金等の目的で利用できるもの」とする。本稿の検討対象であるデジタル・マネーも、これらにほぼ対応するものである。

<sup>3</sup> 中央銀行が発行するデジタル通貨（Central Bank Digital Currency）は、検討対象から除外する。中央銀行デジタル通貨については、中央銀行デジタル通貨に関する法律問題研究会「報告書」金融研究 39 巻 2 号（2020 年）1 頁。

<sup>4</sup> 安定的かつ効率的な資金決済制度の構築を図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 4 年法律第 61 号）。

と考える<sup>5</sup>。金銭債務の弁済は「各種の通貨」によって行うことができるのであり（民法 402 条 1 項本文）、デジタル・マネーは通貨としての性質を有することになる。そこで、金銭債務の弁済に用いることができる通貨の意義が問題となる。

学説上の有力な見解<sup>6</sup>に従えば、金銭債務の目的は、債権者に対する紙幣や貨幣の所有権の移転に尽きるものでなく、重要なのは、紙幣・貨幣に組み込まれた金銭的価値を移転することである。債権者にとっては、それを用いて金銭債務を消滅させることができる価値（価値的権能）を取得することを意味する<sup>7</sup>。ここで移転の対象とされる価値（価値的権能）とは、「その数額が実体的にトレースできるような形態で存在し、所有の対象として法的帰属を語りうるような『価値』」であり、「支払単位」と呼ばれる<sup>8</sup>。金銭債務の弁済とは、「支払単位の組み込まれた物（媒体）の帰属を委託者から債権者に移転すること<sup>9</sup>」を意味するのである。このような支払単位は、商品交換の媒介手段として取引に利用されるものであるから、「社会のなかにおいてのみ意義を有するもの」であり、「その性質上、社会的な存在であり、社会のコンセンサスによって承認されるものである」（圏点筆者。以下同じ）と説明される<sup>10</sup>。

#### （b）通貨の構成要素——決済手段と決済方法

支払単位は抽象的存在であるため、その移転を法的に実現するには、まず、支払単位を特定の主体に帰属する状態を創り出す必要がある。そこで、「支払単位が組み込まれていて、それを実体的にトレースすることを可能にするような媒体<sup>11</sup>」が必要となる。現金通貨の場合は、紙（紙幣の場合）や金属（貨幣の場合）という動産が、そのような媒体にあたることになる。そして、ある媒体に支払単位が組み込まれるといえるためには、そのことに関する「社会」における「合意」が必要であると説明される<sup>12</sup>。

次に、支払単位が「ある特定の者に帰属する状態から他の者に帰属する状態へと移行することを法的に可能とするような方法<sup>13</sup>」が必要とされる。現金通貨の場合には、媒体である動産の占有の移転が、そのような方法にあたることになる。

本稿では、支払単位が組み込まれた媒体のことを「決済手段」と呼び、決済手段を移転するための法律構成のことを「決済方法」と呼ぶ<sup>14</sup>。金銭債務を弁済することができる通貨は、決

<sup>5</sup> このことは、金銭債務の弁済について、債権者との代物弁済の合意（民法 482 条）を要しないことを意味する。

<sup>6</sup> 森田宏樹「電子マネーの法的構成(1)～(5)——私法上の金銭の一般理論による法的分析」NBL 616 号 6 頁、617 号 23 頁、619 号 30 頁、622 号 33 頁、626 号 48 頁（以上 1997 年）（以下では「森田(1)～(5)」として引用する）。

<sup>7</sup> 森田(1)・前掲注 6 10 頁。

<sup>8</sup> 森田(2)・前掲注 6 24 頁。これに対して、ある対象の価値を円やドルなどの数額に評価するための金銭尺度のことを「価値単位」と呼ぶ（同 23 頁）。

<sup>9</sup> 森田(2)・前掲注 6 24 頁。

<sup>10</sup> 森田(2)・前掲注 6 24 頁。

<sup>11</sup> 森田(2)・前掲注 6 28 頁。

<sup>12</sup> 森田宏樹「仮想通貨の私法上の性質について」金融法務事情（以下、「金法」という。）2095 号（2018 年）18 頁。

<sup>13</sup> 森田(2)・前掲注 6 28-29 頁。

<sup>14</sup> 本稿の用語法は、本文の分析について依拠する森田宏樹教授の論文の用語法と異なることに注意を要する。

済手段と決済方法の組み合わせによって構成されるものと考えられる<sup>15</sup>。

ある通貨について、いかなる決済方法を採用できるかは、決済手段の法的性質に影響を受ける。しかし、決済手段の法的性質が、決済方法の選択について、決定的な意義を有するわけではないことにも注意を要する。現金通貨の決済方法が動産の占有移転であるとしても、通常の動産の場合と異なり、占有の移転によって、原則として、金銭所有権——より正確には、金銭に組み込まれた支払単位——が移転すると考えられている<sup>16</sup>。決済手段は支払単位の媒体に過ぎないのであり、その決済方法については、支払単位の移転に適した法律構成の検討が必要になると考えられるのである<sup>17</sup>。

## (2) デジタル・マネーに関する分析の視点

### (a) 決済手段及び決済方法

以上によれば、デジタル・マネーの法的分析についても、決済手段と決済方法という視点を設定することが有益であると考えられる。あるデジタル・マネーに関して、決済手段としていかなる法的権利が想定されるのかを明らかにしたうえで、当該権利を移転する決済方法としていかなる法律構成を採用し得るのかを検討すべきことになる。

### (b) 通貨としての承認を受ける条件——私法と監督法の交錯

そのことに加えて、あるデジタル金融資産をデジタル・マネーと呼び得るためには、前述のように、その決済手段が媒体としての役割を果たす支払単位について「社会のコンセンサス」に基づく承認が必要とされる。また、支払単位が決済手段に組み込まれていることについても、「社会」の「合意」が必要になる。これらの条件がいかなる場合に充たされるのかが、デジタル・マネーを通貨として性質決定するうえで、重要な問題となる。この問題については、実務・

---

森田論文は、フランス法の学説を参照しつつ、「支払単位が組み込まれていて、それを実体的にトレースすることを可能にするような媒体」のことを「通貨媒体 (supports monétaires)」とし、支払単位が「ある特定の者に帰属する状態から他の者に帰属する状態へと移行することを法的に可能にするような方法」のことを、「通貨手段 (instruments monétaires)」と呼ぶ（森田(2)・前掲注 6 28-29 頁）。本稿の「決済手段」が「通貨媒体」に、「決済方法」が「通貨手段」にほぼ対応するものと考えられるが、本稿が「決済方法」を決済手段を移転するための法律構成として用いるのに対して、森田論文における「通貨手段」は法律構成に限られない含意を有するものと考えられる（森田(2)・前掲注 6 29 頁は、預金通貨の通貨手段として「振込、小切手、手形、デビット・カード、クレジット・カード、口座振替など多様な方法」があるとする）。

<sup>15</sup> このほか、本稿では、決済サービスを提供する金融業者のことを「決済サービス提供者」と呼ぶことにする。加毛明「決済手段の移転に関する私法上の法律問題——資金移動業電子マネーを中心として」沖野眞已ほか編『これからの民法・消費者法（I）（河上正二先生古稀記念）』（信山社・2023 年）247 頁では、「決済主体」という呼称を用いていたが、その実態をより明瞭に表現するため、「決済サービス提供者」という呼称を用いる（同頁注 10 参照）。

<sup>16</sup> 最判昭和 29 年 11 月 5 日刑集 8 卷 11 号 1675 頁、最判昭和 39 年 1 月 24 日判時 365 号 26 頁。

<sup>17</sup> 森田・前掲注 12 18 頁は、「現金通貨の金銭としての法的性格を決定するのは、その帰属及び移転を実現するところの通貨媒体である有体物ではなく、通貨媒体に組み込まれた価値的権能（支払単位）であることに求められる」とする。なお、岩原紳作『電子決済と法』（有斐閣・2003 年）458 頁は、電子マネーに関して、その法的性質決定から「あらゆる具体的な法的問題に対する答えを引き出そうとすることは、適切とは考えられない」とし、法的性質決定は「様々な法的問題を考える上での一つの視点」に過ぎないことを指摘する。

学説に十分な議論の蓄積があるわけではなく、さらなる検討が要請される場所である。

この点については、問題となるデジタル金融資産を決済目的で利用できることに関し、利用者の信頼を確保する必要があると考えられる。そのような信頼を確保するには、当該デジタル金融資産の（法定通貨に換算した場合の）価格を安定させる必要がある。価格の安定なしに、デジタル金融資産が支払単位を組み込んだ決済手段として社会の承認を受けることは困難であると考えられるからである。

そこで、民間事業者が発行するデジタル・マネーの場合、その価格を安定させるために、裏付けとなる資産の存在が重要になる。発行者が破綻しても、利用者が自らの保有するデジタル・マネーについて現金通貨や預金通貨への払戻しを請求できる（償還請求権を有する）のであれば、利用者は、当該デジタル・マネーの利用について発行者の財産状況を考慮する必要がなくなる。このことは、当該デジタル・マネーに対する利用者の信頼を高め、その通貨としての社会的承認につながるものと考えられる。

このような裏付け資産の確保は、発行者などの決済サービス提供者が、多くの利用者を得ることを目的として、自主的に行うことも想定される。しかし、決済サービス提供主体による裏付け資産の保有状況を利用者が監督できないのが通常であることを想定すれば、監督官庁の監督を通じて、決済サービス提供者に適切な規模の裏付け資産を確保させる方が実効的であると考えられることができる。

次に、決済手段が支払単位の媒体として安定していることや、決済方法が適切に機能すること、利用者の信頼を通じて、あるデジタル金融資産がデジタル・マネーとして社会の承認を受けることに結びつくものと考えられる。民間事業者が発行するデジタル・マネーの場合、発行者などの決済サービス提供者が、デジタル・マネーの移転に利用される決済システムを、そのセキュリティ水準の維持を含めて、適切に管理・運営することが必要になる。このことは、決済サービス提供主体による自主的な取り組みによって実現される可能性がある一方で、利用者が決済サービス提供者を適切に監督できない場合を想定すれば、やはり監督官庁による監督が重要な意義を有することになる。

以上によれば、デジタル・マネーの私法上の法的性質や法的ルールを検討するうえで、監督法上の規制について十分な注意を払わなければならないことになる。そこで、本稿では、デジタル・マネーに関する銀行法・資金決済法の規制を視野に入れた検討を行う。

### (c) 償還請求権の位置づけ

以上に関連して注意すべきなのが、デジタル・マネーの利用者の償還請求権の位置づけである。前述のように、発行者などの決済サービス提供者が適切な規模の裏付け資産を保有し、利用者が償還請求権を有することは、デジタル・マネーの通貨としての性質が社会的に承認されるうえで、重要な意義を有すると考えられる。

その一方で、デジタル・マネーが決済手段として社会的に承認されたといえるためには、現

金通貨又は預金通貨への払戻しがされることなく、利用者間で流通するようになることが必要であると考えられている<sup>18</sup>。裏付資産を前提とした償還請求権が行使されるのは、例外的な場合に過ぎず、通常は、それが行使されないことこそが、デジタル・マネーの決済手段としての性質を基礎づけるのである。

この点で、デジタル・マネーは、投資目的で取引されるデジタル金融資産（セキュリティ・トークン）と異なる。セキュリティ・トークンにおいては、トークン化の対象となる権利（発行者に対する配当請求権など）の行使を通じて利益が実現される。これに対して、デジタル・マネーの場合、保有者は、発行者に対する償還請求権を行使することなしに、決済手段として利用することが想定されるのである。このような償還請求権の位置づけは、デジタル・マネーの決済手段や決済方法について検討する際にも、重要な視点を提供するものと考えられる。

### 1. 1. 3 行論

以下では、まず、わが国において、令和 4 年の銀行法・資金決済法の改正を契機として、デジタル・マネーの私法上の規律に関し、実務・学説においていかなる議論がなされてきたのかを取り上げる。そこでは、問題となるデジタル・マネーごとに、その決済手段と決済方法に着目しつつ、従前の議論を整理・分析する（1. 2）。次に、従前の議論では、デジタル・マネーの私法上の規律を検討するうえで、デジタル資産に関する諸外国の立法動向が参考になることが指摘され、その具体例として、アメリカ合衆国統一商事法典（Uniform Commercial Code (UCC)）（以下、「UCC」という。）の 2022 年改正が挙げられている。そのような議論の可否を批判的に検討するため、UCC の 2022 年改正の内容を、本稿の検討対象に即して、紹介・分析する（1. 3）。最後に、以上の検討を踏まえて、わが国におけるデジタル・マネーの私法上の規律について、立法論を前提とした検討を行う（1. 4）。

## 1. 2 デジタル・マネーの私法上の規律に関する議論状況

### 1. 2. 1 総説

#### 1. 2. 1. 1 規制法を前提としたデジタル・マネーの分析

わが国では、令和 4 年の銀行法・資金決済法の改正を契機として、デジタル・マネーの私法上の規律に関する議論が盛んになっている。本章（1. 2）では、わが国において現に発行され又は将来発行が予定されているデジタル・マネーを対象として、これまでいかなる議論がなされてきたのかについてみていく。

デジタル・マネーの私法上の規律に関する立法論を検討するうえでは、銀行法・資金決済法などの既存の規制の枠組みを所与の前提とすることなく、あるべき法的規律の内容を検討する

<sup>18</sup> 資金決済法の制定前から、プリペイド式電子マネーに関し、「預金通貨に転換されることなく利用者間で転々流通するという電子マネーの使われ方が一般化したときに初めて、電子マネーの通貨媒体性が社会的にも承認された」といえることが指摘されてきた（電子マネーに関する勉強会「電子マネーの私法的側面に関する一考察——「電子マネーに関する勉強会」報告書」金融研究 16 巻 2 号（1997 年）43 頁）。

必要があることは確かである。しかし、わが国ではこれまで、銀行法・資金決済法による規制を前提として、デジタル・マネーの私法上の法的性質・法的ルールが論じられてきた。また、規制法上のルールのなかには、デジタル・マネーに関する一定の私法上の法的性質や法的ルールを前提とするものと考えられるものが存在する。それゆえ、銀行法・資金決済法などの既存の規制の枠組みを前提として、デジタル・マネーの法的分析を行うことにも、十分な理由があると考えられる。

## 1. 2. 1. 2 デジタル・マネーの分類基準

本章（1. 2）では、デジタル・マネーの分類について、④決済サービス提供者であるデジタル・マネーの発行者がいかなる業種であるか、⑥発行者がデジタル・マネーの移転に関与するか否かという 2 つの基準を設定する。

基準④については、デジタル・マネーの発行者が、銀行法上の銀行（銀行法 2 条 1 項）、資金決済法上の前払式支払手段発行者（資金決済法 2 条 1 項）、資金移動業者（資金決済法 2 条 3 項）、特定信託会社（資金決済法 2 条 27 項（令和 7 年改正後の資金決済法 2 条 30 項））、金融機関の信託業務の兼営等に関する法律 1 条 1 項の認可を受けた金融機関（信託銀行等）である場合（以下では、特定信託会社と信託銀行等を合わせて「特定信託会社等」と呼ぶことにする）を取り上げる。これらが、現在のわが国においてデジタル・マネーの発行者として想定される民間事業主体である。

次に、基準⑥は、デジタル・マネーの決済方法にかかわるものである。わが国で現に流通するデジタル・マネーの多くは、その移転が、利用者の発行者又は（発行者から代理権を付与された）仲介者に対する支払指図に基づいて行われるものである。この場合、発行者がデジタル・マネーの移転に関与することになる<sup>19</sup>。これに対して、令和 4 年の資金決済法改正では、電子決済手段（資金決済法 2 条 5 項）の一部として、発行者の関与なしに移転が行われるデジタル・マネーについて規制が整備された。そこで、本章（1. 2）では、令和 4 年改正で導入された規制に着目して、デジタル・マネーの分類を行うことにする。

## 1. 2. 1. 3 検討対象

### （1）決済手段・決済方法とデジタル・マネーの移転に関する法的課題

以上のデジタル・マネーの分類に基づき、本章（1. 2）では、それぞれのデジタル・マネーについて、その決済手段及び決済方法が何であるのかを明らかにする形で法的な分析を行う。この点に関連して、従前の議論では、デジタル・マネーが正常に流通するために、2 つの法的課題を解決すべきことが意識されてきた<sup>20</sup>。

<sup>19</sup> 利用者が仲介者に対して支払指図を行う場合にも、発行者は代理権授与を通じて、間接的にデジタル・マネーの移転に関与していると評価できる。本稿では、発行者による関与を、仲介者を介した間接的な関与を含むものとして理解する。

<sup>20</sup> 以下の 2 つの課題は、後述する電子決済手段（資金決済法 2 条 5 項）に対する規制においても重視されてい

第 1 の課題は、デジタル・マネーが発行者の想定する決済方法以外の方法で移転されないことを、法的にいかにして実現するかである。デジタル・マネーについては、ブロックチェーンなどのデジタル技術を利用した決済システム上での移転が予定されるところ、利用者が当該システムを用いずに（システム外で）デジタル・マネーを移転できるとすると、決済手段としての流通が阻害されることになる。そこで、そのようなデジタル・マネーの移転を法的に禁止できるかが問題となる。

第 2 の課題は、発行者の想定する決済方法によってデジタル・マネーの移転を完結することである。そのためには、デジタル・マネーの移転が、当事者間で効力を有するのみならず、第三者に対してもその効力を主張できること（第三者に対抗できること）が必要となる。そこで、デジタル・マネーの移転に関する第三者との関係を、決済システム上の記録によって規律することを実現できるかが問題となる。

従前の議論においては、あるデジタル・マネーについて、これらの法的課題を解決できる決済手段・決済方法が模索されてきたといえる。そこで、デジタル・マネーの決済手段及び決済方法の分析に際しても、これら 2 つの法的課題がいかに関解決され得るのかについて検討することが必要になる。

## （2）仲介者が介入する場合の法律関係

次に、ブロックチェーンなどのデジタル技術の利用により——従前は、特定の決済サービス提供主体がデジタル・マネーの発行・移転・管理を行うのが通常であったのに対して——デジタル・マネーの発行者と移転・管理を行う仲介者が分離するという事態が生じることになった<sup>21</sup>。そこで、令和 4 年の法改正では、電子決済等取扱業<sup>22</sup>（銀行法 2 条 17 項）及び電子決済手段等取引業（資金決済法 2 条 10 項）という仲介業が新設された<sup>23</sup>。

る。資金移動業者は、「利用者の保護又は資金移動業の適正かつ確実な遂行に支障を及ぼすおそれがあると認められる電子決済手段を発行しないために必要な措置」（資金移動業者に関する内閣府令（以下、「資金移動業府令」という。）31 条 5 号）を講じるに際して、電子決済手段に関する「権利の移転時期やその手続きが明確になっているか」（金融庁「事務ガイドライン第三分冊：金融会社関係 14. 資金移動業者関係」（以下、「資金移動業ガイドライン」という。）I-2-2-1-1(9)①）に留意する必要がある。特定信託会社等が電子決済手段を発行する場合も同様である（信託会社等に関する総合的な監督指針 11-9、12、資金移動業ガイドライン I-1）。また、電子決済手段等取引業者も、「利用者の保護又は電子決済手段等取引業の適正かつ確実な遂行に支障を及ぼすおそれがあると認められる電子決済手段を取り扱わないために必要な措置」（電子決済手段等取引業者に関する内閣府令（以下、「電子決済手段等取引業府令」という。）30 条 1 項 5 号）を講じるに際して、「取り扱う電子決済手段について、権利の移転時期やその手続きが明確になっているか」（金融庁「事務ガイドライン第三分冊：金融会社関係 17. 電子決済手段等取引業者関係」（以下、「電子決済手段等取引業ガイドライン」という。）I-1-2-3(1)①）に留意する必要がある。

<sup>21</sup> 金融審議会・資金決済ワーキング・グループ・前掲注 2 19-20 頁、佐野史明『詳解 デジタル金融法務〔第 2 版〕』（金融財政事情研究会・2024 年）260-261 頁、増島雅和＝堀天子編著『暗号資産の法律〔第 2 版〕』（中央経済社・2023 年）234、241 頁。

<sup>22</sup> 令和 4 年の法改正では、信用金庫又は信用協同組合が移転に関与するデジタル・マネーの仲介について、信用金庫電子決済等取扱業（信用金庫法 85 条の 3 第 2 項）及び信用協同組合電子決済等取扱業（協同組合による金融事業に関する法律 6 条の 4 の 3 第 2 項）も新設された。これらの仲介者の業務内容は、電子決済等取扱業と同様である。

<sup>23</sup> さらに、令和 7 年の資金決済法改正では、電子決済手段・暗号資産サービス仲介業が新たに創設された（令

デジタル・マネーの移転に仲介者が介在する場合における、利用者と仲介者の法律関係は、デジタル・マネーの決済手段・決済方法に影響を受け得る。本章（1. 2）では、デジタル・マネー（決済手段）の帰属に着目しつつ、仲介者が介在する場合の私法上の法律関係についても検討を行う。

## 1. 2. 2 銀行が発行するデジタル・マネー

### 1. 2. 2. 1 デジタル・マネーの移転に対する銀行の関与

#### (1) 銀行デジタル・マネー

まず、銀行法上の銀行が発行するデジタル・マネー（以下、「銀行デジタル・マネー」という。）からみていこう。銀行が「利用者から資金を受け入れ、1 コイン＝1 円として決済や送金に利用可能なデジタルマネーを発行する<sup>24</sup>」場合が、その具体例である。

銀行デジタル・マネーにおいて、利用者は、通常、銀行に要求払預金の口座を開設し、預金口座を有する利用者の間で、デジタル・マネーの移転が行われる。この場合、銀行デジタル・マネーの移転に銀行が関与することになる。

#### (2) 1 号電子決済手段

以上に対して、銀行が移転に関与しないデジタル・マネーに関連するのが、令和 4 年の資金決済法改正によって導入された電子決済手段（資金決済法 2 条 5 項）である。電子決済手段は、いわゆる「ステーブルコイン（stablecoin）」の一部を法制化したものと説明される。ステーブルコインは、一般に、「特定の資産と関連して価値の安定を目的とするデジタルアセットで分散台帳技術（又はこれと類似の技術）を用いているもの<sup>25</sup>」を意味する。資金決済法は、主として、ステーブルコインのうちの「デジタルマネー類似型」と呼ばれるもの——「法定通貨の価値と連動した価格（例：1 コイン＝1 円）で発行され、発行価格と同額で償還を約束するもの（及びこれに準ずるもの）<sup>26</sup>」——を、電子決済手段として規制の対象とした（資金決済法 2 条 5 項 1 号～3 号<sup>27</sup>）。

このうち、資金決済法 2 条 5 項 1 号に基づく電子決済手段（以下、「1 号電子決済手段」という。）は、「物品等を購入し、若しくは借り受け、又は役務の提供を受ける場合に、〔要件①〕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、〔要件②〕不特定の

和 7 年改正後の資金決済法 2 条 18 項）。

<sup>24</sup> 市古裕太『デジタルマネービジネスの法務』（2024 年）14 頁。

<sup>25</sup> 金融審議会・資金決済ワーキング・グループ・前掲注 2 16 頁。

<sup>26</sup> 金融審議会・資金決済ワーキング・グループ・前掲注 2 17 頁。

<sup>27</sup> アルゴリズムの利用などによって価値を安定させる仕組みを採用する「暗号資産型」ステーブルコインは、基本的に、暗号資産（資金決済法 2 条 14 項）に該当するものとされるが（金融審議会・資金決済ワーキング・グループ・前掲注 2 17-18 頁）、資金決済法 2 条 5 項 1 号から 3 号までの電子決済手段に「準ずるものとして内閣府令で定めるもの」（「代価の弁済のために使用することができる範囲、利用状況その他の事情を勘案して金融庁長官が定めるもの」）は、電子決済手段に該当する（資金決済法 2 条 5 項 4 号、電子決済手段等取引業府令 2 条 3 項）。もっとも本稿の執筆時点で、これに該当する電子決済手段は存在しない。

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通貨建資産に限〔る〕……）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」（亀甲かっこの記述は筆者による。以下、同じ。）と定義される<sup>28</sup>。金融庁・事務ガイドラインは、要件①及び②の該当性を判断する際の共通の考慮要素として、「ブロックチェーン等のネットワークを通じて不特定の者の間で移転可能な仕組みを有しているか」を挙げる<sup>29</sup>。さらに、要件②については、「発行者が犯罪による収益の移転防止に関する法律（……）に基づく取引時確認をした者にのみ移転を可能とする技術的措置が講じられており、かつ、移転の都度発行者の承諾その他の関与が必要となるもの」が、②の要件を充足しないと説明される<sup>30</sup>。その反面として、1号電子決済手段については、発行者が犯罪による収益の移転防止に関する法律（以下、「犯収法」という。）4条に基づく取引時確認を行っていない利用者が存在することが想定され、そのような利用者間で発行者が関与せずに1号電子決済手段の移転が行われる場合があることになる。

このような1号電子決済手段の具体例として考えられるのが、パーミッションレス型ブロックチェーン<sup>31</sup>を利用したデジタル・マネーである<sup>32</sup>。パーミッションレス型ブロックチェーンにおいては、誰もが、原則として、決済サービス提供主体である発行者や仲介者の許可を得ることなしに、ブロックチェーン・ネットワークに接続する（ノードを取得する）ことによって参加できる。そして、ブロックチェーンに参加した利用者が、発行者や仲介者によって管理されないノードのウォレット機能（以下、「アンホステッド・ウォレット」という。）を用いて取引を行う場合、発行者の関与なしに、ブロックチェーン上の記録を変更する——「トークンを

<sup>28</sup> なお、要件①又は②を充たさない財産的価値であっても、「不特定の者を相手方として」1号電子決済手段と「相互に交換を行うことができる財産的価値であって、電子情報処理組織を用いて移転することができるもの」であれば、電子決済手段に該当するものとされる（資金決済法2条5項2号）。もっとも、このような電子決済手段が規定される理由は、1号電子決済手段に関する規制の潜脱の防止にあり、「具体的なユースケース等は現状見受けられない」（市古・前掲注24 230頁）とされている。

<sup>29</sup> このほか、要件①については、「発行者と店舗等との間の契約等により、代価の弁済のために電子決済手段を使用可能な店舗等が限定されていないか」、「発行者が使用可能な店舗等を管理していないか」などの事情が、要件②については、「発行者による制限なく、本邦通貨又は外国通貨との交換を行うことができるか」、「本邦通貨又は外国通貨との交換市場が存在するか」などの事情が挙げられる（電子決済手段等取引業ガイドライン I-1-1①②）。

<sup>30</sup> 電子決済手段等取引業ガイドライン I-1-1②注(1)。

<sup>31</sup> 「パーミッションレス型ブロックチェーン」という用語は、何についての許可（パーミッション）が不要であるかにより、文脈に応じて異なる用いられ方がされることに注意を要する。佐野・前掲注21 428頁注4は、ブロックチェーン・ネットワークへの参加に許可が必要であるか否かという「参加形態」と、ブロックチェーン・ネットワーク上の取引の検証・承認を行うのが許可された者のみであるか否かという「運営形態」を区別する。また、ブロックチェーン・ネットワークへの参加者を一定の者に限定しつつも、参加者間での取引が自由に（第三者による許可なしに）行われる場合についても、「パーミッションレス型ブロックチェーンを基盤とする」と表現されることがある（市古・前掲注24 223頁）。

<sup>32</sup> 芝章浩＝水井大「ステーブルコインとデジタルマネーの実務上の論点」金融法務事情 2225号（2024年）24頁、佐野・前掲注21 428頁、市古・前掲注24 217頁。海外事業者の発行する主要なステーブルコイン（Circle社のUSDCやTether社のUSDTなど）は、パーミッションレス型ブロックチェーンを利用するものである。なお、本文の要件②に関する金融庁・事務ガイドラインの説明を前提とすれば、電子決済手段の該当性がパーミッションレス型ブロックチェーンの利用と一致するわけではないことに注意を要する（増島＝堀編著・前掲注21 237頁注5）。

移転する」と表現されることが多い——ことによって、デジタル・マネーを移転することになる。このように、アンホステッド・ウォレットを利用した取引については、発行者や仲介者がデジタル・マネーを移転しようとする利用者と移転先の利用者を把握していないという事態が生じることになる。

### (3) 銀行による電子決済手段の発行の事実上の禁止

1 号電子決済手段は通貨建資産であり、その発行は為替取引に該当するものと解される<sup>33</sup>。それゆえ、営業として為替取引を行うことができる銀行は、1 号電子決済手段を発行できることになりそうである（銀行法 2 条 2 項 2 号、10 条 1 項 3 号参照）。実際、令和 4 年改正の前提となった金融審議会・資金決済ワーキング・グループの報告書では、「デジタルマネー類似型ステーブルコイン」の発行主体の 1 つとして、銀行が想定されていた<sup>34</sup>。

しかし、令和 4 年改正では、少なくとも当面の間、銀行は 1 号電子決済手段を発行できないものとされた。令和 4 年改正に関するパブリック・コメントへの回答において、金融庁は、「銀行によるパーミッションレス型ブロックチェーンを用いたステーブルコインへの関与については、銀行の業務の健全かつ適切な運営等と両立しない可能性が国際的にも示されている中、銀行の業務の健全かつ適切な運営等の観点から懸念があるため、銀行による電子決済手段の発行については慎重な検討が必要と考えてい[る]」<sup>35</sup>とした。そして、銀行法施行規則 13 条の 6 の 9 において、銀行には、「顧客の保護又はその業務の適正かつ確実な遂行に支障を及ぼすおそれがあると認められる電子決済手段を発行しないために必要な措置」を講じることが義務付けられた<sup>36</sup>。その主たる理由は<sup>37</sup>、パーミッションレス型ブロックチェーンを利用して銀行が関与しない形で移転が行われるデジタル・マネーについては、その匿名性（anonymity）ゆえに、マネー・ローンダリングやテロリストへの資金供与に利用されるリスクが高く<sup>38</sup>、そのリスク

<sup>33</sup> 金融審議会・資金決済ワーキング・グループ・前掲注 2 22 頁は、発行者が移転に関与するデジタル・マネーと関与しないデジタル・マネーを含む「電子的支払手段」について、「電子的支払手段を発行・償還する行為は、現行法上、基本的には為替取引に該当し、銀行業免許又は資金移動業登録が求められる」とする。市古・前掲注 24 263 頁、神作裕之「電子決済手段の法形式とその移転」金融研究 44 巻 1 号（2025 年）50 頁も参照。

<sup>34</sup> 金融審議会・資金決済ワーキング・グループ・前掲注 2 23 頁。その理由として、「電子的支払手段」の発行に関しては「利用者の発行者に対する償還請求権が明確に確保され、発行者又は仲介者の破綻時において利用者の償還請求権が適切に保護されることが重要である」（同 23 頁）とされ、そのような利用者保護の仕組みとして、現行法上、銀行の預金に関する預金保険制度が存在することが指摘される（同 24 頁）。

<sup>35</sup> 金融庁「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方（電子決済手段等関係）」  
<https://www.fsa.go.jp/news/r4/sonota/20230526/01.pdf>（2023 年）2-3 頁（No. 8）。

<sup>36</sup> 銀行デジタル・マネーの仲介を行う電子決済等取扱業についても、電子決済手段の売却、交換、管理などの業務は対象とされていない（銀行法 2 条 17 項参照）。

<sup>37</sup> このほか、現行制度下における利用者保護の不十分さも指摘されている。パーミッションレス型ブロックチェーンを利用した 1 号電子決済手段については、利用者の銀行に対する権利が預金保険制度の対象になるとしても、銀行の破綻時に名寄せを行うことが困難であるため、利用者保護の実効性が低いこと、また、銀行には資金移動業者のような資産保全義務が課されていないことが、その理由である（市古・前掲注 24 266-268 頁）。佐野・前掲注 21 454 頁は、「最終的には預金保険が適用されない銀行発行の送金・決済手段をどこまで許容すべきかという金融政策にもかかわる論点といえよう」とする。

<sup>38</sup> Financial Action Task Force, “FATF Report to the G20 Finance Ministers and Central Bank Governors on So-called Stablecoins,” <https://www.fatf-gafi.org/content/dam/fatf-gafi/reports/Virtual-Assets->

が顕在化した場合に銀行のレピュテーション・リスクが発現するおそれ大きいことに求められる<sup>39</sup>。

このように、本稿執筆時点で、銀行デジタル・マネーについては、その発行が許容されているのが、銀行が移転に関与するものに限られる。そこで以下では、銀行が移転に関与する銀行デジタル・マネーについてのみ検討を行う。

## 1. 2. 2. 2 銀行が移転に関与する銀行デジタル・マネー

### (1) 決済手段

#### (a) 預金債権

銀行が移転に関与する銀行デジタル・マネーについて、その決済手段は、普通預金などの要求払預金に係る債権（以下、「預金債権」という。）であるとする理解が一般的である<sup>40</sup>。預金債権については、銀行に対する各種の規制や預金保険制度を前提として、価値の安定が図られる。また、各銀行の勘定系システム、全国銀行データ通信システム（全銀システム）や日本銀行金融ネットワークシステム（日銀ネット）などの決済システムの存在を前提として<sup>41</sup>、「①入金記帳と引落記帳の差引残高として処分可能な金額を物理的にトレースすることが可能であり、かつ、②それを現金通貨を媒体としないで、入金記帳という固有の操作によって他の預金口座に直接に移転しうるような仕組み<sup>42</sup>」が存在する。これらの事情に基づき、預金債権は、支払単位を組み込んだ決済手段としての性格が社会的に承認されていると考えられる。

#### (b) 決済システム上の記録の変更を伴わない（システム外での）移転の禁止

以上を前提として、銀行デジタル・マネーの移転に関して、決済システム上の記録の変更を伴わない（システム外での）移転の禁止を、法的にいかにも実現するかについてみていこう。

この点に関して、民法 466 条の 5 第 1 項は、「預金口座又は貯金口座に係る預金又は貯金に

---

[FATF-Report-G20-So-Called-Stablecoins.pdf.coredownload.pdf](#) (2020) at 7.

<sup>39</sup> 市古・前掲注 24 268 頁、神作・前掲注 33 56 頁。もともと、金融庁は、「今後、国際的な議論も注視しつつ……銀行の業務の健全かつ適切な運営の確保及び利便性の高い決済サービスの実現等の観点から適切なルール整備が可能となる見通しが立った場合には、適切に関係法令の整備を進め〔る〕」ものとしている（金融庁・前掲注 35 3 頁（No. 8））。金融審議会・資金決済制度等に関するワーキング・グループ「報告」[https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20250122/1.pdf](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20250122/1.pdf) (2025 年) 19-20 頁も、銀行（預金取扱金融機関）による 1 号電子決済手段の発行については、その適切な業務運営を確保するため、「利用者保護に加え、預取の健全性や金融システムに与える影響等、多角的な観点からの慎重な検討が求められる」ものとし、「当面は内外の情勢を見極めつつ、中長期的観点から検討することが適切と考えられる」としている。なお、後述のように、銀行のうち、信託銀行については、3 号電子決済手段として、移転に発行者が関与しない電子決済手段の発行が許容されていることから、「AML 等の観点からすると、銀行について、1 号電子決済手段の形態での発行のみを認めないことにどこまでの合理性があるのかは論点になり得る」との指摘がある（市古・前掲注 24 269 頁）。

<sup>40</sup> 佐野・前掲注 21 263 頁。市古・前掲注 24 14 頁は、銀行デジタル・マネーの発行が「預金の受入れに基づく預金債権の発生」であるとする。

<sup>41</sup> 預金に関する決済システムの詳細について、中央銀行預金を通じた資金決済に関する法律問題研究会「取引法の観点からみた資金決済に関する諸問題」金融研究 29 巻 1 号（2010 年）108-111 頁、神作・前掲注 33 50-53 頁。

<sup>42</sup> 電子マネーに関する勉強会・前掲注 18 37 頁。

係る債権」の譲渡を制限・禁止する意思表示に、善意・無重過失の第三者への債権譲渡の効力を否定する効果（以下、「物権的效果」という。）を認めている。そして、預金債権について譲渡制限の意思表示があることは、「少なくとも銀行取引につき経験のある者にとっては周知の事柄に属するといふべきである<sup>43</sup>」ことから、銀行が預金債権の譲渡を承諾しない限り、預金債権を譲渡できないことになる。

それゆえ、預金債権を決済手段とする銀行デジタル・マネーについては、発行者である銀行と利用者との契約において、銀行デジタル・マネー（預金債権）をその決済システムを利用しない限り、譲渡できないものと定めておくことにより、決済システム外での移転を禁止できることになる。そして、そのことが、銀行デジタル・マネーの決済手段として安定的な利用に寄与するのである。

以上について問題となるのが、民法 466 条の 5 第 1 項が、預金債権の譲渡制限の意思表示に物権的効力を肯定することの理由である。この点に関しては、別稿において詳細な検討を行ったが<sup>44</sup>、普通預金・当座預金などの流動性預金に関する限り、預金債権が決済手段として利用されることを重視すべきものと考えられる。預金債権については、前述のように、決済手段としての性質が社会的に承認されていると考えられるところ、譲渡制限の意思表示に物権的効力を肯定することもまた、預金債権の決済手段としての性格をより強固なものとする。債権譲渡による預金債権の移転が制限されることにより、支払受領者は、先行する債権譲渡のリスクを考慮に入れることなく、振込や口座振替などによる債務の弁済（民法 477 条）を受け入れることができるからである。

## (2) 決済方法

### (a) 消滅・発生構成

次に、銀行デジタル・マネーの決済方法は、振込みの場合と同様、利用者（預金者）の支払指図に基づいて、預金債権が消滅し（引落記帳）、それに伴って、支払受領者の預金債権が発生する（入金記帳）という法律構成（以下、「消滅・発生構成」という。）が想定される<sup>45</sup>。この場合、利用者（預金者）がもともと有していた預金債権と、その消滅に伴って発生する支払受領者の預金債権との間に法的同一性は存在しないものの、価値的な対応関係が存在することから、預金債権という決済手段が移転したと法的に表現できる<sup>46</sup>。消滅・発生構成は、預金債権の移転が原因関係の瑕疵の影響を受けないことなど、決済手段としての性格を有する預金債権の移転に適した法律構成であると評価されている<sup>47</sup>。

<sup>43</sup> 最判昭和 48 年 7 月 19 日民集 27 卷 7 号 823 頁。

<sup>44</sup> 加毛・前掲注 15 256-261 頁。

<sup>45</sup> 金融審議会・資金決済ワーキング・グループ・前掲注 2 24 頁注 85、佐野・前掲注 21 263 頁、市古・前掲注 24 15 頁。もっとも、神作・前掲注 33 67 頁は、消滅・発生構成の法的根拠が不明確であることを指摘する。

<sup>46</sup> 森田(5)・前掲注 6 49 頁。

<sup>47</sup> 森田(5)・前掲注 6 49-50 頁。

(b) 決済システム上でのデジタル・マネーの移転の完結（第三者関係の規律）

以上の消滅・発生構成を決済方法として採用することのメリットの 1 つとされるのが、銀行デジタル・マネーの移転を決済システム上で完結する（第三者に対抗する）ことを法的に実現できることである<sup>48</sup>。

民法 467 条 2 項は、債権譲渡の第三者対抗要件として、確定日付のある証書による譲渡人の通知又は債務者の承諾を要求する。しかし、決済手段の移転について、確定日付のある証書による通知又は承諾を要求することは、決済システム上での移転の完結の妨げとなり、決済手段としての利用を阻害することになる<sup>49</sup>。これに対して、利用者の支払指図に基づく消滅・発生構成によれば、民法 467 条 2 項の適用はなく、預金口座に関する記帳（入金記帳、引落記帳）を基準として第三者との関係が規律される。その結果、決済システム上で銀行デジタル・マネーの移転が完結することになる。

もともと、以上のような理解に対しては、それが民法 467 条 2 項の潜脱にあたらないのかが問題となり得る。また、銀行デジタル・マネーについて、現状では、発行者である銀行に預金口座を有する当事者間でデジタル・マネーの移転が行われる（発行者である銀行による入金記帳・引落記帳によってデジタル・マネーの移転が完結する）場合が多いと考えられるところ<sup>50</sup>、利用者（預金者）の支払指図に基づく消滅・発生という法律構成が、債権者の交替による更改（民法 513 条 3 号）と性質決定されないのかも問題となり得る<sup>51</sup>。仮にそのような性質決定がなされた場合、更改前の債権者、更改後に債権者となる者及び債務者という三者の契約が必要とされ（民法 515 条 1 項）、第三者対抗要件として、更改契約を確定日付のある証書によってすることが必要とされることになる（民法 515 条 2 項）。

この問題については、別稿で検討した通り、消滅・発生構成が民法 467 条 2 項や民法 515 条 2 項を潜脱するものではないことを指摘できる。これらの民法の規定の趣旨は、債権譲渡や債権者の交替による更改があったことを知らず、元の債権者が未だ債権を有している（当該債権を差し押さえられる）と信じていた元の債権者の債権者に不測の事態を生じさせることや、譲渡された債権や消滅した債権がその後に譲渡され、譲受人が損害を被ることを防ぐことに求め

<sup>48</sup> 預金債権の移転に関する説明として、森田(5)・前掲注 6 48-49 頁、森田宏樹ほか「電子マネーをめぐる私法上の諸問題」金融法研究 15 号（1999 年）65 頁〔森田宏樹発言〕。

<sup>49</sup> この点については、産業競争力強化法による対処も考えられる。債権譲渡の通知又は承諾が、認定新事業活動実施者が認定新事業活動計画に従って提供する情報システムを利用してされたときは、確定日付のある証書による通知又は承諾とみなされる（産業競争力強化法 11 条の 2 第 1 項）。ここでいう情報システムは、「債権譲渡通知等をした者及びこれを受けた者が当該債権譲渡通知等がされた日時及びその内容を容易に確認することができること」（同項 1 号）及び「債権譲渡通知等がされた日時及びその内容の記録を保存し、及びその改変を防止するために必要な措置として主務省令で定める措置が講じられていること」（同項 2 号）という要件を充たす必要がある。銀行がこのような情報システムを提供できるのであれば、銀行デジタル・マネーの決済方法を預金債権の譲渡としたうえで、第三者対抗要件の具備を行うことも考えられる。

<sup>50</sup> 市古・前掲注 24 17 頁。その一方で、ある銀行の発行する銀行デジタル・マネーの利用者が、他の銀行の発行する銀行デジタル・マネーの利用者に送金するというサービス提供の在り方も考えられることが指摘される。

<sup>51</sup> 令和 4 年の資金決済法改正の審議過程では、資金移動業デジタル・マネーとの関係で、この点が問題として指摘された（金融審議会・資金決済ワーキング・グループ・前掲注 2 24 頁注 85）。

られる<sup>52</sup>。しかし、銀行デジタル・マネー（預金債権）の任意処分（譲渡、質権設定など）との関係では、譲渡制限の意思表示に物権的効力が認められることなどとの関係で、銀行は預金債権の任意処分をコントロールできる地位にある。また、銀行デジタル・マネー（預金債権）の強制処分（差押えなど）との関係では、通常の預金債権の差押えの場合と同様<sup>53</sup>、利用者（預金者）を把握する銀行<sup>54</sup>が、支払停止などの措置を執ることを期待できるのであり、それによって、差押債権者との関係で対抗問題が生じることを可及的に防止することができる。

以上のように、銀行デジタル・マネーにおいては、決済サービス提供者としての銀行が、第三者との関係を適切に規律するために一定の役割を果たすことを期待できる。そのことを前提として、銀行デジタル・マネーの口座記帳の正確性を——銀行に対する規制などを通じて——信頼に値するものであるといえるのであれば、口座記帳を基準として、第三者との関係を規律することに合理性が見出されるのである<sup>55</sup>。

### (3) 仲介者が介在する場合の法律関係

次に、銀行デジタル・マネーの移転に仲介者である電子決済等取扱業者が介在する場合の法律関係についてみていこう。

電子決済等取扱業に該当する営業行為の 1 つとして、「銀行の委託を受けて、当該銀行に代わって当該銀行に預金の口座を開設している預金者との間で」、「当該口座に係る資金を移動させ、当該資金の額に相当する預金債権の額を減少させること」又は「為替取引により受け取った資金の額に相当する預金債権の額を増加させること」のいずれかを、「電子情報処理組織を使用する方法により行うことについて合意をし、かつ、当該合意に基づき預金契約に基づく債権（…）の額を増加させ、又は減少させること」（銀行法 2 条 17 項 1 号）がある。当該業務について、電子決済等取扱業者（銀行法 2 条 18 項）は、銀行から付与された代理権に基づき<sup>56</sup>、支払指図を受領・承諾するとともに、銀行に代わって預金口座に関する引落記帳・入金記帳を行うものと理解される<sup>57</sup>。

