

金融商品取引法上の 有価証券の類型と規制の適用関係

——トークン化有価証券に対する規制の立法論的考察——

有 吉 尚 哉

要 旨

金融商品取引法においては、規制の柔軟化の考え方により、有価証券の類型ごとの特性を踏まえて適用される規制の内容が異なっている。2020年5月1日に施行された金融商品取引法の改正により、電子記録移転権利の概念が設けられるなど有価証券を電子的なトークンに表示した場合（トークン化）の規制の適用関係について見直しがなされた。この中では、電子記録移転権利を第一項有価証券として取り扱い、株式や社債などと同等の開示規制・業規制が適用されるなど、トークン化によって流通性が高まることを主な理由として、規制の整備が図られている。しかしながら、トークン化したからといって法的に譲渡のための手続的負担が小さくなるものではなく、事実上、譲渡を行いやすくするプラットフォームが備わっている蓋然性が高いといった点を考慮するとしても、規制を強化する必要があるほど流通性が高まるといえるか明確とはいえない。新種の商品に関して予測がしにくい不公正取引がなされることを抑止するための政策的な考慮もあって規制の強化が図られたものと考えられるが、今後のトークン化有価証券の利用状況や市場の動向次第では、過剰・重複規制とならないよう規制の適用関係を整理し直すことも検討されるべきではないかと考える。

キーワード：金融商品取引法，有価証券，トークン，電子記録移転権利，電子記録移転有価証券表示権利等

目 次

- | | |
|-------------------------|--------------------------|
| 1. はじめに | 2.1.3 小括 |
| 2. 有価証券の類型と規制の適用関係 | 2.2 開示規制適用除外有価証券 |
| 2.1 有価証券の定義規定の構成と規定上の類型 | 2.3 第一項有価証券と第二項有価証券 |
| 2.1.1 条文構成上の分類 | 2.3.1 第一項有価証券と第二項有価証券の分類 |
| 2.1.2 法文上の定め方による分類 | 2.3.2 第一項有価証券と第二項有価証券に対 |

- する規制の差異
- 2.4 自己募集規制の対象となる有価証券
- 2.5 電子記録移転有価証券表示権利等
- 2.6 小括
- 3. 有価証券の主な類型と私法上の譲渡性
- 4. トークン化有価証券に対する規制

- 4.1 トークン化有価証券の種類と規制の適用関係
- 4.2 規制適用についての立法論的考察
 - 4.2.1 開示規制の適用関係
 - 4.2.2 第一項有価証券と第二項有価証券
 - 4.2.3 自己募集に対する業規制
- 5. おわりに

1. はじめに

金融商品取引法（以下「金商法」という）に基づく規制の対象範囲を画する概念として「有価証券」¹があり