このような理解は、銀行デジタル・マネーの決済方法としての消滅・発生構成を想定するものと考えられる<sup>58</sup>。そして、その前提には、決済手段である預金債権が——電子決済等取扱業

<sup>52</sup> 加毛・前掲注 15 267 頁。

<sup>53</sup> 加毛・前掲注 15 269 頁。

<sup>54</sup> 銀行は、犯収法上の特定事業者に該当し（犯収法 2 条 2 項 1 号）、預金の受入れを内容とする契約の締結について、取引時確認義務を負う（犯収法 4 条 1 項、犯罪による収益の移転防止に関する法律施行令（以下、「犯収法施行令」という。）7 条 1 項 1 号イ）。また、電子決済等取扱業者も、犯収法上の特定事業者に該当し（犯収法 2 条 2 項 31 号の 3）、預金債権額の増加又は減少を継続的に又は反復して行うことを内容とする契約の締結及び 10 万円を超える預金債権額の減少について、取引時確認義務を負う（犯収法 4 条 1 項、犯収法施行令 7 条 1 項 1 号ヨ）。

<sup>55</sup> 加毛・前掲注 15 270 頁。

<sup>56</sup> 金融審議会・資金決済ワーキング・グループ・前掲注 2 23 頁、デジタルマネーの私法上の性質を巡る法律問題研究会・前掲注 2 23 頁、増島＝堀編著・前掲注 21 247 頁、佐野・前掲注 21 269 頁、市古・前掲注 24 223 頁注 12、381 頁、神作・前掲注 33 56 頁。

<sup>57</sup> 市古・前掲注 24 381 頁。

<sup>58</sup> 神作・前掲注 33 56 頁は、電子決済等取扱業の内容が「消滅・発生構成に親和的な法律構成である」とする。

者ではなく——利用者に帰属するものであるという理解が存在するものと考えることができる。

## 1. 2. 3 資金移動業者が発行するデジタル・マネー

### 1. 2. 3. 1 資金移動業者が移転に関与するデジタル・マネー

#### (1) 決済手段

##### (a) 資金移動業債権（金銭債権）

次に、資金移動業者（特に第二種資金移動業者<sup>59</sup>）が発行するデジタル・マネー（以下、「資金移動業デジタル・マネー」という。）についてみていこう。資金移動業者が「利用者から資金を受け入れ、1 コイン＝1 円として決済や送金に利用可能なデジタルマネーを発行する<sup>60</sup>」場合が、その具体例である。

利用者が資金移動業者のもとで口座（アカウント）を開設し、口座（アカウント）を有する利用者の間で資金移動業デジタル・マネーの移転が行われる場合、その移転に資金移動業者が関与することになる。この場合、資金移動業デジタル・マネーの決済手段としては、別稿で指摘したように、利用者の資金移動業者に対する金銭債権（以下、「資金移動業債権」という。）を想定できるものと考えられる<sup>61</sup>。

<sup>59</sup> 資金移動業には第一種から第三種の種別が存在するところ、デジタル・マネーの発行主体として実務上想定されるのは、第二種資金移動業者である（増島＝堀編著・前掲注 21 248 頁、芝＝水井・前掲注 32 22 頁注 8、佐野・前掲注 21 283-284 頁、市古・前掲注 24 22-24 頁）。

まず、第一種資金移動業者は、利用者に対し、「移動する資金の額、資金を移動する日その他の内閣府令で定める事項が明らかでない為替取引（……）に関する債務を負担してはならない」という規制（厳格な資金滞留規制）に服するため（資金決済法 51 条の 2 第 1 項）、利用者が口座（アカウント）に一定期間の資金を滞留させることを前提とする資金移動業デジタル・マネーの発行を行うことは困難である（なお、令和 7 年の資金決済法改正に伴い、第 1 種資金移動業に対する資金滞留規制の緩和が予定されている。金融審議会・資金決済制度等に関するワーキング・グループ・前掲注 39 5-7 頁）。第二種資金移動業者も、利用者から受け入れた資金の額が 100 万円を超える場合について、当該資金が為替取引に用いられるものであるかどうかを確認するための体制を整備し、為替取引に用いられない資金を保有しないための措置を講じる義務を負うが（資金決済法 51 条、資金移動業府令 30 条の 2 第 1 項、第 3 項）、問題となる資金と為替取引との関連性を確認できる場合には、当該資金を保有すること（資金滞留）が認められている。

次に、第三種資金移動業者は、利用者に対し、第三種資金移動業に係る為替取引に関し負担する債務として、5 万円を超える債務を負担してはならないことから（資金決済法 51 条の 3、資金決済に関する法律施行令（以下、「資金決済法施行令」という。）17 条の 2）、利用者に対して発行できる（利用者が保有できる）デジタル・マネーの金額の上限が 5 万円に限定されることになる。これに対して、第二種資金移動業者については——利用者の 1 回あたりの送金上限額が 100 万に制限されるものの（資金決済法 36 条の 2 第 2 項、資金決済法施行令 12 条の 2 第 1 項）——デジタル・マネーの発行には上限額の規制がないものと解されている（市古・前掲注 24 66 頁）。

<sup>60</sup> 市古・前掲注 24 20 頁。

<sup>61</sup> 加毛・前掲注 15 248-249 頁。佐野・前掲注 40 202 頁、265 頁は、利用者が資金移動業者に対して払戻請求権を有するとする。市古・前掲注 24 29 頁は、資金移動業デジタル・マネーについて、「①要求払性の金銭返還請求権（デジタルマネー残高相当額の払戻請求権）であり、また、②払戻しや第三者への移転の都度その残高が流動的に増減するなど、要求払預金に係る預金債権と類似した特徴を有している」とする。

資金移動業デジタル・マネーの利用者の権利については、「利用者の指図に基づき、資金移動業者に開設した口座間の振替によって資金の移転を実現するという委任事務の履行請求権」及び「その口座において当該委任事務を処理するために管理される送金資金についての返還請求権」であるとも説明される（デジタルマネーの私法上の性質を巡る法律問題研究会・前掲注 28 頁）。しかし、前者の権利は、利用者と資金移動業者の口座（アカウント）契約に基づくものであって、資金移動業デジタル・マネーの移転に伴って移転すると考える必要は

資金移動業債権が決済手段として社会的に承認されるうえで、まず重要と考えられるのが、資金移動業者が履行保証金の供託義務を負うことである（資金決済法 43 条 1 項）<sup>62</sup>。資金移動業者が供託すべき履行保証金の金額（要履行保証額）は、資金移動業の種別ごとの各営業日における未達債務の額（資金移動業者がその行う為替取引に関し負担する債務の額であって内閣府令で定めるところにより算出した額）に、利用者の優先弁済権の実行手続に関する費用の額を加算した金額<sup>63</sup>である（資金決済法 43 条 2 項）。資金移動業者の破綻時に、利用者は、履行保証金について、他の債権者に先立ち弁済を受ける権利を有する（資金決済法 59 条 1 項本文）。要履行保証額は、資金移動業者が利用者に対して負担する債務の全額をカバーするように定められている。このような裏付資産の存在により、資金移動業デジタル・マネー（資金移動業債権）の価格の安定が図られることになる。

また、資金移動業者は、利用者と口座（アカウント）契約（「為替取引を継続的に又は反復して行うことを内容とする契約」）を締結する場合には、帳簿書類として顧客勘定元帳を作成・保存する義務を負う（資金決済法 52 条、資金移動業府令 33 条 1 項 3 号）。顧客勘定元帳の記録の正確性が金融庁による監督等<sup>64</sup>を通じて確保されることも、資金移動業債権が決済手段としての社会的承認を得ることにつながるものと考えられる。

さらに、資金移動業者による決済システムの運営も、金融庁の監督の対象とされる。金融庁・事務ガイドラインは、「コンピュータシステムのダウンまたは誤作動等のシステムの不備等に伴い利用者や資金移動業者が損失を被るリスクや、コンピュータが不正に使用されることにより利用者や資金移動業者が損失を被るリスク」（「システムリスク」）に関して、「システムが安全かつ安定的に稼動することは資金決済システム及び資金移動業者に対する信頼性を確保するための大前提であり、システムリスク管理態勢の充実強化は極めて重要である」とし、システ

---

なく、資金移動業デジタル・マネーの決済手段としては、後者の権利（利用者の資金移動業者に対する金銭債権）であると理解すれば足りるものと考えられる。

なお、資金決済法では、「未達債務の額」が「資金移動業者がその行う為替取引に関し負担する債務の額であって内閣府令で定めるところにより算出した額」と定義されている（資金決済法 43 条 2 項かつこ書）。ここでいう「未達債務」とは、資金移動業者が供託すべき履行保証金（資金決済法 43 条 1 項）の金額（要履行保証額）を決定するための概念であり、私法上の概念としての資金移動業債権と異なることに注意を要する（デジタルマネーの私法上の性質を巡る法律問題研究会・前掲注 2 7 頁注 15、増島＝堀編著・前掲注 21 235 頁注 1）。

<sup>62</sup> 資金移動業者は、履行保証金の供託に代えて、一定の要件を充たす金融機関との間で履行保証金保全契約（資金決済法 44 条）又は履行保証金信託契約（資金決済法 45 条 1 項）を締結することができ、その場合には、履行保証金の全部又は一部の供託を免れることができる。また、第三種資金移動業者については、未達債務の額の全部又は一部に相当する額の金銭を銀行等に対する預貯金で管理することによって、履行保証金の全部又は一部の供託を免れることが認められている（資金決済法 45 条の 2 第 1 項）。もっとも、資金移動業者が履行保証金保全契約を利用する場合には、資金移動業者のもとに利用者から受け入れた資金が残ることになるが、その場合、資金移動業者は、「利用者から受け入れた資金を原資として貸付け又は手形の割引を行うことを防止するための措置」を講じる義務を負う（資金移動業府令 30 条の 3）。資金移動業者が、銀行業の免許を受けることなく、実質的に信用創造を行うことを防ぐための規制であるが、それによって、資金移動業者について、流動性ギャップの発生を抑止し、与信を通じたシステミック・リスクの発生を回避する効果があると考えられる（加毛明「金銭その他の支払手段の預かりに関する規制について」金融法研究 39 号（2023 年）68 頁）。

<sup>63</sup> 当該金額が 1000 万円を下回る場合は、1000 万円が要履行保証額となる（資金決済法 43 条 2 項ただし書、資金決済法施行令 14 条 1 号）。

<sup>64</sup> 顧客勘定元帳を含む帳簿書類に対する金融庁の検証については、資金移動業ガイドラインⅡ-2-2-2 参照。

ムリスク管理態勢に関する主要な着眼点を提示する<sup>65</sup>。

以上のように、資金移動業債権に決済手段としての性質を認めるうえでは、資金決済法の規制及びそれを前提とした金融庁の監督が重要な意義を有すると考えられるのである<sup>66</sup>。

#### **(b) 決済システム上の記録の変更を伴わない（システム外での）移転の禁止**

次に、資金移動業デジタル・マネーについて、決済システム上の記録の変更を伴わない移転を禁止する方法をみていこう。

この点に関して、まず問題となるのが、資金移動業債権が「預金口座又は貯金口座に係る預金又は貯金に係る債権」に該当せず、民法 466 条の 5 第 1 項を（直接）適用できないことである。もっとも、平成 29 年民法（債権関係）改正の立案担当者は、民法 466 条の 5 第 1 項が預金債権と「同様に扱うべき他の種類の金融機関に対する債権に類推適用される余地がある<sup>67</sup>」と説明する。そして、前述のように（1. 2. 2. 2(1)(b)）、民法 466 条の 5 第 1 項の根拠について、普通預金などの流動性預金との関係では、預金債権が決済手段として利用されることを重視するとすれば、決済手段としての性質を有する資金移動業債権には、民法 466 条の 5 第 1 項を類推適用して良いと考えられる<sup>68</sup>。

そのことを前提として、次に問題となるのが、民法 466 条の 5 第 1 項の類推適用に基づく資金移動業債権の譲渡禁止の効力が、譲受人の主観的態様（悪意又は重過失）に依存することである<sup>69</sup>。銀行デジタル・マネーについては、預金債権に関する譲渡制限の意思表示が周知の事実に属するとする判例の存在によって、この問題が回避されていた。これに対して、資金移動業デジタル・マネーについては、善意・無重過失の譲受人との関係で、決済システム上の記録の変更を伴わない移転の可能性が残されることになる。資金移動業デジタル・マネーがブロックチェーンなどのデジタル技術を利用することから、システム上の記録の変更を伴わない資金移動業債権の譲渡が禁止されることについて、譲受人の重過失を認定できる場合も多いと考えられるが、少なくとも現状では、システム外での移転のリスクを完全には排除できないことになる。

この点については、譲渡制限の意思表示が、一般に債権の流通性を低くするものであるのに対し、資金移動業デジタル・マネーについては、譲渡制限の意思表示に物権的効力を認めることが、その決済手段としての性質をより強固なものとし、流通性の向上に寄与することに注意すべきものと考えられる。このような決済手段の特質に着目すれば、譲受人の主観的態様によ

<sup>65</sup> 資金移動業ガイドラインⅡ-2-3-1。

<sup>66</sup> 神作・前掲注 33 60 頁は、「資金移動業者が利用者に対して負っている為替取引に係る債務すなわち未達債務は、預金と同様にその安全性と等価性・均一性が確保されているため、決済手段としての適格性を有している」とする。

<sup>67</sup> 筒井健夫＝村松秀樹『一問一答 民法（債権関係）改正』（商事法務・2018 年）173 頁注 3。

<sup>68</sup> 加毛・前掲注 15 261-263 頁。

<sup>69</sup> 後述する 3 号電子決済手段（特定信託受益権）について、加毛明「デジタル技術の進展と民事法の応答」小塚莊一郎＝曾野裕夫『デジタル資産とアバターの民事法——デジタル時代の人と物』（商事法務・2025 年）35 頁。

ることなく、決済システム外での移転を禁止・制限することに合理性が見出されることになる<sup>70</sup>。銀行デジタル・マネーについては、譲渡制限の意思表示が周知の事柄であるとする判例の存在により、このようなルールが既に実現しているといえる。この点については、後に、デジタル・マネーに関する私法上の規律の立法論との関係で、再度取り上げることにする（1. 4. 2. 1）。

## （2）決済方法

### （a）消滅・発生構成

決済手段が資金移動業債権という金銭債権であることを前提として、資金移動業デジタル・マネーの決済方法については、実務上、利用者の資金移動業者に対する支払指図に基づいて資金移動業債権が消滅・発生するという法律構成が有力と考えられる<sup>71</sup>。それによれば、利用者の支払指図に基づき、資金移動業者が帳簿書類（顧客勘定元帳）に記帳を行うことにより、資金移動業債権の消滅・発生が生じることになる<sup>72</sup>。

### （b）決済システム上でのデジタル・マネーの移転の完結（第三者関係の規律）

資金移動業デジタル・マネーの決済方法として、消滅・発生構成を採用することの意義の 1 つは、銀行デジタル・マネーの場合と同様に、資金移動業債権の移転について、民法 467 条 2 項の適用を回避し、口座（アカウント）に関する記録（顧客勘定元帳への記帳）に基づいて、第三者関係を規律することにあると考えられる。

資金移動業デジタル・マネーについても、消滅・発生構成が民法 467 条 2 項などの潜脱にあたらないといえるためには、発行者である資金移動業者が、譲渡制限の意思表示の物権的効力などを通じて、資金移動業債権の任意処分をコントロールできることに加えて、資金移動業債権に対する強制処分（差押えなど）との関係でも、利用者を把握する資金移動業者<sup>73</sup>が、利用者による資金移動業債権の移転を防ぐ措置をとることが必要になると考えられる。このことを前提として、口座（アカウント）の記録（顧客勘定元帳への記帳）の正確性が銀行口座への記帳と同様に信頼できるといえるのであれば、それを基準として、資金移動業デジタル・マネー

<sup>70</sup> 加毛・前掲注 69 35 頁。

<sup>71</sup> 加毛・前掲注 15 249 頁。

<sup>72</sup> デジタルマネーの私法上の性質を巡る法律問題研究会・前掲注 2 14 頁は、「資金移動業者が口座の残高を記帳により管理する場合には、その口座の残高債権についての更改的効果が認められると解する結果、送金の場合には、その記帳によって受取人の資金移動業者に対する債権が成立・発生し、それと同時に送金人の資金移動業者に対する債権が消滅すると考えることが可能である」とする。佐野・前掲注 21 203 頁、266-267 頁、市古・前掲注 24 29 頁も参照。

<sup>73</sup> 資金移動業者は、犯収法上の特定事業者に該当し（犯収法 2 条 2 項 31 号）、為替取引を継続的に又は反復して行うことを内容とする契約の締結（口座（アカウント）開設契約）について、取引時確認義務を負う（犯収法 4 条 1 項、犯収法施行令 7 条 1 項 1 号コ）。電子決済手段等取引業者も、犯収法上の特定事業者に該当し（犯収法 2 条 2 項 31 号の 2）、為替取引に関する債務に係る債権額の増加又は減少を継続的に又は反復して行うことを内容とする契約の締結及び 10 万円を超える為替取引に関する債務に係る債権額の減少について、取引時確認義務を負う（犯収法 4 条 1 項、犯収法施行令 7 条 1 項 1 号ツ、ネ）。

の移転に関する第三者との関係を規律することが許容されるものと考えられる<sup>74</sup>。

### (3) 仲介者が介在する場合の法律関係

前述のように、令和 4 年の資金決済法改正では、資金移動業デジタル・マネーの仲介について、電子決済手段等取引業（資金決済法 2 条 10 項）が新設された。電子決済手段等取引業に該当する業務の 1 つとして、「資金移動業者の委託を受けて、当該資金移動業者に代わって利用者（当該資金移動業者との間で為替取引を継続的に又は反復して行うことを内容とする契約を締結している者に限る。）との間で」、「当該契約に基づき資金を移動させ、当該資金の額に相当する為替取引に関する債務に係る債権の額を減少させること」又は「為替取引により受け取った資金の額に相当する為替取引に関する債務に係る債権の額を増加させること」のいずれかを、「電子情報処理組織を使用する方法により行うことについて合意をし、かつ、当該合意に基づき為替取引に関する債務に係る債権の額を増加させ、又は減少させること」が挙げられている（資金決済法 2 条 10 項 4 号）。当該業務について、電子決済手段等取引業者（資金決済法 2 条 12 項）は、資金移動業者から付与された代理権に基づき<sup>75</sup>、支払指図を受領・承諾するとともに、資金移動業者に代わって口座（アカウント）に記録された資金移動業債権の額の増加・減少を行うことになる。

これは、電子決済等取扱業者が仲介者となる資金移動業デジタル・マネーについて、決済方法として、資金移動業債権の消滅・発生という法律構成が採用されることを想定したものと考えられる<sup>76</sup>。そして、このような考え方の前提には、決済手段である資金移動業債権が利用者に帰属するという理解があるものと解される。

---

<sup>74</sup> 加毛・前掲注 15 270-271 頁。

<sup>75</sup> 金融審議会・資金決済ワーキング・グループ・前掲注 2 23 頁、デジタルマネーの私法上の性質を巡る法律問題研究会・前掲注 2 24 頁、佐野・前掲注 21 284 頁、市古・前掲注 24 223 頁注 12。

<sup>76</sup> 神作・前掲注 33 61 頁は、資金決済法 2 条 10 項 4 号の業務が「消滅・発生構成に親和的である」とする。

## 1. 2. 3. 2 資金移動業者が移転に関与しない電子マネー

### (1) 決済手段

#### (a) 1 号電子決済手段の決済手段としての性質

次に、資金移動業者が移転に関与しない資金移動業デジタル・マネーについてみていこう。資金移動業者<sup>77</sup>は、銀行と異なり、1 号電子決済手段を発行することが認められている<sup>78</sup>。資金移動業者による 1 号電子決済手段の発行が認められた理由として重要なのが、資金移動業者の破綻時に、利用者が資金移動業者に対して有する償還請求権が保護される仕組みが存在することである<sup>79</sup>。前述のように、資金移動業者は、履行保証金の供託義務を負うのであり、資金移動業者が発行した 1 号電子決済手段を保有する者は、資金移動業者の破綻時にも、自らの有する償還請求権について、原則として全額の保護を受けることになる。このような規制の存在は、資金移動業者の発行する 1 号電子決済手段に対する利用者の信頼を高め、1 号電子決済手段が決済手段として社会的に承認されることにつながり得る。

もともと、資金移動業者が移転に関与するデジタル・マネーの場合と比較すると、資金移動業者は、1 号電子決済手段の移転に関与せず、1 号電子決済手段の移転について帳簿書類（顧客勘定元帳）への記帳義務を負わないものとされる<sup>80</sup>。それゆえ、1 号電子決済手段の決済手段

<sup>77</sup> 資金移動業者のうち、1 号電子決済手段の発行主体として実務上想定されるのは、第二種資金移動業者である（増島＝堀編著・前掲注 21 248 頁、芝＝水井・前掲注 32 22 頁注 8、市古・前掲注 24 255 頁、神作・前掲注 33 58 頁、加藤貴仁「ステーブルコインにおける信託の意義と限界」信託とデジタル技術等研究会「信託等におけるデジタル技術、AI、スマートコントラクトの利用の課題」[https://trust-mf.or.jp/pdf/other/2024\\_02.pdf](https://trust-mf.or.jp/pdf/other/2024_02.pdf)（2024 年）97 頁注 22）。もともと、1 号電子決済手段の特色を踏まえて、第二種資金移動業に対する規制に変更が加えられている。

まず、資金移動業者が、100 万円を超える利用者からの受入れ資金について為替取引に用いられるものであるかどうかを確認するための体制を整備し、為替取引に用いられない資金を保有しないための措置を講じる義務を負うのは、「電子決済手段等取引業者が利用者（……）のために電子決済手段の管理（……）を行う」場合に限られる（資金決済法 51 条、資金移動業府令 30 条の 2 第 1 項、第 2 項）。利用者が自ら（アンホステッド・ウォレットで）管理する 1 号電子決済手段は対象外とされる（金融庁「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方（電子決済手段等関係）」<https://www.fsa.go.jp/news/r4/sonota/20230526/01.pdf>（2023 年）13 頁（No. 36）、16 頁（No. 49））。その理由は、「発行者や電子決済手段等取引業者において、利用者がアンホステッドウォレットにおいて管理する電子決済手段の数量を把握することは通常困難である」（市古・前掲注 24 326 頁）ことに求められる。

次に、第二種資金移動業には、送金上限額（100 万円）の規制が課されるものの（資金決済法 36 条の 2 第 2 項、資金決済法施行令 12 条の 2 第 1 項）、1 号電子決済手段の移転に資金移動業者が関与しないため、利用者が行う 1 回あたりの送金額を規制することができない。この場合には、資金移動業者が利用者自身のアンホステッド・ウォレットに 1 号電子決済手段を移転する場合の 1 回あたりの上限額が 100 万円に制限されるにとどまる（資金移動業ガイドライン IV-2(2)）。このような規制の在り方は、第二種資金移動業に対する送金上限額の規制の意義について再考を促すように思われる。

<sup>78</sup> 前述した電子決済手段等取引業の業務についても、「電子決済手段の交換等」及び「電子決済手段の管理」が挙げられている（資金決済法 2 条 10 項 1 号～3 号）。電子決済等取扱業との違いについて、前掲注 36 参照。

<sup>79</sup> 金融審議会・資金決済ワーキング・グループ・前掲注 2 24 頁。このほか、銀行が 1 号電子決済手段の発行を禁止される理由との関係では、資金移動業者の金融システムにおける重要性が銀行ほど高いことが、資金移動業者による 1 号電子決済手段の発行を許容される理由の 1 つであると考えられる。

<sup>80</sup> 市古・前掲注 24 258 頁。これに対して、神作・前掲注 33 83 頁は、「電子決済手段の移転は、保有者による指図と当該電子決済手段の定める移転の方式に従ったうえで口座帳簿に記載されることによって、前保有者に対する発行者の債務が消滅し、新保有者に対する発行者の債務が発生するものと解する」可能性を指摘するが、そこでいう「口座帳簿」が、資金決済法の規制に服しないとすれば、その信頼をいかにして担保するかが問題と

としての性質が社会的に承認されるうえでは、その帰属・移転に関する決済システム（パーミッションレス型ブロックチェーンなど）の記録の信頼性が適切に確保されることが重要になると考えられる。

**(b) 償還請求権（金銭債権）**

以上を前提として、資金移動業者が発行する 1 号電子決済手段の決済手段についてみていこう。まず、利用者が有する償還請求権とする理解が、実務・学説において有力に主張されている<sup>81</sup>。この償還請求権は、利用者の資金移動業者に対する金銭債権であり、資金移動業債権と同様の性質を有する。

もっとも、償還請求権を決済手段と考える必然性はない。償還請求権の保護が 1 号電子決済手段の決済手段としての社会的承認にとって重要な意義を有するとしても、前述のように（1.

1. 2(2)(c))、決済手段については、払戻しがされることなく、利用者間で流通するのが通常であると考えられるからである。

また、決済手段を償還請求権という金銭債権であると理解する場合でも——これまで見てきた銀行デジタル・マネーや資金移動業者が移転に関与する資金移動業デジタル・マネーと異なり——利用者の支払指図に基づく消滅・発生構成を採用することには困難が伴う<sup>82</sup>。前述のように、資金移動業者は、1 号電子決済手段の移転について、帳簿書類（顧客勘定元帳）への記帳義務を負わないからである。償還請求権を決済手段とする場合には、消滅・発生構成と異なる決済方法を検討する必要がある。

**(c) 決済システム（ブロックチェーン）上の記録に対する財産権**

他方、1 号電子決済手段の決済手段を、決済システムであるブロックチェーン上の記録（トークン）に対する財産権とする見解も主張されている<sup>83</sup>。既に資金決済法の制定前から、プリペイド式の電子マネーについて、「電子マネーたるデータ自体に金銭的な価値がある<sup>84</sup>」という法律構成の可能性が指摘され、その条件として、電子マネーとしてのデータが「①ある者に排他的に帰属しうる財産権であること、②支払単位が組み込まれていること、③他の通貨媒体に転換することなく直接に決済に用いることができること<sup>85</sup>」が指摘されていた。

このような考え方は、利用者が、ブロックチェーン上の記録を客体とする財産権を有するものとする。ここでいう財産権概念について、学説上の有力な見解は、「物権、債権その他の排

---

なように思われる。

<sup>81</sup> デジタルマネーの私法上の性質を巡る法律問題研究会・前掲注 2 31 頁。増島＝堀編著・前掲注 21 248 頁も同旨。神作・前掲注 33 58 頁は、「委任契約に基づく為替取引に係る未達債務が、預金債務と同様に決済手段になりうる」理由について検討する。

<sup>82</sup> 佐野・前掲注 21 458 頁。

<sup>83</sup> 佐野・前掲注 21 458 頁は、「トークン自体を金銭的価値の組み込まれた通貨媒体」であえると考える可能性を示唆する（453 頁も参照）。

<sup>84</sup> 電子マネーに関する勉強会・前掲注 18 10 頁。

<sup>85</sup> 電子マネーに関する勉強会・前掲注 18 11 頁。

他的な帰属関係が認められる財産的利益を広く包摂するもの<sup>86</sup>」であると説明する。この見解は、暗号資産に関して、資金決済法の定義上、「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」（資金決済法 2 条 14 項 1 号）とされ、「売買は『財産権』の移転をその本質的な要素とする契約（民法 555 条）である」ことを根拠として、暗号資産は財産権であると説明する<sup>87</sup>。しかし、資金決済法上の暗号資産の定義規定は、暗号資産交換業という規制対象を画するために設けられたものであり、私法上の性質決定と必ずしも結びつくわけではない<sup>88</sup>。むしろ、この見解が、暗号資産の決済手段としての性質がブロックチェーンの存在によって基礎づけられると説明することからすれば<sup>89</sup>、複製や書換えが容易にはできないデータについて、特定の主体が他の主体を排除する形で管理し、当該データを他の主体に移転できる技術的仕組みの存在が、暗号資産の財産権該当性を肯定するうえで、重要な意義を有するようと思われる<sup>90</sup>。

1 号電子決済手段についても、資金決済法による規制の存在を前提として、適切に管理されるブロックチェーン上の記録に対する社会的な信頼が形成されるのであれば<sup>91</sup>、当該記録に対する財産権を支払単位の媒体（決済手段）とする途が開かれるものと考えられる<sup>92</sup>。

なお、このように解する場合、ブロックチェーン上の記録に対する財産権を有する利用者が、資金移動業者に対する償還請求権を有すると考えることになるものと思われる。それを実現する法律構成は必ずしも明らかではないが<sup>93</sup>、ブロックチェーン上の記録の変更を、利用者によ

<sup>86</sup> 森田・前掲注 12 16 頁。民法上の「財産権 (droit patrimonial, Vermögensrecht)」を「処分スルコトヲ得ヘキ利益ヲ目的トスル権利」と説明する民法起草者の見解（梅謙次郎『民法要義 巻之一 総則編（訂正増補第 33 版）』（有斐閣・1911 年）414 頁）を論拠の 1 つとする。

<sup>87</sup> 森田・前掲注 12 16 頁。岩川隆嗣「暗号資産の法的性質について——「財産権」概念を通じて」法学研究 98 巻 5 号（2025 年）8-9 頁も参照。

<sup>88</sup> 森田・前掲注 12 14-15 頁参照。より詳細には、岩川・前掲注 87 33-36 頁。

<sup>89</sup> 森田・前掲注 12 21 頁。

<sup>90</sup> 資金決済法制定前の議論であるが、プリペイド式の電子マネーについて、データに対する財産権が認められる要件として、データの物理的な管理可能性、データの帰属を明らかにする法的仕組み、データの排他性（データの複製が容易でないこと）、データという媒体の安定性が挙げられていた（電子マネーに関する勉強会・前掲注 18 42 頁）。

<sup>91</sup> 電子マネーに関する勉強会・前掲注 18 42 頁は、データという媒体の安定性について、「それがあまりにも不安定なものであって、社会がそれを信用しないときには、法的に財産権と認めることに困難が生じよう」とする。

<sup>92</sup> 以上の見解に対しては、暗号資産に関連して、ブロックチェーン上の記録に財産権を認めることが許されるのかという疑問が提起されていることに注意を要する。岩川・前掲注 87 は、「暗号資産という財産権」（ブロックチェーン上の記録に対する財産権）を肯定する場合、物権と同様の「直接支配性」及び「排他性」が認められることから、「物権的な性質を有する財産権として、『物権』に該当しうる」（28 頁）ことを指摘したうえで、「暗号資産という財産権を解釈により創設すること」が、民法上の物権法定主義（民法 175 条）及び憲法上の財産権法定主義（憲法 29 条 2 項）に反するという疑義があることを指摘する（28 頁、29-30 頁）。そして、そのような疑義を避けるためには、「暗号資産は財産権として法定されている、あるいは財産権とする旨の慣習が存在する、とみる必要がある」とする（36 頁）。もっとも、1 号電子決済手段については、暗号資産と比較すれば、資金移動業者が発行するものであることを前提として、利用者が資金移動業者の間に償還請求権を含む一定の法律関係が資金決済法において想定され、また、金融庁による監督などを通じて、ブロックチェーンの管理・運営の適切さが担保されるのであれば、ブロックチェーン上の記録に対する財産権を肯定することが、物権法定主義や財産権法定主義の趣旨に抵触するおそれは低いように思われる。

<sup>93</sup> 佐野・前掲注 21 458 頁は、「トークンの排他的支配の有無により金銭的価値の帰属が決定され、かかる金銭的価値の帰属者は、発行者である資金移動業者に対して同価値の金銭に交換するよう請求する権利（償還請求

る償還請求権の取得の要件とすることが考えられる。

## (2) 決済方法

### (a) 有価証券法理の（類推）適用

次に、1 号電子決済手段の決済方法についてみていこう。

まず、利用者の償還請求権を決済手段と理解する立場からは、消滅・発生構成を採用できないことを前提として、償還請求権がブロックチェーン上の記録に表章されているとし、有価証券法理を適用（ないし類推適用）すべきとする見解が主張される<sup>94</sup>。その意図するところは、有価証券法理の（類推）適用により——当事者の合意に基づく証券の交付に準じて——当事者の合意に基づくブロックチェーン上の記録の変更（トークンの移転）によって、1 号電子決済手段が移転すると解するところにあると考えられる。

もっとも、このような理解に対しては、いかなる場合に償還請求権がブロックチェーン上の記録に表章されているといえるのかが明らかでないという問題が存在する。また、（類推）適用の対象となる有価証券法理の内容について、1 号電子決済手段の移転に当事者の合意に基づくブロックチェーン上の記録の変更が必要とされることのほか、いかなる法的ルールが想定されるのかが明らかでないという問題も指摘できる。例えば、為替手形、小切手などの支払委託証券（とりわけ銀行が振り出す自己宛小切手（預手））に関する法理を、1 号電子決済手段に（類推）適用することが考えられるが<sup>95</sup>、1 号電子決済手段と支払委託証券の利用のされ方の違い<sup>96</sup>や移転に利用される決済システムの違いなどを考えれば、善意取得などを含む支払委託証券に関する法理を 1 号電子決済手段に（類推）適用すべきであるのか（いかなる範囲ですべきであるのか）について、慎重な検討を要すると思われる。

### (b) 財産権の譲渡

他方、1 号電子決済手段に決済手段としての性質が社会的に承認されることを前提として、

---

権）を有するとのアプローチ」を示唆する（同 453-454 頁も参照）。また、中央銀行が発行するデジタル通貨について、中央銀行デジタル通貨に関する法律問題研究会・前掲注 3 8 頁注 23 も、トークン型 CBDC（Central Bank Digital Currency）の保有者が「中央銀行に対して、CBDC を銀行券と交換するよう請求する権利を有している」と考えることもできる」とする。

<sup>94</sup> 神作・前掲注 33 73 頁において「有価証券的構成」と呼ばれる立場である。なお、佐野・前掲注 21 457-458 頁は、「電子決済手段の保有者は、発行者である資金移動業者に対して償還請求権を有しており、電子決済手段に該当するパーミッションレス型のデジタルマネーは、かかる償還請求権を表章するトークン（財産的価値）であると考えられる」とする（銀行の発行する 1 号電子決済手段についても同様の理解が示される（同 452 頁））。また、市古・前掲注 24 167 頁も、「資金移動業者が発行する電子決済手段（1 号電子決済手段）は未達債務に係る債権を表章するものと考えられる」とする。ここでいう「未達債務に係る債権」とは、資金移動業者に対する償還請求権を意味するものと解される（同 336 頁も、1 号電子決済手段について、「トークンに表示される権利（……）自体は、一般的な債権」であるとする）。

<sup>95</sup> 神作・前掲注 33 71, 74-76 頁。

<sup>96</sup> 例えば、1 号電子決済手段が 1 円単位で決済に利用することができ、受領した者がそのまま（償還請求権を行使せずに）別の決済に利用できることが想定されるのに対して、支払委託証券は、金額が特定され、受取人の支払呈示による換金が前提とされるのが大半である。

その決済手段の法的性質をブロックチェーン上の記録に対する財産権であると理解する場合には、1 号電子決済手段の移転に、「占有の移転とは離れて、観念的な所有権の移転は認められない」という通貨に関する法理が適用されると考えることができる<sup>97</sup>。この場合、1 号電子決済手段の決済方法は——現金通貨における「占有の移転」に対応するところの——ブロックチェーン上の記録の書換え（トークンの移転）であると解することになる<sup>98</sup>。

そのうえで、ブロックチェーン上の記録の書換え（トークンの移転）さえあれば、それが利用者の意思に基づかない場合にも、財産権の移転が生じるのかが問題となる。とりわけ通貨の移転について立法論を検討する場合には、「占有と所有の一致」という法理が唯一のものであるわけではない。1 号電子決済手段にどの程度の流通性を認めるべきなのか、1 号電子決済手段が利用するデジタル技術（ブロックチェーン）がいかなる特徴を有するのかなどの諸点を考慮した検討が必要になる。この点については、後に検討することとする（1. 4. 3）。

以上に関連して、学説上は、ブロックチェーン上の記録の財産権の移転についてブロックチェーン上の記録の変更を要件とすることが、近時の諸外国における議論の動向とも一致することが指摘されている。例えば、UCC の 2022 年改正により新設された第 12 編「支配可能な電子記録（controllable electronic record）」の規律に着目し、「デジタル資産に対する権利の帰属と移転を電子記録に対するコントロールに基づいて決定するルール」が、デジタル・マネーの移転に関する法律構成として参考になることが指摘される<sup>99</sup>。また「支配（コントロール）や排他性に着目し、デジタル資産や支配可能な電子データに物権法的な規律を適用しようとする動向」（「デジタル資産的構成」と呼ばれる）がグローバルに認められているとも説明される<sup>100</sup>。このような見解に対する評価については、次章（1. 3）において検討することとしたい。

### （c） 1 号電子決済手段の移転に関する法的課題

以上にみた、1 号電子決済手段の決済方法に関する 2 つの見解は、本章（1. 2）の検討対象であるデジタル・マネーの移転に関する 2 つの法的課題にも、一定の解決をもたらす。

まず、いずれの見解も、ブロックチェーン上の記録の変更（トークンの移転）を 1 号電子決済手段の譲渡の効力要件とすることから<sup>101</sup>、ブロックチェーン外での当事者の合意に基づいて

<sup>97</sup> 暗号資産に関する議論として、森田・前掲注 12 18-19 頁。岩川・前掲注 87 は、暗号資産に関して決済手段としての性質を否定する一方で（41-42 頁）、「いわゆる電子マネー・デジタルマネーや、ステーブルコイン（電子決済手段）については、仮にこれらの情報に対する財産権を観念する場合には……権利と準占有の一致原則を認める余地があるように思われる」（42 頁注 119）とする。

<sup>98</sup> CBDC についても、中央銀行デジタル通貨に関する法律問題研究会・前掲注 3 8 頁注 27 が、「トークン型の CBDC の発行・移転を分散台帳の記録によって実現する場合には、分散台帳上の取引記録に金銭的価値が組み込まれており（……）、CBDC の移転も取引記録によって行われる（……）と捉えることが考えられる」とする。

<sup>99</sup> デジタルマネーの私法上の性質を巡る法律問題研究会・前掲注 2 42 頁。

<sup>100</sup> 神作・前掲注 33 77 頁。もっとも、「デジタル資産構成」について参照すべき例として挙げられる「電子船荷証券記録の支配」は、電子船荷証券が表章する運送品に係る権利（実体法上の権利）の帰属ではなく、電子船荷証券記録という情報の「占有」にかかわる概念であることに注意を要する（同 77-78 頁）。

<sup>101</sup> 市古・前掲注 24 338 頁は、ブロックチェーン上の記録の変更を権利移転の効力要件とする可能性を指摘する。

1 号電子決済手段を譲渡できないことになる。また、ブロックチェーン上の記録の変更（トークンの移転）を 1 号電子決済手段の譲渡の効力要件とするという規律が採用できるのであれば、第三者との関係もブロックチェーン上の記録の変更（トークンの移転）によって規律されるのが自然であると考えられる<sup>102</sup>。

このように、ブロックチェーン上の記録の変更（トークンの移転）を譲渡の効力要件であるとする見解は、1 号電子決済手段の移転に関する 2 つの法的課題に解決をもたらすものとして主張されているということもできる。もっとも、とくに第 2 の課題については、ブロックチェーン上の記録の変更（トークンの移転）によって第三者との関係を規律することが許容されるために、ブロックチェーン上の記録の正確性の確保の必要性に加えて、1 号電子決済手段に対する強制処分（差押えなど）について、発行者である資金移動業者が適切に対応できるのかという問題を指摘できる。これらの問題は、1 号電子決済手段のみならず、後に検討する特定信託会社等が移転に関与しないデジタル・マネーにも存在するのであり（1. 2. 5. 2(2)(b)）、その解決には、立法論を含めた検討が必要になると考えられることから、後に再度検討することとしたい（1. 4. 2. 2）。

### （3）仲介者が介在する場合の法律関係

1 号電子決済手段に関する検討の最後として、1 号電子決済手段の移転に仲介者が介在する場合の法律関係についてみていこう。

電子決済手段関連業務は、①電子決済手段の売買又は他の電子決済手段との交換（資金決済法 2 条 10 項 1 号）、②①の行為の媒介、取次ぎ又は代理（同 2 号）、又は、③他人のために電子決済手段の管理をすること（同 3 号）である<sup>103</sup>。①は、電子決済手段等取引業者が利用者との間で電子決済手段の売買・交換を行う「販売所サービス」、②は、電子決済手段等取引業者が利用者間における電子決済手段の取引を仲介する「取引所サービス」を念頭に置いたものである<sup>104</sup>。

他方、③は、いわゆるカストディ業務を想定したものであるが<sup>105</sup>、電子決済手段等取引業者が「利用者のために、電子決済手段の移転を行い得る状態にある場合」には、電子決済手段の管理に該当するものとされ、その具体例として、「ブロックチェーン等のネットワーク上で発行する電子決済手段を取り扱う場合であって、単独又は関係事業者と共同して、利用者の電子決済手段を移転でき得るだけの秘密鍵を保有する場合など」、電子決済手段等取引業者が「主体的に利用者の電子決済手段の移転を行い得る状態にある場合」が挙げられる<sup>106</sup>。このような 1 号電子決済手段の管理について、その私法上の法律関係をいかに理解すべきかが問題となる。

<sup>102</sup> 市古・前掲注 24 338 頁は、ブロックチェーン上の記録の変更を権利移転の第三者対抗要件とする可能性を指摘する。

<sup>103</sup> ①と②を併せて「電子決済手段の交換等」、③を「電子決済手段の管理」という（資金決済法 2 条 10 項）。

<sup>104</sup> 佐野・前掲注 21 475-476 頁、市古・前掲注 24 286-288 頁。

<sup>105</sup> 佐野・前掲注 21 476 頁、市古・前掲注 24 288 頁。

<sup>106</sup> 電子決済手段等取引業ガイドライン I-1-2-2④イ。

まず——銀行デジタル・マネーや資金移動業者が移転に関与する資金移動業デジタル・マネーの場合と同様に——利用者が 1 号電子決済手段の帰属主体であり、電子決済手段等取引業者は 1 号電子決済手段を準占有する（民法 205 条）という考え方があり得る。この場合、電子決済手段等取引業者が「単独又は関係事業者と共同して、利用者の電子決済手段を移転でき得るだけの秘密鍵を保有する場合」には、1 号電子決済手段（の決済手段）を準占有するものと考ええることになる<sup>107</sup>。

これに対して、資金決済法の規制は、1 号電子決済手段の帰属主体が電子決済手段等取引業者であるとする考え方を前提とするように思われる。資金決済法は、電子決済手段等取引業者に対し、利用者から預託を受けて管理する 1 号電子決済手段について、原則として<sup>108</sup>、信託銀行等・信託会社に対して信託する方法により分別管理を行うことを義務付ける（資金決済法 62 条の 14 第 1 項、電子決済手段等取引業府令 38 条 1 項、2 項）。信託の設定により、利用者は、電子決済手段等取引業者の倒産リスクから保護されることになる。このような規制は、1 号電子決済手段の帰属主体が電子決済手段等取引業者であり、利用者は電子決済手段等取引業者に対して、1 号電子決済手段の移転などを求める請求権を有するという私法上の法律関係と親和的であると考えられる。1 号電子決済手段が利用者に帰属するのであれば、電子決済手段等取引業者が信託を設定するまでもなく、利用者は電子決済手段が自らに帰属すること（電子決済手段等取引業者の責任財産に属しないこと）を主張し得るからである。

また、電子決済手段等取引業者が 1 号電子決済手段の管理として、「単独又は関係事業者と共同して、利用者の電子決済手段を移転でき得るだけの秘密鍵を保有する場合」に、1 号電子決済手段の帰属主体が電子決済手段等取引業者になると考えることは、ブロックチェーン上の記録と 1 号電子決済手段の帰属とを一致させるという理解に親和的であるということもできる。さらに、同一の電子決済手段等取引業者に 1 号電子決済手段の管理を委ねている利用者間においては、ブロックチェーン上の記録の変更（トークンの移転）をすることなく、電子決済手段等取引業者の管理する帳簿の書換えによって、取引を行うことも想定される。この場合には、

<sup>107</sup> このような考え方の参考となり得るのが、電子記録債権や振替証券に対する商事留置権（商法 521 条本文）の成否に関する議論である。電子記録債権については、窓口金融機関が「業務を自行の名において独立して行っている」ことから「自己のためにする意思」があり、「口座間送金決済に関する契約に基づき口座間送金決済に関する業務等を行うとともに、顧客との間の利用契約に基づくでんさいの記録にかかる業務を行っている」ことから「財産権の行使をする場合」に該当するとして、電子決済手段に対する窓口金融機関の準占有を有するとする解釈の可能性が指摘されている。振替証券についても、口座管理機関が「記帳を行わない限りは権利が動くことはないという意味で事実上の支配を及ぼしている」ことから、振替証券が口座管理機関の「自己の占有」に属するものとする可能性が指摘される（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 巻 3 号（2015 年）40 頁、41 頁。詳細については、加藤貴仁「電子記録債権と商事留置権——試論」金融法務研究会『有価証券のペーパーレス化等に伴う担保権など金融取引にかかる法的諸問題』（2013 年）74-77 頁、森下哲朗「証券決済」金融法研究 25 号（2009 年）87-89 頁）。もっとも、商事留置権の成立要件としての「準占有」と、1 号電子決済手段の管理に関する電子決済手段等取引業者の「準占有」とでは、その内容が異なる可能性がある。そうだとすれば、統一的な準占有概念を措定することには慎重であるべきとも考えられる（加毛・前掲注 69 42 頁注 50）。

<sup>108</sup> 一定の要件を充たす場合には、利用者の電子決済手段を自己信託の方法によって分別管理することが認められている（電子決済手段等取引業府令 38 条 3 項～5 項）。この場合も、受託者である電子決済手段等取引業者の倒産リスクから、利用者は保護されることになる（信託法 25 条など）。

1 号電子決済手段の移転が生じるのではなく、利用者の電子決済手段等取引業者に対する債権の移転があるに過ぎないと考えることになる<sup>109</sup>。

## 1. 2. 4 前払式支払手段発行者が発行するデジタル・マネー

### 1. 2. 4. 1 デジタル・マネーの移転に対する前払式支払手段発行者の関与

続いて、前払式支払手段（資金決済法 3 条 1 項）として発行されるデジタル・マネー（以下、「前払式支払手段デジタル・マネー」という。）についてみていこう。

令和 4 年の資金決済法改正に伴い、一部の前払式支払手段が 1 号電子決済手段に該当することを前提として<sup>110</sup>、前払式支払手段発行者が 1 号電子決済手段を発行することは禁止された。前払式支払手段発行者は、「電子決済手段に該当する前払式支払手段を発行しないための適切な措置」を講じる義務を負うものとされたのである（前払式支払手段に関する内閣府令（以下、「前払式支払手段府令」という。）23 条の 3 第 3 号）<sup>111</sup>。

その理由は、1 号電子決済手段の利用者が発行者に対して有する償還請求権の法的保護が不十分であることに求められる<sup>112</sup>。前払式支払手段については、保有者に対する金銭の払戻しが原則として禁止されることから（資金決済法 20 条 5 項本文）、保有者が前払式支払手段発行者に対して随時に償還を請求することはできない。また、前払式支払手段発行者は、基準日における基準日未使用残高——直近基準日までに発行された前払式支払手段の合計額から当該直近基準日までににおける回収額を控除した金額（前払式支払手段府令 4 条）——が基準額（1000 万円）を超える場合に、その 2 分の 1 以上の金額を発行保証金として供託することが義務付けられる（資金決済法 14 条 1 項、資金決済法施行令 6 条）。資金移動業者の履行保証金の供託義務（資金決済法 43 条 1 項）と比較すれば、発行者破綻時の利用者保護の水準が低いのである。

そこで、以下では、前払式支払手段発行者が移転に関与する前払式支払手段デジタル・マネー<sup>113</sup>についてみていくことにする。

<sup>109</sup> 市古・前掲注 24 335 頁。

<sup>110</sup> まず、資金決済法 2 条 5 項 1 号は、前払式支払手段が 1 号電子決済手段の定義に該当し得ることを前提として、前払式支払手段を電子決済手段から原則として除外する旨を規定する（資金決済法 2 条 5 項かつこ書）。「一般的に広く送金・決済手段として利用され得る状況には至っていないと評価されるもの」については、電子決済手段として規制の対象とする必要がないと考えられるからである（金融審議会・資金決済ワーキング・グループ・前掲注 2 20 頁）。その一方で、「流通性その他の事情を勘案して内閣府令で定めるもの」については、電子決済手段に該当するものとされる（資金決済法 2 条 5 項かつこ書、電子決済手段等取引業府令 2 条 2 項）。「例外的にその流通性等に鑑み送金・決済手段としての機能が強いと認められる」前払式支払手段は、電子決済手段として規制の対象とされるのである（金融審議会・資金決済ワーキング・グループ・前掲注 2 20 頁）。具体的には、「発行者がパーミッションレス型の分散台帳で不特定の者に対して流通可能な仕様で発行し、発行者や加盟店以外の不特定の者に対する送金・決済手段として利用できるもの」（同 20-21 頁注 70）が想定される。

<sup>111</sup> 電子決済手段等取引業者も、電子決済手段に該当する前払式支払手段を取り扱うことは適切ではないものとされる（電子決済手段等取引業府令 30 条 1 項 5 号柱書、電子決済手段等取引業ガイドライン I-1-2-3(1)（注））。

<sup>112</sup> 金融審議会・資金決済ワーキング・グループ・前掲注 2 25 頁注 88、26 頁注 95、市古・前掲注 24 228 頁、神作・前掲注 33 57-58 頁。

<sup>113</sup> 残高譲渡型前払式支払手段、番号通知型前払式支払手段など「その移転を完了するためにその都度当該前払式支払手段を発行する者の承諾その他の関与を要するもの」は、1 号電子決済手段に該当しないものとされる（電子決済手段等取引業府令 2 条 2 項かつこ書）。

## 1. 2. 4. 2 前払式支払手段発行者が移転に関与するデジタル・マネー

### (1) 決済手段

#### (a) 前払式支払手段債権（金銭債権）

前払式支払手段発行者のもとに利用者が口座（アカウント）を開設し、電子的な方法によって他の利用者に移転することができる前払式支払手段<sup>114</sup>の例として、残高譲渡型前払式支払手段（いわゆるサーバ型前払式支払手段）がある。残高譲渡型前払式支払手段は、「前払式支払手段のうち、利用者の指図に基づき、発行者が電子情報処理組織を用いて一般前払式支払手段記録口座における未使用残高（……）の減少及び増加の記録をする方法その他の方法により、発行者が管理する仕組みに係る電子情報処理組織を用いて移転をすることができるもの」と定義される（前払式支払手段府令 1 条 3 項 4 号）。残高譲渡型前払式支払手段では、「一般前払式支払手段記録口座」に前払式支払手段の内容が記録され（前払式支払手段府令 1 条 3 項 6 号）、「発行者が管理する仕組みに係る電子情報処理組織」（サーバなど）を利用して移転が行われることになる。

物理的媒体（紙面や IC カードなど）の存在を前提とした前払式支払手段については、その法的性質や当事者間の債務消滅を基礎づける法律構成に関して、かねてより様々な見解が示されてきた<sup>115</sup>。しかし、本節（1. 2. 4）の対象とする前払式支払手段デジタル・マネーについては、その決済手段として、利用者（前払式支払手段保有者）の前払式支払手段発行者に対する金銭債権（以下、「前払式支払手段債権」という。）を想定できるものと考えられる<sup>116</sup>。

<sup>114</sup> このような前払式支払手段デジタル・マネーは、第三者型前払式支払手段（発行者及びその密接関係者（資金決済法 3 条 4 項かつ書）以外の者（いわゆる加盟店など）に対しても利用できる前払式支払手段。資金決済法 3 条 5 項）である場合が多いと考えられるが、自家型前払式支払手段（発行者及びその密接関係者に対してのみ利用できる前払式支払手段。資金決済法 3 条 4 項）であるものも排除されない。残高譲渡型前払式支払手段も、前払式支払手段府令 1 条 3 項 4 号が「前払式支払手段のうち」と規定する通り、第三者型前払式支払手段のみならず、自家型前払式支払手段を含む概念である。これに対して、高額電子移転可能型前払式支払手段は、第三者型前払式支払手段に限定される（資金決済法 3 条 8 項）。

<sup>115</sup> 前払式支払手段のうち、券面（IC カードなどを含む）が存在するものの法的性質については、従来、金券や私法上の有価証券と解する見解が有力であったといえる（阿部實ほか「座談会 プリペイド・カード取引をめぐる実務上の諸問題」商事法務研究会編『プリペイド・カードの法律と実務（別冊 NBL22 号）』（商事法務研究会・1991 年）34-35 頁〔片岡義広発言、山岸良太発言、岩城謙二発言〕、大川宏「前払式証票の規制等に関する法律の概要」同 92-93 頁）。また、前払式支払手段の保有者が加盟店において前払式支払手段を利用することにより、加盟店に対する代金債務を免れる（消滅させる）ことを基礎づける法律構成としては、免責的債務引受（民法 472 条）、支払委託、債権譲渡（民法 466 条 1 項本文）が主張されてきた（電子マネーに関する勉強会・前掲注 18 22-23 頁、デジタルマネーの私法上の性質を巡る法律問題研究会・前掲注 2 16-18 頁）。

<sup>116</sup> 加毛・前掲注 15 249 頁注 15。森田・前掲注 12 15 頁も、ビットコインなどの暗号資産との対比において、第三者型前払式支払手段の決済手段（「通貨媒体」）が「特定の発行者に対する債権」であるとする。

以上に対して、デジタルマネーの私法上の性質を巡る法律問題研究会・前掲注 2 17 頁は、「前払式支払手段債権」について、「残高の範囲」において、⑦「代金債務の引受けおよび弁済を求める権利」、④「代金債務の第三者弁済を求める権利」又は⑦「加盟店に譲渡されることを支払条件とする金銭債権」であるとする。このような理解は、加盟店における前払式支払手段の利用による利用者の代金債務の消滅を基礎づける法律構成を前提としたものである（⑦が免責的債務引受、④が支払委託、⑦が債権譲渡に対応する。前掲注 115 参照）。もっとも、⑦及び④は、利用者が前払式支払手段発行者との口座（アカウント）開設契約に基づいて有する行為請求権であり、それが決済手段として加盟店に移転するものであるかには疑問がある。⑦については、金銭債権であ

このような理解に対しては、前払式支払手段の場合、保有者に対する金銭の払戻しが原則として禁止されることから（資金決済法 20 条 5 項本文）<sup>117</sup>、保有者の前払式支払手段発行者に対する金銭債権を観念できないのではないかという批判も想定される。しかし、前払式支払手段について金銭の払戻しが一切禁止されているわけではなく、前払式支払手段発行者が発行業務の全部又は一部を廃止した場合などには、金銭の払戻しが義務付けられる（資金決済法 20 条 1 項）。また、保有者が前払式支払手段を利用することが困難な地域へ転居する場合など、保有者のやむを得ない事情により当該前払式支払手段の利用が著しく困難となった場合にも、金銭の払戻しが許容される（資金決済法 20 条 5 項ただし書、前払式支払手段府令 42 条 1 項）。それゆえ、保有者は前払式支払手段発行者に対して金銭債権を有するものの、その行使としての払戻しの請求が法律上厳格に制限されていると解すべきように思われる<sup>118</sup>。

そのうえで、前払式支払手段債権に決済手段としての性質を認めることができるかについて問題となり得るのが、前払式支払手段発行者が供託を義務付けられる発行保証金の金額が、利用者の前払式支払手段債権の全額をカバーするものでないことである。立法論としては、前払式支払手段のうち高度の流通性が見込まれるものについて、発行者に、資金移動業者の履行保証金の供託義務と同様の発行保証金の供託義務を課すことが考えられる<sup>119</sup>。そのような形で裏付資産が確保されるのであれば、当該前払式支払手段に決済手段としての性質が承認されやすくなると考えられる。

---

るものの、その決済方法が債権譲渡を前提とするのであれば、本稿の検討対象とする前払式支払手段デジタル・マネーにはそぐわないように思われる（後掲注 122 参照）。また、市古・前掲注 24 45 頁は、前払式支払手段デジタル・マネーの法的性質について、「基本的には前払式支払手段の発行者と購入者との合意により形成される債権又は契約上の地位と捉えるのが自然に思われる」とする。利用者が口座（アカウント）開設契約に基づく「契約上の地位」を有し、発行者に対して行為請求権を含む「債権」を有するのは確かであるが、前払式支払手段デジタル・マネーの決済手段（支払単位の媒体）としては、利用者の発行者に対する金銭債権を想定すれば足りると考えられる。

なお、東京地判平成 30 年 3 月 9 日判タ 1466 号 198 頁は、番号通知型前払式支払手段のギフト券が「民法 85 条の物又はこれに準ずるものとして現金のような価値自体に相当する」という当事者の主張を否定する前提として、前払式支払手段の法的性質に関して、購入者と発行者との「合意に基づき形成される」発行者に対する「実体法上の権利である」と判示する。

<sup>117</sup> その理由については、わが国の金融規制上、業として預り金をすることが刑事罰をもって禁止されているところ（出資の受入れ、預り金及び金利等の取締りに関する法律 2 条 1 項、8 条 3 項）、前払式支払手段に関して保有者への自由な払戻しを許容すると、発行者が保有者に元本の返還を約束して資金を受け入れたことになり、預り金に該当するおそれがあることに求められると説明されている（高橋康文編著『新・逐条解説 資金決済法〔第 2 版〕』（金融財政事情研究会・2023 年）165 頁）。このような説明に対する筆者の評価については、加毛・前掲注 62 63-66 頁。

<sup>118</sup> 以上の理解は、前払式支払手段発行者が供託義務を負う発行保証金（資金決済法 14 条 1 項）に関して、前払式支払手段の保有者が、「前払式支払手段に係る債権」について、他の債権者に先立ち弁済を受ける権利を有するものとされることがとも整合的であると考えられる（資金決済法 31 条 1 項）。「前払式支払手段に係る債権」は、発行保証金（金銭）から弁済を受ける権利であり、金銭債権であることが前提とされていると考えられるからである（資金決済法の前身である前払式証票の規制等に関する法律 14 条 1 項に関する議論であるが、電子マネーに関する勉強会・前掲注 18 23 頁注 2 も参照）。

<sup>119</sup> 令和 2 年の資金決済法改正に際しても、「発行者が提供する仕組みの中で、利用者が他者にチャージ残高を譲渡するタイプの前払式支払手段については、財産的価値の移転を伴うものである以上、送金サービスに類似した性質を有しているといえることから、発行者に対し、資金移動業者と同様に、利用者資金の全額保全を求めるべきであるとの指摘」が存在した（金融審議会・決済法制及び金融サービス仲介法制に関するワーキング・グループ「報告」[https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20191220/houkoku.pdf](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20191220/houkoku.pdf)（2019 年）13 頁）。

その一方で、デジタル・マネーに決済手段としての性質を認めるうえで、その発行額全額をカバーする裏付資産の存在が必須であるとまではいえないように思われる。前払式支払手段発行者の財産・経営状況や社会的信用などにに基づき、発行者の破綻リスクが極めて低く、前払式支払手段の移転を実現する決済システムが適切に運営されることが期待できる場合であって、当該前払式支払手段が決済に広く利用できるのであれば<sup>120</sup>、決済手段としての社会的信頼を獲得することがあり得るだろう。このように、前払式支払手段債権に決済手段としての性質が承認されるか否かは具体的な事情の評価に依存するところが大いと考えられるが、以下では、この点が肯定されることを前提として、検討を行うこととする。

#### (b) 決済システム上の記録の変更を伴わない（システム外での）移転の禁止

前払式支払手段デジタル・マネーについて、決済システム上の記録の変更を伴わない移転を禁止する方法としては——資金移動業デジタル・マネーについて述べたのと同様に——民法 466 条の 5 第 1 項の類推適用による対処が考えられるところ<sup>121</sup>、同項の類推適用に基づく譲渡禁止の効果が譲受人の主観的態様（悪意又は重過失）に依存するという問題がある。そこで、譲受人の主観的態様によることなく、決済システム外での移転を禁止・制限するという法的ルールの採用の可否が、立法論としての課題となる（1. 4. 2. 1）。

### (2) 決済方法

#### (a) 消滅・発生構成

次に、前払式支払手段デジタル・マネーの決済方法については、利用者が前払式支払手段発行者のもとに前払式支払手段記録口座（資金決済法 3 条 9 項）を開設し、当該口座の記録によって未使用残高を管理することが想定される場合（高額電子移転可能型前払式支払手段（資金決済法 3 条 8 項）など）、利用者の支払指図に基づく消滅・発生構成が想定される<sup>122</sup>。前述した、残高譲渡型前払式支払手段の定義において、その移転の方法として、「一般前払式支払手段

<sup>120</sup> 決済に広く利用できる前払式支払手段としては、高額電子移転可能型前払式支払手段のような第三者型前払式支払手段が想定される（前掲注 114 参照）。

<sup>121</sup> 加毛・前掲注 15 263 頁注 71。

<sup>122</sup> デジタルマネーの私法上の性質を巡る法律問題研究会・前掲注 2 18 頁は、残高譲渡型前払式支払手段に関する決済方法の可能性として、①前払式支払手段債権の譲渡、②債権者の交替による更改、③前払式支払手段債権の消滅・発生による移転を挙げる。もっとも、第三者対抗要件との関係で、①については、確定日付ある証書による通知又は承諾（民法 467 条 2 項）、②については、確定日付ある証書による契約（民法 515 条 2 項）が必要とされるため、残高譲渡型前払式支払手段の移転を決済システム上で完結することができない。それゆえ、残高譲渡型前払式支払手段の決済方法としては、③によるべきものと考えられる。市古・前掲注 24 123 頁注 221 も、発行者が移転に関与する資金移動業デジタル・マネーの類似性に着目して、前払式支払手段デジタル・マネーの決済方法を、前払式支払手段債権の消滅・発生による移転と解する可能性を示唆する。

以上に対して、東京地判平成 30 年 3 月 9 日・前掲注 116 は、番号通知型前払式支払手段の移転を「権利の譲渡」ととし、消滅・発生構成を採用しなかったと評価されている（山城一真「判批」リマークス 62 号（2021 年）12 頁）。もっとも、この事件では、前払式支払手段の決済方法が争点とされたわけではないことに注意を要する。

記録口座における未使用残高（……）の減少及び増加の記録をする方法」が挙げられていることも、このような理解と親和的であると考えられる。

### （b）決済システム上でのデジタル・マネーの移転の完結（第三者関係の規律）

そして、消滅・発生構成を採用することの重要な意義は、ここでも民法 467 条 2 項の適用を回避し、前払式支払手段記録口座に関する記録に基づいて第三者関係を規律することにあると考えられる。そして、これまでの検討が示す通り、決済手段として消滅・発生構成を採用するには、前払式支払手段発行者が、前払式支払手段債権の任意処分をコントロールできることに加えて、前払式支払手段債権に対する強制処分（差押えなど）があった場合に、利用者を把握する前払式支払手段発行者<sup>123</sup>が、利用者による前払式支払手段債権の移転を防ぐ措置をとることが必要になると考えられる<sup>124</sup>。

## （3）仲介者が介在する場合の法律関係

前払式支払手段デジタル・マネーの移転の仲介については、監督法上の規制が存在しないことから、現時点において、利用者と仲介者の法律関係を検討するための素材が乏しい。しかし、これまでの検討によれば、仮に、今後、前払式支払手段デジタル・マネーの移転に関する仲介が行われるようになった場合には——銀行デジタル・マネーや資金移動業者が移転に関与する資金移動業デジタル・マネーと同様に——利用者に前払式支払手段債権が帰属するという法律構成を前提とした監督法上の規制が設けられることが予想される。

### 1. 2. 5 信託銀行・特定信託会社が発行するデジタル・マネー

#### 1. 2. 5. 1 特定信託会社等が移転に関与するデジタル・マネー

#### （1）決済手段

##### （a）3 号電子決済手段

最後に、特定信託会社等が信託という法律構成を利用して発行するデジタル・マネー（以下、「信託型デジタル・マネー」という。）についてみていこう<sup>125</sup>。

令和 4 年の資金決済法改正では、信託という法律構成を利用した電子決済手段として、「特定信託受益権」（資金決済法 2 条 5 項 3 号。以下、「3 号電子決済手段」という。）が導入された。信託の引受けを行う営業は信託業として規制の対象となるため（信託業法 2 条 1 項）、3 号電子

<sup>123</sup> 前払式支払手段のうち、高額電子移転可能型前払式支払手段については、その発行者が犯収法上の特定事業者<sup>123</sup>に該当し（犯収法 2 条 2 項 30 号の 2）、前払式支払手段記録口座（資金決済法 3 条 9 項）の開設を行うことを内容とする契約の締結について、取引時確認義務を負う（犯収法 4 条 1 項、犯収法施行令 7 条 1 項 1 号ヨ）。

<sup>124</sup> 加毛・前掲注 15 271 頁注 97 参照。

<sup>125</sup> 信託銀行は、銀行として、預金債権を決済手段とする銀行デジタル・マネーを発行することができる。本節（1. 2. 5）で検討するのは、信託銀行が信託という法律構成を利用してデジタル・マネーを発行する場合である。

決済手段（特定信託受益権）を発行できるのは、信託業法上の免許・登録を受けた信託会社・外国信託会社、又は、金融機関の信託業務の兼営等に関する法律上の認可を受けた信託銀行等に限られる。そして、特定信託受益権の発行及び償還は為替取引に該当するもの（特定信託為替取引）とされ（資金決済法 2 条 28 項）<sup>126</sup>、特定信託受益権を発行する信託会社・外国信託会社に対して、為替取引に関する資金決済法の規制を及ぼすために、「特定信託会社」という概念が導入された（資金決済法 2 条 27 項）。また、特定信託為替取引のみを業として営む行為は「特定資金移動業」とされた（資金決済法 36 条の 2 第 4 項）<sup>127</sup>。

1 号電子決済手段が、資金決済法 2 条 5 項 1 号に関する金融庁・事務ガイドラインにおいて、その移転に発行者が関与しないものに限定されていたのに対して（1. 2. 2. 1(2)）、3 号電子決済手段については同様の限定がない。そのため、3 号電子決済手段については、移転に特定信託会社等が関与する場合と関与しない場合が想定されることになる。そこで、まず、3 号電子決済手段の移転に特定信託会社等が関与する場合からみていこう。

#### (b) 特定信託受益権（信託法上の受益権）

3 号電子決済手段は特定信託受益権であり、その私法上の性質が信託受益権（信託法 2 条 6 項）であることが前提とされる。この点で、資金決済法上、特定の私法上の法的性質が前提とされるわけではない 1 号電子決済手段と異なる。それゆえ、(必然的ではないものの) 一般的には、3 号電子決済手段の決済手段は信託の受益権であると考えられている<sup>128</sup>。

特定信託受益権とは、「金銭信託の受益権（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。）に表示される場合に限る。）であって、受託者が信託契約により受け入れた金銭の総額のうち預貯金により管理

<sup>126</sup> 金融商品取引法上、受益証券発行信託の受益証券は、金融商品取引法上の有価証券（金融商品取引法 2 条 1 項 14 号）及び有価証券表示権利（金融商品取引法 2 条 2 項本文かつこ書）に該当し、通常の信託の受益権は有価証券とみなされることから（金融商品取引法 2 条 2 項 1 号）、令和 4 年の法改正前には、金融商品取引法の適用があることが、信託受益権を決済手段として利用することの障害になる可能性があった。そこで、「資金決済法において信託財産の全額を円建ての要求払預金で管理することを前提とする等の必要な利用者保護措置がとられること、また、こうした措置により、信用リスク、金利リスク、流動性リスク、為替リスクといったリスクも最小化・明確化され、そうした仕組みも明らかにされること等を前提とすると、投資判断に有益な情報を提供するという金融商品取引法上の開示規制や、投資者保護・資本市場の健全性確保のための諸規制を適用しないこととする制度改正を行うことが考えられる」（金融審議会・資金決済ワーキング・グループ・前掲注 2 24-25 頁）ことを根拠として、特定信託受益権が金融商品取引法上の「有価証券」に該当しないことが明文化された（金融商品取引法 2 条 2 項かつこ書、1 号かつこ書。規定の適用関係については、市古・前掲注 24 244 頁注 49）。

<sup>127</sup> 特定資金移動業も、資金移動業の一種であるが、業務実施計画の認可を受けることにより、第二種資金移動業に課される送金上限額（100 万円）の規制を免れることができる（資金決済法 37 条の 2 第 2 項・40 条の 2 第 1 項、資金決済法施行令 12 条の 4）。それ以外の場合には、送金上限額の規制が課されるものの、特定信託会社が 3 号電子決済手段の移転に関与しない場合には、利用者が行う 1 回あたりの送金額を規制することができないため、特定信託会社が利用者のアンホステッド・ウォレットに 3 号電子決済手段を移転する場合の 1 回あたりの上限額が 100 万円に制限されるにとどまる（資金移動業ガイドラインⅣ-2(2)）。以上については、前掲注 77 も参照。

<sup>128</sup> 市古・前掲注 24 336 頁は、3 号電子決済手段について、「トークンに表示される権利（……）自体は、……通常の信託受益権」であるとする。

する額の当該金銭の総額に占める割合が内閣府令で定める割合以上であること、当該金銭の総額のうち当該預貯金により管理する額以外の額を内閣府令で定める国債証券その他の内閣府令で定める債券（……）の保有により運用するものであることその他内閣府令で定める要件を満たすもの」と定義される（令和 7 年改正後の資金決済法 2 条 9 項）。電子決済手段については、利用者が発行者に対して償還請求権を有することを前提として、発行者の破綻時に利用者の償還請求権の法的保護が図られることが必要であるとされた<sup>129</sup>。信託においては、受託者に対する倒産手続の開始が信託に影響を及ぼさないことが法律の明文をもって保障されている（信託法 25 条など）。このことに加えて、特定信託受益権の信託財産は、その総額の一定割合以上を同一通貨建ての要求払預貯金<sup>130</sup>（電子決済手段等取引業府令 3 条）とするとともに、それ以外の財産についても、信用リスク、価格変動リスク及び流動性リスクの低い国債や定期預金であることが必要とされる<sup>131</sup>。このように信託財産を一定の財産に限定することによって、利用者の償還請求権の保護が図られる。このことが、3 号電子決済手段に対する利用者の信頼を高め、その決済手段としての性質の社会的承認に寄与するものと考えられる。

また、特定資金移動業を営む特定信託会社は資金移動業者とみなされ、資金移動業者に関する資金決済法の規定が適用されることから、特定信託会社が利用者と「為替取引を継続的に又は反復して行うことを内容とする契約」を締結する場合には、帳簿書類として顧客勘定元帳を作成・保存する義務を負う（資金決済法 37 条の 2 第 2 項・52 条、資金移動業府令 33 条 1 項 3 号）。信託銀行等は、信託勘定元帳のほか、特定信託為替取引に関する一定の帳簿書類の作成・保存を義務付けられる（金融機関の信託業務の兼営等に関する法律施行規則 21 条 6 項、7 項）。これらの帳簿書類の記録の正確性が金融庁による監督等<sup>132</sup>を通じて確保されることも、特定信託受益権が決済手段としての社会的承認を得ることにつながるものと考えられる。

以上のように、3 号電子決済手段の決済手段を特定信託受益権であると考える場合に注意を要するのが、特定信託受益権が、資金決済法の規制の下で、支払単位の媒体として利用されるために創出された権利であることである<sup>133</sup>。決済手段である特定信託受益権の受益者（利用者）

<sup>129</sup> 金融審議会・資金決済ワーキング・グループ・前掲注 2 24 頁。

<sup>130</sup> 預貯金を預け入れる先の金融機関は、一定の健全性基準を満たす銀行等に限定される（資金移動業府令 31 条 6 号、金融機関の信託業務の兼営等に関する法律施行規則 22 条 10 項 3 号）。

<sup>131</sup> 令和 4 年の資金決済法改正時には、信託財産は、委託者から受け入れた金銭を原資とする同一通貨建ての要求払預貯金に限定されていたが、規制の過剰さを指摘する見解も存在していた（芝＝水井・前掲注 32 25-26 頁、斎藤創「ステーブルコインに関する法的課題」ジュリスト 1602 号（2024 年）29 頁、加藤・前掲注 77 130 頁）。令和 7 年改正では、ステーブルコインの裏付資産として国債を含む預金以外での運用を認める規制の導入という国際的動向を踏まえて、信託財産に預貯金以外の金融資産を含めることが許容された。もっとも、「電子決済手段の価格安定性・償還確実性を担保する観点から、要求払預貯金以外の管理・運用方法としては、信用リスク、価格変動リスク及び流動性リスクの低い資産の保有に限ることとし、さらに、こうした資産の組入比率には一定の上限を設ける」とこととされた（金融審議会・資金決済制度等に関するワーキング・グループ・前掲注 39 16 頁）。特定信託受益権の信託財産について要求払預貯金による裏付けを要求することの必要性及び十分性に関する理論的分析として、行岡睦彦「私的主体が発行する「貨幣」の規制に関する覚書——ステーブルコインに関する規制を中心に」フィナンシャル・レビュー 156 号（2024 年）19 頁。

<sup>132</sup> 信託会社等に関する総合的な監督指針 12、資金移動業ガイドライン II-2-2-2 参照。

<sup>133</sup> 河合健「パーミッションレス型電子決済手段（ステーブルコイン）の移転に関する法的考察——特定信託受益型の電子決済手段を念頭に」金法 2217 号（2023 年）は、特定信託受益権が「資金決済法上の決済手段として

は、信託契約の期間中、信託財産から給付を受けることがない。利用者が信託財産から給付を受けるのは、特定信託会社等に対して信託契約を解除し、償還を受ける場合に限られる。信託契約期間中の受益の内容は、特定信託受益権を決済手段として利用することである。このような特定信託受益権の決済手段としての性質は、3 号電子決済手段の決済方法の検討においても留意する必要があると考えられる。

### （c） 決済システム上の記録の変更を伴わない（システム外での）移転の禁止

信託の受益権については、信託行為における受益権の譲渡制限の定めについて、悪意又は重過失の第三者との関係で物権的効力が認められる（信託法 93 条 2 項）。そこで、3 号電子決済手段を発行する信託契約において、決済システムの変更を伴わない特定信託受益権の譲渡の禁止を定めておくことにより、悪意又は重過失の第三者との関係では、システム外での移転を禁止することができる。

信託法 93 条 2 項が物権的効力を肯定する根拠は、一般に、受益権が単なる債権ではなく、受託者に対する監督的権能を含む法的地位であることにありと説明される<sup>134</sup>。しかし、特定信託受益権に関しては、信託契約の期間中、受益者（利用者）が信託財産からの給付を受けることはなく、また、受託者（特定信託会社等）の職務も限定されることから<sup>135</sup>、受益者が受託者に対して監督的権能を行使することはほとんど想定されない。それゆえ、特定信託受益権について、信託法 93 条 2 項の趣旨に関する一般的な説明は妥当し難いといえる。むしろ、特定信託受益権に関しては、譲渡制限の意思表示に物権的効力が認められる根拠を、その決済手段としての性質に求めるべきように思われる。特定信託受益権は、支払単位の組み込まれた媒体としての役割を果たすために創出された権利であり、その移転を実行するインフラストラクチャが整備され、決済サービス提供者である発行者によって適切に管理・運営されることが保障されることにより、電子決済手段の決済手段としての性質が社会的にも承認される。そのことが、譲渡制限の意思表示の物権的効力を基礎づけると考えられるのである<sup>136</sup>。

もともと、以上のように解する場合であっても、信託法 93 条 2 項に基づく特定信託受益権の譲渡禁止の効力が悪意又は重過失の譲受人との関係でのみ生じることには注意を要する。それ

---

特別に定義された信託受益権である」（39 頁）とし、信託の目的も「電子情報処理組織を用いて移転できるトークンに表示された特定信託受益権を受益者が決済手段として利用できるようにすることおよびそのために必要な信託財産の管理や償還を行うこと」（40 頁）であるとする。

<sup>134</sup> 大村敦志＝道垣内弘人編『解説 民法（債権法）改正のポイント』（有斐閣・2017 年）284 頁〔加毛明〕、村松秀樹編著『概説 信託法』（金融財政事情研究会・2023 年）246 頁注 9。

<sup>135</sup> 受託者の職務としては、法律によって許容された種類の財産を信託財産として管理すること（電子決済手段等取引業府令 3 条）のほか、受益者が特定信託受益権について信託の元本の全部又は一部の償還を請求した場合に、遅滞なく当該特定信託受益権に係る信託契約の一部を解約することにより当該請求に応じること（資金決済法 37 条の 2 第 4 項）、又は、遅滞なく当該特定信託受益権をその履行等金額と同額で買い取る（資金移動業に関する内閣府令 3 条の 7）などに限られる。

<sup>136</sup> 加毛・前掲注 15 263 頁注 71。信託は様々な目的に利用される法律構成であり、その目的に応じて信託の受益権も多様であり得るところ、信託法 93 条 2 項の根拠についても、受益権の性質に応じて複層的に理解することが考えられる。

ゆえ、資金移動業デジタル・マネーや前払式支払手段デジタル・マネーに関する民法 466 条の 5 第 1 項の類推適用について指摘したのと同様の問題が、信託型デジタル・マネーについても存在するのである。

## (2) 決済方法

### (a) 証券不発行型の有価証券発行信託——当事者の合意

3 号電子決済手段の決済方法について、令和 4 年の資金決済法改正の審議過程では、信託型デジタル・マネーについて証券不発行型の受益証券発行信託という法律構成の採用が想定されていた<sup>137</sup>。信託では、信託行為において受益権を表示する証券（受益証券）を発行する旨を定めることにより、信託法第 8 章「受益証券発行信託の特例」の規定が適用される（信託法 185 条 1 項）。ただし、特定信託受益権については、物理的な券面を発行しないのが通常であるため、信託行為において、特定の内容の受益権について受益証券を発行しない旨を定めることになる（信託法 185 条 2 項<sup>138</sup>）。このような定めを置くことにより、信託法第 8 章の規定の一部が適用されなくなる。例えば、通常の受益証券発行信託では、受益証券の交付が受益権譲渡の効力要件とされるのに対して（信託法 194 条）、証券不発行型の受益証券発行信託の場合には、当事者の合意によって受益権が譲渡される（信託法 194 条かっこ書）。このように、3 号電子決済手段について証券不発行型の受益証券発行信託を利用する場合、その決済方法は、当事者の合意であることになる。

以上のように、3 号電子決済手段は、信託という法律構成を採用するため——資金移動業者の発行する 1 号電子決済手段について有価証券法理の（類推）適用の可否が問題とされていたのとは異なり——信託行為の定めに基づいて有価証券法理の適用が可能になるという特徴を有する。もっとも、有価証券法理を定める信託法第 8 章の規定内容は、投資目的で取引されるデジタル金融資産（セキュリティ・トークン）には適したものといえるかもしれないが、決済手段としての特定信託受益権について適切な内容であるのかについては、慎重な検討を要するものと考えられる<sup>139</sup>。

### (b) 決済システム上でのデジタル・マネーの移転の完結（第三者関係の規律）

3 号電子決済手段について証券不発行型の受益証券発行信託という法律構成を採用する場合

<sup>137</sup> 金融審議会・資金決済ワーキング・グループ・前掲注 2 24 頁注 85。

<sup>138</sup> 信託法 185 条 2 項については、信託行為において全ての受益権について受益証券を発行しない旨を定めることが許容されるかが問題となる。信託法の立案担当者は消極的に解するが（寺本昌広『逐条解説 新しい信託法〔補訂版〕』（商事法務・2008 年）387 頁、村松編著・前掲注 134 357-358 頁）、学説上はこれを肯定する見解が有力である（道垣内弘人『信託法〔第 2 版〕』（有斐閣・2022 年）353 頁、神作・前掲注 33 79 頁、信託法務研究会「受益証券発行信託における受益証券の不発行について」信託 301 号（2025 年）9-13 頁）。

<sup>139</sup> 得津晶「金融法の体系の中の『資金決済法』」金法 2216 号（2023 年）41-43 頁は、金銭・預金債権などに適用される「金銭型」の法的ルールと、証券口座・有価証券などに適用される「有価証券型」の法的ルールの違いを整理する。

<sup>140</sup>、受益権（受益証券）譲渡の第三者対抗要件は、受益権を取得した者の氏名・名称及び住所を受益権原簿に記載又は記録することである（信託法 195 条 1 項、2 項）。そこで、3 号電子決済手段を移転するインフラストラクチャとしてブロックチェーンを利用する場合、ブロックチェーン上の記録の変更（トークンの移転）をもって、受益権原簿への記載又は記録とすることができかが問題となる。しかし、ブロックチェーン上には受益者個人を特定するための情報（氏名・名称及び住所）が記録されないのが通常である<sup>141</sup>。そこで、特定信託会社等が、ブロックチェーン上の記録の変更と、受益権取得者の氏名・名称及び住所と結びつける仕組みが必要になる<sup>142</sup>。特定信託会社等や電子決済手段等取引業者が、利用者の氏名・名称及び住所を把握している場合には<sup>143</sup>、それらの情報とブロックチェーン上の記録を連携させることにより、特定信託受益権の移転について第三者対抗要件の具備が可能となる。発行者・仲介者などの決済サービス提供者が一定の役割を果たすことを前提として、デジタル・マネーの移転を決済システム上で完結する（第三者に対抗する）ことが法的に実現されるのである。

### （3）仲介者が介在する場合の法律関係

証券不発行型の受益証券発行信託による 3 号電子決済手段の仲介は、電子決済手段等取引業に該当する。もっとも、電子決済手段の管理（資金決済法 2 条 10 項 3 号）の具体例としては——1 号電子決済手段と異なり——電子決済手段等取引業者が、利用者から「受益権に係る移転の指図（受益権原簿（……）の書換えの指図を含む。）を受け、自ら移転後の利用者の氏名等を受益権原簿に記載し、又は発行者に対して、受益権原簿の書換えの指図の伝達を行い得る状態にある場合<sup>144</sup>」が挙げられる。電子決済手段等取引業者は、特定信託会社等から付与された代

<sup>140</sup> これに対して、受益証券発行信託という法律構成を用いずに、産業力強化法 11 条の 2 第 1 項に基づく、第三者対抗要件の具備の可能性については、市古・前掲注 24 242 頁、みずほ信託プロダクツ法務研究会編『新たな信託ソリューションと法務——円滑な M&A・事業承継等のために』（金融財政事情研究会・2022 年）239-242 頁。

<sup>141</sup> 河合・前掲注 133 38 頁参照。そのため、ブロックチェーンを利用して発行されるセキュリティ・トークンに関しては、「管理者の存在する分散台帳又はブロックチェーンでは、管理者が分散台帳又はブロックチェーンに記録されるトークンの帰属に関する情報とトークンの保有者の氏名や住所等を紐づけることが予定されているように思われる」ことが指摘されている（加藤貴仁「トークンとトークン化された権利の距離——金融商品取引法の『有価証券』のトークン化（STO）の現在地」神田秀樹責任編集『企業法制の将来展望——資本市場制度の改革への提言 [2023 年度版]』（財経詳報社・2022 年）403 頁）。

<sup>142</sup> 芝＝水井・前掲注 32 25 頁、神作・前掲注 33 79 頁。実務上のスキームとしては、ブロックチェーン・アドレスに紐づいた投資家の氏名・住所等の情報を、受託者又は受益権原簿管理人の管理するサーバ上のファイルにおいて管理し、「当該ファイル（または当該ファイルとブロックチェーン上の記録を一体としてみたもの）が受益権原簿を構成すると解する」ことが提案されている（みずほ信託プロダクツ法務研究会編・前掲注 140 237 頁、238 頁注 14）。

<sup>143</sup> 特定信託会社等は、犯収法上の特定事業者該当し（犯収法 2 条 2 項 1 号、25 号）、信託に係る契約の締結について、取引時確認義務を負う（犯収法 4 条 1 項、犯収法施行令 7 条 1 項 1 号ハ）。電子決済手段等取引業者は、犯収法上の特定事業者該当し（犯収法 2 条 2 項 31 号の 2）、電子決済手段の交換等又は管理を行うことを内容とする契約の締結及び 10 万円を超える電子決済手段の交換等又は移転について、取引時確認義務を負う（犯収法 4 条 1 項、犯収法施行令 7 条 1 項 1 号タ～ソ）。

<sup>144</sup> 電子決済手段等取引業ガイドライン I-1-2-2④ロ。

理権に基づき<sup>145</sup>、受益権名簿の書換えなどを行うことになる<sup>146</sup>。

また、電子決済手段等取引業者は、利用者から預託を受けて管理する電子決済手段について、原則として、信託銀行・信託会社に対して信託する方法により分別管理を行わなければならないところ（資金決済法 62 条の 14 第 1 項、電子決済手段等取引業府令 38 条 1 項、2 項）、電子決済手段が当該利用者に帰属することが明らかであるときは、信託設定を免れるものとされる（電子決済手段等取引業府令 38 条 7 項）。その具体例とされるのが、「電子決済手段等取引業者が、……特定信託受益権のうち受益証券発行信託に係る受益権に該当するものを利用者のために管理する場合であって、各利用者が受益権原簿において受益権者として記載されている<sup>147</sup>」場合である。このような説明の前提には、証券不発行型の受益証券発行信託に基づく特定信託受益権が、実体法上、利用者に帰属する（それゆえ、信託による倒産隔離が不要である）という考え方があるように思われる。

## 1. 2. 5. 2 特定信託会社等が移転に関与しないデジタル・マネー

### (1) 決済手段

#### (a) 特定信託受益権（信託法上の受益権）

次に、特定信託会社等が移転に関与しない信託型デジタル・マネーについてみていこう。

令和 4 年の資金決済法改正後、初期の段階から、パーミッションレス型ブロックチェーンを利用して、発行者の関与なしに移転する 3 号電子決済手段の発行が計画された<sup>148</sup>。このような 3 号電子決済手段についても、その決済手段は特定信託受益権であると一般に考えられている。

#### (b) 決済システム上の記録の変更を伴わない（システム外での）移転の禁止

そして、決済システム（パーミッションレス型ブロックチェーン）上の記録の変更を伴わない特定信託受益権の移転を禁止する法的手段についても、信託行為における受益権の譲渡制限の定めが想定される（信託法 93 条 2 項）。もっとも、前述のように、信託行為における受益権の譲渡禁止に物権的効力が認められるか否かが、譲受人の主観的態様に依存するという問題は残ることになる<sup>149</sup>。

<sup>145</sup> 金融審議会・資金決済ワーキング・グループ・前掲注 2 26 頁注 92、デジタルマネーの私法上の性質を巡る法律問題研究会・前掲注 2 30 頁。

<sup>146</sup> 市古・前掲注 24 293 頁は、セキュリティ・トークンの管理業務との類似性を指摘する。

<sup>147</sup> 電子決済手段等取引業ガイドラインⅡ-2-2-3-2(3)④（注）。

<sup>148</sup> デジタルアセット共創コンソーシアム「パーミッションレス型ステーブルコインの健全な導入・普及に向けた整理」[https://www.tr.mufg.jp/ippan/pdf/permissionlessssc\\_rpt.pdf](https://www.tr.mufg.jp/ippan/pdf/permissionlessssc_rpt.pdf)（2022 年）3 頁は、「我が国でもパーミッションレス型 SC〔ステーブルコイン〕を安全かつ自由に利用できるようになれば、NFT を介した我が国のコンテンツ等のグローバルな展開や、国内外の Web3 エコシステムへのアクセシビリティ向上が見込まれるだけでなく、円建ての“国産”SC をグローバルでも利用可能とすることで、新時代における日本円の価値をこれまで以上に高める戦略を採ることも可能となる」とする。

<sup>149</sup> 決済システム（ブロックチェーン）外での特定信託受益権の移転を防止する法律構成として、河合・前掲注 133 41 頁注 16 は、次述する消滅・取得構成という決済方法によれば、信託行為の定めに基づき、「トークンの保有者」が受益者となる以上、「トークンを移転せずに受益権だけ移転するというチェーン外譲渡の合意は履行

## (2) 決済方法

### (a) 消滅・取得構成

特定信託会社等が移転に関与しない信託型デジタル・マネーの決済方法に関しては、まず、証券不発行型の受益証券発行信託という法律構成を採用するのが困難であると評価されている<sup>150</sup>。特定信託会社等が全ての利用者を把握できないため、特定信託受益権を無記名受益権（「無記名式の受益証券が発行されている受益権」〔信託法 110 条 3 項かつこ書〕）とせざるを得ず、証券の発行が必要とされるとともに、受益権譲渡の第三者対抗要件の具備方法として、受益権原簿への記載又は記録によることができず（信託法 195 条 3 項）、受益証券の占有移転<sup>151</sup>が必要とされるからである。

そこで、発行者が移転に関与しない 3 号電子決済手段の決済方法として、実務・学説上、有力に主張されているのが、特定信託受益権の「消滅・取得構成<sup>152</sup>」と呼ばれる法律構成である。信託法 88 条 1 項本文は、「信託行為の定めにより受益者となるべき者として指定された者（…）は、当然に受益権を取得する」と規定する。この規定を根拠として、3 号電子決済手段を発行する信託契約において、特定信託受益権の受益者となるべき者を、その時々における「トークンの保有者」と定めておくことにより、利用者（受益者）は、自らの意思に基づいてブロックチェーン上の記録を書き換える（トークンを移転する）ことで、自らは特定信託受益権を喪失するとともに、支払を受領する者（債権者など）に特定信託受益権を取得させることができる。ここでいうトークンの保有者とは「受益権を表示するトークンが記録される特定のアドレスを管理する者」を意味するとされ、「特定のアドレスを管理する者」とは「当該アドレスに記録されているトークンを移転できる権限を有する者であり、当該アドレスに対応する秘密鍵を管理している者」を指すものと説明される<sup>153</sup>。この説明によれば、特定信託受益権について、信託契約を解除し、特定信託会社等に対して償還請求を行うことができるのも、ブロックチェーン上の記録の書換えによって、特定信託受益権の受益者となった利用者であることになる<sup>154</sup>。

不能となり、譲受人は当該方法での履行の請求はできない（民法 412 条の 2 第 1 項）と考えられる」とする。この見解は、受益者の資格に関する信託行為の定めに基づき、特定信託受益権の譲渡が不可能になるとの理解を前提とするものと考えられるが、信託行為の定めにもその効力を認めることができるのかには疑問がある（特定信託受益権の譲渡により、譲受人が譲渡人に対し、ブロックチェーン上の記録の変更を請求する権利を取得すると考えることもできるように思われる）。また、トークンの移転を伴わない特定信託受益権の譲渡を許容すると、電子決済手段の定義（「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」）を充たさなくなることから、「特定信託受益権をチェーン外で譲渡することは、その性質上認められないとも整理し得るのではないか（信託法 93 条 1 項ただし書）」とも示唆される。もっとも——この見解が認める通り——特定信託受益権の譲渡性を剥奪することを趣旨とする信託法 93 条 1 項ただし書に基づいて、特定信託受益権の流通性向上のために決済システム外での移転を制限することを正当化することには困難が伴うように思われる。

<sup>150</sup> 佐野・前掲注 21 469 頁注 3。

<sup>151</sup> 道垣内弘人編著『条解 信託法』（弘文堂・2017 年）836-837 頁〔弥永真生〕。

<sup>152</sup> 河合・前掲注 133 40 頁。デジタルマネーの私法上の性質を巡る法律問題研究会・前掲注 2 29 頁注 102 も参照。

<sup>153</sup> 河合・前掲注 133 40 頁注 11。

<sup>154</sup> 発行者である特定信託会社等は、利用者が償還請求を行うまで、利用者が誰であるかを把握しないことになる。もっとも、受託者が一定の時点まで受益者を特定できないことは、信託の他の利用場面にもみられる（河合・前掲注 133 41 頁注 14、芝＝水井・前掲注 32 25 頁注 17、加藤・前掲注 77 112 頁注 55）。佐野・前掲注 21

以上の消滅・取得構成は、前述した発行者が移転に関与する銀行デジタル・マネーなどの決済方法とされる消滅・発生構成と類似するようにみえるが、利用者の特定信託会社等に対する支払指図を根拠としない点で、これと異なる。信託法が明文の規定（信託法 88 条 1 項本文）をもって、信託行為において受益者となるべき者の資格を定めることを認めていることに着目し、個々の移転に発行者が関与せずとも、利用者がブロックチェーン上の記録の変更を通じて特定信託受益権を他者に移転できるものとするのが、消滅・取得構成の特徴といえるのである。

消滅・取得構成によれば、利用者が自らの意思に基づいて、他者に受益権を取得させられることになる。しかし、そのことが、信託法 88 条 1 項本文が想定する適用事例と前提を異にする可能性があることが指摘されている<sup>155</sup>。また、利用者（受益者）が自らの意思に基づいて、特定信託会社等（受託者）の関与なしに、特定信託受益権を他者に移転することは、受益権の譲渡（信託法 93 条 1 項）に類似するのであり、消滅・取得構成による特定信託受益権の移転が受益権の譲渡と性質決定される可能性もある。

これらの問題については、まず、信託行為の定めを根拠として、受益者が自らの意思に基づき、他者に受益権を取得させることが許容される場合は、3 号電子決済手段の他にも存在することを指摘できる。例えば、セキュリティ・トラスト（担保権の信託）については、信託行為において、被担保債権の債権者を受益者とする旨を定めておくことにより、被担保債権の譲渡に伴って、譲渡人が受益権（受益者としての地位）を喪失し、譲受人が受益権を取得することになるものと解されている<sup>156</sup>。そして、その場合の受益権の移転は、受益権の譲渡と性質決定されないことが指摘されている<sup>157</sup>。同様に考えれば、特定信託受益権について、受益権の譲渡とは異なる消滅・取得構成を採用することも許容されるとの理解が成り立ち得る。

しかし、このような理解に対しては、セキュリティ・トラストの場合、「誰が受益者であるかは債権譲渡……に関する規律に従って定まる」のに対し、特定信託受益権に関しては、移転の基礎となるブロックチェーン上の記録の変更（トークンの移転）の「法的な位置付けが必ずしも明確ではない」との違いがあるとの批判が向けられる<sup>158</sup>。そして、「将来的に、パーミッションレス型分散台帳に基づくトークンの移転に関する私法上の規律が明確化される」ことにより、消滅・取得構成の採否の判断に影響を及ぼす可能性があることが指摘される<sup>159</sup>。

このような指摘に対しては、特定信託受益権が決済手段として利用されるために創出された

469 頁は、「他益信託を前提に、トークンが転々流通している間は受益者は特定されておらず、あるトークン保有者が特定信託会社に対して償還を請求した場合等に、当該トークン保有者を当該トークン数量に相当する受益債権を有する受益者として特定する等の方法も考えられる」とする。

<sup>155</sup> 神作・前掲注 33 80 頁は、「民事信託とりわけ世代超越機能の実現を念頭に置いた規定」とであると指摘する。

<sup>156</sup> 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『担保法制をめぐる諸問題』（2006 年）44 頁。

<sup>157</sup> セキュリティ・トラストの一種である企業価値担保権について、水谷登美男ほか「事業性融資の推進等に関する法律について——企業価値担保権及びその信託に関する規律を中心に」信託 300 号（2024 年）45-46 頁。

<sup>158</sup> 加藤・前掲注 77 112 頁。

<sup>159</sup> 加藤・前掲注 77 113 頁。

権利であることに立ち返った検討が要請されるように思われる。そのような特定信託受益権の移転を論じることの意味は、支払単位の帰属を明らかにすることに求められる<sup>160</sup>。それゆえ、ブロックチェーン上の記録が、資金決済法による規制を前提として、ブロックチェーンの適切な管理・運営により、支払単位の帰属を規律するのに十分に信頼に値するものといえるのであれば、それを基準として特定信託受益権の帰属を決定すること（消滅・取得構成の採用）が許容されて良いように思われる<sup>161</sup>。

#### (b) 決済システム上でのデジタル・マネーの移転の完結（第三者関係の規律）

以上のように消滅・取得構成を決済方法とする見解によれば、特定信託受益権の移転に関する第三者との関係は、ブロックチェーン上の記録を基準として規律することが想定されるものと考えられる。前述のように、特定信託会社等が移転に関与しない信託型デジタル・マネーについては、決済方法として証券不発行型の受益証券発行信託を利用することは困難であると考えられるが、仮に証券不発行型の受益証券発行信託を採用する場合であっても、受益権譲渡の第三者対抗要件として、受益権原簿への受益権取得者の氏名・名称及び住所の記載・記録が必要とされるところ（信託法 195 条 1 項、2 項）、特定信託会社等が利用者を把握していなければ、第三者対抗要件を具備できないという問題が存在する<sup>162</sup>。消滅・取得構成は、このような問題を回避するために主張された法律構成であるということもできる。

もっとも、銀行デジタル・マネーなどに関する消滅・発生構成について検討したところによれば、消滅・取得構成に基づき、ブロックチェーン上の記録の変更によって第三者との関係を規律することが許容されるためには、ブロックチェーン上の記録の正確性の確保の必要性に加えて、3 号電子決済手段（特定信託受益権）に対する強制処分（差押えなど）について、発行者である特定信託会社等が適切に対応できるかという問題を指摘できる<sup>163</sup>。これらの問題については、立法論を含めた検討を要するものと考えられることから、後に再度検討することとした

<sup>160</sup> この点で、特定信託受益権の移転を検討する際に注目すべきは、「パーミッションレス型分散台帳に基づくトークン」（ブロックチェーン上の記録）というより、特定信託受益権が媒体としての役割を果たす支払単位であるように思われる。また、支払単位の媒体である特定信託受益権という権利の帰属や準占有を離れて、トークン（ブロックチェーン上の記録）に関する私法上の規律（帰属や占有など）について論じる意義があるのかには、慎重な検討を要するように思われる（加毛・前掲注 69 41 頁参照）。

<sup>161</sup> 金銭の移転について、原則として所有と占有が一致するものとされることの根拠に関して、「現金通貨の金銭としての法的性格を決定するのは、その帰属及び移転を実現するところの通貨媒体である有体物ではなく、通貨媒体に組み込まれた価値的権能（支払単位）であることに求められる」（森田・前掲注 12 18 頁）と説明される。媒体としての動産（紙幣・貨幣）ではなく、それが媒体として機能する金銭的価値に着目して、動産（紙幣・貨幣）の所有権の帰属や移転が規律されるのである。

<sup>162</sup> 河合・前掲注 133 38 頁、デジタルマネーの私法上の性質を巡る法律問題研究会・前掲注 2 29 頁、増島＝堀編著・前掲注 21 245 頁注 19、加藤・前掲注 77 107-108 頁。この点について、産業競争力強化法 11 条の 2 に基づく第三者対抗要件具備の可能性（前掲注 48 参照）を指摘する見解も存在するが（芝＝水井・前掲注 32 25 頁）、パーミッションレス型ブロックチェーンについて、産業競争力強化法 11 条の 2 の要件を充たす情報システムを組み込むことは現実的には困難であると指摘されている（河合・前掲注 133 38 頁注 8、市古・前掲注 24 242-243 頁）。

<sup>163</sup> これらの課題は、資金移動業者が移転に関与しない資金移動業デジタル・マネーについても存在するところである（1. 2. 3. 2(2)(c)）。

い（1. 4. 2. 2）。

### （3）仲介者が介在する場合の法律関係

利用者が 3 号電子決済手段（特定信託受益権）を電子決済手段等取引業者に預託する場合に、ブロックチェーン上の記録に結びつけられたアドレスを管理するのは、電子決済手段等取引業者であるので、消滅・取得構成によれば、特定信託受益権の保有者は、利用者でなく、電子決済手段等取引業者であることになる。利用者は、電子決済手段等取引業者との口座（アカウント）開設契約に基づき、電子決済手段の移転に関する債権を有するものと解される<sup>164</sup>。このような理解を前提とすれば、電子決済手段等取引業者が、利用者から預託を受けて管理する電子決済手段について、原則として、信託銀行・信託会社に対して信託する方法により分別管理を行う義務を負うことも（資金決済法 62 条の 14 第 1 項、電子決済手段等取引業府令 38 条 1 項、2 項）、利用者保護の必要性に基づいて基礎づけられることになると考えられる。

また、同一の電子決済手段等取引業者のもとに口座（アカウント）を開設する利用者の間では、当該電子決済手段等取引業者の帳簿上の記録の変更により（ブロックチェーン上の記録の変更なしに）、3 号電子決済手段（特定信託受益権）の取引が行われることがあり得る<sup>165</sup>。この場合には、特定信託受益権について移転はなく（電子決済手段等取引業者が特定信託受益権の帰属主体であり続け）、利用者間において、電子決済手段等取引業者に対する債権の金額（移転を請求できる電子決済手段の金額）に増減が生じるものと考えられる。

以上のように、特定信託会社等が移転に関与しない 3 号電子決済手段について、従前の議論では、特定信託受益権が電子決済手段等取引業者に帰属するという考え方が前提とされているように思われる。

## 1. 2. 6 小括

本章（1. 2）では、わが国において現に発行され又は将来発行が予定されているデジタル・マネーを対象として、その決済手段・決済方法、移転に関する 2 つの法律問題——決済システム上の記録の変更を伴わない（システム外での）移転の禁止及び決済システム上でのデジタル・マネーの移転の完結（第三者関係の規律）——、仲介者が介在する場合の法律関係に関し、これまでいかなる議論が行われてきたかについて検討した。その内容をまとめれば、次のようになる。

まず、発行者が移転に関与するデジタル・マネーのうち、銀行デジタル・マネー、資金移動業デジタル・マネー、前払式支払手段デジタル・マネーについては、その決済手段として預金債権・資金移動業債権・前払式支払手段債権という金銭債権が想定され、その決済方法として消滅・発生構成が有力であったといえることができる。そして、決済システム上の記録の変更を

<sup>164</sup> 河合・前掲注 133 40 頁注 13、佐野・前掲注 21 433 頁注 3。

<sup>165</sup> 市古・前掲注 24 321 頁。

伴わない（システム外での）移転の禁止については、預貯金債権の譲渡制限の意思表示に関する民法 466 条の 5 第 1 項の適用・類推適用による対処が考えられるところ、資金移動業デジタル・マネーと前払式支払手段デジタル・マネーについては、譲渡禁止の効力が譲受人の主観的態様に依存するという限界が存在していた。決済システム上でのデジタル・マネーの移転の完結（第三者関係の規律）については、消滅・発生構成に基づき、発行者が管理する帳簿の記録に基づいて第三者関係を規律するという理解が有力であるところ、そのような理解が許容されるためには、帳簿の記録の正確性が保障されることに加えて、強制処分（差押えなど）に関する発行者の適切な対処が要請されるものと考えられる。さらに、仲介者が介在する場合の法律関係については、監督法による規制において、決済手段である金銭債権が利用者に帰属することが前提とされていると考えることができる。

次に、発行者が移転に関与する信託型デジタル・マネーについては、特定信託受益権という信託の受益権を決済手段とし、証券不発行型の受益証券発行信託という法律構成により、当事者の合意が決済方法となるとの考え方が有力であった。決済システム上の記録の変更を伴わない（システム外での）移転の禁止については、信託法 93 条 2 項に基づき、信託行為において特定信託受益権の譲渡を禁止する定めを置くことによる対処が考えられるところ、やはり譲受人の主観的態様に依存するという限界が存在することになる。決済システム上でのデジタル・マネーの移転の完結（第三者関係の規律）については、受益権譲渡の第三者対抗要件が受益権原簿への受益者の氏名・名称及び住所の記載・記録であることから（信託法 195 条 1 項、2 項）、3 号電子決済手段の発行にブロックチェーンを用いる場合には、特定信託会社等が利用者の情報とブロックチェーン上の記録とを連携させることによって、第三者対抗要件が具備されるものとされていた。さらに、仲介者が介在する場合の法律関係については、決済手段である特定信託受益権が利用者に帰属することを前提とする監督法の規制が設けられていた。

以上に対して、発行者が移転に関与しないデジタル・マネーについては、まず資金移動業デジタル・マネー（1 号電子決済手段）に関して、その決済手段を償還請求権という金銭債権とする見解と、ブロックチェーン上の記録に対する財産権とする見解が存在した。いずれの見解も、決済方法として、ブロックチェーン上の記録の変更（トークン）を必要とするものであるが、それが当事者の意思に基づくものであることが必要とされるか否かについて、見解が分かれ得るものと考えられる。他方、ブロックチェーン上の記録の変更（トークン）を 1 号電子決済手段の効力要件とする考え方によれば、決済システム上の記録の変更を伴わない（システム外での）1 号電子決済手段の移転を禁止できることになり、また、1 号電子決済手段の譲渡に関する第三者関係をブロックチェーン上の記録に基づいて規律するものと考えることにより、デジタル・マネーの移転に関する 2 つの問題を解決できることになる。もっとも、ブロックチェーン上の記録に基づいて第三者関係を規律するためには、ブロックチェーン上の記録の正確性の確保の必要性に加えて、1 号電子決済手段に対する強制処分（差押えなど）に対する発行者（資金移動業者）の対処の必要性を指摘できる。さらに、仲介者が介在する場合の法律関係に

については、資金決済法上の規制が、決済手段が電子決済手段等取引業者に帰属することを前提とするものであると評価することができる。

最後に、発行者が移転に関与しない信託型デジタル・マネーについては、特定信託受益権が決済手段であることを前提として、信託法 88 条 1 項本文に基づく消滅・取得構成という決済方法が有力に主張されていた。決済システム上の記録の変更を伴わない（システム外での）移転の禁止については、信託行為における受益権の譲渡制限の定めによる対処が考えられるところ、その効力が譲受人の主観的態様に依存するという限界が存在する。他方、決済システム上のデジタル・マネーの移転の完結（第三者関係の規律）については、消滅・取得構成により、ブロックチェーン上の記録に基づいて第三者関係を規律することが想定されるものの、1 号電子決済手段の場合と同様の問題を指摘することができる。また、仲介者が介在する場合の法律関係については、消滅・取得構成が、特定信託受益権が電子決済手段等取引業者に帰属することを前提とするものであると考えられる。

以上を前提として、以下では、デジタル・マネーの私法上の規律について、立法論を前提とした検討を行うが、その前に、諸外国の立法の動向につき、UCC の 2022 年改正の内容を瞥見しておきたい。前述のように、わが国の学説では、デジタル・マネーの移転に関して、ブロックチェーン上の記録の変更を要件とすることが、近時の諸外国における議論の動向に一致することが指摘され、その具体例として、アメリカ UCC の 2022 年改正が挙げられていた（1. 2. 3. 2(2)(b)）。そのような議論を批判的に検討し、UCC の 2022 年改正がわが国のデジタル・マネーに関する議論に対して有する意義を明らかにするため、次章（1. 3）では、UCC の 2022 年改正について検討を行うこととする。

## 1. 3 UCC の 2022 年改正

### 1. 3. 1 総説

2022 年の UCC 改正<sup>166</sup>では、ブロックチェーンを利用したデジタル資産の登場に対応するため、支配可能な電子記録（controllable electronic record）に関する第 12 編が新設されるとともに、UCC 第 8 編や第 9 編などについても関連する改正が行われた。本章では、前章（1. 2）で検討したデジタル・マネーの私法上の規律との関連において、UCC の 2022 年改正の内容を検討する<sup>167</sup>。

まず、デジタル・マネーの決済手段及び決済方法に関連して、従前のわが国の議論では、ブロックチェーン上の記録に対する財産権を決済手段とし、ブロックチェーン上の記録の変更によって財産権が移転するものとする考え方に関連して、UCC 第 12 編が着目されていた（1. 2.

<sup>166</sup> UNIFORM LAW COMMISSION AND AMERICAN LAW INSTITUTE, UNIFORM COMMERCIAL CODE AMENDMENTS (2022).

<sup>167</sup> UCC の 2022 年改正に関する包括的研究として、高橋宏司「米国統一商事法典（UCC）の 2022 年改正による暗号トークン対応」『ブロックチェーン・暗号トークンの法分析』（有斐閣・2025 年）47 頁、角本和理「米国統一商事法典（UCC）2022 年改正の概要——「支配可能な電子的記録（CER）に関する第 12 編に焦点をあてて」小塚 莊一郎＝曾野裕夫『デジタル資産とアバターの民事法——デジタル時代の人と物』（商事法務・2025 年）141 頁が存在する。本章の分析もこれらの先行研究に依拠するところが多い。

3. 2(2)(b))。それによれば、支配可能な電子記録を決済手段とするデジタル・マネーの発行が考えられるかが問題となる。また、決済手段として（金銭）債権を想定したうえで、それを支配可能な電子記録が表章するデジタル・マネーを想定する可能性もある（1. 2. 3. 2(2)(a)）。これらの観点からは、支配可能な電子記録がいかなる性質を有するものであるか、また、支配可能な電子記録が（金銭）債権を表章するという理解が成り立ち得るのかが問題となる。そこでまず、支配可能な電子記録の意義について検討を行う（1. 3. 2）。

次に、デジタル・マネーの決済方法との関係では、支配可能な電子記録（及び支配可能な電子記録が表章する（金銭）債権）の移転について UCC がいかなるルールを設けているかが問題となる。この点に関しては、金銭や預金などについて UCC が設ける規定との対比において、UCC 第 12 編のルールがデジタル・マネーの移転について相応しい内容であるかを検討する必要があると考えられる（1. 3. 3）。

最後に、デジタル・マネーの移転に仲介者が介在する場合の法律関係については、決済手段が利用者と仲介者のいずれに帰属するかが、私法上の規律（及び監督法上の規制）を検討する前提として明らかにされる必要がある。この点に関連して、UCC 第 12 編が支配可能な電子記録の取引に仲介者が介在する場合に、いかなる法律関係を想定するかを検討することとする（1. 3. 4）。

## 1. 3. 2 支配可能な電子記録の意義

### 1. 3. 2. 1 支配可能な電子記録

#### (1) 意義

支配可能な電子記録は、「電子的な媒体に保存される記録で、12-105 条に基づき支配の対象となり得るもの」と定義される（UCC § 12-102(a)(1)）。この定義は、既存の技術と将来開発され得る技術の双方に対応できるように定められたものである。デジタル資産の取引環境が常に変化し続けることから、特定の技術仕様に依存することなく、支配可能な電子記録を定義する必要があると考えられるからである<sup>168</sup>。この点は、デジタル資産に関する立法において重視される「技術的中立性（technological neutrality）<sup>169</sup>」の考え方に基づくものといえよう。

他方、UCC は、支配可能な電子記録の定義から、一定の財産が除外されることを明らかにする。すなわち、支配可能な金銭支払請求権（controllable account）、支配可能な支払無体財産（controllable payment intangible）、預金口座（deposit account）、動産証書を証明する電子証書（electronic copy of a record evidencing chattel paper）、電子権原証書（electronic document of title）、電子マネー（electronic money）、投資財産（investment property）、移

<sup>168</sup> Prefatory Note 1 to UCC Article 12 (2022).

<sup>169</sup> UNCITRAL 第 4 部会（電子商取引部会）のモデル法策定において採用される「技術中立性」とは、「さまざまな技術の可能性を排除しないために、特定の技術や手法を前提としたルールを避ける」アプローチであるとされる（小出篤「分散台帳技術と法制度」ジュリ 1529 号（2019）25 頁）。「技術的中立性」の詳細については、原恵美「国際機関による私法ルール形成と仮想空間への応用可能性」小塚莊一郎＝曾野裕夫編著『デジタル資産とアバターの民事法——デジタル時代の人と物』（商事法務・2025 年）24-26 頁。

転可能な記録 (transferable record) は、支配可能な電子記録に該当しないものとされる (UCC § 12-102(a) (1))。

支配可能な電子記録は、UCC における財産の分類上、一般無体財産 (general intangible) ——一定の類型の財産を除いたその他の人的財産 (personal property) ——に該当する (UCC § 9-102(a) (42))。それゆえ、支配可能な電子記録は財産権 (property right)<sup>170</sup>の対象 (客体) であることになる<sup>171</sup>。

以上を前提として、支配可能な電子記録には「(法定通貨でない) 仮想通貨や非代替的トークン ((non-fiat) virtual currency and nonfungible tokens (NFTs) non-fiat virtual currency)」が含まれると説明される<sup>172</sup>。また、後述のように、UCC の公式解説は、暗号通貨 (cryptocurrency) が支配可能な電子記録に該当することを前提とした説明を行っている<sup>173</sup>。これらの説明によれば、支配可能な電子記録に対する財産権を決済手段とするデジタル・マネーを構想することもあり得るように見える<sup>174</sup>。もっとも、そのような理解の妥当性を判断するうえでは、支配可能な電子記録 (に対する財産権) に決済手段としての性質を承認できるかについて、さらなる検討が必要になる。そこで次に、支配可能な電子記録の定義の中核を占める「支配 (control)」の概念についてみていこう。

## (2) 支配

### (a) 支配の法的意義

支配可能な電子記録に関する支配の概念は、有体物に関する「占有 (possession)」概念に相当するものと説明される<sup>175</sup>。UCC において、支配可能な電子記録の支配という概念は、次のような複数の法的意義を有するものである<sup>176</sup>。

まず、支配は、ある電子記録が支配可能な電子記録に該当するための要件である。ある電子記録が支配可能な電子記録に該当すれば、一般無体財産として財産権の対象となる。また、後述するように、適格購入者による権利取得のルール (UCC § 12-104(e)) が適用されるために、支配可能な電子記録に関する支配の取得が要件とされる。

さらに、支配概念は支配可能な電子記録の担保化との関係でも意義を有する。まず、支配可能な電子記録に対して担保権を設定する (証明要件を充足する) 方法の 1 つとして、担保権設定者の合意に基づく支配が認められている (UCC § 9-203(b) (3) (D))。また、支配可能な電子記

---

<sup>170</sup> ここでいう「財産権 (property right)」は、日本法における財産権 (1. 2. 3. 2(2)(b)) とは異なる概念であることに注意を要する。

<sup>171</sup> Prefatory Note 2a to the UCC 2022 Amendments (2022).

<sup>172</sup> Prefatory Note 2a to the UCC 2022 Amendments (2022).

<sup>173</sup> 例えば、UCC § 12-105, Off. Com. 5 Ex. 1 (2022). Prefatory Note 2 to UCC Article 12 (2022) では、支配可能な電子記録の該当性に関連して、ビットコインが具体例として挙げられる。

<sup>174</sup> 実際、ステーブルコインが支配可能な電子記録に該当するとの指摘も存在する (高橋・前掲注 166 49 頁)。

<sup>175</sup> Prefatory Note 2a to the UCC 2022 Amendments (2022).

<sup>176</sup> UCC § 12-104, Off. Com. 1 (2022).

録の支配の取得は、支配可能な電子記録に対する担保権を完全化（perfection）する方法の 1 つと位置付けられる（UCC §§ 9-107A, 9-314(a)）<sup>177</sup>。完全化されていない担保権は、破産管財人やリーエンを有する債権者（司法手続による差押命令を得た債権者など）に原則として劣後するのであり（UCC § 9-317(a)(2)）、担保権者が支配可能な電子記録の支配を取得することは、破産管財人等に優先する地位を得ることを意味する。さらに、競合する担保権者との関係でも、支配可能な電子記録に対する担保権が支配の取得により完全化された場合には、支配以外の方法によって完全化された担保権に優先するものとされる（UCC § 9-326A）<sup>178</sup>。

2022 年改正前の UCC では、ビットコインなどの暗号資産に対する担保権の完全化の方法として、貸付証書の登録しか認められておらず、そのことが暗号資産の担保化の実務に反すると批判されていた<sup>179</sup>。UCC が支配可能な電子記録に関する支配概念を導入した重要な理由の一つは、ビットコインなどの暗号資産の担保取引に関する法的規律を取引の実態に即したものにすることをあつたと考えられる。

以上を前提として、次に支配可能な電子記録に関する支配取得の要件についてみていこう。

## (b) 支配取得の要件

### ① UCC12-105 条(a)

UCC は、ある者が支配可能な電子記録の支配を有するためには、「電子記録、電子記録に付随し若しくは論理的に関連付けられた記録、又は電子記録が記録されるシステム」が、次の要件を充たすことが必要であるとする（UCC § 12-105(a)）。その要件とは、第 1 に、ある者に対して、(A) 当該電子記録から生じる実質的に全ての便益（benefit）を利用する権限（power）、並びに、(B) (i) 当該電子記録から生じる実質的に全ての便益を他者が利用することを排除し、かつ、(ii) 当該電子記録の支配を他者に移転し、又は当該電子記録の移転の結果として他の支配可能な電子記録の支配を他者に取得させる排他的権限（exclusive power）を付与することである。第 2 に、当該者がこれらの権限を有する者であることを、名前、識別番号、暗号鍵、事業所、アカウント番号を含む何らかの方法によって、容易に特定できることである。これらの要件の詳細についてみていこう。

### ② 便益

まず、電子記録から生じる便益（benefit）（UCC § 12-105(a)(1)(A), (B)(1)(i)）とは、支配可能な電子記録によって付与される権利（rights that are afforded by the controllable electronic record）及び支配可能な電子記録が用いられる用途（uses to which the

<sup>177</sup> この場合、完全化の一般的な方法である貸付証書の登録は不要とされる（UCC § 9-310(b)(8)）。

<sup>178</sup> 同様の規律は、既に預金口座（UCC § 9-327）及び投資資産（UCC § 9-328）に採用されていたのであり、2022 年の UCC 改正により、それが支配可能な電子記録にも採用されることになったのである（UCC § 9-326A, Off. Com. 1 (2022)）。なお、後掲注 187 及び注 229 も参照。

<sup>179</sup> 高橋・前掲注 166 63 頁。

controllable electronic record can be put) を意味するものと説明される<sup>180</sup>。支配可能な電子記録の具体例とされるビットコインについていえば、それを保有し (hold) 又は処分 (dispose of) ——売却 (sell)・費消 (spend)<sup>181</sup>——することであるとされる。支配可能な電子記録が記録されるシステムにおいて利用者による利益享受が制限される場合があり得るが、その場合には、当該システムに固有の制限に服する形で利用できる便益のみが、支配可能な電子記録の支配を判断するうえで考慮されることになる<sup>182</sup>。

### ③ 移転に関する権限の内容

次に、電子記録の移転に関する権限として、電子記録の移転の結果として他の支配可能な電子記録の支配を他者に取得させる権限が含まれるのは (UCC § 12-105(a) (B) (1) (ii))、ビットコインなどの技術仕様を念頭に置くからである<sup>183</sup>。ビットコインにおいては、1 つないし複数の未使用トランザクション・アウトプット (unspent transaction output (UTXO)) を用いて、1 つないし複数の異なる未使用トランザクション・アウトプットが生成される。そのような形で、電子記録を移転する権限も、支配可能な電子記録の支配を基礎づけ得るのである。

### ④ 権限の排他性

次に、支配の取得に必要な権限の排他性 (UCC § 12-105(a) (1) (B)) について、UCC の公式解説は、ブロックチェーン上の記録を想定して、秘密鍵 (private key) を有する者が、排他的権限を有すると説明する<sup>184</sup>。

そのうえで、権限の排他性に関しては、ある者が(i)電子記録から生じる実質的に全ての便益を他者が利用することを排除する権限及び(ii)電子記録の支配を他者に移転し、又は当該電子記録の移転の結果として他の支配可能な電子記録の支配を他者に取得させる権限を有する場合には、当該権限は排他的であると推定される (UCC § 12-105(d))。これらの権限を有することを証明できれば、当該権限が排他的であることについては、それを争う側が証明責任を負うのである<sup>185</sup>。

さらに UCC は、ブロックチェーンの利用を念頭に置いて、権限の排他性が否定されない場合を規定する (UCC § 12-105(b) (c))。まず、「電子記録、電子記録に付随し若しくは論理的に関連付けられた記録、又は電子記録が記録されるシステムが、電子記録の利用を制限し、又は支

<sup>180</sup> UCC § 12-105, Off. Com. 3 (2022).

<sup>181</sup> ここでいう「費消 (spend)」とは、ブロックチェーンに記録されるメッセージのなかに未使用トランザクション・アウトプット (unspent transaction output (UTXO)) を含めることを意味するとも説明される (Prefatory Note 1 to UCC Article 12 (2022)).

<sup>182</sup> UCC § 12-105, Off. Com. 3 (2022).

<sup>183</sup> UCC § 12-104, Off. Com. 4 and UCC § 12-105, Off. Com. 6 (2022). ビットコインの技術仕様については、加毛明「仮想通貨の私法上の法的性質——ビットコインのプログラム・コードとその法的評価」金融法務研究会『仮想通貨に関する私法上・監督法上の諸問題の検討』(全国銀行協会・2019 年) 8-10 頁。

<sup>184</sup> UCC § 12-105, Off. Com. 2 (2022). ある者が秘密鍵を保持していれば、それを利用するためのハードウェアを有しない場合でも、排他的な権限を有するものと説明される。

<sup>185</sup> UCC § 12-105, Off. Com. 5 (2022).

配の移転若しくは消失又は電子記録によって与えられる利益の修正を含む変更を引き起こすようプログラムされたプロトコルを有する」場合でも、権限の排他性は否定されない (UCC § 12-105(b) (1))。このことは、例えば、ブロックチェーンを利用した仮想通貨 (virtual currency) について、ブロックチェーンのコンセンサス・メカニズムを変更するアップグレードが実施されたとしても、そのことによって、利用者の権限の排他性が否定されるわけではないことを意味する<sup>186</sup>。

次に、「権限が他人と共有 (share) される」ことによって、権限の排他性は否定されない (UCC § 12-105(b) (2))<sup>187</sup>。これは、いわゆるマルチシグ (multi-sig) を念頭に置いた規定である。例えば、ブロックチェーンを利用した仮想通貨の取引に、4 つの秘密鍵のうちの 3 つの使用が必要とされる場合でも、権限の排他性は否定されないことになる<sup>188</sup>。そのうえで、UCC は、権限の共有にあらず、権限の排他性が否定される場合について規定する (UCC § 12-105(c))。その内容については理解の困難さが指摘されているが<sup>189</sup>、このような規定が置かれることは、UCC が、支配可能な電子記録として、ブロックチェーンとマルチシグを利用したデジタル資産を念頭に置くことを示すものということができよう。

### (3) 検討

前述のように、UCC は、技術的中立性の考え方に基づき、既存の技術と将来開発され得る技術の双方に対応できるように支配可能な電子記録を定義する。その一方で、支配可能な電子記録の中核をなす支配概念について、UCC は、ブロックチェーンの利用を想定した規定を設けたり、ブロックチェーンの利用を前提とした解説を行ったりしている<sup>190</sup>。技術的中立性の考え方は、法的規律を検討する時点における既存の技術や技術水準を考慮要素から除外することを意味するわけではなく、当該時点における技術・技術水準を前提としつつも、今後の技術の発展の可能性を排除しないように法的規律の在り方を検討することが、技術的中立性の考え方に沿うものと考えられる<sup>191</sup>。UCC の 2022 年改正は、そのような理解を示すものであると評価できるように思われる。

その一方で、支配概念を中核とする支配可能な電子記録の定義は、ある電子記録に対する利用者の権限の排他性がいかなる場合に認められるかに着目するものである。その反面として、支配可能な電子記録に決済手段としての性質が認められるか否かは、支配可能な電子記録の定

<sup>186</sup> UCC § 12-105, Off. Com. 5 Ex. 1 (2022).

<sup>187</sup> もっとも、支配可能な電子記録に対する担保権が支配の取得により完全化された場合に支配以外の方法によって完全化された担保権に優先するというルール (UCC § 9-326A) は、排他的権限が他者と共有されている場合には、適用されない。その結果、一般原則 (UCC § 9-322(a)) に立ち返って、貸付証書の登録と完全化の先後によって競合担保権の優先劣後関係が決定されることになる。競合担保権に対する優先という観点からは、単独での支配を取得することが重要であることになる (後掲注 229 も参照)。

<sup>188</sup> UCC § 12-105, Off. Com. 5 Ex. 2 (2022).

<sup>189</sup> 高橋・前掲注 167 51-53 頁。

<sup>190</sup> 角本・前掲注 167 144 頁。

<sup>191</sup> 加毛・前掲注 69 46 頁注 58。

義には関係しないことになる。

これまで見てきたように、決済手段としての性質の承認については、発行者や裏付資産に対する規制の存在が重要であると考えられる。この点に関して、例えば、2021 年 8 月に、州銀行監督当局会議 (Conference of State Bank Supervisors) が採択したモデル法である資金移動現代化法 (Money Transmission Modernization Act (MTMA))<sup>192</sup>では、資金移動 (money transmission) に関するライセンスや純資産要件などの規制に加えて、資金移動のライセンス取得者が、常に (at all times)、一般に公正妥当と認められる会計原則に基づき計算された市場価値が未決済の資金移動債務 (outstanding money transmission obligations) の総額を下回らない金額の許容投資資産 (permissible investments)<sup>193</sup>を維持する義務を負うことを定める (MTMA § 10.03(a))。また、2025 年 7 月に成立した、米国ステーブルコインのためのナショナル・イノベーションの指導と確立に関する法律 (The Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins Act (GENIUS Act))<sup>194</sup>は、決済目的で利用される決済ステーブルコイン (payment stablecoin) について、その発行主体を原則として認可決済ステーブルコイン発行者 (permitted payment stablecoin issuer) に限定するとともに (GENIUS Act § 3(b)(1))、認可決済ステーブルコイン発行者に対して、自らの発行済み決済ステーブルコインを裏付ける識別可能な準備資産 (identifiable reserves)<sup>195</sup>を、少なくとも 1 対 1 の比率で (on an at least 1 to 1 basis) 維持することを義務付ける (GENIUS Act § 4(a)(1)(A))。

以上からすれば、UCC の支配可能な電子記録 (に対する財産権) に決済手段としての性質を認められるためには、UCC の法的規律とは別に、発行者や裏付資産などに対する規制の存在が必要になるものと考えられる。UCC は、支配可能な電子記録について、決済目的で利用されること (決済手段としての性質が認められること) を前提とした定義を設けるわけではないことに注意を要する。

### 1. 3. 2. 2 支配可能な電子記録による権利の証明

#### (1) 支配可能な電子記録と証明対象の権利の区別

次に、支配可能な電子記録それ自体を決済手段とするのではなく、他の決済手段となり得る

<sup>192</sup> CONFERENCE OF STATE BANK SUPERVISORS, MONEY TRANSMISSION MODERNIZATION ACT, <https://www.csbs.org/sites/default/files/2023-08/CSBS%20Money%20Transmission%20Modernization%20Act.pdf>. 2025 年 6 月 5 日時点で、31 州が資金移動現代化法の全部または一部を採用した立法を行っている (<https://www.csbs.org/csbs-money-transmission-modernization-act-mtma>)。

<sup>193</sup> 資金移動現代化法は、許容投資資産として、現金、要求払預金、一定の条件を充たす国債などの低リスクで流動性の高い財産を列挙する (MTMA § 10.04)。許容投資資産は顧客のための信託として保有され、資金移動ライセンス取得者の倒産時に、受益者である顧客には許容投資資産に対する優先権が認められる (MTMA § 10.03(c))。

<sup>194</sup> Pub. L. 119-27.

<sup>195</sup> 準備資産として認められるのは、現金、要求払預金、一定の条件を充たす国債などの低リスクで流動性の高い財産に限定される (GENIUS Act § 4(a)(1)(A))。そして、認可決済ステーブルコイン発行者の倒産時に、決済ステーブルコインの保有者は準備資産に対して優先権を有する (GENIUS Act § 11(a)(1))。

（金銭）債権を支配可能な電子記録が表章するという形で、デジタル・マネーを発行することが可能であるかについてみていこう。

支配可能な電子記録は電子記録（electronic record）であり、それ自体が価値を有する場合（ビットコインなど）がある一方で、当事者の契約に基づく権利や他の財産に対する権利の証明手段（evidence）として用いられることが想定される。この場合に重要なのが、証明手段である支配可能な電子記録と、対象となる権利とが区別されることである<sup>196</sup>。UCC の公式解説は、次のような事例を挙げて、このことを説明する<sup>197</sup>。

売主 S と買主 B の間で商品の売買契約が締結され、契約書が作成された場合において、B が S に対する商品引渡請求権を P に譲渡すると、P は S に対する商品引渡請求権を取得する。他方、B が P に契約書を譲渡した場合、P は契約書という紙（paper）の所有者となる一方で、P が S に対する商品引渡請求権を取得するか否かは、譲渡された契約書の法的性質に依存する。当該契約書が UCC 第 7 編のもとで流通性のある文書（negotiable document）——流通性のある倉庫証券や貨物証券など——に該当する場合には、P は商品引渡請求権を取得するが、そうでなければ商品引渡請求権を取得しない。

以上と同様の分析が、支配可能な電子記録が当事者の契約に基づく権利や他の財産に対する権利を証明する場合にも妥当する。S と B の売買契約が支配可能な電子記録によって証明される場合において、B が P に支配可能な電子記録を譲渡したという事例を考えると、P は、支配可能な電子記録に対する財産権を取得する。しかし、それだけでは、P は S に対する商品引渡請求権を取得するわけではない。P が商品支払請求権を取得するためには、UCC 第 12 編以外の法において、そのことを認めるルールが存在することが必要とされるのである<sup>198</sup>。

このように、UCC 第 12 編には、支配可能な電子記録が——有価証券法理のように——他の権利を表章することを根拠づけるルールが存在しない。それゆえ、他の権利を決済手段として、それが支配可能な電子記録（の財産権）に化体するものとしてデジタル・マネーを発行することはできないことになる。それを可能にするには、UCC 第 12 編以外の法において、支配可能な電子記録による権利の表章を認めるルールが採用されることが必要であり、少なくとも現時点では、そのような法的ルールは存在しないからである。

その結果、例えば、UCC のもとで、預金を決済手段とし、それを支配可能な電子記録によって証明するデジタル・マネーが発行されることを想定する場合、決済手段である預金には、UCC 第 12 編ではなく、UCC 第 4A 編や第 9 編などの関連規定が適用される。この場合、預金を証明する電子記録が、支配可能な電子記録の要件を充たす場合には、当該電子記録に UCC 第 12 編が適用されるが、財産的な価値を有するのは証明対象である預金であるため、支配可能な電子記録に対する権利について論じる意義は乏しいと考えられる。

<sup>196</sup> Prefatory Note 2 to UCC Article 12 (2022).

<sup>197</sup> Prefatory Note 4a to UCC Article 12 (2022).

<sup>198</sup> さらに、後述する適格購入者による権利取得（UCC § 12-104(e)）との関係では、P が適格購入者として、支配可能な電子記録に対する権利を取得する場合であっても、そのことが商品引渡請求権を取得することを意味しないことに注意が必要である。

なお、預金口座と支配可能な電子記録が異なる財産であることに関連して、UCC が、財産の性質に応じて異なる支配概念を規定することにも注意が必要である<sup>199</sup>。預金口座については、三者間の合意である支配合意によって支配が認められる（UCC § 9-104(a)(2)）<sup>200</sup>。それゆえ、支配可能な電子記録が預金口座を証明する場合であっても、預金口座の支配を取得するには、支配可能な電子記録の支配の取得とは異なる要件を充足する必要があるのである。

## (2) 支配可能な金銭支払請求権及び支配可能な支払無体財産

以上のように、支配可能な電子記録が証明する権利には、UCC 第 12 編が適用されないことを原則としつつ、例外として、証明対象の権利に UCC 第 12 編が適用される場合がある。それが、支配可能な金銭支払請求権及び支配可能な支払無体財産である。

UCC において、金銭支払請求権（account）とは、売買その他一定の原因に基づいて発生する金銭債務（monetary obligation）の支払いを求める権利である（UCC § 9-102(a)(2)）。また、支払無体財産（payment intangible）とは、債務者の主要な債務が金銭債務である一般無体財産を意味する（UCC § 9-102(a)(61)）。金銭支払請求権に該当しない金銭債権（貸付債権などが）支払無体財産に該当する。金銭支払請求権及び支払無体財産のいずれも、債務者に対して金銭の支払いを求める権利である。

支配可能な金銭支払請求権とは、支配可能な電子記録によって証明（evidence）される金銭支払請求権であって、支配可能な電子記録において、UCC12-105 条に基づく支配可能な電子記録の支配を有する者に対して、債務者が支払いを行う義務を負うことが定められているものをいう（UCC § 9-102(a)(27A)）。また、支配可能な支払無体財産とは、支配可能な電子記録によって証明される支払無体財産であって、支配可能な電子記録において、UCC12-105 条に基づく支配可能な電子記録の支配を有する者に対して、債務者が支払いを行う義務を負うことが定められているものをいう（UCC § 9-102(a)(27B)）。いずれについても、債務者が支配可能な電子記録の支配を有する者に対する金銭の支払いを合意したことが前提とされる<sup>201</sup>。そして、この場合における、支配可能な電子記録の支配の取得要件としての電子記録から生じる便益（benefit）（UCC § 12-105(a)(1)(A), (B)(1)(i)）とは、債務者から取立てを行う権利を有することであると説明される<sup>202</sup>。

これらの支配可能な金銭支払請求権及び支配可能な支払無体財産については、支配可能な電子記録に関する UCC 第 12 編の規定が適用される（UCC § 12-104(a)）<sup>203</sup>。その理由は、UCC 第 9

<sup>199</sup> Prefatory Note 2 to UCC Article 12 (2022).

<sup>200</sup> なお、預金口座について支配を取得することは、預金口座に対する担保権を完全化する唯一の方法でもある（UCC § 9-312(b)(1)）。

<sup>201</sup> Prefatory Note 2a to the UCC 2022 Amendments (2022).

<sup>202</sup> UCC § 12-105, Off. Com. 3 (2022).

<sup>203</sup> そのほか、UCC 第 12 編は、支配可能な金銭支払請求権及び支配可能な支払無体財産に特有のルールとして、債務者の支払免責に関する規定を設ける。通常金銭支払請求権又は支払無体財産が譲渡された場合、債務者は、譲渡通知を受領するまでの間、譲渡人に対する支払いによって債務を免れ、譲渡通知を受領後は譲受人に対する支払いによって債務を免れる（UCC § 9-406(a)）。これに対して、支配可能な金銭支払請求権及び支配可

編において、金銭支払請求権及び支払無体財産の譲渡（assignment）に関する法的枠組みが用意されていること、金銭支払請求権及び支払無体財産は金銭債権であり、それを支配可能な電子記録に紐づける（tether）のが容易であることなどに求められる<sup>204</sup>。

このように、支配可能な金銭支払請求権及び支配可能な支払無体財産は、支配可能な電子記録と同様、UCC 第 12 編が適用されることから、これらを決済手段とするデジタル・マネーを想定し得る。もっとも、UCC 第 12 編は、支配可能な金銭支払請求権及び支配可能な支払無体財産について、上述の要件しか定めておらず、支配可能な電子記録による証明の対象となる金銭支払請求権や支払無体財産に決済手段としての性質が認められるわけではない。支配可能な電子記録について述べたところと同様、UCC 第 12 編は、支配可能な金銭支払請求権及び支配可能な支払無体財産について、デジタル・マネーを想定した定義を設けてはいないのである。

### 1. 3. 3 支配可能な電子記録の移転に関するルール

#### 1. 3. 3. 1 移転の要件・効果に関するルール

##### (1) UCC 第 12 編以外の法による規律

次に、UCC 第 12 編が支配可能な電子記録の移転について規定する内容をみていこう。

まず、ある者が、支配可能な電子記録に対する権利（right）を取得するか否か、またいかなる内容の権利を取得するかという問題は、UCC 第 12 編に定めがある場合を除いて、他の法に基づいて決定される（UCC § 12-104(c)）。支配可能な電子記録に対する権利がある主体に帰属するための要件や当該権利を移転するための要件（移転の効力要件）について、UCC 第 12 編は直截には規定しない<sup>205</sup>。

UCC の公式解説は、S が B にビットコインを売却したという取引を例として、次のように説明する<sup>206</sup>。まず、S がビットコインの所有者（owner）であるか否かは、UCC 第 12 編以外の法によって決定される。次に、S と B の間の売買契約の成立及び権利義務の内容も、UCC 第 12 編以外の法によって決定される。そして、B がビットコインに対する権利を取得するか否かも、UCC 第 12 編に規定がある場合を除き、UCC 第 12 編以外の法によって決定される。そのうえで、B が、売買によりビットコインに対する権利を取得した場合、B は UCC 第 1 編の買主（buyer）に該当する。B がビットコインの買主となる場合に B が取得する権利の内容は、UCC 第 12 編以外の法によって決定される。B は、ビットコインに対する支配を取得したか否かにかかわらず、権利を取得する。

---

能な支払無体財産については、債務者は、それらを証明する支配可能な電子記録の支配を有する者に対して支払いをすれば免責され、支配可能な電子記録の移転に関する通知がない場合には、支配可能な電子記録を従前支配していた者に対して支払いをすれば免責される（UCC § 12-106(a)）。債務者にとって支配可能な電子記録の支配を有する者が誰であるかを判断するのが難しいことがあることを踏まえて、支払免責に関する特則が設けられるのである（UCC § 12-106, Off. Com. 2 (2022)）。詳細については、角本・前掲注 166 150-152 頁。

<sup>204</sup> UCC § 12-104, Off. Com. 9 (2022).

<sup>205</sup> UCC § 12-104, Off. Com. 3 (2022).

<sup>206</sup> Prefatory Note 3 to UCC Article 12 (2022).

このように、支配可能な電子記録に対する財産権の移転に関するルールは、基本的に、UCC 第 12 編以外の法において規定される。また、UCC 第 12 編が規定する支配可能な電子記録の支配の取得は、支配可能な電子記録に対する財産権の移転の要件ではないことにも注意が必要である。

## (2) シェルター・ルール

他方、UCC 第 12 編は、支配可能な電子記録の購入者が、原則として、譲渡人が有していた又は移転する権限を有していた、支配可能な電子記録に対する全ての権利 (right) を取得すること、及び、支配可能な電子記録に対する制限された権利 (limited interest) の購入者は購入した範囲でのみ権利を取得することを規定する (UCC § 12-104(d))。これは、UCC の他の編において既に認められてきた「シェルター・ルール」<sup>207</sup>を、支配可能な電子記録にも認めるものである。もっとも、支配可能な電子記録の特徴に対応して、譲渡人が有していた支配可能な電子記録に対する権利が同一性を維持したまま取得者に移転する場合のほか、譲渡人が有していた支配可能な電子記録に対する権利が消滅し、購入者が新たに発生した支配可能な電子記録に対する権利を取得する場合も含まれるものと説明される<sup>208</sup>。前述のように (1. 3. 2. 1(2)(b)③)、ビットコインにおいては、1 つないし複数の未使用トランザクション・アウトプットを用いて、1 つないし複数の異なる未使用トランザクション・アウトプットが生成されるのであり、シェルター・ルールについても、そのような仕組みが念頭に置かれるのである。

支配可能な金銭支払請求権及び支配可能な支払無体財産についても、シェルター・ルールが適用される (UCC § 12-104(a)(d))。ただしここでも、支配可能な金銭支払請求権及び支配可能な支払無体財産と、支配可能な電子記録に対する財産権とが、異なる財産であることに注意を要する。それゆえ、ある者が支配可能な金銭支払請求権又は支配可能な支払無体財産を取得することが、支配可能な電子記録に対する財産権を取得することを意味するわけではない。このようなルールを採用することにより、支配可能な金銭支払請求権又は支配可能な支払無体財産を取得したものの、それを証明する支配可能な電子記録に対する権利を取得することを失念した不注意な購入者 (unwary purchaser) を保護するものであると説明される<sup>209</sup>。

支配可能な電子記録と、それが証明する支配可能な金銭支払請求権又は支配可能な支払無体財産とは、別個の財産として独立に取引の対象とされる<sup>210</sup>。このことも、支配可能な電子記録が——有価証券法理のように——証明対象である金銭支払請求権や支払無体財産を表章するわけではないことを示すものといえる。

<sup>207</sup> 例えば、物品 (goods) の購入について同様のルールが採用されている (UCC § 2-403(1))。

<sup>208</sup> UCC § 12-104, Off. Com. 4 (2022)。

<sup>209</sup> UCC § 12-104, Off. Com. 6 (2022)。

<sup>210</sup> 例えば、支配可能な金銭支払請求権や支配可能な支払無体財産に対する担保権の設定は、それらの権利を証明する支配可能な電子記録に対する担保権の設定を意味しないことになる (UCC § 12-104, Off. Com. 5 (2022))。

### 1. 3. 3. 2 適格購入者による権利取得

#### (1) 対象

##### (a) 支配可能な電子記憶に対する権利

UCC 第 12 編が支配可能な電子記録の移転について定める主要なルールが、適格購入者 (qualifying purchaser)<sup>211</sup>による権利取得 (take-free rule) である。適格購入者とは、支配可能な電子記録又は支配可能な電子記録に対する権利 (interest) の取得者であって、有償かつ誠実に、当該支配可能な電子記録に対する財産権に基づく請求 (claim of a property right) を知ることなく、当該支配可能な電子記録の支配を取得した者を意味する (UCC § 12-102(a)(2))。適格購入者は、支配可能な電子記録に対する財産権に基づく請求の制約に服することなく、当該支配可能な電子記録に対する権利を取得する (UCC § 12-104(e))。適格購入者は、支配可能な電子記録に対する権利を有しない者から支配可能な電子記録に対する権利を購入した場合であっても、真の権利者による権利主張の制約に服することなく、当該支配可能な電子記録に対する権利を取得する。また、適格購入者は、支配可能な電子記録に対して完全化された担保権が設定されている場合であっても、担保権による制約なしに支配可能な電子記録を取得する (UCC § 9-331(a))<sup>212</sup>。さらに、適格購入者が取得する権利が支配可能な電子記録に対する担保権である場合、適格購入者は、競合する担保権の制約に服することなく、担保権を取得することになる<sup>213</sup>。

UCC の公式解説は、S がビットコインの所有者 (Owner) である O からハッキングにより取得したビットコインを B に売却したという事例について、次のように説明する<sup>214</sup>。まず、S がビットコインの盗取者であっても、B は、ビットコインの支配を取得できる。そのうえで、B が、有償かつ誠実に、当該支配可能な電子記録に対する財産権に基づく請求を知ることなく、ビットコインの支配を取得したのであれば、B は適格購入者となる。この場合、B は、O によるビットコインに対する所有権の主張 (claim of ownership) を退け、何らの制約なくビットコインを所有する (own) ことになる。

このことは、B が支配を取得したビットコインが、トランザクションの結果として、新たに発生したものである場合も同様である。この場合、B が適格購入者として取得するビットコイ

<sup>211</sup> 「適格購入者」という訳語について、高橋・前掲注 166 58 頁注 31 は、purchaser が「売買、担保権の設定、財産に権利を設定するその他あらゆる取引により取得 (taking) する者」を意味することから、「購入者」よりも「取得者」の訳語が相応しいとする (角本・前掲注 166 148 頁も、「適格取得者」の語を用いる)。そのような指摘に留意しつつ、本稿では、qualifying purchaser が有償での権利取得者を意味することに鑑み、わが国の学説において一般に用いられてきた「適格購入者」を訳語として用いることとする。

<sup>212</sup> なお、担保権の完全化前に、支配可能な電子記録を購入した買主 (buyer) が、担保権の負担なく、支配可能な電子記録に対する権利を取得することについて明文の規定が存在する (UCC § 9-317(h))。

<sup>213</sup> UCC § 12-104, Off. Com. 7 (2022)。この場合には、適格購入者に関するルールが、競合担保権の優先劣後関係を決定することになる (UCC § 12-103, Off. Com. (2022) 参照)。この点でも、支配可能な電子記録に対する担保権については、支配可能な電子記録に対する直接の支配を取得することにより、適格購入者としての競合担保権者が登場しないようにすることにメリットが見出されることが指摘されている (高橋・前掲注 166 70 頁)。

<sup>214</sup> Prefatory Note 3 to UCC Article 12 (2022)。UCC § 12-104, Off. Com. 7 Ex. 3 (2022) も参照。

ンに対する財産権は、0 が有していたビットコインに対する財産権と異なるが、B は、0 の財産権に基づく請求に服することなく、ビットコインに対する財産権を取得することになる (UCC § 12-104(g))<sup>215</sup>。

#### (b) 支配可能な電子記録が証明する権利

次に、支配可能な電子記録が権利の証明手段として用いられる場合についてみていこう。

この場合、原則として、証明対象の権利には、UCC 第 12 編の適格購入者による権利取得のルールは適用されない。支配可能な電子記録が支払請求権 (right to payment)、履行請求権 (right to performance) その他の財産上の権利を証明する場合において、証明対象の権利が財産権に基づく請求権の制約に服するときは、支配可能な電子記録の適格購入者であっても、当該制約に服する形で証明対象の権利を取得する (UCC § 12-104(f))。適格購入者による負担のない権利取得の対象は、支配可能な電子記録に対する財産権に限られ、支配可能な電子記録が証明する権利は除外されるのである。証明対象の権利が適格購入者による権利取得の対象となるためには、UCC 第 12 編以外の法において、そのことが規定される必要があることになる<sup>216</sup>。

以上に対して、支配可能な金銭支払請求権及び支配可能な支払無体財産については、UCC 第 12 編の適格購入者による権利取得のルールが適用される (UCC § 12-104(a)(e))。支配可能な金銭支払請求権又は支配可能な支払無体財産を証明する支配可能な電子記録の支配を取得することは、証明対象である金銭支払請求権又は支払無体財産の支配を取得することを意味する (UCC § 12-104(b))。そして、支配可能な金銭支払請求権又は支配可能な支払無体財産の適格購入者が、それらの権利を証明する支配可能な電子記録の支配を取得することにより、金銭支払請求権又は支払無体財産を、財産権に基づく請求の制約に服することなく取得できるものとされるのである。

もともと、注意すべきは、この場合の購入の対象が金銭支払請求権又は支払無体財産であることである。ある者が、これらの権利を証明する支配可能な電子記録を適格購入者として取得しても、支配可能な金銭支払請求権又は支配可能な支払無体財産を取得することにはならない<sup>217</sup>。支配可能な電子記録と支配可能な金銭支払請求権・支配可能な支払無体財産は別個の財産であり、適格購入者による権利取得のルールの適用についても、両者は区別されるのである。

## (2) 内容

### (a) 流通証券と同程度の流通性

UCC12-104 条(e)の定める適格購入者による権利取得のルールは、流通証券 (negotiable

<sup>215</sup> UCC § 12-104, Off. Com. 8 (2022).

<sup>216</sup> UCC § 12-104, Off. Com. 9 (2022).

<sup>217</sup> UCC § 12-102, Off. Com. 3 (2022).

instrument) に関する UCC3-306 条に由来するものと説明される<sup>218</sup>。UCC は、支配可能な電子記録、支配可能な金銭支払請求権及び支配可能な支払無体財産について、流通証券と同程度の流通性を保障するのである<sup>219</sup>。

UCC は、物品 (goods) については、取り消し得る権原 (voidable title) を有する者が、有償かつ誠実な購入者に対して有効権原 (good title) を譲渡できるものとする一方で (UCC § 2-403(1))、物品の盗取者のようにその権原が無効である場合には、有効権原の譲渡を認めない。これと比較すると、支配可能な電子記録については、無権利者からの適格購入者も支配可能な電子記録に対する権利を有するのであり、物品と比較して高度の流通性が認められているといえる<sup>220</sup>。

また、前述したシェルター・ルール (UCC § 12-104(d)) により、いったん適格購入者が登場すれば、それ以後は、適格購入者の要件を充たさない者であっても、支配可能な電子記録に対する権利を取得できることになる。このことも、支配可能な電子記録の流通性を高めることにつながる。

## (b) 決済手段に認められる流通性

### ① 金銭

もっとも注意すべきは、UCC が、決済手段としての性質が認められる金銭や預金に関して、より高度の流通性を認めていることである。

UCC において、金銭 (money) は、自国又は外国の政府により、現在において認可 (authorize) 又は採用 (adopt) されている交換媒体 (medium of exchange) と定義される (UCC § 1-201(b) (24))<sup>221</sup>。UCC の 2022 年改正では、金銭に、電子的な形式の金銭 (money in an electronic form) である電子マネー (electronic money) (UCC § 9-102(a) (31A)) が含まれることが明らかにされた<sup>222</sup>。以上を前提として、UCC 第 9 編では、金銭から、預金口座及び UCC9-105A 条の支配の対象となり得ない電子的な形式の金銭が除外される (UCC § 9-102(a) (54A))。その結果、UCC 第 9 編の金銭とは、有体物である金銭 (tangible money) と、UCC9-105A 条の支配の対象となり得る電子マネーを意味することになる。そして、電子マネーの支配を取得するための要件について、UCC は、支配可能な電子記録の支配取得と同様の要件を採用するのである (UCC § 9-105A)<sup>223</sup>。

<sup>218</sup> UCC § 12-104, Off. Com. 7 (2022).

<sup>219</sup> UCC § 12-104, Off. Com. 10 (2022).

<sup>220</sup> 高橋・前掲注 167 58 頁。

<sup>221</sup> UCC の 2022 年改正により、金銭の概念から、政府による認可・採用の前から存在・運用されていたシステム上で記録され、移転可能であった電子記録は除外されることが明らかにされた (UCC § 1-201(b) (24))。その結果、既存の暗号通貨 (cryptocurrency) が外国政府によって通貨として採用されたとしても、UCC の金銭には該当しないことになった (UCC § 1-201, Off. Com. 24 Ex. 1 (2022))。

<sup>222</sup> UCC § 9-105A, Off. Com. 1 (2022)。電子マネーには、中央銀行デジタル通貨 (CBDC) が含まれるものと説明される (UCC § 9-101, Off. Com. 4c (2022))。

<sup>223</sup> 高橋・前掲注 167 58 頁。

以上を前提として、UCC 第 9 編は、金銭に担保権が設定されていた場合における、金銭の譲受人の金銭の取得に関するルールを定める。まず、有体物である金銭については、譲受人（transferee）が金銭の占有（possession）を取得した場合、（当該金銭に対する）担保権者（secured party）の権利を侵害することを担保権設定者（debtor）と共謀していた場合を除き、譲受人は、担保権の制約に服することなく金銭を取得するものとされる（UCC § 9-332(a)）。また、（支配の対象となる）電子マネーについても、譲受人が電子マネーの支配を取得した場合、（当該電子マネーに対する）担保権者の権利を侵害することを担保権設定者と共謀していた場合を除き、譲受人は、担保権の制約に服することなく電子マネーを取得するものとされる（UCC § 9-332(c)）。このように、金銭の移転に関して、UCC は、担保権設定者と共謀して担保権者の権利を害するのではない限り、担保権による制約を受けることなく金銭を取得できるものとするのである。

## ② 預金

UCC 第 9 編において金銭から除外される預金についても、類似のルールが妥当する。すなわち、預金口座からの資金（funds）の譲受人は、預金口座に対する担保権者の権利を侵害することを担保権設定者と共謀していた場合を除き、預金口座に対する担保権の制約に服することなく、資金を取得する（UCC § 9-332(b)）。預金についても——担保取引との関係についてであるが——高度の流通性が認められるのである。

さらに、預金の流通性に関連して重要と考えられるのが、無権限者による支払指図に関する規律を設けることである<sup>224</sup>。顧客（customer）の銀行に対する支払指図（payment order）は、原則として、顧客自身が行うか、代理法に基づく権限を有する者が行う場合にのみ有効となる（UCC § 4A-202(a)）。それゆえ、無権限者が銀行に対して行った支払指図は無効であって、それによって生じた損失は銀行が負担しなければならない。しかし、銀行には支払指図の送信者の同一性や権限の有無を確認する方法がない場合が多い。そこで、UCC 第 4A 編は、セキュリティ手続（security procedure）<sup>225</sup>に着目して、顧客と銀行の損失分担に関するルールを設ける。すなわち、銀行と顧客が、当該顧客の名において銀行に送信された支払指図の真正性をセキュリティ手続に従って認証することを合意していた場合、銀行が受信した支払指図は、権限付与の有無にかかわらず、当該顧客による有効な支払指図であるとされる（UCC § 4A-202(b)）。ただし、それが認められるための条件として、セキュリティ手続が無権限の支払指図に対する安全性を提供する手段として取引上合理的であること、及び、銀行が、善意で、セキュリティ手続のもとでの義務を遵守し、かつ、記録によって証明される支払指図の引受けを制限する顧

<sup>224</sup> 詳細については、岩原・前掲注 17 104-111 頁、加毛明「欧米におけるインターネット・バンキングの無権限取引に関する金融機関の責任範囲」金融法務研究会『金融商品・サービスの提供、IT 技術の進展等による金融機関の責任範囲を巡る諸問題』（全国銀行協会・2017 年）50-56 頁。

<sup>225</sup> セキュリティ手続とは、(i) 支払指図若しくは支払指図を修正若しくは撤回する連絡が顧客によってなされたものであることを認証し、又は(ii) 支払指図若しくは連絡の送信若しくは内容に関する過誤を発見する目的で、顧客と受信銀行の合意により設けられた手続をいう（UCC § 4A-201）。

客との合意若しくは顧客の指図を遵守して、支払指図を引き受けたことを証明することが必要とされる。これらの条件が充たされる場合、顧客は、無権限の支払指図による損失を負担することになる。もっとも、無権限の支払指図を行った者が、セキュリティ手続を破ることを容易ならしめる情報を顧客の支配する情報源から得ていた者などではなかったことを、顧客が証明できれば、顧客は責任を免れることができる (UCC § 4A-203(c)(2))。以上のような形で、UCC 第 4A 編は、無権限の支払指図による預金の移転について、銀行と顧客(預金者)による損失の分担を規定するのである。

なお、預金者が消費者である場合については——UCC 第 4A 編が適用されない一方で——1970 年制定の連邦電子資金移動法 (Electronic Fund Transfer Act) <sup>226</sup>909 条及び同法に関する連邦規則レギュレーション E<sup>227</sup>205.6 条によって、無権限の支払指図に関する預金者の責任が制限されている <sup>228</sup>。それによれば、預金者がパスワードなどの口座利用手段の遺失・盗難を知った場合、金融機関に 2 営業日以内に通知を行えば、預金者の責任の上限額は 50 ドルとされる。これに対して、預金者が 2 営業日以内に金融機関に対して通知を行わなかった場合には、責任の上限額が 500 ドルに引き上げられる。さらに、金融機関が消費者に送付した期間計算書 (periodic statement) に無権限の資金移動が記載されていた場合、預金者はその送付を受けた日から 60 暦日以内に金融機関に対して通知を行わなければならない、それを怠れば、無限定の責任を負担することになる。預金者のとった行動に応じて、預金者の責任の上限額が決まるものとされるのである。

### (c) 検討

以上のように、UCC は、金銭や預金について、その高度の流通性に配慮した規律や無権限の支払指図に関する損失分担に関する規律を設けている。そのことを前提とすれば、仮に支配可能な電子記録が——発行者や裏付資産に関する監督法上の規制などを通じて——決済手段としての性質が承認されとした場合に、当該支配可能な電子記録について、UCC 第 12 編の適格購入者の権利取得に関するルールを適用することが妥当であるのかには疑問を指摘できる。決済手段としての性格を有する支配可能な電子記録については、電子マネーや預金と同様の規律を設けることがあり得るように思われるからである。

## 1. 3. 4 仲介者が介在する場合の法律関係

### 1. 3. 4. 1 他者を介した支配(間接的な支配)

UCC の 2022 年改正に関する検討の最後として、支配可能な電子記録の取引に仲介者が介在する場合についてみていこう。

まず重要なのが、UCC 第 12 編の支配概念に関して、ある者が他者を介して、支配可能な電子

<sup>226</sup> 15 USC §1693 et. seq.

<sup>227</sup> 12 CFR §205.

<sup>228</sup> 詳細については、岩原・前掲注 17 97-101 頁、加毛・前掲注 224 41-50 頁。

記録に対する支配を有すること（間接的な支配）が認められることである。すなわち、ある者は、①他者が支配可能な電子記録の支配を有し、かつその者のために支配を有することを認めた（acknowledge）場合、又は、②他者がその者のために支配を取得することを認めた後に、支配可能な電子記録の支配を取得した場合に、当該支配可能な電子記録の支配を有する（UCC § 12-105(e)）<sup>229</sup>。

他者を介した支配（間接的な支配）を認めるのは、仲介者（交換業者など）を利用してビットコインなどの支配可能な電子記録を利用する者が、当該支配可能な電子記録に対して担保を設定することを可能にするためであると考えられる。このような間接的な支配は——前述のように支配の取得要件は異なるものの——預金口座など他の財産についても認められている（UCC § 9-104(a)(4)）。

### 1. 3. 4. 2 利用者と仲介者の法律関係の分類

以上を前提として、ある者（利用者）が支配可能な電子記録の取引に仲介者（暗号資産の交換業者など）を利用する場合の法律関係は、3つの類型に区別されることになる。

第1は、利用者が自ら支配可能な電子記録に対する財産権を有しつつ、仲介者という他者を介して支配可能な電子記録の支配（間接的な支配）を有する場合である。この場合、利用者は、支配可能な電子記録に対する権利を有するのであり、そのことを前提として、支配可能な電子記録に対する権利を移転したり、担保権を設定したりすることができる。

第2は、仲介者が支配可能な電子記録に対する権利を有し、利用者は仲介者に対して債権を有する場合である。この場合に利用者が仲介者に対して有する債権は、一般無体財産に該当するものと考えられる<sup>230</sup>。その結果、例えば、利用者が債権に対して担保権を設定する場合には、担保権の完全化は貸付証書の登録によることになる（UCC § 9-310(a)）。

第3は、利用者と仲介者の明示の合意に基づき、支配可能な電子記録を金融資産（financial asset）としたうえで、利用者がセキュリティ・エンタイトルメントを取得する場合である。UCC の2022年改正により、支配可能な電子記録を金融資産とすることが明示的に認められ（UCC § 8-103(h)）、暗号通貨交換業者（cryptocurrency exchange）が証券仲介機関（securities intermediary）に該当し得るものとされた<sup>231</sup>。金融資産とされた財産に対する権利（interest）は、証券仲介機関によって、セキュリティ・エンタイトルメント保有者のために保有されるのであり、原則として、証券仲介機関の債権者の請求には服しないものとされる（UCC § 8-503(a)）。そして、利用者は、セキュリティ・エンタイトルメントを譲渡したり、セキュリティ・エンタ

<sup>229</sup> もっとも、支配可能な電子記録に対する担保権が支配の取得により完全化された場合に支配以外の方法によって完全化された担保権に優先するというルール（UCC § 9-326A）は、他者を介した支配（間接的な支配）の場合には、適用されない。その結果、一般原則（UCC § 9-322(a)）に立ち返って、貸付証書の登録と完全化の先後によって競合担保権の優先劣後関係が決定されることになる。競合担保権に対する優先という観点からは、直接の支配を取得することが重要であることになる（前掲注187も参照）。

<sup>230</sup> 高橋・前掲注166 73頁。

<sup>231</sup> UCC § 8-102, Off. Com. 14 (2022).

イトルメントに投資資産として担保権を設定したりすることができる。投資資産に対する担保権については、貸付証書の登録のほか（UCC § 9-312(a)）、支配によっても完全化をすることができる（UCC § 9-314(a)）。ビットコインなどの暗号資産の取引については、第 3 の方法が選択されることが多いと指摘されている<sup>232</sup>。

### 1. 3. 5 小括

前述のように、わが国では、デジタル・マネーの私法上の規律を検討するうえで、UCC の 2022 年改正に着目する見解が存在していた。しかし、本章（1. 3）の検討によれば、デジタル・マネーの法的ルールを検討するうえで、支配可能な電子記録に関する UCC 第 12 編が有する意義は、必ずしも大きくないと考えられる。

第 1 に、決済手段という観点からは、次のようにいうことができる。

UCC は、ブロックチェーンなどの技術の利用を前提とした支配概念に着目して、支配可能な電子記録が財産権の対象になることを認めるにすぎず、支配可能な電子記録の財産権がいかなる性質を有するかについて規定しない。そのため、支配可能な電子記録に決済手段としての性質が認められるか否かは、UCC 第 12 編以外の法の適用に基づいて判断されることになる。UCC における支配可能な電子記録の定義は、決済手段としての性質が認められることを前提としたものではないのである。

他方、決済手段としての性質を有する権利（預金債権）などを証明する手段として、支配可能な電子記録が用いられることは考えられるものの、その場合、支配可能な電子記録（に対する財産権）の移転は、証明対象の権利の移転を意味しない。UCC は、支配可能な電子記録が——有価証券法理のように——他の権利を表章することを認めるわけではないため、決済手段が支配可能な電子記録（の財産権）に表章されるものとしてデジタル・マネーを発行することはできないのである。

これに対して、支配可能な電子記録によって証明される支配可能な金銭支払請求権及び支配可能な支払無体財産については、UCC 第 12 編が適用される。もっとも、支配可能な金銭支払請求権や支配可能な支払無体財産についても、決済手段としての性質が認められることを前提とした定義が設けられていないのは、支配可能な電子記録と同様である。また、支配可能な金銭支払請求権及び支配可能な支払無体財産についても、支配可能な電子記録と、証明対象である金銭支払請求権及び支払無体財産とは、別個の財産と観念されており、支配可能な電子記録が金銭支払請求権及び支払無体財産を表章するという考え方は採用されていない。

以上によれば、支配可能な電子記録が権利を証明する手段として利用される場合、財産的な価値を有するのは証明対象の権利であることから、支配可能な電子記録に対する権利やその移転について語ることを実際上の意義は乏しい<sup>233</sup>。支配可能な電子記録に対する権利やその移転

<sup>232</sup> 高橋・前掲注 166 78 頁。

<sup>233</sup> この点は、デジタル金融資産一般について、「デジタル金融資産の帰属や移転と区別する形で、ブロックチェーン上の記録の帰属や移転を観念する必要があるか否かについて、慎重に検討する必要がある」（加毛・前掲注

を論じる意義があるのは、支配可能な電子記録それ自体に財産的価値が認められる場合に限られるように思われる<sup>234</sup>。

第 2 に、決済方法という観点からも、UCC 第 12 編がデジタル・マネーについて有する意義は大きくないと思われる。UCC 第 12 編の定める移転に関するルール（とくに適格購入者の権利取得）が決済手段にとって適切であるのかに疑問があるからである。UCC は、金銭や預金について、支配可能な電子記録とは異なるルールを設けるのであり、デジタル・マネーの移転に関する法的ルールを考えるうえで、UCC 第 12 編の法的ルールを参考には慎重であるべきように思われる。

第 3 に、仲介者が介在する場合の法律関係については、UCC 第 12 編の特徴として、他者を介した支配可能な電子記録の支配の取得（間接的な支配）が認められていることを挙げることができる。1. 2 で検討した通り、わが国では、発行者が移転に関与しないデジタル・マネーについて、デジタル・マネーが仲介者である電子決済手段等取引業者に帰属するという考え方と親和的な監督法上の規制が採用されていた。UCC 第 12 編が支配可能な電子記録について間接的な支配を認めることは、そのような考え方を相対化する契機を有するものと考えられる。

## 1. 4 私法上の規律に関する立法論上の検討

### 1. 4. 1 検討対象

本章（1. 4）では、1. 2 及び 1. 3 の検討を踏まえて、デジタル・マネーの私法上の規律に関する立法論の検討を行う。立法論を検討する前提として、あるデジタル金融資産が決済手段としての性質を社会的に承認されることが必要であり、そのような社会的承認を獲得するうえで、発行者や裏付資産などに関する監督法上の規制が重要な意義を有すると考えられることについては、本稿で繰り返し指摘したところである。しかし、本章（1. 4）では、この点には立ち入らず、あるデジタル金融資産が決済手段としての性質を有することを前提として、その私法上の規律について検討することとする。

また、デジタル・マネーについて検討すべき私法上の規律には様々なものがあり得るが<sup>235</sup>、本章（1. 4）が取り上げるのは、これまでの検討に関連する次の 3 点に限定される。

---

69 41 頁）との指摘にも関連する。

<sup>234</sup> もっとも、情報財としての価値を有する電子データが支配可能な電子記録に該当しない場合も多いことを指摘できる。前述のように、UCC の 2022 年改正の公式解説は、支配可能な電子記録の具体例として「非代替的トークン（nonfungible tokens（NFTs）」）を挙げるが、ブロックチェーン上の電子記録である NFT が支配可能な電子記録に該当するとしても、当該 NFT と結びつけられる画像・映像・音楽等のデータ（情報財としての価値を有するデータ）は、ブロックチェーン外のサーバにおいて保存・管理される限り、支配の対象となり得ず、支配可能な電子記録に該当しないものと考えられる（角本・前掲注 167 144 頁）。

<sup>235</sup> デジタル・マネーについて検討すべき私法上の規律を考えるに際しては、電子マネーの私法上の法律問題に関する包括的研究である岩原・前掲注 17 465-506 頁が参考になる（さらに、電子マネーに関する勉強会・前掲注 18 12-20 頁、森田ほか・前掲注 48 77-85 頁〔森田宏樹発言〕も参照）。また、本章（1. 4）で取り上げる第 2 の点に関連して、決済システム上の記録の変更が権利者の過誤に基づく場合や行為能力を制限される権利者が決済システム上の記録を変更した場合の法的規律も問題となる。そのほか、UCC の 2022 年改正の検討から明らかになるように、デジタル・マネーに対する担保権の設定および第三者対抗に関する私法上の規律も重要である。本稿で検討できない問題については、別稿を期することとしたい。

第 1 に、デジタル・マネーの移転についてわが国で論じられてきた 2 つの法律問題——決済システム上の記録の変更を伴わない（システム外での）移転の禁止及び決済システム上でのデジタル・マネーの移転の完結（第三者関係の規律）——を解決するための法的ルールについて検討する。ここでは、デジタル・マネーの正常な移転を実現するために望ましいと考えられる私法上の規律を検討するとともに、そのような規律を採用するうえで解決すべき課題について検討を行う。

第 2 に、デジタル・マネーに関する決済システム上の記録が無権限者によって変更された場合に関する法的ルールを取り上げる。決済システム上の記録の変更が権利者の意思に基づかないにもかかわらず、実体法上のデジタル・マネーの移転を認めるべきであるか（いかなる条件のもとで認めるべきであるか）が問題となる。

第 3 に、デジタル・マネーの移転に仲介者が介在する場合における利用者と仲介者の法律関係について検討する。この点は、仲介者の倒産リスクからの利用者保護の在り方などを考える前提として重要な意義を有する。

## 1. 4. 2 デジタル・マネーの正常な移転を実現する法的ルール

### 1. 4. 2. 1 決済システム上の記録の変更を伴わない（システム外での）移転の禁止

決済システム上の記録の変更を伴わない（システム外での）デジタル・マネーの移転を禁止するという法的課題に関して、わが国の従前の議論では、預貯金債権の譲渡制限の意思表示に関する民法 466 条の 5 第 1 項の適用・類推適用や、信託行為における受益権の譲渡制限の定めに関する信託法 93 条 2 項の適用による対処が考えられていた。しかし、そのような対処には、譲渡禁止の効力が譲受人の主観的態様に依存するという限界が存在していた（1. 2. 3. 1 (1)(b)、1. 2. 4. 2(1)(b)、1. 2. 5. 1(1)(c)）。

そこで、より直截に、決済システム上の記録の変更を伴わない（システム外での）デジタル・マネーの移転を防止しようとするのであれば、決済システム上の記録に基づいて決済手段である債権や信託受益権の帰属・移転を決定する——決済システム上の記録の変更を譲渡の効力要件とする——という規律を採用することが考えられる。1 号電子決済手段については、解釈論として、ブロックチェーン上の記録の変更（トークンの移転）を譲渡の効力要件とすることが主張されていたところである（1. 2. 3. 2(2)(c)）。

類似の規律は、既に、電子記録債権法や社債、株式等の振替に関する法律（以下、「社債株式等振替法」という）において採用されている。債権に関しては、電子記録債権法が、電子記録債権に関して電子債権記録機関が管理する記録原簿への譲渡記録を譲渡の効力要件とする（電子記録債権法 17 条）。信託受益権に関しても、社債株式等振替法が、振替受益権について、振替の申請により、譲受人が振替口座簿の口座に増加の記載・記録を受けなければ、譲渡の効力

が生じないものとする（社債株式等振替法 127 条の 16）<sup>236</sup>。デジタル・マネーについても、立法によって同様の規律を採用することが検討に値する。

もっとも、このようなルールを採用するためには、決済手段を記録する決済システムが、適切に構築され、管理・運営されることにより、決済システム上の記録の正確性を保障することが必要になる。決済システムとしてブロックチェーンを利用する場合を想定すれば、ブロックチェーンは、事後的な改竄が困難な形で情報・データを記録・保存する技術であり、複数のノードが同内容の情報・データを共有することでシステムの継続稼働を担保するという特徴を有する。これらの改竄耐性及び可用性・冗長性という特徴は、ブロックチェーン上の記録に対する信頼性を高めることにつながる。もっとも、量子コンピュータの性能向上などによって、ブロックチェーンの前提とする暗号技術（RSA 暗号や楕円曲線暗号）が解読されることが予想されるところ<sup>237</sup>、ブロックチェーン上の記録の正確性を担保するためには、そのような技術の進展に対して、発行者などの決済サービス提供者が暗号技術水準の向上など適切な対応をとることが要請されるものと考えられる。

また——暗号技術水準に問題がないとしても——ブロックチェーンについては、一定のノード保有者が協力することにより、ブロックチェーン上の記録を事後的に改竄する可能性が排除されない。そのため、発行者などの決済サービス提供者は、ブロックチェーンの管理・運営について、利用者の権利を損なわないようにする仕組みや体制を構築する必要があるといえる。これらの点については、決済システムの管理・運営主体（デジタル・マネーの発行者や仲介者など）に対する監督法上の規制が重要な意義を有する場合も多いと考えられる。

#### 1. 4. 2. 2 決済システム上でのデジタル・マネーの移転の完結（第三者関係の規律）

次に、デジタル・マネーの移転を決済システム上で完結する（第三者に対抗する）ための法的ルールについてみていこう。

銀行デジタル・マネーについては、消滅・発生構成という決済方法を採用することにより、デジタル・マネーの発行者の管理する帳簿の記録を基準として第三者との関係を規律するという考え方が実務上も定着していると考えられる（1. 2. 2. 2(2)(b)）。発行者が移転に関与する資金移動業デジタル・マネー及び前払式支払手段デジタル・マネーについても、同様の法的規律を採用できるという理解が有力であるといえる。もっとも、そのような法的規律が許容されるためには、帳簿の記録の正確性が保障されることに加えて、デジタル・マネーに対する強制処分（差押えなど）があった場合に、発行者が利用者によるデジタル・マネーの移転を防ぐなどの適切な措置をとることにより、第三者との対抗問題の発生を可及的に防止することが要

<sup>236</sup> 同様の規律は、振替社債（社債株式等振替法 73 条）、振替国債（社債株式等振替法 98 条）、振替株式（社債株式等振替法 140 条）などにも採用されている。

<sup>237</sup> 量子コンピュータと暗号技術の関係一般についての説明として、預金取扱金融機関の耐量子計算機暗号への対応に関する検討会「報告書」<https://www.fsa.go.jp/singi/pqc/houkokusyo.pdf>（2024 年）4-6 頁参照。

請されるものと考えられる（1. 2. 3. 1(2)(b)、1. 2. 4. 2(2)(b)）。

他方、発行者が移転に関与する信託型デジタル・マネーについては、証券不発行型の受益証券発行信託という法律構成のもとで、特定信託会社等が、ブロックチェーン上の記録の変更を受益権原簿の記録・記載と連携させることにより、特定信託受益権の譲渡に関する第三者対抗要件が具備されることになる。ここでも、発行者が、デジタル・マネーの移転を決済システム上で完結する（第三者に対抗する）ために、一定の役割を果たすことが前提とされるものと考えられる（1. 2. 5. 1(2)(b)）。

以上に対して、資金移動業者が移転に関与しない資金移動業デジタル・マネー（1 号電子決済手段）については、ブロックチェーン上の記録の変更を譲渡の効力要件とすることにより、第三者関係もブロックチェーン上の記録の変更によって規律する可能性が示唆されていた（1. 2. 3. 2(2)(c)）。また、特定信託会社等が移転に関与しない信託型デジタル・マネーについては、消滅・取得構成に基づき、ブロックチェーン上の記録によって第三者との関係を規律することが想定されていたと考えられる（1. 2. 5. 2(2)(b)）。

以上を前提として、前述のように、立法論として、決済システム上の記録の変更をデジタル・マネーの譲渡の効力要件とするという法的規律を採用するのであれば、第三者との関係も決済システム上の記録によって規律することが考えられる。しかし、そのような法的規律が許容されるためには、発行者が移転に関与する資金移動業デジタル・マネーや前払式支払手段デジタル・マネーについて指摘したように、帳簿の記録の正確性が保障されることに加えて、デジタル・マネーに対する強制処分（差押えなど）への適切な対処がとられることが必要になると解される。発行者が移転に関与するデジタル・マネーについては、発行者が利用者によるデジタル・マネーの移転を禁止するなどの措置をとることを期待しやすいのに対して、発行者が移転に関与しないデジタル・マネーについては、強制処分への対処が深刻な問題となり得る。

発行者が移転に関与しないデジタル・マネーに対する差押えがあった場合について検討すると、信託型デジタル・マネーに関しては、その決済手段が信託受益権であることを前提として、差押命令が発行者（特定信託会社等）に対して送達される（民事執行法 167 条 1 項・145 条 3 項）。これに対して、資金移動業デジタル・マネー（1 号電子決済手段）について、その決済手段をブロックチェーン上の記録に対する財産権と考える場合には、第三債務者が存在するのかが問題となるが、利用者が発行者（資金移動業者）に対する償還請求権を有することからすれば、第三債務者に準ずる者として発行者（資金移動業者）に対し、差押命令が送達されるものと解し得るように思われる。そのうえで、デジタル・マネーに対する差押えを認識した発行者がブロックチェーン上の記録と執行債務者を結びつけることができるのであれば、発行者は、差押えの対象とされたデジタル・マネーについて、執行債務者による処分がなされないようにする措置<sup>238</sup>を講ずることが要請されるものと考えられる。

他方、パーミッションレス型ブロックチェーンを利用するデジタル・マネーについては、発

<sup>238</sup> 河合・前掲注 133 43 頁は、特定信託会社等が、裁判所の命令に基づき、特定信託受益権の移転を制限できる機能を、ブロックチェーン上にスマートコントラクトなどを用いて実装することを提案する。

行者が利用者を把握していない場合も想定される。その場合には、発行者が、差押命令の送達を受けたとしても、ブロックチェーン上の記録と執行債務者を結びつけ、差押えの対象とされたデジタル・マネーの処分を禁止・制限する措置をとることは困難であると考えられる。それゆえ、そのような発行者による対処を前提とせずに、デジタル・マネーに対する執行を可能にする方法が必要になる。この点については、デジタル・マネーの開発段階において、執行可能性を実現するような設計が求められるとともに<sup>239</sup>、法制度の側において、現在の執行方法の限界を踏まえたうえで<sup>240</sup>、デジタル技術を利用した財産に対する新たな執行方法の創設が必要になると考えられる<sup>241</sup>。

以上のような法制度の整備を含む対処を前提として、差押えの対象とされたデジタル・マネーの処分を実効的に禁止・制限できる（デジタル・マネーが執行免脱の手段とならない）ことを確保できるのであれば、デジタル・マネーの移転に関する第三者との関係を決済システム上の記録によって規律するというルールを採用することが許容されるものと解される。

### 1. 4. 3 無権限者による決済システム上の記録の変更に関する法的ルール

#### 1. 4. 3. 1 消滅・発生構成の特徴とそれに対する批判

次に、デジタル・マネーに関する決済システム上の記録が無権限者によって変更された場合の法的ルールについてみていこう。

デジタル・マネーに関して、決済システム上の記録の変更を譲渡の効力要件とするというルールを採用する場合であっても、権利者の意思に基づかずに、決済システム上の記録が変更された場合には、デジタル・マネーの移転が生じないというのが、原則的な法的帰結である。

もっとも、銀行デジタル・マネーなどの決済方法として定着している消滅・発生構成によれば——誤振込みに関する判例<sup>242</sup>などを前提として——権利者の意思に基づかずに決済システム上の記録が変更された場合でも、デジタル・マネーの移転が生じると考える余地がある。消滅・発生構成については、利用者の支払指図に基づく預金債権の移転が原因関係の瑕疵によって影響を受けないこと、及び、支払指図それ自体の瑕疵によって影響を受けないことという「二

<sup>239</sup> かねてより、岩原・前掲注 17 505 頁が、オープン・ループ型の電子マネーについて、「強制執行の可能性等も考慮に入れて、電子マネーの商品性自体を工夫していく必要がある」と指摘していたところである。

<sup>240</sup> この点については、既に暗号資産（ビットコイン）に対する執行との関係で、一定の議論の蓄積が存在する。議論状況の整理として、増島＝堀編著・前掲注 21 47-48 頁。

<sup>241</sup> 例えば、青木哲「暗号資産（ビットコイン）と強制執行・倒産」論究ジュリスト 27 号（2019 年）21 頁は、「立法論としては、執行官が債務者の占有する電子機器または媒体から秘密鍵の情報を取り出すという、秘密鍵の情報の取得を目的とした手続を創設することが考えられる」とする（中島弘雅「暗号資産をめぐる民事執行法上の問題点（下）」NBL1227 号（2022 年）42 頁も同旨。具体的な手続の在り方については、矢戸常寿ほか編著『AI と社会と法——パラダイムシフトは起きるか？』（有斐閣・2020 年）96-97 頁〔岡田仁志発言〕参照）。さらに進んで、「秘密鍵情報を管理する国家機関（または準国家機関。以下、「秘密鍵管理機関」という）」を設立し、「秘密鍵情報を秘密鍵管理機関と最初から共有することに同意する（……）」ことをウォレット作成の必須条件」とすべきことも主張されている（中野貞一郎＝下村正明『民事執行法〔改訂版〕』（青林書院、2021）813 頁）。

<sup>242</sup> 最判平成 8 年 4 月 26 日民集 50 巻 5 号 1267 頁。

重の無因性」を前提とするものとされるのである<sup>243</sup>。このことは、一面において、デジタル・マネーの流通性の向上に資するものといえる。決済システム上の記録の変更を受けた者は、事後的にデジタル・マネーの移転の効力を覆されるリスクを考慮することなく、デジタル・マネーを利用できるからである<sup>244</sup>。

もっとも、このような理解に対しては、「リテールの決済を含む銀行預金や資金移動業マネーによる資金決済については、振込や移転の指図に意思表示の瑕疵がある場合や無権限移動といった適法な指示がなかったと解しうるような場合であっても、口座帳簿の記帳に基づく消滅・発生構成によれば、記帳によってつねに移転の効力が認められることになりかねない」とされ、「動的安全の保護にやや傾き過ぎている」との批判が向けられている<sup>245</sup>。このような批判を前提とすれば、無権利者による決済システム上の記録の変更によってデジタル・マネーの移転が生じないという原則を維持しつつ、一定の要件が充たされた場合に限り、デジタル・マネーの移転の効力が生じるものとするルールを採用すべきとの考え方が導かれることになる。そして、このようなルールの採用は、自らの意思に基づかない記録変更から権利者を保護することを通じて、デジタル・マネーに対する利用者の信頼を高めることに寄与するという側面を有するものでもありとえられる。

#### 1. 4. 3. 2 検討

無権限者による決済システム上の記録の変更に関する法的ルールについて検討する際の中心的課題は、デジタル・マネーにどの程度の流通性を認めるべきであるかであると考えられる。決済手段としての性質を有するデジタル・マネーについては、投資目的で取引されるデジタル金融資産（セキュリティ・トークン）などよりも、高度の流通性を認めるべきように思われる。このような理解は、UCC においても採用されるところであり（1. 3. 3. 2(2)）、わが国の実定法上もそのような考え方が妥当しているといえる<sup>246</sup>。そのうえで、立法論を検討する場合には、わが国において通貨の法理とされる「占有と所有の一致」や、それと同様の帰結をもたらす消滅・発生構成が唯一の選択肢であるわけではないことに注意を要する。前述のように、わが国において、消滅・発生構成に対する批判が学説上展開されていることに加えて、UCC が、一定の場合に、金銭や預金に関して譲受人が権利を取得しない場合を認めていたことも、複数の立法の可能性があり得ることを示すものといえることができる。

以上を前提として、権利者の意思に基づかない記録変更に関する法的規律の検討において考

<sup>243</sup> 神作・前掲注 33 69-70 頁。

<sup>244</sup> もっとも、消滅・発生構成による場合であっても、記録の変更を受けた者は権利者に対して不当利得返還義務を負い得る（民法 703 条、704 条）。また、記録の変更を受けた者から、金銭債務の弁済のために、さらに記録の変更を受けた者に関しても、騙取金による弁済に関する判例（最判昭和 49 年 9 月 26 日民集 28 巻 6 号 1243 頁）を前提とすれば、デジタル・マネーが保有者の意思に基づかずに移転されたことについて悪意又は重過失である場合には、不当利得返還義務を負う可能性がある。

<sup>245</sup> 神作・前掲注 33 81 頁。利用者の支払指図に着目し、「指図の効力や抗弁の性質、および抗弁を第三者に対抗できる範囲等を検討することによって、従来の消滅・発生構成よりも柔軟で適切な法的効果を導くことができる」と主張する（同 82 頁）。支払指図の瑕疵については、岩原・前掲注 17 231-246 頁、中央銀行預金を通じた資金決済に関する法律問題研究会・前掲注 21 126-137 頁参照。

<sup>246</sup> 加毛・前掲注 69 45 頁。

慮すべき事情としては、次のものが考えられる。まず、権利者側の事情としては、権利者の意思に基づかない記録変更が生じた主たる原因が権利者にあるのか・無権利者による記録変更を回避する手段を権利者が有しているのかなどが問題となる。次に、記録の変更を受けた側の事情としては、記録の変更を受けた者が無権利者による記録の変更にどの程度関与していたのか（無権利者による記録の変更であることを知っていたのか・知らないことにどの程度の過失があるのかという事情を含む）、記録変更が直接の相手方にとどまっているのか・直接の相手方から他の者に記録が変更されているのか、記録の変更を受けた者の債権者による権利行使（差押えなど）をどのように評価するか、などの点を挙げることができる。さらに、決済サービス提供者の事情として、記録変更が権利者の意思に基づかないことを決済サービス提供者が確認する方法があるのか・確認にどの程度のコストがかかるのか、決済サービス提供者が真の権利者のために記録の修正を行うことができるのか・記録の修正にどの程度のコストがかかるのか<sup>247</sup>、などの点が問題になるものと考えられる。これらの諸事情を考慮したうえで、デジタル・マネーにどの程度の流通性を肯定すべきであるかという観点から、権利者の意思に基づかない記録変更に関する法的ルールとして、いかなる内容が望ましいかを検討する必要があると考えられる。

また、デジタル・マネーの利用者が消費者である場合については、自らの意思に基づかない記録変更によって生じた損害を補償する制度を設けることが検討されるべきように思われる<sup>248</sup>。そのような補償制度の存在も、権利者の意思に基づかない記録変更に関する法的規律を検討する際の考慮要素になるものと考えられる。

#### 1. 4. 4 仲介者が介在する場合の法律関係

最後に、デジタル・マネーの移転に仲介者が介在する場合の法律関係についてみていこう。

わが国の従前の議論では、デジタル・マネーの移転に発行者が関与する場合には、決済手段が金銭債権（預金債権、資金移動業債権）や信託受益権であることを前提として、利用者がこれらの決済手段の帰属主体であるという理解が有力であったといえる（1. 2. 2. 2(3)、1. 2. 3. 1(3)、1. 2. 5. 1(3)）。他方、発行者が移転に関与しないデジタル・マネーについては、資金決済法上の規制として、仲介者に対し、利用者から預託を受けて管理するデジタル・マネーについて信託を設定することが義務付けられているところ、そのような規制は、決済手段であるブロックチェーン上の記録に対する財産権や特定信託受益権が仲介者に帰属するという理解と親和的であると考えられる（1. 2. 3. 2(3)、1. 2. 5. 2(3)）。仲介者に帰属するデジタル・マネーについて信託を設定することにより、仲介者の倒産から利用者が保護さ

<sup>247</sup> この点については、デジタル・マネーに利用される技術の特徴も影響を与え得る（加毛・前掲注 69 45 頁参照）。

<sup>248</sup> アメリカ法の状況について、1. 3. 3. 2(2)(b)②。わが国では、偽造・盗難キャッシュカード、盗難通帳やインターネット・バンキングによる預金等の不正な払戻しに関する個人顧客への補償については、全国銀行協会による申合せに基づく実務上の運用に委ねられている（全国銀行協会「預金等の不正な払戻しへの対応について」[https://www.zenginkyo.or.jp/fileadmin/res/news/news200219\\_1.pdf](https://www.zenginkyo.or.jp/fileadmin/res/news/news200219_1.pdf)（2008 年））。

れるのである。このような見解は、ブロックチェーン上の記録とデジタル・マネーの帰属とを（可及的に）一致させる考え方であるということもできる。

この点に関連して、UCC 第 12 編では、他者を介した支配可能な電子記録の支配の取得（間接的な支配）が認められていた。その結果、支配可能な電子記録の取引に仲介者が介在する場合において、利用者が自ら支配可能な電子記録に対する権利を有し、支配可能な電子記録に対する支配を有する仲介者を介して支配可能な電子記録の支配（間接的な支配）を有するという法律関係があり得ることになる（1. 3. 4. 2）。

わが国におけるデジタル・マネーに関して立法論を検討する場合には、デジタル・マネーの移転に仲介者が介在する場合の法律関係について、実体法上、デジタル・マネーが利用者に帰属することを認めつつ、仲介者がデジタル・マネーの（準）占有を取得するという考え方を採用する余地があるように思われる。デジタル・マネーについて高度の流通性が保障されるべきであるとしても、利用者と仲介者の間では別個の考慮が妥当し得るものと考えられる。そして、このような理解によれば、仲介者が利用者から預託を受けて管理するデジタル・マネーに信託が設定されない場合であっても、仲介者が適切にデジタル・マネーを分別管理することにより、利用者から預託を受けたデジタル・マネーを特定できるのであれば、利用者を仲介者の倒産リスクから保護する途が開かれるように思われる。

以上の実体法上の権利関係がいずれが妥当であるかについては、問題となるデジタル・マネーに認めるべき流通性の程度、利用者保護の必要性、利用者から預託を受けたデジタル・マネーを仲介者自身のデジタル・マネーから分別して管理する方法やその難易などの事情を考慮して検討することが必要になる。そして、法的安定性の観点からは、立法によって、デジタル・マネーの移転に仲介者が介在する場合の法律関係を明確化することが望ましいものと考えられる。

## 2. 投資目的で取引されるデジタル金融資産

### 2. 1 分析の対象

本稿は、投資目的で取引されるデジタル金融資産の中で、金融商品取引法（以下、「金商法」という。）が適用される権利に関する民事法ルールの在り方を検討する<sup>249</sup>。既に実務では、社債や信託受益権を中心に、金商法が適用される権利の帰属を分散台帳（ブロックチェーン）上の記録に従って決定する仕組みを構築することが試みられている<sup>250</sup>。このような試みは、資産

<sup>249</sup> 本稿は、「デジタル金融資産」を、ブロックチェーンなどの分散台帳技術を含むデジタル技術の進展により、金融分野において登場した新たな種類の資産、という意味で用いている。加毛明「デジタル技術の進展と民事法の応答—金融分野における議論を素材として」塚莊一郎＝曾野裕夫『デジタル資産とアバターの民事法』（商事法務、2025 年）29 頁。

<sup>250</sup> ブロックチェーンは分散台帳技術（Distributed Ledger Technology）の技術実装の一例である。赤羽喜治「分散台帳技術とは何か」ジュリスト 1529 号（2019 年）15 頁注（1）。そこで本稿では、分散台帳技術によって管理される帳簿（データベース）を一般的に示す用語として、「分散台帳」を用いることにした。

のトークン化（トークナイゼーション）と呼ばれることがある<sup>251</sup>。トークンとは「資産のデジタルな表章」であり、分散台帳に記録されたスマートコントラクトに基づき発行され、その移転も分散台帳に記録される<sup>252</sup>。トークン化とは、トークンの取引にトークン化された資産の裏付けを与えることを目的とする試みである。トークン化により、金商法が適用される権利の帰属は分散台帳（ブロックチェーン）上の記録に従って決定されることが想定されている。

トークン化の試みは、有価証券のペーパーレス化における社債、株式等の振替に関する法律（以下、「社債株式等振替法」という。）のような特別法に基づく試みではなく、既存の法制度に依拠した契約等の私的アレンジメントによるものである。その目的は、決済目的で利用されるデジタル金融資産（デジタル・マネー）の組成と共通する部分がある。すなわち、契約等の私的アレンジメントによって、①分散台帳上の記録の変更を伴わない権利移転を制限すること、②分散台帳上の記録の変更により権利の移転を第三者に対抗できるようにすること、である<sup>253</sup>。

金商法が適用される権利について①と②を目的とする試みが積み重ねられたことにより、投資目的で取引されるデジタル金融資産を契約等の私的アレンジメントに基づき組成することの限界が明らかになりつつある。2. 2では、このような試みに関する従前の議論状況を整理することによって、解釈論や実務上の工夫では解決困難な問題の存在を示す。

2. 3では、金商法が適用される権利の帰属を分散台帳上の記録に従って決定する仕組みの構築について、諸外国の状況を参照する。本章はデジタル資産取引法研究会（代表：小塚荘一郎教授、曾野裕夫教授、森下哲朗教授）における研究成果の中で、投資目的で取引されるデジタル金融資産に関連するものを整理したものとなる<sup>254</sup>。

2. 4では、2. 2で明らかにした問題を解決するための方法を、2. 3で紹介した諸外国の状況を踏まえて分析する。具体的には分散台帳上の記録の変更をトークン化された権利の譲渡の効力要件とする立法措置を講じることの合理性とそのような立法措置が備えるべき要素を明らかにする。このような立法措置は金商法が適用される権利のトークン化を契約等の私的アレンジメントに基づき行う試みを法的に承認するものと位置付けられる。

2. 5では、金商法が適用される権利のトークン化を法的に承認する立法措置の中で、監督

<sup>251</sup> 加藤貴仁「資産のトークン化の意義と課題」小塚＝曾野・前掲注（249）の文献51頁。

<sup>252</sup> トークンはスマートコントラクトを用いて生成（mint）される。清水音輝＝荒巻陽佑『スマートコントラクトの仕組みと法律』（中央経済社、2023年）61-67頁。

<sup>253</sup> 金融法委員会「セキュリティ・トークンの譲渡に関する効力発生要件及び対抗要件について（特に匿名組合持分及び信託受益権の譲渡に関して）」NBL1237号（2023年）42-43頁。本稿では、「有価証券のペーパーレス化」を「私法上の有価証券のペーパーレス化」の意味で用いている。講学上、私法上の有価証券とは、「財産的価値を有する私権を表章する証券であって、権利の発生・移転・行使の全部又は一部が証券によってなされることを要するもの」と定義されてきた。鈴木竹雄＝前田庸『手形法・小切手法〔新版〕』（有斐閣、1992年）2頁。このような定義では、権利の発生だけに必要な証券も形式的には有価証券の定義を充たすが、このような証券は私法上の有価証券とは解されてはいない。西原寛一『商行為法』（有斐閣、1994年）102頁、大塚龍児＝林靖＝福瀧博之『商法Ⅲ—手形・小切手〔第5版〕』（有斐閣、2018年）295頁。これに対して、社債株式等振替法の対象となる権利の内容を踏まえると（社債株式等振替法2条1項各号）、同法に基づく「有価証券のペーパーレス化」とは金商法2条1項各号の「有価証券」のペーパーレス化であるが、同号の「有価証券」の大半は「私法上の有価証券」でもある。神田秀樹＝黒沼悦郎＝松尾直彦編著『金融商品取引法コンメンタール1—定義・開示制度〔第2版〕』（商事法務、2018年）25-27頁〔松尾直彦〕、黒沼悦郎『金融商品取引法〔第2版〕』27頁。

<sup>254</sup> デジタル資産取引法研究会の研究成果の一部は、小塚＝曾野・前掲注（249）の文献として公表されている。

法及び監督法的な枠組みの必要性を分析する。

なお、金商法が適用される権利がトークン化された場合、金商法上、当該権利は電子記録移転権利（金商法 2 条 3 項括弧書）又は電子記録移転有価証券表示権利等（金商法 29 条の 2 第 1 項 8 号、金融商品取引業等に関する内閣府令 6 条の 3）に該当すると思われる。金商法に基づく規制の中に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を対象とする特則が存在する。そのような特則が適用されるか否かについて、契約上又は実態上、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なると解されている。すなわち、分散台帳にトークンの移転が記録されることによって権利が移転する仕組みが存在するのであれば、金商法上、トークンに権利が表示されていると評価されるのである<sup>255</sup>。このような解釈は契約等の私的アレンジメントに基づいてしかトークン化を試みることができなかったことを前提としたものと思われる。トークン化について何らかの立法措置を講じる場合、前述の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に係る解釈を維持することの合理性を再検討する必要がある。しかし、本稿の目的はトークン化に関連する民事法ルールを検討が目的であるから、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に係る解釈は取り上げないこととしている。

## 2. 2 わが国における従前の議論状況

### 2. 2. 1 投資目的で取引されるデジタル金融資産の組成（トークン化）の概要

わが国では、主に社債や信託受益権を対象として、契約等の私的アレンジメントに基づき投資目的で取引されるデジタル金融資産の組成、すなわち、トークン化の試みが行われてきた。前述したように、このような試みの目的は、①分散台帳上の記録の変更を伴わない権利移転を制限すること、②分散台帳上の記録の変更により権利の移転を第三者に対抗できるようにすること、であった。以下では、①と②の順に、従前の議論状況を整理する<sup>256</sup>。

### 2. 2. 2 分散台帳上の記録の変更を伴わない権利移転を制限する方法

①分散台帳上の記録の変更を伴わない権利移転を制限することについて、信託受益権については、その譲渡を禁止又は制限する旨の信託行為の定め（以下、「譲渡制限の定め」という。）は、悪意又は重過失の譲受人その他の第三者に対抗できる旨の明文の定めが存在する（信託法 93 条 2 項）。したがって、譲渡制限の定めを利用することにより、第三者の悪意又は重過失という制約はあるが、①を達成できる。

これに対して、社債については、信託受益権の譲渡制限の定めに対応する明文の規定は会社

<sup>255</sup> 加藤貴仁「トークンとトークン化された権利の距離—金融商品取引法の『有価証券』のトークン化（STO）の現在地」神田秀樹責任編集＝資本市場研究会編『企業法制的将来展望—資本市場制度の改革への提言〔2023 年度版〕』（財経詳報社、2022 年）358 頁。

<sup>256</sup> 加藤・前掲注（251）59-62 頁、加藤・前掲注（255）365-368 頁。

法には存在しない。したがって、社債の発行契約において、仮に「分散台帳上の記録の変更を伴わない社債の譲渡は無効である」との定めを置いたとしても、その効力を譲受人その他の第三者に対抗できない可能性がある。

この他、権利を譲渡するためには証券の交付を要する旨の定めが存在する場合は、トークンを移転しても権利移転の効力は発生しない（資産の流動化に関する法律 44 条 3 項等）<sup>257</sup>。ただし、このような権利については、その譲渡のために必要な証券を金融機関等に保管させ指図による占有移転により証券を交付させる仕組みやかつての株券保管振替制度に類似の仕組みを用いた仕組みの可能性が検討されている。譲渡に必要な証券を流通させないことにより、分散台帳上の記録の変更を伴わない権利移転を制限する試みと評価できる<sup>258</sup>。

### 2. 2. 3 分散台帳上の記録の変更により権利の移転を第三者に対抗できるようにする方法

②分散台帳上の記録の変更により権利の移転を第三者に対抗できるようにすることについて、発行者又は発行者から委託を受けた第三者が管理する帳簿の一部を分散台帳によって構成するという形で達成することが試みられている。このような構成によって②の目的を達成するためには、発行者が管理する帳簿の書換えが、少なくとも権利の譲渡による移転を第三者に対抗するための要件とされている必要がある。社債券を発行しない社債はこの条件を充たす（会社法 688 条）。また、受益証券発行信託の受益権の中で受益証券を発行しない旨の定めのあるものも、この条件を充たす（信託法 185 条 2 項・195 条 2 項）。社債原簿と受益権原簿については、記載すべき事項に関する規定は存在するが（会社法 681 条、信託法 186 条）、物理的な帳簿の形態をとる必要はない（会社法 684 条 2 項 2 号、190 条 2 項）<sup>259</sup>。社債原簿及び受益権原簿の管理を第三者に委託することも可能である（会社法 683 条、信託法 188 条）。社債原簿又は受益権原簿の管理の委託を受けた第三者は社債原簿管理人又は受益権原簿管理人というが、その資格について、会社法及び信託法には明文の規定は存在しない。したがって、分散台帳技術を利用して社債原簿又は受益権原簿を作成することが会社法又は信託法によって禁止されているわけではない。

このような帳簿の管理に分散台帳というデジタル技術を用いるという点で、上記の試みは対抗要件充足手続きのデジタル化とも評価できるように思われる。しかし、社債原簿には社債権者の氏名又は名称及び住所を記載しなければならないこと（会社法 681 条 4 号）、受益権原簿には各受益権に係る受益者の氏名又は名称及び住所を記載しなければならないことが（信託法

<sup>257</sup> 資産の流動化に関する法律の定める優先出資については優先出資証券の発行が義務づけられており（資産の流動化に関する法律 48 条）、株券の発行が定款自治に委ねられている点と規律が異なる（会社法 214 条）。

<sup>258</sup> ただし、株券保管振替制度に類似の仕組みを、株券等の保管及び振替に関する法律に相当する根拠法なく構築し、安定的に運用できるかについて、検証が必要であると考え。加藤・前掲注（255）366 頁注（35）。

<sup>259</sup> ただし、社債権者又は受益者の請求に基づき、発行者又は受託者が社債原簿記載事項又は受益権原簿記載事項を記載した書面の交付を行わなければならない場合がある（会社法 681 条、信託法 187 条）。

186 条 3 号)、利用可能な分散台帳技術の範囲を制約する要因となっている<sup>260</sup>。

このように社債原簿と受益権原簿の管理を分散台帳によって行うことにより、一定の範囲で、分散台帳上の記録の更新に伴い、投資家が社債又は信託受益権を譲渡によって取得したことを第三者に対抗できる仕組みを構築できる。そして、社債原簿と受益権原簿は、発行者又は受託者に対して社債（無記名社債を除く）又は受益証券発行信託の受益権（無記名受益権を除く）を譲渡によって取得したことを対抗するための要件でもある（会社法 688 条 1 項、信託法 195 条 1 項）。したがって、分散台帳上の記録の変更に伴い社債原簿又は受益権原簿の書換えが行われることにより、社債（無記名社債を除く）又は受益証券発行信託の受益権（無記名受益権を除く）を譲渡によって取得した者は、権利者であることを発行者又は受託者に対抗できる<sup>261</sup>。

ただし、金商法が適用される権利の中には、社債や受益証券発行信託の受益権と異なり、株式のように、権利者ではなく発行者の主導で集団的な権利行使の機会が設定されるものがある。株式については、このような集団的な権利行使を円滑に進めるための仕組みとして基準日制度がある（会社法 124 条）。基準日制度は、株主名簿の名義書換が株式を譲渡によって取得したことを会社に対抗するための要件であることを前提として、会社が定める基準日の株主名簿に記載されている者を株主として取り扱うことを認めるものである。受益証券発行信託の受益権（無記名受益権を除く）については、株式と同じく、基準日制度が存在する（信託法 189 条 1 項）。一方、社債（無記名社債を除く）については、社債原簿の名義書換が社債を譲渡によって取得したことを会社に対抗するための要件ではあるが、基準日制度は存在しない。

したがって、社債（無記名社債を除く）と受益証券発行信託の受益権（無記名受益権を除く）は、社債原簿と受益権原簿の管理を分散台帳によって行うことができ、社債又は受益権を譲渡によって取得したことを第三者だけではなく発行者又は受託者に対抗するために社債原簿又は受益権原簿の名義書換が必要であることは共通するが、発行者又は受託者と権利者との法律関係を処理する際に基準日制度が用意されているか否かが異なるということになる。

<sup>260</sup> 「デジタルマネーの私法上の性質を巡る法律問題研究会」報告書「デジタルマネーの権利と移転」金融研究 43 巻 1 号（2024 年）29 頁。なお、社債原簿又は受益権原簿は 1 つの帳簿又は電子ファイルとして管理されている必要はないと解される。山下友信編『会社法コンメンタール 3—株式（1）』（商事法務、2013 年）267 頁〔前田雅弘〕（「株主名簿は、物理的に 1 個の書面またはファイルとして作成される必要はなく、例えば、株主の氏名および住所に関するデータだけを別のファイルとして記録することもでき、この場合は、他の記録とそのファイルの記録とは併せた全体が株主名簿となる…」）。したがって、たとえば、社債原簿管理人又は受益権原簿管理人が、分散台帳とは別の形で社債権者又は受益権者の氏名又は名称及び住所を保有し、分散台帳上の記録と組み合わせることによって、社債や受益権の譲渡に関する情報を管理するという仕組みは考えられる。高橋宏司『ブロックチェーン・暗号トークンの法分析』（有斐閣、2025 年）156 頁注（33）。ただし、このような仕組みを構築する際には、分散台帳に記録される社債や受益権の取引当事者に関する情報、すなわち、パブリックアドレスと紐付いた秘密鍵の管理者が誰かという情報を、社債原簿管理人又は受益権原簿管理人が保有する必要があると思われる。

<sup>261</sup> なお、トークン化においても社債原簿等の名義書換手続きに係る規定を遵守する必要がある。これらの規定を遵守する方法については、加藤・前掲注（255）401 頁、加藤貴仁「ICO（Initial Coin Offering）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」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—資本市場制度の改革への提言（2021 年度版）』（2020 年）224 頁注（59）。

## 2. 2. 4 信託法 88 条 1 項に基づくトークン化

前述したように、信託受益権については、信託法の明文の規定に基づく譲渡制限の定めを利用することにより、①分散台帳上の記録の変更を伴わない権利移転を制限することを達成できる可能性がある。②分散台帳上の記録の変更により権利の移転を第三者に対抗できるようにすることについては、一部の信託受益権（受益証券発行信託の受益権の中で受益証券が発行されないもの）について、受益権原簿の管理を分散台帳によって行うことにより達成できる可能性があるが、利用可能な分散台帳の仕様が制約されるという点に限界が存在した。これに対して、決済目的で利用されるデジタル金融資産（デジタル・マネー）であるステーブルコインについて、実務では、信託法 88 条 1 項を用いて②の目的を達成することが試みられている<sup>262</sup>。本稿が対象とする投資目的で取引されるデジタル金融資産についても、信託法 88 条 1 項を用いて②の目的を達成することは、制度上は可能である<sup>263</sup>。

信託法 88 条 1 項は「信託行為の定めにより受益者となるべき者として指定された者（次条第一項に規定する受益者指定権等の行使により受益者又は変更後の受益者として指定された者を含む。）は、当然に受益権を取得する。ただし、信託行為に別段の定めがあるときは、その定めるところによる」との規定である。そして、信託契約において受益者となるべき者を「信託契約の期間中のその時々におけるトークンの保有者」と定めておくことにより、同項に基づき、トークンを移転した者が保有していた受益権は消滅し、トークンの移転を受けた者が新たに受益権を取得するという法的効果が発生すると整理できる。この場合、トークンの移転に伴い新たな権利が発生するのであって、トークンの移転元から移転先へ権利が譲渡されるわけではない。したがって、同項を用いる試みは、対抗要件充足手続きのデジタル化ではなく、分散台帳上の記録に第三者に対する対抗要件とは異なる法的効果を付与する試みと評価されるべきであるように思われる。

ただし、信託法において、基準日制度が利用可能であるのは、受益権原簿の名義書換が受益権による譲渡の取得を受益者に主張するための対抗要件とされている受益証券発行信託の受益権（無記名受益権を除く）に限られる。確かに、信託法 88 条 1 項を用いて②の目的を達成する場合、受託者と受益者の関係は分散台帳上の記録に基づき処理されることが想定されている。しかし、各受益者による個別的な権利行使ではなく、前述したような受託者と受益者の法律関係を集団的に処理する必要がある場合に、基準日制度の利用の可否が問題となる可能性があるように思われる<sup>264</sup>。

<sup>262</sup> 河合健「パーミッションレス型電子決済手段（ステーブルコイン）の移転に関する法的考察—特定信託受益権型の電子決済手段を念頭に—」金法 2217 号（2023 年）36 頁、加藤貴仁「ステーブルコイン規制における信託の意義と限界」信託とデジタル技術等研究会『「信託等におけるデジタル技術、AI、スマートコントラクトの利用の課題」研究報告書』（地域金融研究所、2024 年）108-113 頁。

<sup>263</sup> 得津晶「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」久保野恵美子編著『信託の理論と活用』トラスト未来フォーラム研究叢書 93 巻（2023 年）41 頁。

<sup>264</sup> ただし、2. 4. 3 で検討するように、トークン化された信託受益権の受託者に対する信託財産の運用収益の分配をステーブルコインで行う等、受託者と受益者の関係の処理を分散台帳上で完結できる範囲では、基準日制度は不要となる可能性がある。

## 2. 3 諸外国の議論状況

### 2. 3. 1 デジタル資産取引法研究会の研究成果の概要

デジタル資産取引法研究会で取り上げられた諸外国の法整備の状況において、投資目的で取引されるデジタル金融資産を対象とする民事法ルールが占める割合は必ずしも大きくはない。たとえば、米国・統一商事法典（Uniform Commercial Code, UCC）の 2022 年改訂が投資目的で取引されるデジタル金融資産の民事法ルールに与える影響は限定的であるように思われる<sup>265</sup>。また、2023 年公表の UNIDROIT「デジタル資産及び私法に関する原則（UNIDROIT Principles on Digital Assets and Private Law）」（以下、「UNIDROIT 原則」という。）は、投資目的で取引されるデジタル金融資産の民事法ルールは対象外であることを明示している<sup>266</sup>。一方、ドイツにおいて 2021 年に制定された電子有価証券（Gesetz über elektronische Wertpapiere, eWpG）は、無記名債券と記名株式に対象は限られるが、投資目的で取引されるデジタル金融資産の民事法ルールに関する特別法と評価できる<sup>267</sup>。無記名債券を例に挙げるならば、ドイツ電子有価

<sup>265</sup> 確かに、2022 年の UCC の改訂により導入された controllable electronic record (CER)を利用することにより、一定の条件を満たす債権（controllable accounts; controllable payment intangibles）について、その帰属等を CER の定義を充たす NFT 等の支配と結び付けることが法的に可能になった。角本和理「米国統一商事法典（UCC）2022 年改正の概要：「支配可能な電子的記録（CER）」に関する第 12 編に焦点をあてて」小塚＝曾野・前掲注（249）の文献 144-145 頁。See Julia Patterson Forrester Rogers, *eMortgage and Crypto-Mortgage in Home Finance*, 52 PEPP. L. REV. 1, 6-7 & 44-45 (2025)（不動産担保付住宅ローン債権を controllable payment intangibles とすることについて）；Andrea Tosato, Diane L. Dick & Christopher Odinet, *Debt Tokens*, 173 U. PA. L. REV. 1103, 1157-58 & 1161-62 (2025)（倒産手続きが開始された債務者に対する債権を controllable accounts とすることについて）。これに対して、その他の権利については、同改正により、その帰属等を CER の支配と結び付けることが認められたわけではない。See Juliet M. Moringiello & Christopher K. Odinet, *Blockchain Real Estate and NFTs*, 64 WM. & MARY L. REV. 1131, 1177-1178（不動産を目的とする所有権や担保権について）。なお、同改正前からペーパーレス化（電子化）が認められていた証券の中には、分散台帳上の記録を利用したペーパーレス化を想定した規定が新たに設けられたものがある。鈴木淳人「デジタル資産の『コントロール』に関する基礎的な視点」金融研究 44 巻 2 号（2025 年）18-20 頁。このように 2022 年の UCC の改訂がデジタル金融資産の民事法ルールに与える影響は限定的であるが、この点がアメリカにおけるデジタル金融資産の組成の妨げにはなっていない可能性がある。むしろ、アメリカでは日本よりも多様な権利のトークン化が試みられているのではないかと印象を本稿の筆者は有している。デジタルアセット共創コンソーシアム「デジタルアセット共創コンソーシアム（DCC）オンチェーン完結型 ST WG | 報告書」（2025 年）13-14 頁。See BROADRIDGE, *Tokenization Moving from Hype to Reality Across Financial Services, Broadridge Report Reveals: Enhanced security, operational efficiency, and improved transparency drive custodians to lead the charge in offering tokenized funds* (October 27, 2025), <https://www.broadridge.com/jp/press-release/2025/broadridge-report-reveals-tokenization-moving-from-hype-to-reality-across-financial-services>. 学説の中には、UCC 第 8 編の無券面証券（uncertified security）に関する規定を用いることによりトークン化が可能であると主張する見解も存在するようである。コーエンズ久美子「証券の間接保有における投資者のリスクと分散型台帳技術の利用について」澤田壽夫先生追悼『国際取引の現代的課題と法』（信山社、2018 年）397-398 頁。アメリカにおけるトークン化の法的枠組みについては十分な調査を行うことができなかった。この点に関する調査は今後の課題としたい。

<sup>266</sup> たとえば、UNIDROIT 原則 4 は「本原則が適用されるデジタル資産には、他の資産にリンクされた資産を含む。当該他の資産は、有形又は無形（他のデジタル資産である場合を含む。）でありうる。デジタル資産と当該他の資産の間のリンクの存在、要件及び法的効果（デジタル資産の譲渡が当該他の資産に及ぼす効果を含む。）については、他の法が適用される。」である。なお、UNIDROIT 原則の和訳は、小塚＝曾野・前掲注（249）の文献に収録されている、神田秀樹（監訳）＝曾野裕夫／小塚莊一郎（訳）「〈対訳〉デジタル資産と私法に関する UNIDROIT 原則」310 頁（以下、「神田ほか・UNIDROIT 原則」と引用する。）を参照した。

<sup>267</sup> 船津浩司「ドイツの電子有価証券法」同志社法學 74 巻 5 号（2022 年）1895 頁以下、溝渕将章「ドイツ電子

証券のもとでは、電子証券登録簿への記入により発行される電子証券は、無記名債券と法的に同等と取り扱い、かつ、BGB90 条の「物」とみなされる（ドイツ電子有価証券 2 条）。その結果、BGB の証券証書に関する規定により、「電子証券所有者と、電子証券が表章する債権の債権者が一致する。」ことが法的に確保される<sup>268</sup>。

なお、デジタル資産取引法研究会で取り上げられた国以外においても、投資目的で取引されるデジタル金融資産を対象とする民事法ルールを整備を進めている国は存在する<sup>269</sup>。そのような国の中ではスイス法が著名であり、実際に同法に基づき投資目的で取引されるデジタル金融資産が組成されているようである<sup>270</sup>。先行研究の中には、スイス法を、『「台帳ベース証券」(英 ledger-based security、独 Registerwertrecht) という新しい概念が導入され、「台帳ベース証券のコンセプトは、DLT 台帳上で証券と認められたものについても、従来の紙の証券と同等の法的保護を実現することであり、「台帳ベース証券の移転に関して、紙の証券に関する規律と同等になるように、注意深く設計されている…」と整理するものがある<sup>271</sup>。

投資目的で取引されるデジタル金融資産を対象とする民事法ルールについて、ドイツ法やスイス法と若干異なる方向で立法措置を行った例としてデラウェア州一般事業会社法を挙げることができる。アメリカ法におけるデラウェア州一般事業会社法の重要性は言うまでもなく、アメリカの上場会社の大半は同法を設立準拠法とする<sup>272</sup>。デラウェア州一般事業会社法は、2017 年の改正により、分散台帳を利用して株主の氏名等を記載した帳簿（“stock ledger”）を作成することを認めた<sup>273</sup>。後述するように、stock ledger は日本法における株主名簿に相当する機能を果たすことが予定されている。しかし、上記の改正に基づく試みは進展していないようである<sup>274</sup>。

前述したように、日本法では、株主名簿の作成に分散台帳を利用することは既に認められて

有価証券法における物擬制」小塚＝曾野・前掲注（249）の文献 89 頁以下。

<sup>268</sup> 溝渕・前掲注（267）195-196 頁・196 頁注（30）。

<sup>269</sup> 奥山太雅＝杉村和俊「トークン化された資産の権利関係―スイス・ドイツ・フランス・米国の法整備からの示唆―」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ No. 25-J-10（2025 年 7 月）、高橋・前掲注（260）151-154 頁。

<sup>270</sup> Foley, Sean and Thorens, Yann and Angerer, Martin, Equity on the Blockchain: Empirical Insights from Strictly Ledger-Based Securities. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4919226>.

<sup>271</sup> 奥山＝杉村・前掲注（269）8-9 頁。

<sup>272</sup> 近年、テキサス州やネバダ州等による積極的な立法措置により株式会社の設立準拠法を巡る競争は激しくなりつつあるが、最近の先行研究においても、Fortune 500 の構成銘柄の 68.7%（2025 年 5 月 29 日時点）、Fortune 100 の構成銘柄の 77%（2025 年 5 月 19 日時点）はデラウェア州一般事業会社法を設立準拠法として選択していることが紹介されている。See Christine Hurt, Texas, Delaware, and the New Controller Primacy, 67 ARIZ. L. REV. 693, 696 (2025).

<sup>273</sup> 上記の改正を紹介する先行研究として、川瀬裕司「分散台帳技術を利用した株主名簿：アメリカ・デラウェア州会社法改正を契機として」國學院大學紀要 60 巻（2022 年）1 頁以下、小出篤「会社法・証券法と分散台帳技術―デラウェア州会社法改正を参考として」JSRI 金融商品取引法研究第 2 号（2025 年）45 頁以下等がある。なお、2020 年に公表された先行研究では、デラウェア州以外に、アリゾナ州、カリフォルニア州、テキサス州、メリーランド州、ワイオミング州が、会社が州会社法に基づき記録を管理しなければならない際に分散台帳を利用することを認める規定を導入しており、ニュージャージー州が同様の規定を州会社法に導入する改正を検討していると紹介されている。See Kevin V. Tu, *Blockchain Stock Ledgers*, 96 IND. L.J. 223, 227 note 24 & 240 (2020). その後、ニュージャージー州は上記の改正を実施したようである。NJ Rev Stat § 14A:5-28 (2024).

<sup>274</sup> 川瀬・前掲注（273）9 頁、小出篤・前掲注（273）51 頁。

いる<sup>275</sup>。したがって、デラウェア州一般事業会社法のように株主名簿の作成に分散台帳を利用することを認めるための改正の必要性については議論の余地がある<sup>276</sup>。しかし、2017 年のデラウェア州一般事業会社法の改正は、アメリカの株式保有構造に起因する問題を背景としてなされたものであり、そのような問題が分散台帳を利用して stock ledger が作成されることにより解決されることが期待されていたように思われる。この点で、上記の改正の背景を確認しておくことは、本報告書の目的である分散台帳に対する民事法ルールへの対応のあり方を分析する際に有益な示唆を与えてくれる可能性がある。そこで 2. 3. 2 では、デラウェア州一般事業会社法が分散台帳を利用して stock ledger を作成することを認めるに至った背景を確認した上で、そのような立法措置の合理性を検討することを試みる。

## 2. 3. 2 分散台帳を利用して stock ledger を作成することを認めるデラウェア州一般事業会社法の規定の意義

2017 年のデラウェア州一般事業会社法の改正は、後述するように株式保有構造に起因する具体的な問題の発生を背景として行われた。したがって、まず、デラウェア州一般事業会社法に基づき設立された上場会社の株式の保有構造の概略を確認する。

デラウェア州一般事業会社法にも、日本の会社法の株主名簿に相当する仕組みが存在する<sup>277</sup>。すなわち、会社は株主の氏名等を記載した帳簿（“stock ledger”）を備える必要がある。ただし、このような帳簿に証券取引所における取引において株式を取得した投資家の氏名等は記載されない。多くの場合、会社が管理する帳簿には DTC（Deposit Trust Company）が株主として記載される<sup>278</sup>。DTC は証券会社のために口座を開設し、証券会社は投資家のために口座を開設する。投資家が上場株式の取引を行うたびに、証券会社の口座において当該銘柄の増額又は減額の記帳がなされる。しかし、各投資家が上場株式の取引を行っても、会社が管理する帳簿が更新されることはない<sup>279</sup>。

このようにデラウェア州一般事業会社法においては、会社と株主の関係に関する規律と上場株式の取引に関する規律は分断されており、後者は DTC、証券会社、投資家の契約関係及びそ

<sup>275</sup> ただし、前注（260）とその本文で言及したように、分散台帳の仕様上、分散台帳に記録された情報が誰でも参照可能となっている場合、株主名簿の記載事項である「株主の氏名又は名称及び住所」（会社法 121 条 1 号）を分散台帳に記録することが困難となる。そのため、株主名簿の作成に分散台帳を利用できる範囲については一定の制約がある。

<sup>276</sup> なお、社債株式等振替法が適用される場合には株主名簿の名義書換手続きについて特則が設けられていることを踏まえると、株主名簿の作成に分散台帳を利用した場合の株主名簿の名義書換手続きについても何らかの特則が必要となる可能性があるように思われる。コーエンズ・前掲注（265）400 頁。

<sup>277</sup> Marcel Kahan & Edward B. Rock, *The Hanging Chads of Corporate Voting*, 96 GEO. L.J. 1227, 1233 (2008); Brandon Ferrick, *Modernizing the Stockholder Shield: How Blockchains and Distributed Ledgers Could Rescue the Appraisal Remedy*, 60 B.C. L. REV. 621, 626 note23 (2019); George S. Geis, *The Historical Context of Stock Settlement and Blockchain*, 26 CHAP. L. REV. 557, 577 (2023); Tu, *supra* note 272, at 229-232.

<sup>278</sup> 厳密に言えば、会社が管理する帳簿には株主の名称として DTC の nominee name である “Cede & Co.” が記載される。See Ferrick, *supra* note 277, at 627-628; Tu, *supra* note 272, at 234.

<sup>279</sup> Kahan & Rock, *supra* note 277, at 1237-1240; Ferrick, *supra* note 277, at 628; Tu, *supra* note 272, at 234; Geis, *supra* note 277, at 577.

れらを規律する UCC の関連する規定に委ねられているのである<sup>280</sup>。そして、会社と株主の関係に関する規律においても、会社が管理する帳簿の記載に従って会社と株主の関係を処理することを認める立場が確立している<sup>281</sup>。ただし、会社が管理する帳簿に DTC が株主として記載されている理由は、上場株式の取引の決済を円滑に行うためという技術的な点にある<sup>282</sup>。したがって、株主総会における議決権行使は、会社が管理する帳簿に「株主」として記載されている DTC が形式的に行うが、その実質的な内容は証券会社が開設する口座に株式が記帳されている投資家の意思を確認して行う仕組みが設けられている<sup>283</sup>。また、会社が行う剰余金の配当も、最終的には上記の投資家に支払われることになる。すなわち、このような投資家に株主としての権利が実質的に帰属しているのである。しかし、彼らは会社が管理する帳簿に「株主」として記載されていないため、会社に対して、直接、株主として権利行使することは予定されていないのである<sup>284</sup>。

以上から、デラウェア州一般事業会社法における会社と株主に関する規律が機能するためには、上場株式の取引に関する規律によって株主としての権利が実質的に帰属すべき者が確定される必要があることが分かる。株主としての権利が実質的に帰属すべき者が誰であるかは、会社と株主に関する規律が機能するために必須の情報である。デラウェア州一般事業会社法は、

<sup>280</sup> Kahan & Rock, *supra* note 277, at1236. See also Charles W. Mooney, Jr., *Beyond Negotiability: A New Model for Transfer and Pledge of Interests in Securities Controlled by Intermediaries*, 12 CARDOZO L. REV. 305 (1990).

<sup>281</sup> たとえば、デラウェア州一般事業会社法において、会社は株主総会において議決権を行使できる株主のリストを作成することが求められているが、“The stock ledger shall be the only evidence as to who are the stockholders entitled by this section to examine the list required by this section or to vote in person or by proxy at any meeting of stockholders.”とされている。DEL. CODE ANN. tit. 8, § 219 (a)(c). その他の権利についても、会社に対して株主として権利行使をできる者は会社が管理する帳簿に従って確定されることが想定されている。See Kahan & Rock, *supra* note 277, at1233-1234; Tu, *supra* note 272, at 230-232; Geis, *supra* note 277, at 577

<sup>282</sup> 会社が管理する帳簿には DTC（“Cede & Co.”）が株主として記載され、上場株式の取引の決済は DTC や証券会社などが管理する帳簿の更新によって行うという仕組みは、1960 年代と 1970 年代に、紙の有価証券を利用した上場株式の取引の決済が取引の増加に対応できなくなり取引休業日の設定など様々な問題が生じたこと（いわゆる“paperwork crisis”）への対応策とした導入されたものである。See Kahan & Rock, *supra* note 277, at1237; Ferrick, *supra* note 277, at 627 note 26; Tu, *supra* note 272, at 225-226; George S. Geis, *Traceable Shares and Corporate Law*, 113 NW. U. L. REV. 227. 232-233 (2018).

<sup>283</sup> Kahan & Rock, *supra* note 277, at1243-1248. なお、デラウェア州一般事業会社法にも日本の会社法の基準日に相当する仕組みが存在する。DEL. CODE ANN. tit. 8, § 213(a). See Kahan & Rock, *supra* note 277, at1233; Geis, *supra* note 282, at 237-238; Tu, *supra* note 272, at 230.

<sup>284</sup> Kahan & Rock, *supra* note 277, at1236. 一方、連邦証券規制においては、DTC は「株主としての権利を有する者」（“record holder”）ではなく、投資家のために口座を開設する仲介機関が「株主としての権利を有する者」とであると扱われている。このようにデラウェア州一般事業会社法と連邦証券規制とでは、誰が「株主としての権利を有する者」であるかについて異なる枠組みが採用されているのである。See Ferrick, *supra* note 277, at 631-632; David Brooks, *Comment, Depository Trust Company and the Omnibus Proxy: Shareholder Voting in the Era of Share Immobilization*, 56 S. TEX. L. REV. 205, 212-213 (2014). なお、デラウェア州一般事業会社法は、2022 年の改正により、例外的に、“beneficial owner”、すなわち、株主としての権利が実質的に帰属している者が株式買取請求権を直接行使できることを認めている。DEL. CODE ANN. tit. 8, § 262 (d) (3). また、同改正前も、“beneficial owner”は会社が管理する帳簿に株主として記載されている者、すなわち、DTC に対して、自分に代わって株式買取請求権を行使することを指示できることを認めていた。この他に、株主代表訴訟を提起する資格など、判例法理によって、“stock ledger”に記載されていない者が株主として扱われる場合もある。See Kahan & Rock, *supra* note 277, at1234 note 32.

法文上、そのような情報は会社が管理する帳簿に記載されることを想定しているが、実際には、このような情報の管理は DTC や証券会社など金融仲介機関に委ねられているのである<sup>285</sup>。金融仲介機関による情報の管理が適切に行われていれば、会社と株主の関係も円滑に処理されるが、逆に言えば、前者に何らかの問題があれば、後者にも影響が生じることになる。そして、次に紹介するように、実際に紛争が生じた事例が存在する<sup>286</sup>。

In re Appraisal of Dell Inc., 143 A.3d 20 (Del. Ch. 2016).

本件では Dell 社が実施した非公開化取引において、株式買取請求権（“appraisal right”）を行使した B がその行使要件を充足しているか否かが問題となった。B による株式買取請求権の行使が認められるためには、Dell 社の株主総会において非公開化取引に賛成の議決権を行使していないこと、すなわち、反対の議決権行使又は議決権行使の棄権が必要であった<sup>287</sup>。B は金融仲介機関を介して Dell 社に株主として投資を行っていた者であり、非公開化取引に反対の議決権を行使することを指示した。ところが、このような指示が実際の議決権行使に反映されず、B に実質的な権利が帰属する株式については Dell 社の非公開化取引に賛成の議決権が行使されたことを示す証拠があったため、B による株式買取請求権の行使は認められなかった<sup>288</sup>。

In re Dole Food Co. Stockholder Litigation, No. 8703-VCL, 2017 WL 624843 (Del. Ch. Feb. 15, 2017).

本件では、Dole 社が実施した非公開化取引に関して提起されたクラスアクションの和解手続きにおいて、和解金の支払いを受けることができる Dole 社の株主の範囲が問題となった。具体的には、和解金の支払いを希望する旨の申し出があった株式数が和解手続きにおいて予定されていた和解の対象となる株式数を大きく上回ったことが問題となった。そして、この問題を解決するためには複数の金融仲介機関の膨大な取引に関する記録を付け合わせる必要があるため、それは不可能であるとデラウェア州衡平法裁判所の Laster 判事が述べた。

そして、2017 年のデラウェア州一般事業会社法の改正は、以上のような問題の存在を背景としてなされたのである<sup>289</sup>。また、同改正後、上場会社の株式の取引に関する記録を分散台帳技術に基づく 1 つの帳簿（データベース）で管理することにより、上記の問題を解決できることを示す研究も存在していた<sup>290</sup>。上記の改正を活用する試みがどの程度行われているか否かにつ

<sup>285</sup> Tu, *supra* note 272, at 236-238.

<sup>286</sup> 以下の本文で紹介する事件をより詳細に紹介する先行研究として、川瀬・前掲注（273）5-8 頁、小出・前掲注（273）53-55 頁がある。

<sup>287</sup> DEL. COD ANN. tit. 8, § 262(a).

<sup>288</sup> なお、本件は、A に実質的な権利が帰属する株式について、Dell 社の非公開化取引に賛成の議決権が行使されたことを示す証拠が存在したという点で特殊性があり、通常、A のような立場にある者に、自らに実質的な権利が帰属する株式について、賛成の議決権が行使されなかったことを示す証拠を提示する責任が課されるわけではない。See Ferrick, *supra* note 277, at 645.

<sup>289</sup> J. Travis Laster & Marcel T. Rosner, *Distributed Stock Ledgers and Delaware Law*, 73 BUS. LAW. 319 (2018). 川瀬・前掲注（273）5-6 頁・8 頁。

<sup>290</sup> Ferrick, *supra* note 277, at 659-670; Vu, *supra* note 277, at 246-250. 上場会社の株式の取引に関す

いては、改めて検証する必要がある。しかし、上記の改正を活用する試みの妨げとなった事情の 1 つとして、株式の取引に関する規律との関係が挙げられるように思われる。

分散台帳を利用して stock ledger を作成することを認める改正の目的は、誰が株主であるかを会社が確認できる仕組みを設けることにあったように思われる。しかし、「誰が株主であるか」は株式の取引に関する規律によって定まる。この点について 2017 年のデラウェア州一般事業会社法の改正は、分散台帳を利用して作成された stock ledger には無券面株式についての移転の記録がなされることを想定していたようである<sup>291</sup>。そのため、券面のある株式を発行している会社が分散台帳を利用して stock ledger を作成するためには、券面の回収などの手続きが必要となる<sup>292</sup>。また、前述したアメリカの上場株式の取引に関する実務では、stock ledger には DTC の名義（“Cede & Co.”）が記録されることが前提となっている。すなわち、上記の改正に基づき分散台帳を利用して stock ledger を作成することは、株式の取引に関する実務の変化も伴うということである<sup>293</sup>。

前述したようにデラウェア州一般事業会社法の特徴として、会社と株主の関係に関する規律と上場株式の取引に関する規律が分断されている点が挙げられるように思われる。2017 年の同法の改正は、分散台帳を利用した stock ledger の作成を認めることにより、会社と株主の関係に関する規律と上場株式の取引に関する規律の統合までも意図したものではない<sup>294</sup>。しかし、デラウェア州一般事業会社法の経験は、両者は分断されているとはいえ、前者の規律の見直しは後者の規律の見直しを伴わざるを得ないことを示しているように思われる。なぜなら、会社と株主の関係に関する規律の主たる目的は会社にとって「誰が株主であるか」を確定することにあるが、「誰が株主であるか」は株式の取引に関する規律によって定まるからである。

確かに、上場会社の株式の取引に関する記録を分散台帳技術に基づく 1 つの帳簿（データベース）で管理することにより、一定の便益の発生が期待できることを示す先行研究が存在する。しかし、このような便益の中には、分散台帳を利用することにより会社と株主の関係に関する規律と上場株式の取引に関する規律が統合されないと発生しないものが含まれているように思

---

る記録を分散台帳技術に基づく 1 つの帳簿（データベース）で管理することによる便益として、前掲注（283）で紹介した基準日制度に伴う問題（議決権を行使できる者と実際に株式を保有している者の乖離）を解決すること等も挙げられている。See also Geis, *supra* note 282, at 267. この他、株式の取引の透明性の向上も便益として挙げられることがある。小出篤・前掲注（273）57-59 頁。なお、上場会社の株式の取引を記録する分散台帳の仕様については、論者によって温度差があり、パブリック型分散台帳の利用に消極的な見解も存在した。See Geis, *supra* note 282, at 263; Ferrick, *supra* note 277, at 660. 上場会社の株式の取引に関する記録を分散台帳技術に基づく 1 つの帳簿（データベース）で管理することによって生じる便益は、その際に利用される分散台帳技術の仕様によって異なる点に注意が必要である。小出篤・前掲注（273）58 頁。

<sup>291</sup> 小出・前掲注（273）49 頁。DEL. CODE ANN. tit. 8, § 224.

<sup>292</sup> 小出・前掲注（273）50 頁注（8）・51 頁。

<sup>293</sup> 川瀬・前掲注（273）9 頁。

<sup>294</sup> 小出・前掲注（273）50 頁注（9）では、2017 年のデラウェア州一般事業会社法の改正に対する当時の評価を、「なお、本改正は、株式をトークン化し分散台帳を用いて移転することを一般的に認める改正ではなく、あくまで株主名簿を分散台帳によって管理することを認めたところに主眼があるものである。たとえば券面発行株式について、これを電子化して分散台帳上の記録で移転するとか、また、無券面株式についてその移転のみを電子化し、株主名簿は従来通り分散台帳とは切り離されて従来通り中央集権的に記録するといったような『株式のトークン化』は、本改正において認められたというわけではないとされる。」と整理されている。

われる<sup>295</sup>。そして、このような統合を意図するのであれば、より一層、「誰が株主であるか」、すなわち、株式の取引に関する規律の明確化の重要性が増すと考える。

## 2. 4 民事法ルールのある方

### 2. 4. 1 契約等の私的アレンジメントを承認する立法措置の選択肢

2. 2 で紹介したように、金商法が適用される権利について、契約等の私的アレンジメントにより、①分散台帳上の記録の変更を伴わない権利移転を制限すること、②分散台帳上の記録の変更により権利の移転を第三者に対抗できるようにすること、を達成しようとする試みには限界がある。このような限界を克服することにより、投資目的で取引されるデジタル金融資産の取引の基盤となる法的ルールが明確になることが期待される。ある資産（権利）の取引に参加する当事者の裾野を広げる必要があるならば、取引の基盤となる法的ルールの明確化の必要条件となる。これに対して、2. 2 で紹介したように、契約等の私的アレンジメントのみによって取引の基盤となる法的ルールの明確化することには限界がある。したがって、金商法が適用される権利のトークン化の進展に社会的な意義を認めるのであれば、投資目的で取引されるデジタル金融資産の取引の基盤となる法的ルールの明確化を目的とする立法措置を講じることが検討されるべきである<sup>296</sup>。

投資目的で取引されるデジタル金融資産の取引の基盤となる法的ルールの明確化の方法として、現在の実務における契約等の私的アレンジメントを法的に承認するというものがある。まず、①について、金商法の適用される権利について、発行者が「分散台帳上の記録の変更を伴わない権利の譲渡は無効である。」との規律を選択した場合、主観的事実を問わず、その効果は譲受人及びその他の第三者に及ぶことを認める立法措置を講じることが考えられる。このような立法措置によって、前述した①、すなわち、「分散台帳上の記録の変更を伴わない権利移転を制限すること」を、契約等の私的アレンジメントよりも法的に明確かつ安定的に達成することができるようになる。

②については、①に関する立法措置の内容によって、望ましい立法措置の在り方が異なるように思われる。なぜなら、発行者の選択に基づく「分散台帳上の記録の変更を伴わない権利の譲渡は無効である。」との規律を分散台帳上の記録の変更を権利の譲渡の効力要件とするという形で法的に承認する場合、以下のとおり、社債券及び受益証券が発行されない場合の規律である社債原簿及び受益権原簿の名義書換を社債及び受益証券発行信託の受益権の譲渡を第三者に対抗するための要件とすることの維持の合理性に再検討の余地が生じるからである。

社債及び受益証券発行信託の受益権について、社債券及び受益証券が発行される場合、社債及び受益証券発行信託の受益権の譲渡は社債券及び受益証券が交付されなければ効力が生じず、

<sup>295</sup> たとえば、前掲注（290）で言及した株式の取引の透明性の向上は、会社と株主の関係に関する規律と上場株式の取引に関する規律の統合を必要とする便益であるように思われる。

<sup>296</sup> 金商法が適用される権利のトークン化の社会的な意義については、加藤・前掲注（251）55-59 頁、加藤・前掲注（255）358-362 頁を参照。

社債券及び受益証券の占有者は当該社債券及び受益証券に係る権利を適法に有するものと推定され、かつ、善意取得が認められることになる（会社法 689 条、信託法 196 条）。そして、これらの社債等について、社債原簿及び受益権原簿の名義書換は譲渡による権利の取得を第三者に対抗するための要件とはならなくなる（会社法 688 条 2 項、信託法 195 条 1 項）<sup>297</sup>。すなわち、社債券及び受益証券が発行される場合には、このような会社法及び信託法の明文の規定により、社債券及び受益証券の所在によってこれらに係る権利の帰属を確定することができるため、社債券等の交付とは別の形で権利の譲渡による取得を第三者に対抗するための要件を求める合理性が失われるということである。

社債や受益証券発行信託の受益権に社債株式等振替法が適用される場合も同様である。社債株式等振替法が適用される社債及び受益証券発行信託の受益権は、振替社債及び振替受益権であるが（社債株式等振替法 66 条柱書の括弧書・127 条の 2 第 1 項括弧書）、振替社債等については、振替口座簿への増加の記載又は記録が権利の譲渡の効力要件となり（社債株式等振替法 73 条・127 条の 16）、振替口座簿の記録された者が権利を適法に有するものと推定され、かつ、善意取得が認められている（社債株式等振替法 76 条・77 条・127 条の 19・127 条の 20）。そして、社債原簿及び受益権原簿の名義書換は、譲渡による権利の取得を第三者に対抗するための要件ではなくなるのである<sup>298</sup>。

したがって、発行者が選択した「分散台帳上の記録の変更を伴わない権利の譲渡は無効である。」との規律の法的効力を、分散台帳上の記録の変更を権利の譲渡の効力要件とするという形で認めるのであれば、社債券又は受益証券が発行されない場合であっても、社債原簿及び受益権原簿の名義書換を社債及び受益証券発行信託の受益権の譲渡を第三者に対抗するための要件としないという立法判断もあり得るということになる。②の達成を目的とする契約等の私的ア

<sup>297</sup> なお、記名式の社債券等が発行される場合、譲渡による権利の取得を社債発行会社又は受託者に対抗するためには、社債券等が発行されない場合と同じく、社債原簿等の名義書換が必要である（会社法 688 条 2 項、信託法 195 条 1 項）。一方、無記名式の社債券等が発行される場合、社債原簿の名義書換は譲渡による権利の取得を第三者（社債発行会社及び受託者を含む）に対抗するための対抗要件ではなくなる（会社法 688 条 3 項、信託法 195 条 3 項）。

<sup>298</sup> 振替社債の譲渡による取得を第三者に対抗するための社債原簿の名義書換は不要であるとの規律は、以下の規定に基づく。振替社債について社債券を発行することはできない（社債株式等振替法 67 条）。そして、振替社債については、譲渡による権利の取得を社債発行会社その他の第三者に対抗するために社債原簿の名義書換を必要とする会社法の規定（会社法 688 条 1 項）は適用されない（社債株式等振替法 86 条の 4）。

振替受益権の譲渡による取得を第三者に対抗するために受益権原簿の名義書換は不要であるとの規律は、以下の規定に基づく。振替受益権は受益証券発行信託の受益権ではあるが、信託行為において受益証券を発行しない旨を定めることはできない（社債株式等振替法 127 条の 2 第 1 項括弧書）。しかし、振替受益権について、受益証券の発行は禁止されている（社債株式等振替法 127 条の 3 第 1 項）。振替受益権は信託法の適用に際して受益証券発行信託の受益権とみなされるが（社債株式等振替法 127 条の 30）、振替社債は信託行為において受益証券を発行しない旨を定めていない受益権であるから、譲渡による権利の取得を第三者に対抗するために受益権原簿の名義書換を必要とする信託法の規定（信託法 195 条 2 項）は適用されない。また、受益証券の交付を譲渡の効力要件とする信託法の規定（信託法 194 条）も、譲渡による権利の取得を受託者に対抗するために受益権原簿の名義書換を必要とする信託法の規定（信託法 195 条 1 項）も、振替受益権には適用されない（社債株式等振替法 127 条の 31）。

このように振替社債と振替受益権については、無記名式の社債券又は受益証券が発行される場合と同じく、社債原簿等の名義書換は権利の譲渡による取得を社債発行会社及び受託者を含む第三者に対抗するための要件とはされていない。

レンジメントは、権利者の意思に基づき行われた分散台帳上の記録の変更に社債原簿及び受益権原簿の名義書換という法的効果を付与する試みであるが、そのような試みは現行法を前提としたものに過ぎない。現在の実務における契約等の私的アレンジメントを法的に承認するという方向で立法措置を行うのであれば、分散台帳上の記録の変更を権利の譲渡の効力要件として正面から認めた方が、その趣旨に沿っていると考ええる。

ところで、仮に分散台帳上の記録の変更を権利の譲渡の効力要件とする場合、社債原簿及び受益権原簿の名義書換を譲渡による権利の取得を社債発行会社又は受託者に対抗するための要件とするか否かが問題となる。社債券又は受益証券が発行される場合、この点に関する現行法の規律は発行される社債券が記名式か無記名式かによって異なっている<sup>299</sup>。一方、株式については、株券が発行されると株券の交付が権利の譲渡の効力要件となるが（会社法 128 条 1 項）、譲渡による権利の取得を会社に対抗するためには、株券が発行されるか否かとは関係なく、株主名簿の名義書換が必要である（会社法 130 条 1 項 2 項）。また、振替社債と振替受益権の譲渡による取得を社債発行会社又は受託者に対抗するための社債原簿の名義書換は不要である<sup>300</sup>。これに対して、社債株式等振替法が適用される株式を振替株式というが（社債株式等振替法 128 条 1 項括弧書）、振替株式の譲渡による取得を発行会社に対抗するためには株主名簿の名義書換等の対抗要件を充足することが求められている<sup>301</sup>。

社債発行会社、受託者、会社が管理する帳簿の名義書換を、権利の譲渡による取得を社債発行会社等に対抗するための要件とすることは、社債発行会社等が「誰が権利者か」を確定するための仕組みとして位置付けられる<sup>302</sup>。一見すると、このような仕組みは、私法上の有価証券が発行されるか否か、有価証券がペーパーレス化されるか否かとは関係なく、必要であるように思われる。しかし、この点に関する現行法の規律は、権利の種類や発行される有価証券の内容によって異なっており、社債発行会社等が「誰が権利者か」を確定するための仕組みには多様な選択肢があることを示しているように思われる。別の言い方をすれば、「誰が権利者か」を確定するための仕組みとして社債発行会社等が管理する帳簿の名義書換を、権利の譲渡による取得を社債発行会社等に対抗するための要件とする必要性について、様々な政策判断があり得るということである。分散台帳上の記録の変更を権利の譲渡の効力要件とする立法措置を講じ

<sup>299</sup> 前掲注（297）。

<sup>300</sup> 前掲注（298）。

<sup>301</sup> 振替株式は株券を発行する旨の定款の定めがない会社の株式である（社債株式等振替法 128 条 1 項）。しかし、株券を発行する旨の定款の定めがない会社と異なり、株主名簿の名義書換は譲渡による株式の取得を会社に対抗するための要件ではあるが、会社以外の第三者に対抗するための要件ではない（社債株式等振替法 161 条 3 項）。ただし、「少数株主権等」（社債株式等振替法 147 条 4 項括弧書）については、株主名簿の名義書換ではなく、社債株式等振替法 154 条に基づく個別株主通知が株主としての権利を行使するための対抗要件となる。最決平成 22 年 12 月 7 日民集 64 卷 8 号 2003 頁（社債株式等振替法に基づき個別株主通知が必要とされる権利の行使について、個別株主通知は自己が株主であることを会社に対抗するための要件であるから、会社法 172 条 1 項に基づき裁判所に対して全部取得条項付種類株式の取得の価格の決定の申立てを行った申立人が株主であることを会社が争った場合、申立人は審理終結までの間に個別株主通知が必要であると判示した事例）。

<sup>302</sup> 加藤貴仁「振替株式の株主による権利行使の方法に関する一考察-特に個別株主通知という仕組みの合理性について-」神作裕之責任編集＝資本市場研究会編『企業法制の将来展望-資本市場制度の改革への提言（2016 年度版）』（2016 年 1 月）223 頁。

る際にも、このような政策判断を行う必要があるが、その際、権利者の氏名等が分散台帳上に記録されない場合があることが問題となる。

本章（2. 4）の 2 では、分散台帳上の記録の変更を権利の譲渡の効力要件とすることを認める立法措置の合理性を検証する。本章の 3 では、権利者の氏名等が分散台帳上に記録されなくとも分散台帳上の記録の変更を権利の譲渡の効力要件とすることを認める立法措置は可能であることを前提として、他の理由から権利者、すなわち、秘密鍵の管理者を特定する必要がある場合には、その理由に対応した立法措置を講じることが選択肢となることを示す。

## 2. 4. 2 分散台帳上の記録の変更を権利の譲渡の効力要件とする立法措置の合理性

### 2. 4. 2. 1 分散台帳上の記録の変更を権利の譲渡の効力要件とすることを認める立法措置の法的基礎付け

分散台帳上の記録の変更を権利の譲渡の効力要件とする立法措置の合理性を検証する作業として、まずは、そのような立法措置が現行法の基本構造と実質的に抵触しないことを確認しなければならないと思われる。そのような作業として、私法上の有価証券の交付や振替口座簿上の記録の変更が権利の譲渡の効力要件とされている根拠を踏まえた上で、分散台帳上の記録の変更が権利の譲渡の効力要件が備えるべき仕様を備えていることを示す必要があると考える。

社債券及び受益証券が発行されている場合は社債券等の交付が、振替社債及び振替受益権については振替口座簿上の記録の変更が、それぞれの場合において、権利の譲渡の効力要件となる（会社法 687 条、信託法 194 条、社債株式等振替法 73 条・127 条の 16）。振替社債等について振替口座簿上の記録の変更を権利の譲渡の効力要件とすることは有価証券のペーパーレス化であるから、社債株式等振替法は振替口座簿上の記録の変更は社債券等の交付と実質的に同等であるとの法的評価を前提とするものであるように思われる。したがって、本稿でも、分散台帳上の記録の変更を社債券等の交付と実質的に同等であると法的に評価できるかを検討することによって、分散台帳上の記録の変更が権利の譲渡の効力要件が備えるべき仕様を備えていることを示したいと考える。

これに対して、分散台帳上の記録の変更が権利の譲渡の効力要件が備えるべき仕様を備えていることを示すために、振替口座簿上の記録の変更と実質的に同等であると法的に評価できるかを検討することも考えられる。トークン化、すなわち、分散台帳上の記録に基づき権利の帰属を決定する試みは、帳簿上の記録に基づき権利の帰属を決定する仕組みであるという点で社債株式等振替法に基づく有価証券のペーパーレス化と共通する。しかし、分散台帳と振替口座簿との間には、中央集権的な管理者が必須であるか否かなど帳簿の管理の方法に大きな差異があるため、両者の単純な比較は適切ではない。社債株式等振替法に基づく有価証券のペーパーレス化は、私法上の有価証券に関する規律をデジタル化した上で承継するという側面を有して

いるように思われる<sup>303</sup>。このように考えることができるならば、まずは、デジタル化の対象である私法上の有価証券に関する規律に焦点を絞り、分散台帳上の記録の変更が権利の譲渡の効力要件が備えるべき仕様を備えているかを検証することが許され则认为する。

そこで、本稿では、分散台帳上の記録の変更を権利の譲渡の効力要件とする立法措置の合理性を、以下の観点から分析する。第 1 に、本節（2. 4. 2）の 2 において、分散台帳上の記録の変更は当該記録に紐付いている秘密鍵の管理者によるネットワークへの入力が必要であれば行われなければならないという点で、秘密鍵の管理者の地位は社債券等の占有者の地位に類似することを示す。その結果、分散台帳上の記録の変更、すなわち、秘密鍵の管理者はトークンを移転できる地位を有しているという点で社債券等を交付できる地位を有している社債券等の占有者と共通していることに基づき、社債券等の交付と同じくトークンの移転を権利の譲渡の効力要件とすることを基礎付けることが可能となる。第 2 に、本節 3 において、有価証券のペーパーレス化と金商法が適用される権利のトークン化の関係を整理することで、分散台帳上の記録の変更を権利の譲渡の効力要件とする立法措置の内容として、前者が有する仕様の全てを後者に要求する必要はないことを示す。そして、本節 4 において、本節 2 と 3 の検討を踏まえて、分散台帳上の記録の変更を権利の譲渡の効力要件とすることを認める立法措置が備えるべき要素を明らかにすることを試みる。

ところで、契約等の私的アレンジメントを法的に承認するという観点からは、信託法 88 条 1 項に基づくトークン化の試みを法的に承認する又は同項を用いた試みを信託受益権以外の金商法が適用される権利に拡大することが選択肢となるかが問題となる。少なくとも金商法が適用される権利について、信託法 88 条 1 項を用いた試みを法的に承認する方向での立法措置を行うことには慎重な態度が必要と考える<sup>304</sup>。なぜなら、信託法 88 条 1 項を用いた試みでは、分散台帳上の記録が一定の手続きに従って変更された場合には、権利者の意思を問わず、いったんは権利の移転が発生することが想定されているように思われるからである。別の言い方をすれば、分散台帳上の記録の変更を権利者の意思に優先する仕組みが想定されているということである。一方、私法上の有価証券の交付と振替口座簿上の記録の変更が権利者の意思に基づかずに行われた場合、譲渡の意思が存在しない以上、譲渡の効力は発生しないと解されてきた<sup>305</sup>。したがって、分散台帳上の記録の変更を権利者の意思に優先する仕組みを設けることは、金商

<sup>303</sup> 神田秀樹「ペーパーレス化と有価証券法理の将来」河本一郎先生古稀記念『現代企業と有価証券の法理』（有斐閣、1994 年）164-165 頁、コーエンズ・前掲注（265）384-385 頁。

<sup>304</sup> 得津・前掲注（263）52-53 頁。2. 2. 4 で説明したように、信託法 88 条 1 項に基づくトークン化の試みでは、トークンを移転した者が保有していた受益権は消滅し、トークンの移転を受けた者が新たに受益権を取得するという法的効果が発生すると整理できる。このような仕組みは金融機関に対する預金口座を基礎とした金銭の「振込取引」において採られている法的構成と共通のものであり、金商法が適用される権利についても、立法論としては選択肢となり得るものであった。森田宏樹「有価証券のペーパーレス化の基礎理論」金融研究第 25 巻法律特集号（2006 年）50 頁。そして、そのような選択は社債株式等振替法に基づく有価証券のペーパーレス化ではなされなかったということである。

<sup>305</sup> 森田・前掲注（304）41 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 巻 3 号（2015 年）6 頁。

法が適用される権利の取引に関する現行法の規律とは大きく異なる点に注意が必要である<sup>306</sup>。もちろん、金商法が適用される権利のトークン化の便益を発生させるためには、分散台帳上の記録の変更をトークン化された権利の効力要件とするだけでは足りないとの主張も考えられる。しかし、そのような主張の前提であるトークン化の便益が社会にとって望ましいものであるかを検討することが必要である<sup>307</sup>。

## 2. 4. 2. 2 分散台帳上の記録の変更を行うことができる地位の法的評価

分散台帳上の記録の変更は当該記録に紐付いている秘密鍵の管理者によるネットワークへの入力が必要に行われなければならないという点で、秘密鍵の管理者の地位は社債券等の占有者の地位に類似する。分散台帳にはトークンの移転が記録されるが、新たなトークンの移転を分散台帳に記録するためには、そのトークンが記録されたアドレスの生成に用いられた秘密鍵が必要となるからである。別の言い方をすれば、社債券等の交付はその占有者しか行うことができないのと同じく、分散台帳上の記録の変更は秘密鍵の管理者しか行うことができないということである。社債券等は物理的な存在であり、分散台帳上の記録は情報に過ぎないという差異はあるが、特定の者しか社債券等の交付又は分散台帳上の記録の変更を行うことはできないという点で、両者に共通点がある。したがって、分散台帳上の記録の変更を社債券等の交付と実質的に同等であると法的評価できると考える。

分散台帳上の記録の方式及びその変更の手続きは、各分散台帳で用いられている技術によって異なる部分もあるが、概ね以下のような特徴を有すると思われる。

①分散台帳を利用して取引が記録される場合、アドレスAとアドレスBの間で一定の取引がなされた旨が記録される。たとえば、ビットコインの分散台帳（ブロックチェーン）では、「アドレスAからアドレスBに1BTCが送付された」などが記録される。金商法が適用される権利の取引を分散台帳に記録することを試みる場合には、「1BTC」の代わりに上記の権利を示すトーク

<sup>306</sup> ただし、善意取得が成立する場合、真の権利者は権利を失うことになるから、私法上の有価証券の交付や振替口座簿上の記録の変更が権利者の意思よりも優先されることになる。そして、私法上の有価証券が発行される場合や社債株式等振替法に基づく有価証券のペーパーレス化において、無権利者から私法上の有価証券の交付又は振替口座簿上の記録の変更を受けた場合だけではなく、真の権利者による意思表示の欠缺等の権利移転行為の瑕疵が存在する場合も善意取得を認めるべきかについて争いがある。電子的記録に基づく権利を巡る法律問題研究会・前掲注（305）9-11頁。権利移転行為の瑕疵についても善意取得の成立を認めるのであれば、私法上の有価証券の交付や振替口座簿上の記録の変更が権利者の意思よりも優先される範囲が拡大することになる。分散台帳上の記録の変更に基づく善意取得も認め、かつ、権利移転行為の瑕疵についても善意取得が成立することを認める場合、信託法88条1項に基づくトークン化の試みとの差異は相当程度縮小すると思われる。

<sup>307</sup> 分散台帳上の記録の変更を権利者の意思に優先する仕組みを法的に承認することにより、トークン化された権利の取引に関する規律は現実世界において裏付けとなる資産を有さない暗号資産（ビットコインやイーサなど）の取引に近づくように思われる。その結果として生じることが期待されるトークン化の便益として想定されるのは、現時点では、金商法が適用される権利を分散型金融（Decentralized Finance, DeFi）の対象とすることが容易になるというものではないかと思われる。加藤・前掲注（251）59頁注（23）。分散型金融とはスマートコントラクトを利用することで様々な金融サービスを中央集権的な管理者が存在しない形で構築する試みであり、その一例として分散型取引所が挙げられる。分散型取引所（Decentralized Exchange, DEX）とは、スマートコントラクトを組み合わせることによって、仲介業者を利用することなく暗号資産の交換等を行うことができる仕組みである。清水＝荒巻・前掲注（252）205頁。

ンがアドレス A からアドレス B に移転した旨が記録される。②上記のアドレスは秘密鍵から生成される。そして、あるアドレスに移転した旨が記録されているトークンを別のアドレスに移転するためには、移転元のアドレスの生成に用いられた秘密鍵が必要となる。たとえば、アドレス A からアドレス B に移転したトークンをアドレス C に移転するためには、アドレス B の生成に用いられた秘密鍵が必要となる。③分散台帳に記録された情報については一定の改竄耐性がある<sup>308</sup>。

上記の内容を一般化するならば、あるアドレスに移転したトークンを別のアドレスに移転することができる者は、移転元のアドレスの生成に用いられた秘密鍵の管理者に限られるということになる<sup>309</sup>。したがって、秘密鍵の管理者はトークンを移転できる地位を有しているという点で、社債券等を交付できる地位を有している社債券等の占有者と共通すると評価できる<sup>310</sup>。このような評価は、UNIDROIT 原則及び 2. 4. 3 で紹介した海外におけるデジタル金融資産の民法ルールに関する立法でも前提とされているように思われる<sup>311</sup>。

以上の検討から、分散台帳上の記録の変更は、日本法において権利の譲渡の効力要件とされている社債券等の交付、すなわち、私法上の有価証券の交付と共通の要素を有していると評価できる。したがって、発行者が「分散台帳上の記録の変更を伴わない権利の譲渡は無効である。」との規律を選択した場合に分散台帳上の記録の変更を権利の譲渡の効力要件とすることを認める立法措置は、私法上の有価証券の交付を当該証券に表章された権利の譲渡の効力要件とすることと類似の立法措置と評価できる。

## 2. 4. 2. 3 有価証券のペーパーレス化と金商法が適用される権利のトークン化の関係

2. 4. 2. 2 で論じたように、分散台帳上の記録の変更は私法上の有価証券の交付と実質的に同等であると法的に評価できるため、分散台帳上の記録であるトークンの移転を金商法が適用される権利の譲渡の効力要件とする立法措置を講じることは合理性を有する。このような立法措置は、一定の帳簿上の記録の変更を譲渡の効力要件として認めるという点で、社債株式等振替法に基づく有価証券のペーパーレス化とも等しい（社債株式等振替法 73 条・127 条の 16）。ただし、社債株式等振替法に基づく有価証券のペーパーレス化と金商法が適用される権利

<sup>308</sup> 「証券取引における分散台帳技術の利用を巡る法律問題研究会」報告書「証券決済制度と分散台帳技術」（日本銀行金融研究所、2017 年）4 頁。

<sup>309</sup> 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—トークンの管理を巡る顧客と業者の関係に関する試論」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—資本市場制度の改革への提言〔2022 年度版〕』（2021 年 12 月）135 頁注（3）。

<sup>310</sup> ただし、社債券等の交付と異なり、トークンの移転という分散台帳上の記録の変更には秘密鍵の管理者以外の者が参加する一定の検証手続きが必要である。このような検証手続きがあるとはいえ、秘密鍵の管理者のみがトークンを移転できる地位を有している点に変わりはない。

<sup>311</sup> 原恵美「国際機関による私法ルール形成と仮想空間への応用可能性」小塚＝曾野前掲注（249）の文献 21 頁、角本・前掲注（265）145-146 頁、溝渕・前掲注（16）194-195 頁、高橋・前掲注（260）49 頁・145-146 頁、神田秀樹＝小塚＝曾野前掲注「神田秀樹先生に聞く—デジタル資産と私法に関する UNIDROIT 原則」小塚＝曾野・前掲注（249）の文献 107-108 頁。

のトークン化とでは、権利の譲渡が記録される帳簿の仕様が大きく異なる。しかし、以下に述べるのとおり、このような差異は分散台帳上の記録であるトークンの移転を金商法が適用される権利の譲渡の効力要件とする立法措置を講じることの妨げにはならないと考える。

第 1 に、社債株式等振替法に基づく有価証券のペーパーレス化と金商法が適用される権利のトークン化とでは、前者では、権利の譲渡が記録される振替口座簿に振替機関と口座管理機関という中央集権的な管理者が存在する一方、後者では、分散台帳の仕様上、同様又は類似の役割を担う管理者が存在しないという点が異なる。しかし、管理者の有無や役割など帳簿の仕様に関する差異は、秘密鍵の管理者が有する地位、すなわち、金商法が適用される権利を表章するトークンを移転できるのは秘密鍵の管理者のみであること、を社債券等の占有者と法的に同等であると評価する妨げにはならないと考える。また、次に述べるように、社債株式等振替法等に基づく有価証券のペーパーレス化の理論的基礎付けに関する近年の学説の発展を踏まえると、金商法が適用される権利のトークン化は既存の法体系が受容不可能な異質なものではないと位置付けることができるように思われる。

近年、社債株式等振替法により振替口座簿上の記録の名義人のみが振替社債等について権利行使できる仕組みが確保されている点に着目し、上記の名義人は振替社債等に対して「事実上の支配権限」（準占有）を有していると評価する見解が有力である<sup>312</sup>。金商法が適用される権利のトークン化の目的も、分散台帳にトークンが記録されているアドレスと紐付いている秘密鍵の管理者のみがトークン化された権利を行使できる仕組みを構築することであった<sup>313</sup>。このような仕組みの存在により、秘密鍵の管理者はトークン化された権利に対して「事実上の支配権限」（準占有）を有していると評価することもできるように思われる。このような整理に基づけば、有価証券のペーパーレス化と金商法が適用される権利のトークン化は、「事実上の支配権限」（準占有）の移転に対して実体法上の法的効果を付与するという点で共通する。私法上の有価証券を占有する者も当該証券に表章された権利について「事実上の支配権限」（準占有）を有していると評価できる<sup>314</sup>。したがって、私法上の有価証券、有価証券ペーパーレス化、金商法

<sup>312</sup> 森田・前掲注（304）39-40 頁、電子的記録に基づく権利を巡る法律問題研究会・前掲注（305）9 頁。

<sup>313</sup> ただし、4. 2 で紹介したように、現行法におけるトークン化は契約等の私的アレンジメントに基づくものであるから、秘密鍵の管理者がトークン化された権利に対して有する地位を振替口座簿上の記録の名義人が振替社債等に対して有する「事実上の支配権限」（準占有）と同等であると法的に評価することはできない。しかし、両者を比較する際には、振替口座簿上の記録の名義人の法的地位自体も社債株式等振替法の対象である点に注意が必要であるように思われる。別の言い方をすれば、社債株式等振替法の存在自体が振替口座簿上の記録の名義人が振替社債等に対して「事実上の支配権限」（準占有）を有するという法的評価の裏付けとなっているのではないか、ということである。このように理解することができるならば、契約等の私的アレンジメントに基づく秘密鍵の管理者の地位を社債株式等振替法に基づく振替口座簿上の記録の名義人の地位と法的に評価できないことは当然であり、分散台帳上の記録であるトークンの移転を金商法が適用される権利の譲渡の効力要件とする立法措置の妨げにはならないと考えるべきである。この点は、上記の立法措置の中で、秘密鍵の管理者がトークン化された権利に対して「事実上の支配権限」（準占有）を有するとの法的評価を基礎付ける仕組みを導入する必要性を示すに過ぎないのではなかろうか。

<sup>314</sup> 森田・前掲注（304）39-40 頁（「紙媒体の券面と電子データである振替口座簿の記録という媒体の性質を超えて、有価証券に共通して存在する基本的な要素として、有価証券上の権利の「占有」という概念を抽出することができよう。高次のレベルにおける有価証券法理は、まさにこの権利の「占有」概念を基礎として成り立っているといえる。そして、有価証券のペーパーレス化によって券面から電子的記録へと媒体が変わっても、そこ

が適用される権利のトークン化の差異は、「事実上の支配権限」（準占有）を基礎付ける仕組みの差異に過ぎないとも整理できるのである。

第 2 に、社債株式等振替法に基づく有価証券のペーパーレス化と金商法が適用される権利のトークン化とは、権利の譲渡が記録される帳簿に記録される内容が異なる。たとえば、振替口座簿には権利者を特定する情報（「加入者の氏名又は名称及び住所」）も記録される（社債株式等振替法 68 条 3 項 1 号・127 条の 4 第 3 項 1 号）。また、社債原簿や受益権原簿の名義書換が権利の譲渡を第三者に対抗するための要件とされている場合には、社債原簿等には権利者の氏名等その特定に必要な情報が記載される必要がある（会社法 681 条 4 号、信託法 186 条 3 号）<sup>315</sup>。このような振替口座簿や社債原簿等の記載事項に関する規律を踏まえると、権利の帰属に関する紛争を解決するという観点から、分散台帳上の記録の変更を権利の譲渡の効力要件とすることを認める立法措置に必須の要素として、分散台帳への権利者の氏名等の記録を求める必要があるかが問題とされる可能性がある。しかし、以下に述べるとおり、権利の帰属に関する紛争を解決するという観点からも、分散台帳上の記録の変更を権利の譲渡の効力要件とするためには権利者の特定に必要な情報が分散台帳に記録されている必要があるとの結論が当然に導かれるわけではないと考える。

社債券と受益証券は無記名式でも発行可能であり、これらには権利者の氏名等を記載する必要はないが、これらの交付が権利の譲渡の効力要件として位置付けられている点に変わりはない（会社法 687 条・697 条、信託法 194 条・209 条）。株券は無記名式しか想定されていないが、同じく、その交付が株式の譲渡の効力要件として位置付けられている（会社法 128 条・216 条）。そして、社債券等が発行されている場合、社債原簿等は譲渡による権利の取得を第三者に対抗するための要件ではなくなる点も同じである（会社法 130 条 2 項・688 条 2 項 3 項、信託法 195 条 1 項 3 項）<sup>316</sup>。

社債券等の発行により社債原簿等が譲渡による権利の取得を第三者に対抗するための要件ではなくなることは、社債券等が私法上の有価証券であることによって基礎付けられる。前述し

---

に共通する権利の「占有」という要素が見出されるがゆえに、有価証券法理の継承が可能となったといえよう。…したがって、理論的な観点からすれば、従来は、有体動産に対する物理的な支配（所持）を通じてのみ認められていた「占有」が、株式や社債といった権利（無体動産）についても「事実上の支配権限」として認められるとした点に、新たな意義があるといえよう。換言すれば、有価証券のペーパーレス化というのは、「占有」概念の無体化を通じて実現されたと捉えることができるのである。…以上を前提にすれば、「券面に代わる電子的な記録」に、有価証券上の権利の発生、移転、消滅等の効果を付与するというのは、理論的に捉えるならば、有価証券上の権利の「（準）占有」に対し、権利の発生、移転、消滅等の実体法上の効果を付与することにほかならない。』。

<sup>315</sup> 無記名式の社債券や受益証券が発行される場合、社債原簿等の名義書換は権利の譲渡を第三者に対抗するための要件ではなく、社債原簿等には権利者の氏名等その特定に必要な情報を記載する必要もない（会社法 681 条 4 号括弧書・688 条 3 項、信託法 186 条 3 号括弧書・195 条 3 項）。

<sup>316</sup> 私法上の有価証券に関する民法の規定においても、「記名式所持人払証券（債権者を指名する記載がされている証券であって、その所持人に弁済をすべき旨が付記されているものをいう。以下同じ。）の譲渡は、その証券を交付しなければ、その効力を生じない。」（民法 520 条の 13）が、無記名証券について準用されている（民法 520 条の 20）。無記名証券とは、「証券上に特定の権利者を指名する記載がされておらず、その所持人が権利者としての資格を持つ有価証券」であり、その例として無記名式の社債券が挙げられている。中田裕康『債権総論 第 5 版』（岩波書店、2025 年）747 頁。

たように、社債券等の交付が当該証券に表章されている権利の譲渡の効力要件であり、社債券等の占有者には当該証券が表章する権利が帰属することが推定され、かつ、善意取得も認められる（会社法 128 条・131 条・687 条・689 条、信託法 194 条・196 条）<sup>317</sup>。その結果、社債券等に表章された権利者を確定するためには、原則として、当該社債券等の所在を確認すれば足りるという状況が法的に形成されている。そして、このような法的取り扱い、社債権等に権利者を特定する情報が記載されているか否かに拘わらず、認められている点に注目すべきである。すなわち、社債券等が発行される場合、権利の帰属に関する紛争は社債券等の所在によって解決することが想定されているが、権利者が社債券等の記載によって特定されることは想定されていないのである。別の言い方をすれば、権利者は誰か、すなわち、社債券等を現に占有する者が誰かは、社債券等の記載とは別の手段によって確定されることが想定されているのである。

前述したように、金商法が適用される権利を表章するトークンを移転できるのは秘密鍵の管理者のみであるため、秘密鍵の管理者が有する地位を社債券等の占有者と法的に同等であると評価できる。したがって、このような評価に基づき分散台帳上の記録であるトークンの移転を金商法が適用される権利の譲渡の効力要件とする立法措置を理論的に基礎付ける際には、分散台帳に権利者を特定する情報の記録を求めることは必須ではないと解される<sup>318</sup>。ただし、このような考え方は、後述するように別の理由から秘密鍵の管理者の氏名等を確認するための措置を講じることを妨げるものではない点に注意を要する。

## 2. 4. 2. 4 分散台帳上の記録の変更を権利の譲渡の効力要件とすることを

<sup>317</sup> 譲渡の効力要件である社債券等の交付は、社債券等の占有の移転を意味し、現実の引渡し（民法 182 条 1 項）、簡易の引渡し（民法 182 条 2 項）、占有改定（民法 183 条）、指図による占有移転（民法 184 条）の何れでもよいと解されている。山下・前掲注（260）[前田] 311 頁

<sup>318</sup> なお、UNIDROIT 原則 7 は「デジタル資産の支配を有する者の特定」に係る規定であるが、「ある者によるデジタル資産の支配の有無が争われているいかなる手続きにおいても…その者は…原則 6(1)(b)の定める証明のための要件が満たされていることを示せば足りる。」（UNIDROIT 原則 7(1)(a)）とした上で、「原則 6(1)(b)にいう特定は、識別番号、暗号鍵、事務所又は口座番号を含む（がこれに限られない）合理的方法によって行うことができる。このことは、当該特定が、その対象となっている者の氏名を示さず、又はその者が誰であることを示していない場合であっても変わらない。」（UNIDROIT 原則 7(2)）と定めている。神田ほか・UNIDROIT 原則前掲注（266）315 頁。また、注（265）で紹介した UCC の CER の「支配」の要件の中でも CER に関する権限を有する者が特定可能であることが求められているが、暗号鍵（秘密鍵）による特定も認められている（UCC § 12-105(a)(2)）。角本・前掲注（265）145 頁、高橋・前掲注（260）51 頁。本稿の用語法に従うならば、UNIDROIT 原則のデジタル資産や UCC の CER は、分散台帳に記録されるトークンに相当するものであって、トークンに表章された権利とは異なる。しかし、トークンの移転をトークンに表章された権利の譲渡の効力要件とする立法措置を講じる際には、トークンを移転できる地位を有している者を確定できる仕組みの存在が必要条件になると考える。そのような仕組みが存在しない場合、トークン化は権利の帰属に関する紛争の解決に寄与するのではなく、そのような紛争の原因となり得る。そして、前述した UNIDROIT 原則のデジタル資産や UCC の CER に関する規律は、秘密鍵の管理者のみがトークンを移転できる仕組みにより上記の必要条件を充足できることを示唆しているように思われる。

## 認める立法措置が備えるべき要素

### (1) 分散台帳に関する技術仕様

2. 4. 2. 2の検討により、金商法が適用される権利の帰属を分散台帳上の記録に従って決定する仕組み、すなわち、トークン化を法的に承認する手段として、分散台帳上の記録の変更を金商法が適用される権利の譲渡の効力要件とすることを認める立法措置を講じることの合理性が示されたと考える。このような立法措置は、秘密鍵の管理者が有する地位、すなわち、金商法が適用される権利を表章するトークンを移転できる地位を社債券等の占有者と同等と法的に評価することを意味するが、そのような評価はトークンの移転が記録される分散台帳がその技術面について一定の条件を充たしていることが前提となる。したがって、このような前提を立法措置の中で明らかにすることが必要となる。ただし、分散台帳については、分散台帳を構成する技術の中には安全性の学術的な検証が十分とはいえないものが含まれる<sup>319</sup>。そのため、トークン化に用いられるべき分散台帳の技術仕様の詳細を法律で定めることは困難であるし、適切でもない。この点に関する法律と技術の双方の専門分野の知見及び実務上の経験を統合できるような枠組みを設けた上で、立法措置としては、そのような枠組みの成果に従うことをトークン化に関与する当事者に求めていくことが考えられる。

この他、立法措置の具体的な内容を検討する際には、私法上の有価証券に関する規定や有価証券のペーパーレス化を目的とする社債株式等振替法の規定が参考になると思われる。なぜなら、私法上の有価証券や振替口座簿上の記録という客観的な基準に従って権利の帰属を決定することを可能にするという点で、トークン化と共通するからである。しかし、分散台帳上の記録、私法上の有価証券の占有、振替口座簿上の記録の間には、幾つかの重要な差異がある。上記の立法措置を講じる際には、このような差異に十分な配慮が必要である。以下では、私法上の有価証券に関する規定と社債株式等振替法の規定を参照することから得られる示唆と分散台帳上の記録の特徴を踏まえた立法措置の内容の2点について、検討を試みる。

### (2) 私法上の有価証券に関する規定と社債株式等振替法の規定を参照することから得られる示唆

第1に、私法上の有価証券に関する規定と社債株式等振替法の規定を参照することから得られる示唆について、分散台帳上の記録に基づく権利者の推定と善意取得に関する規定を立法措置として導入することが考えられる。

前述したように、私法上の有価証券、社債株式等振替法に基づく有価証券のペーパーレス化、そして、金商法が適用される権利のトークン化は、私法上の有価証券の占有、振替口座簿上の記録、分散台帳上の記録という客観的な基準に従って権利の帰属を決定する試みであるという

<sup>319</sup> 金融審議会「暗号資産制度に関するワーキング・グループ」第3回（2025 年 9 月 29 日）松尾真一郎委員説明資料。

点で共通する<sup>320</sup>。このような試みを実現する手法の 1 つが私法上の有価証券の交付、振替口座簿上の記録の変更、分散台帳上の記録の変更を権利の譲渡の効力要件とすることであった。それに伴い、譲渡による権利の取得を第三者（発行者等を除く）に対抗するために発行者等が管理する帳簿の名義書換を不要とするという立法政策をとる前提として、私法上の有価証券の占有等に権利者を推定する効力を付与する必要がある。なぜなら、権利者の推定に関する規定があれば私法上の有価証券の占有者等は権利者であることを第三者に対抗できるのであり、これに加えて発行者等が管理する帳簿の名義書換を要求する必要がなくなるからである<sup>321</sup>。

善意取得の必要性は、分散台帳上の記録の変更を権利の譲渡の効力要件とする立法措置を講じたとしても、権利者の意思に反して分散台帳上の記録の変更が生じた場合には、分散台帳上の記録が実質的な権利の帰属から乖離する状況が生じる可能性があることによって基礎付けられる。類似の状況は私法上の有価証券が発行される場合と社債株式等振替法が適用される場合にも生じるが、このような乖離は私法上の有価証券の占有と振替口座簿上の記録に基づき善意取得を認めることによって解消されている<sup>322</sup>。前述したように分散台帳上の記録を変更できる地位と私法上の有価証券の占有及び振替口座簿上の記録は実質的に同等であると評価できる<sup>323</sup>。したがって、私法上の有価証券や社債株式等振替法に基づく有価証券のペーパーレス化と同じく、分散台帳上の記録に基づき善意取得を認める立法措置は、現行法の基本構造にとって異質なものである<sup>324</sup>。

<sup>320</sup> なお、私法上の有価証券の中には人的抗弁の切断に関する規定を有するものもあれば（民法 520 条の 6、有形法 17 条等）、株券や社債券のように人的抗弁の切断に関する規定を有さないものもある。私法上の有価証券のペーパーレス化においても、振替株式や振替社債については人的抗弁の切断に関する規定はないが、電子記録債権については人的抗弁の切断に関する規定がある（電子記録債権法 20 条）。このように人的抗弁の切断は私法上の有価証券の発行やそのペーパーレス化に必然的に伴う規律というわけではなく、むしろ、権利の種類によってその要否について異なる政策判断がなされているのである。森田・前掲注（304）47-48 頁。したがって、金商法が適用される権利のトークン化においても、人的抗弁の切断に関する規律の要否はトークン化される権利ごとに判断されるべきである。

<sup>321</sup> 森田・前掲注（304）40 頁・45 頁。

<sup>322</sup> 加藤・前掲注（255）376 頁注（51）。

<sup>323</sup> 近年、善意取得を認める基礎を私法上の有価証券の占有や振替口座簿上の記録に権利者を推定する効力が認められることなく、前掲注（312）の本文で言及したように、私法上の有価証券の占有者や振替口座簿に振替社債等が記録された者は私法上の有価証券に表章された権利や振替社債等について「事実上の支配権限」（準占有）を有していることに求める見解が有力である。森田・前掲注（304）44-47 頁、電子的記録に基づく権利を巡る法律問題研究会・前掲注（305）9 頁。そして、前掲注（314）の本文で言及したように、分散台帳上の記録が表章する権利の権利者、すなわち、秘密鍵の管理者はトークン化された権利に対して「事実上の支配権限」（準占有）を有していると評価することもできるように思われる。

<sup>324</sup> なお、社債株式等振替法には、振替機関や口座管理機関が誤って振替口座簿に振替社債等を記録し、当該振替社債等が善意取得された場合に関する特則が存在する（社債株式等振替法 78 条～81 条等）。この場合、権利者の意思に反して振替口座簿上で減額記帳された振替社債等について善意取得が成立した場合と異なる理由付けで善意取得を理論的に基礎付ける必要があることに加えて、振替口座簿に記録されている振替社債等の総数が会社法の手続きに従い発行された振替社債等の総数を超える状態（以下、本注において「超過記録」という。）が発生することになるため、超過記録を解消するための特別な規定が必要となる。森田・前掲注（304）44-45 頁、電子的記録に基づく権利を巡る法律問題研究会・前掲注（305）7-8 頁。金商法が適用される権利のトークン化を法的に承認する立法措置の中で上述した規定に類似の規定を設ける必要があるかが問題となり得るが、このような規定の要否やその具体的な内容はトークン化に用いられる分散台帳の仕様によって異なる。分散台帳は、ネットワークへの参加に制約のないパーミッションレス型の台帳と、ネットワークへの参加に管理者による許可を要するパーミッション型の台帳とに大別される。金融審議会「資金決済ワーキング・グループ」報告

分散台帳上の記録に基づく権利者の推定と善意取得に関する規定が導入された場合、私法上の有価証券が発行される場合と社債株式等振替法が適用される場合と同じく、真の権利者が権利を失う可能性がある。分散台帳上の記録を変更できる地位を有するのは秘密鍵の管理者であるから、秘密鍵の管理の不備により権利を失う可能性があるということである。私法上の有価証券という物理的な証券の管理や証券会社等が管理する振替口座簿上の記録にアクセスするために必要な ID やパスワードの管理と比べると、秘密鍵の管理は技術に関する専門知識が必要であるという点で難易度が高い<sup>325</sup>。しかし、この点は秘密鍵の管理者は私法上の有価証券の占有者と実質的に同等であるとの法的な評価の妨げにはなるとは限らない。むしろ、秘密鍵の管理に必要な専門知識を有している者のみがトークン化された金商法上の権利の取引に参加できるような仕組みを、別の措置によって講じた方が望ましいとの政策判断もあり得ると考える<sup>326</sup>。

また、私法上の有価証券を発行するか否か、社債株式等振替法の適用を受けるか否かは発行者の判断に委ねられているから（会社法 676 条 6 号、信託法 185 条 1 項、社債株式等振替法 66 条 2 号・127 条の 2 第 2 項）、金商法が適用される権利のトークン化についても、同様の規律が採用されるべきである。トークン化の有無によって、金商法が適用される権利に適用される規律が異なることになるから、そのような権利の取引に参加しようとする者が、トークン化の有無、すなわち、自分が取引に参加することを検討している権利についてトークン化が行われているか否か、トークンに表章されている権利の内容を確認できる仕組みを設ける必要がある。このような仕組みの必要性は私法上の有価証券や有価証券のペーパーレス化についても存在するのであり、後述するように私法上の有価証券という物理的な存在及び証券会社等という振替

書（2022 年）13 頁注（42）。このほか、①パブリック型、②プライベート型、③コンソーシアム型といった分類も見られる。デジタル・分散型金融への対応のあり方等に関する研究会「中間論点整理」（2021）3 頁注（2）。最近では、①～③は分散台帳の管理者に着目した分類と考えられているようで、①は誰でも管理（記録の更新を含む）に参加できる分散台帳のことをいう。②と③の分散台帳については、振替機関や口座管理機関と類似の役割を担う機関が存在すると評価できるように思われる。加藤・前掲注（309）194 頁注（101）。このような機関の過誤により分散台帳に記録されたトークンと権利の対応関係にズレが生じる構成があるのであれば、そのようなズレを解消するための措置を用意しておく必要がある。一方、①の分散台帳には振替機関や口座管理機関と類似の役割を担う機関が存在しないのであるから、これらの機関の過誤により分散台帳に記録されたトークンと権利の対応関係にズレが生じることはないようにも思われる。川瀬・前掲注（273）20 頁。しかし、スマートコントラクトによりトークンを新たに生成する権限を有する者が、会社法等の権利の根拠法に基づき新たな権利を発行する手続きを経ないにも拘わらずトークンを誤って生成してしまう可能性はある。2. 4. 2. 4③で述べるように、金商法が適用される権利のトークン化を法的に承認する立法措置として、権利の発行の裏付けの存在しない形でトークンが組成されることがないよう、発行者によるスマートコントラクトの管理が適切に行われること確保する仕組みを設ける必要があると考える。ただし、このような仕組みが存在したとしても権利の発行の裏付けの存在しない形でトークンが組成される可能性は無くならないため、このような可能性が現実化した場合の処理を予め用意しておくべきであるか検討の必要がある。

<sup>325</sup> 加藤・前掲注（309）137-138 頁。

<sup>326</sup> 秘密鍵の流出によりビットコインの無権限取引が行われた場合の被害者に対する法的保護のあり方について、「ネットワーク参加者はビットコイン・トランザクションの仕組みや秘密鍵の管理についての専門的知識を期待できることを前提とすれば、被害者の要保護性が典型的に高いとはいえないものと解される。それゆえ、無権限取引の被害者の救済を不当利得返還請求権によるものととめるという判断には、合理性があると考えられる。」と解する見解として、加毛明「仮想通貨の私法上の法的性質—ビットコインのプログラム・コードとその法的性質」金融法務研究会報告書（33）「仮想通貨に関する私法上・監督法上の諸問題の検討」（2019 年 3 月）30 頁がある。

口座簿の管理者の存在が重要な役割を果たしてきたように思われる。このような存在を欠くトークン化において同様の仕組みを構築する方法については、次に検討するようにスマートコントラクトが重要な役割を果たすと考ええる。

### (3) 物理的な存在としての私法上の有価証券と振替口座簿の管理者の機能を代替する仕組み

第 2 に、私法上の有価証券という物理的な存在及び証券会社等という振替口座簿の管理者が担ってきた機能を、発行者がスマートコントラクトを利用すること等により自ら担う仕組みを導入する必要がある。

前述したように、取引の基盤となる法的ルールの明確化のためには、金商法が適用される権利の取引に参加しようとする者が取引の対象である権利及びその取引に適用される規律の内容を確認できる仕組みが必要である。以下では、まず、この点に関する私法上の有価証券に関する規律と社債株式等振替法の内容を確認する。

ある権利について、私法上の有価証券に関する規律又は社債株式等振替法が適用されるためには、一定の手続きを経る必要がある。たとえば、社債券や受益証券には記載すべき事項が法定されており、これらの事項が記載された証券に社債発行会社の代表者又は受託者が署名又は記名押印をすることが求められる（会社法 697 条、信託法 209 条）。そして、このような条件を満たす証券は、社債や受益権の発行手続きを経て、権利者に適法に交付されることによって社債券等となり、その時点以降、私法上の有価証券に関する規律が適用される<sup>327</sup>。社債や受益証券発行信託の受益権は、発行者等の同意がある場合に限り社債株式等振替法が適用され、その発行に際して同法に従い振替口座簿への記録が行われた後、振替社債及び振替受益権として取引することが可能になる（社債株式等振替法 13 条 1 項・69 条・127 条の 5）。私法上の有価証券には証券が表章する権利を特定する事項が記載される（会社法 697 条 1 項 2 号 3 号、信託法 209 条 1 項 2 号～9 号、信託法施行規則 22 条）<sup>328</sup>。振替口座簿にも増減が記録される「銘柄」が記録されるが（社債株式等振替法 68 条 3 項 2 号・127 条の 4 第 3 項 2 号）、「銘柄」の記録として具体的な権利の内容まで記録することは求められていないように思われる<sup>329</sup>。社債株式等振替法が適用される権利の具体的な内容は、振替機関によって公示されることが想定されている（社債株式等振替法 87 条 1 項・127 条の 32 第 1 項）<sup>330</sup>。

私法上の有価証券に関する規律と社債株式等振替法に存在する上記の内容を金商法が適用される権利のトークン化に当てはめるならば、①権利の発行とトークンの組成の手続きを連動さ

<sup>327</sup> 最判昭和 40 年 11 月 16 日民集 19 卷 8 号 1970 頁。

<sup>328</sup> なお、社債券に記載すべき事項である「当該社債券に係る社債の種類」は「第 676 条第 3 号から第 8 号の 2 までに掲げる事項その他の社債の内容を特定するものとして法務省令で定める事項」のことをいう（会社法 681 条 1 号、会社法施行規則 165 条）。

<sup>329</sup> 銘柄とは「振替社債の種類」（社債株式等振替法 63 条 3 項 2 号括弧書）や「振替受益権の種類」（社債株式等振替法 127 条の 4 第 2 項 2 号括弧書）のことをいう。振替社債の「種類」とは会社法 681 条 1 号の社債の「種類」と同じ意味である。高橋康文編著＝尾崎輝宏著『逐条解説 新社債、株式等振替法』（金融財政事情研究会、2006 年）146 頁。

<sup>330</sup> 振替機関による公示の例として、証券保管振替機構による銘柄公示制度が挙げられる。

せること、②トークンが表章する権利の内容を明確にすること、の確保が課題となるように思われる。具体的に、①では、権利の発行の裏付けの存在しない形でトークンが組成されることがないよう、発行者によるスマートコントラクトの管理が適切に行われること確保する仕組みが必要となる。②では、権利の発行者と権利者の関係のどの範囲がスマートコントラクトによって規律されるのかを明確にする仕組みが必要となる。トークン化においては振替口座簿の管理者に相当する存在を欠く場合もあり得ることを踏まえると、私法上の有価証券の発行とその記載に発行者が責任を負うことと同じく、発行者が①と②が要請する仕組みの確保について責任を負うことを念頭に置いて立法措置が講じられるべきであると考え。ただし、社債発行会社は社債原簿等の管理を第三者に委ねることが認められているのと同じく（会社法 683 条、信託法 188 条）、①と②の仕組みの構築を第三者に委ねることも立法措置の選択肢として排除されるべきではない。

この他にも発行者等に期待される役割として、たとえば、分散台帳上の記録として取引されるビットコインについては、実効性のある強制執行の方法が存在するのかについて疑問への対処がある。しかし、金商法が適用される権利を表章するトークンは、ビットコインと同じく分散台帳上の記録ではあるが、スマートコントラクトに基づき生成（mint）される点が異なる。そして、組成に用いるスマートコントラクトを工夫することで、発行者等に様々な権利を付与することが可能である<sup>331</sup>。たとえば、トークンが移転可能なアドレスを一定の範囲に限定すること、特定のアドレスについてトークンを他のアドレスに移転することを制限すること、等が可能である<sup>332</sup>。このようなスマートコントラクトの機能に基づきトークンの移転を制限することにより、当該トークンが表章する権利の差押え等を行う仕組みを構築できる可能性がある<sup>333</sup>。この他にも、秘密鍵の不正利用によりトークンの移転が生じたが善意取得の成立が否定されるという状況において、善意取得の成立が否定されるアドレスに帰属するトークンを償却し、真の権利者のアドレスに新たなトークンを交付するという仕組みを構築することも可能であるように思われる<sup>334</sup>。

このようにスマートコントラクトに基づき様々な仕組みを構築することができる。このような仕組みの中で、分散台帳上の記録の変更を金商法が適用される権利の譲渡の効力要件とすることを認める立法措置として発行者に構築を義務付ける範囲を検討していく必要がある。その際には、強制執行の方法の整備など第三者の利益に関連する仕組みは当事者の任意に委ねた場合には構築されない可能性があること、当事者の任意に委ねた場合には同じ目的を達成するために仕様の異なる措置が乱立し取引費用が高まる可能性があること等に注意を払う必要があると考える。立法措置の具体的な内容として、トークン化に用いるスマートコントラクトをトー

<sup>331</sup> 清水＝荒巻・前掲注（252）66-67 頁。

<sup>332</sup> 加藤・前掲注（262）89 頁。

<sup>333</sup> 河合・前掲注（262）43-44 頁。

<sup>334</sup> たとえば、burn 関数を利用することにより、「burn の対象となるアドレスのトークン残高をゼロにすることにより、トークンの消滅を実現させる」ことが可能である。清水＝荒巻・前掲注（252）66 頁。

クン化の規格として示すことが検討されるべきである<sup>335</sup>。トークン化の規格自体が乱立することは望ましくはないが、トークン化の目的やトークン化される権利の種類に応じて異なる規格を用意することも検討に値すると思われる。

### 2. 4. 3 秘密鍵の管理者の氏名等を確認するための措置の必要性

2. 4. 2で論じたように、発行者が「分散台帳上の記録の変更を伴わない権利の譲渡は無効である。」との規律を選択した場合に、分散台帳上の記録の変更を権利の譲渡の効力要件とする立法措置を講じることは、私法上の有価証券に関する日本法の基本構造と抵触しない。また、UNIDROIT 原則及び2. 3で紹介した海外におけるデジタル金融資産の民事法ルールに関する立法の状況から見ても、特異なものではないように思われる。秘密鍵の管理者が有する地位は、社債券等の交付を社債等の譲渡の効力要件とすることを基礎付ける要素を有している。秘密鍵から生成されたアドレスを除き分散台帳には権利者を特定する情報が記録されないことは、上記の立法措置の妨げとはならない。しかし、分散台帳上の記録の変更を譲渡の効力要件とすることの基礎付けとは別の理由で、秘密鍵の管理者を特定する仕組みが必要となる点に注意が必要である。

第1に、発行者と権利者の法律関係を処理するためには、発行者が権利者を特定及び確定できる仕組みが必要となる。ただし、このような仕組みは、私法上の有価証券が発行されるか否か、発行される私法上の有価証券が記名式か無記名式か、そして、権利の種類によって異なる。

たとえば、社債については、発行者と社債権者の間で、利息の支払いや償還等が行われるだけでなく、社債権者集会の形で社債権者が意思決定を行うことが必要となる場合がある。このような発行者と権利者の法律関係を円滑に処理するために、会社法は、無記名社債を除き、社債券が発行されるか否かとは関係なく、社債権者の氏名等を社債原簿の記載事項とし、社債を譲渡によって取得したことを発行者に対抗するためには社債原簿の名義書換を要求しているのである（会社法 681 条 4 号・688 条）。受益証券発行信託の受益権（無記名受益権を除く）についても、同様の規律が存在する（信託法 186 条 3 号・195 条）。ただし、社債と受益証券発行信託の受益権（無記名受益権を除く）の間には、受益証券発行信託の受益権（無記名受益権を除く）には基準日制度が存在するが、社債には存在しないという差異がある（信託法 189 条）。以上に述べた受益証券発行信託の受益権（無記名受益権を除く）に関する規律は、株式に関する規律と同様である。すなわち、株券が発行されるか否かとは関係なく、株式の譲渡を発行者に対抗するためには株主名簿の名義書換が必要であり、かつ、基準日制度が存在する（会社法 124 条・130 条）。

一方、無記名社債や無記名受益権については、社債権者の氏名等は社債原簿等の記載事項で

<sup>335</sup> なお、イーサリアムのブロックチェーンを利用したトークンの組成については、ERC20 や ERC721 などのトークン組成の目的に応じた規格が存在する。田中修一＝副島豊「分散型台帳技術による証券バリューチェーン構築の試み－セキュリティトークンを巡る主要国の動向－」（2020 年 8 月）（[https://www.boj.or.jp/research/brp/ron\\_2020/data/ron200821a.pdf](https://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2020/data/ron200821a.pdf)）。

はなく、社債原簿等の名義書換は社債等を譲渡によって取得したことを発行者に対抗するための要件でもない。その代わりに、無記名社債等の権利者が発行者等に権利を行使するためには社債券等の提示が必要となる（会社法 718 条 4 項・723 条 1 項、信託法 192 条）。社債券等の占有者は、当該社債券等が無記名式であっても、当該社債券等が表章する権利の適法な権利者と推定されるため（会社法 189 条 1 項、信託法 196 条）、発行者等は、原則として、無記名式の社債券者等に権利行使をさせれば免責されるのである（民法 520 条の 20→520 条の 18→520 条の 10）。

以上に説明した社債、受益証券発行信託の受益権、株式に社債株式等振替法が適用される場合、何れについても、振替口座簿への増加の記載又は記録が権利の譲渡の効力要件となる（社債株式等振替法 73 条・127 条の 16・140 条）。社債株式等振替法が適用される社債等は、それぞれ振替社債、振替受益権、振替株式という（社債株式等振替法 66 条柱書の括弧書・127 条の 2 第 1 項括弧書・128 条 1 項括弧書）。その一方、発行者が権利者を特定及び確定できる仕組みについては、以下のような差異がある。①振替社債と振替受益権については、社債原簿等の名義書換が振替社債等の譲渡による取得を発行者等に対抗するための要件とされていない（社債株式等振替法 86 条の 4 [会社法 688 条 1 項の適用除外]・127 条の 32 [信託法 195 条 1 項の適用除外]）。振替社債等について社債原簿等は作成されるが、振替社債等の権利者の氏名等は記載事項とされていない（社債株式等振替法 86 条の 4 [会社法 681 条 4 号の適用除外]・127 条の 32 [信託法 186 条 3 号の適用除外]）。振替社債等の権利者が発行者に権利行使をする際には、証券会社等が発行する証明書を発行者等に提示することが求められている（社債株式等振替法 86 条・127 条の 27）<sup>336</sup>。②振替株式については、会社が基準日を設定して株主に集団的に権利行使をさせる場合には株主名簿の名義書換が振替株式の譲渡による取得を発行者等に対抗するための要件とされている（社債株式等振替法 161 条 3 項）。一方、株主が個別的に権利行使をする際には、個別株主通知という株主名簿とは別の仕組みを利用して自らが株主であることを会社に対抗していくことが予定されている（社債株式等振替法 154 条 1 項）。

前述した私法上の有価証券が発行される場合の規律と①②を比較した場合、①は無記名社債と無記名受益権、すなわち、無記名式の有価証券が発行された場合の規律をペーパーレス化（デジタル化）したものであることが分かる。無記名式の社債券等が発行された場合、社債原簿等には権利者の氏名等が記載されず、名義書換は譲渡による権利の取得を発行者等に対抗するための要件ではない。したがって、制度上、無記名式の社債券等を提示して権利行使がされる場面を除き、発行者等は当該証券に表章された権利の権利者を知る術はないということになる。

<sup>336</sup> なお、振替受益権の受益者が受益債権を行使する場合は、証券会社等が発行する証明書の提示は必要ではない（社債株式等振替法 127 条の 27 第 1 項括弧書）。このような規律について、「受益権の配当を受ける等受益債権の行使については、証明書の提示は受益者にとって手間となることから証明書の提示は不要とされる」と説明されることがある。高橋康＝尾崎・前掲注（329）298 頁。別の言い方をすれば、受益債権に対する支払いについては、証明書の提示を社債株式等振替法に基づき強制することは費用対効果の観点から適切ではなく、発行者、証券会社等、受益者の契約関係に委ねれば足りるとの政策判断がなされたとも評価できるように思われる。

そして、①で説明したように、振替社債と振替受益権についても、証券会社等が発行する証明書が提示される場面等の例外を除き、発行者等は振替社債等の権利者を知る術はないということになる<sup>337</sup>。

しかし、社債株式等振替法の目的は「社債、株式その他の有価証券に表示されるべき権利の流通の円滑化を図ること」である（社債株式等振替法 1 条）。社債株式等振替法の適用により譲渡の効力を発生させるために社債券等を交付する必要がなくなった結果、社債等の流通が向上することが期待される。ただし、流通の円滑化は取引の頻度や取引に参加する投資者の裾野を拡げる効果を持つため、振替社債等の権利者と発行者の法律関係を円滑に処理する必要が増すように思われる。振替株式については、このような法律関係の処理の円滑化の制度として、株主名簿が譲渡による株式の取得を会社に対抗するための要件であること及び基準日制度が維持され、かつ、個別株主通知という別の仕組みが用意されている。一方、振替社債と振替受益権については、社債株式等振替法上は、発行者等と権利者の関係は無記名社債券等が発行されている場合と同様の規律に従うことが予定されており、流通性が向上した振替社債等の発行者と権利者の法律関係の処理の円滑化の観点からは不十分な制度しか用意されていないようにも思われる。しかし、無記名社債券等が発行される場合と異なり、振替社債等の譲渡は証券会社等が管理する振替口座簿に記録され、かつ、証券会社等は口座の保有者の情報を把握している。したがって、発行者等には振替社債等の権利者を特定する術が存在しなくとも、証券会社等は振替口座簿の記録に基づき振替社債等の権利者を特定できる。したがって、発行者等と証券会社等との契約関係により、振替社債等の権利者と発行者の法律関係を円滑に処理することは十分に可能であるとの立法判断がされたのではないかと考える。

一方、分散台帳上の記録を権利の譲渡の効力要件として認める場合、分散台帳の仕様次第であるが、発行者は各アドレスに帰属するトークンの種類や量は分かるが、各アドレスの秘密鍵の管理者の氏名等は分からない場合がある。発行者と権利者の関係を、たとえば、利息の支払いや償還もステーブルコインで行うなど分散台帳上で完結させる仕組みを構築するのであれば、発行者は権利を表章するトークンが帰属するアドレスを確認できれば足り、各アドレスの秘密鍵の管理者の氏名等を知る必要はなくなる<sup>338</sup>。しかし、このような仕組みを構築しない又はできないのであれば、トークンが帰属するアドレスと紐付いた秘密鍵の管理者の氏名等、および、利息の支払いや償還金の支払先に関する情報を確認できない限り、発行者と権利者の関係を円

<sup>337</sup> なお、社債株式等振替法 277 条は「加入者は、その直近上位機関に対し、当該直近上位機関が定めた費用を支払って、当該直近上位機関が備える振替口座簿の自己の口座に記載され、若しくは記録されている事項を証明した書面の交付又は当該事項に係る情報を電磁的方法であって主務省令で定めるものにより提供することを請求することができる。当該口座につき利害関係を有する者として政令で定めるものについても、正当な理由があるときは、同様とする。」と定めており、振替受益権と振替株式の発行者は同条但書の「利害関係を有する者」に含まれている（社債、株式等の振替に関する法律施行令 84 条、社債、株式等の振替に関する命令 61 条 2 号）。

<sup>338</sup> たとえば、トークン化された社債に対する利息の支払いについては、社債を表章するトークンが記録されているアドレス宛に発行者がステーブルコインを送付し、社債の償還については償還金を上記のアドレスに送付すると前掲注（334）で紹介した burn 関数を利用してトークンの消滅させること等が考えられる。

滑に処理することはできなくなる<sup>339</sup>。

したがって、発行者と権利者の関係を円滑に処理するためには、両者の関係を分散台帳上で完結させる仕組みが存在しない限り、分散台帳上の記録においてトークンが帰属するアドレスと紐付いた秘密鍵の管理者の氏名等を特定する仕組みが必要になると考える。前者の仕組みの構築を法律で強制することに合理的な理由がないならば、後者の仕組みを選択肢として用意しておくことが立法政策としては望ましいように思われる。具体的な選択としては、①社債原簿等の発行者等が管理する帳簿の名義書換を権利の譲渡による取得を発行者等に対抗するための要件とする、②発行者等と権利者の関係の処理は証券会社等を介して行うこととし証券会社等が権利者の氏名等に関する情報を管理する、等が考えられる。現行法に即して説明するならば、①は振替株式に関する規律、②振替社債や振替受益権に関する規律に相当する<sup>340</sup>。社債株式等振替法では、適用される権利の種類によって発行者等と権利者の法律関係の処理の方法が定まる。分散台帳上の記録を権利の譲渡の効力要件とすることを認める立法措置を講じる場合には、発行者等と権利者の関係の処理の方法の選択を一定の範囲で発行者等に委ねることも考えられる。

第2に、私法上の問題とは別の問題を解決するための措置として、発行者又はその他の事業

<sup>339</sup> 発行者と権利者の関係が複雑になればなるほど、スマートコントラクトによる処理を円滑に行うための工夫が必要となる。特に株式については、株主総会における議決権を始め様々な権利を個々の株主が有するため、社債と比べると、発行者と権利者の関係は複雑である。しかし、トークンに経済的な価値の裏付けを与えることのみを目的とするのであれば、株式を信託財産とする信託を組成し、その信託受益権をトークン化することによって上記の目的を達成できる可能性がある。この場合、株主としての権利は受託者に帰属するため、分散台帳においてトークンが記録されているアドレスと紐付いている秘密鍵の管理者は株主としての権利を行使できない。日本では不動産のトークン化が活発に行われているが、その実態は不動産信託受益権のトークン化である。加藤・前掲注（251）54-55頁。信託等のSPV（special purpose vehicle）を用いた資産のトークン化について証券化との類似点が指摘されている。See Steven L. Schwarcz, *Next-Generation Securitization: NFTs, Tokenization, and the Monetization of “Things,”* 103 B.U. L. Rev. 967, 981-982 (2023). なお、アメリカでは、不動産をLLCに移転した上でLLC持分を表章するNFTを発行するという形で不動産のトークン化が試みられているようである。See Juliet M. Moringiello & Christopher K. Odinet, *Blockchain Real Estate and NFTs*, 64 Wm. & Mary L. Rev. 1131, 1167-1169 (2023); Andrew Appleby, *Taking Tokens*, 91 Tenn. L. Rev. 321, 345-346 (2024). このような形で不動産のトークン化を行うためには、LLC持分を表章するNFTの発行を認める州法（Vermont州など）を利用する必要がある。See R. W. Freyermuth, Christopher K. Odinet & Andrea Tosato, *Crypt o in Real Estate Finance*, 75 Ala. L. Rev. 93, 95 & 100 (2023).

<sup>340</sup> もちろん、分散台帳と振替口座簿とでは帳簿の構造が大きく異なるため、①と②の具体的な内容は社債株式等振替法が適用される場合と異なる可能性がある。たとえば、①については、発行者等が管理する帳簿の名義書換手続きについて、振替株式における総株主通知のように振替機関が口座管理機関の管理する情報を集約して発行会社に伝えるという仕組み（社債株式等振替法151条）の合理性が問われるべきである。総株主通知は発行会社が振替口座簿上の振替株式の記録を適時に参照できないことを前提とする制度であるが、分散台帳上の記録については発行会社が適時に参照できる仕組みを構築することが可能であるように思われる。加藤・前掲注（261）199-201頁。ただし、分散台帳上の記録から株主名簿等を作成するためには、株式等を表章するトークンが記録されているアドレスと紐付いている秘密鍵の管理者の氏名等に関する情報が必要となる。このような情報を発行会社等（又は発行会社等から委託を受けた第三者）が把握するためには、株式等を表章するトークンを生成する際に、本人確認手続きを経た者のみが上記のトークンを取引できる仕組みをスマートコントラクトとして予め組み込んでおくことが考えられる。清水＝荒巻・前掲注（252）131頁、加藤・前掲注（262）122-123頁。②についても、分散台帳と振替口座簿とでは帳簿の構造が大きく異なるため、両者における証券会社等の仲介者の役割は異なる点に注意が必要である。ただし、①と異なり発行者等が管理する帳簿の名義書換を権利の譲渡による取得を発行者等に対抗するための要件としなくとも、何らかの形で仲介者が秘密鍵の管理者の氏名等を確認できる仕組みが必要となる点は共通すると思われる。

者が権利者を特定できる仕組みが必要となる場合がある。たとえば、証券会社（金融商品取引業者）は犯罪による収益の移転防止に関する法律（以下、「犯収法」という。）上の特定事業者である（犯収法 2 条 2 項 21 号）。特定事業者は顧客と取引をする際に、本人特定事項の確認等を行う義務を負う（犯収法 4 条 1 項 1 号等）。そして、上場株式は全て振替株式であるから、証券会社に口座を開設してもらわなければ、上場株式の取引を行うことはできない（東京証券取引所・有価証券上場規程 205 条（12）等）。したがって、現行法上、上場株式の取引を自らが当事者となって行うことは、証券会社による本人特定事項の確認等を介して、犯収法の規制対象となっている。分散台帳上の記録の変更が譲渡の効力要件とされている権利の取引を犯収法の規制対象とする必要があるならば、少なくとも、発行者又は証券会社に対して権利者の氏名等を確認できる仕組みの構築を義務付ける必要があると思われる<sup>341</sup>。

## 2. 5 監督法及び監督法的な枠組みの役割

2. 4 では、金商法が適用される権利の帰属を分散台帳上の記録に従って決定する仕組みを構築する試み、すなわち、トークン化を法的に承認するための条件を分析した。たとえば、トークン化を法的に承認する立法措置は分散台帳上の記録の信頼性を前提とするものであるから、トークン化に用いられる分散台帳が備えるべき仕様を示す必要がある。また、私法上の有価証券という物理的存在や振替口座簿を管理する証券会社等が存在しないため、トークン化された権利の取引の基盤としてスマートコントラクトが重要な役割を果たすことになる。このようなスマートコントラクトをトークン化の規格として示すことも考えられる。

このようにトークン化を法的に承認する立法措置として、分散台帳が備えるべき仕様やトークン化の規格を示す必要があるが、技術発展の速度等を踏まえると、その詳細を法令で定めることは不可能であるし、適切ではない。したがって、2. 4. 2. 4 で言及したように、トークン化に関与する当事者の自主規制やガイドラインの役割が大きくならざるを得ない。したがって、トークン化を法的に承認する立法措置の中では、トークン化に関与する当事者の自主規制やガイドラインに一定の役割を認め、これらが適切に策定され運用される仕組みを設けることが必要である。そのためには公的な機関による支援及び監督、すなわち、監督法又は監督法

<sup>341</sup> 発行者又は証券会社がトークン化された権利の権利者、すなわち、秘密鍵の管理者の氏名等を確認するための仕組みについて、前掲注（340）で分析した内容が基本的に当てはまると考える。なお、金商法が適用される権利がトークン化された場合における証券会社等の仲介者の役割を考える際には、前掲注（307）で紹介した分散型金融の発展を注視する必要がある。DEX に代表されるように分散型金融はこれまで証券会社等が提供してきたサービスを中央集権的な管理者が存在しない形で提供する試みである。このような試みが初期の段階では、トークン化された取引の流通等における証券会社等の仲介者の役割は重要であるため、証券会社等を対象とする金商法や犯収法の規制により金商法が適用される権利のトークン化の進展に伴う問題を解決することも可能である。しかし、分散型金融の発展は証券会社等の仲介者のサービスを利用する必要性を低下させるため、証券会社等を対象とする規制により上記の問題を解決することが困難になる点に注意が必要である。同様の問題は暗号資産と暗号資産交換業を対象とする規制についても存在する。加藤貴仁「暗号資産交換業に関する規制の将来展望」証券経済研究 129 号（2025 年）114-115 頁。金商法が適用される権利のトークン化は、ステーブルコインと同じく、伝統的な金融と分散型金融の結び付きを強める可能性がある。金商法が適用される権利のトークン化を促進する効果を持つ立法措置を講じる際には、伝統的な金融と分散型金融の結び付きの強化が資本市場及び金融システムに与える影響にも注意を払う必要がある。

的な枠組みに一定の意義が認められる場合があると考える<sup>342</sup>。

これに対して、現在の有価証券のペーパーレス化の枠組みは、一見すると、自主規制やガイドラインの支援や監督を超えて、金商法が適用される権利のトークン化に関与する当事者を直接の規制対象とする監督法の必要性を基礎付けるように見える。社債株式等振替法は、ペーパーレス化された有価証券に表章されている権利の帰属や移転を記録する帳簿の管理者を対象とする監督法でもある。ただし、有価証券のペーパーレス化とトークン化とは、権利の帰属を決定する基準となる記録の管理の仕組みが異なる点に注意が必要である<sup>343</sup>。有価証券のペーパーレス化では、権利の帰属を決定する基準となる記録を管理する機関の存在が前提とされていた。そのため、そのような機関による業務の適正さを監督法によって確保することが帳簿上の記録の信頼性にも繋がるという関係が存在した。一方、トークン化において用いられる分散台帳がパーミッションレス型である場合、明確な管理者を想定することが難しい場合がある。したがって、分散台帳上の記録の信頼性を確保するという点でも、有価証券のペーパーレス化とは異なる枠組みが必要となる可能性が高い。

金商法が適用される権利のトークン化における監督法の要否については、船荷証券のペーパーレス化の動向を無視することはできない。船荷証券のペーパーレス化では、少なくとも社債株式等振替法や電子記録債権法に相当する監督法の存在は予定されていないからである<sup>344</sup>。しかし、船荷証券のペーパーレス化においても、一定の監督法的な枠組みの存在が暗黙の前提とされているとの評価はあり得るように思われる。船荷証券は外航海運を伴う国際商取引に際して利用されるものであるが、その流通が予定される範囲は国際商取引の決済に関与する事業者の間に限られており、かつ、このような事業者による自主規制が機能する環境が存在するからである。また、船荷証券のペーパーレス化と同じ枠組みで倉荷証券のペーパーレス化も提案されているが、発行者である倉庫営業者については倉庫業法が存在し、かつ、「倉荷証券は、国土交通大臣の許可を受けた倉庫業者でなければ、発行してはならない。」（倉庫業法 13 条 1 項）と

<sup>342</sup> 2. 4. 2. 4. で検討したように金商法が適用される権利を表章するトークンを発行者等が組成する際には、当該権利を対象とする強制執行の実効性を確保する仕組みをスマートコントラクトによって確保する必要がある。このようにスマートコントラクト等の分散台帳の技術仕様による問題解決の手法をオンチェーンの手法、トークン化に関与する当事者の行動を対象とする問題解決の手法をオフチェーンの手法と呼ぶことがある。See Primavera De Filippi, Morshed Mannan & Wessel Reijers, *Blockchain Technology and the Rule of Code: Regulation via Governance*, 92 GEO. WASH. L. REV. 1229, 1262 (2024). トークンの組成に際してオンチェーンの手法が適切に利用されることを確保するためにはオフチェーンの手法によって発行者等のトークン化に関与する当事者の行動を規律する必要がある。すなわち、トークン化を法的に承認する立法措置の中では、オンチェーンの手法とオフチェーン手法を適切に組み合わせる必要があり、自主規制やガイドラインを対象とする監督法的な枠組みを構築する際には、この点が意識される必要がある。監督法的な枠組みを構築する際には、オンチェーンの手法とオフチェーン手法の適切な組み合わせの確保という観点に加えて、トークンの規格等が乱立することを妨げるという観点も重要であるように思われる。トークン化の対象となる権利も多様であり、かつ、トークン化の目的は様々であるから、トークン化の仕組みにも複数の選択肢があった方が望ましいとの評価もあり得る。しかし、それが仕組みの乱立にまで至れば、取引費用の増加が懸念されるように思われる。加藤・前掲注 (251) 66-67 頁

<sup>343</sup> 加藤・前掲注 (60) 192-193 頁・194 頁注 101。

<sup>344</sup> 法制審議会「商法（船荷証券等関係）等の改正に関する要綱」（2024 年 9 月 9 日）。

の定めが存在する<sup>345</sup>。

金商法が適用される権利のトークン化に関する監督法の要否を検討する際には、監督法によって達成しようとする目的を明確にする必要がある。船荷証券のペーパーレス化のように、流通の範囲が限定されることが見込まれており、かつ、監督法的な枠組みが既に存在しているものについては、少なくとも分散台帳上の記録の信頼性の確保を目的とする監督法の必要性を基礎付けることは難しいように思われる。その一方で、不特定多数の者の間で流通することが予定されるトークンについては、分散台帳上の記録の信頼性を含むトークン化という仕組み自体に対する信頼性を監督法によって確保するという考え方はあり得るように思われる。

たとえば、約束手形については、電子記録債権法に相当する監督法は存在しない。しかし、統一手形用紙を利用して振り出された約束手形でなければ銀行は取り扱わないといった形で銀行が約束手形を利用できる事業者の範囲を限定してきたことは無視できないように思われる<sup>346</sup>。すなわち、約束手形についても一種の監督法的な枠組みが存在していたのであって、これが約束手形を利用した決済システムの信頼確保に貢献していた可能性がある。逆説的ではあるが、トークン及びトークン化された権利の取引の参加者の裾野を広げる必要がある場合には、トークン化という仕組み自体への信頼性を監督法的な枠組みで担保することも選択肢となり得るということである。

令和元年（2019 年）の金商法の改正により、電子記録移転権利（金商法 2 条 3 項括弧書）及び電子記録移転有価証券表示権利等（金商法 29 条の 2 第 1 項 8 号、金融商品取引業等に関する内閣府令 6 条の 3）に関する規律が導入された<sup>347</sup>。2. 1 で言及したように、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関する規律は、金商法が適用される権利のトークン化を法的に承認する特別の立法措置が存在しない中でなされたものである。しかし、金商法が適用される権利がトークン化された場合、金商法において、当該権利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として扱われると思われる。前述したように金商法が適用される権利のトークン化という仕組み自体への信頼性を高める必要があるならば、監督法的な枠組みの整備が選択肢の 1 つとなる。金商法の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関する規律はトークン化された権利の発行や流通を対象とするものであるから、上述した監督法的な枠組みとして位置付けることも可能である。金商法が適用される権利のトークン化を法的に承認する立法措置を講じる際には、それと併せて金商法の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関する規律に見直しの余地がないかを検討する必要があると考える。

<sup>345</sup> ただし、前掲注（344）で紹介した「商法（船荷証券等関係）等の改正に関する要綱」では倉庫業法 13 条 1 項に関する言及はないが、「その他所要の規定を整備するものとする。」として、倉庫業法も倉荷証券のペーパーレス化に対応する改正が行われると思われる。

<sup>346</sup> 小塚 莊一郎＝森田 果『支払決済法〔第 3 版〕—手形小切手から電子マネーまで』（商事法務、2018 年）102-103 頁。

<sup>347</sup> 加藤・前掲注（261）190-193 頁。



金融庁金融研究センター

〒100-8967 東京都千代田区霞ヶ関 3-2-1  
中央合同庁舎 7 号館 金融庁

TEL: 03-3506-6000

URL: <https://www.fsa.go.jp/frtc/index.html>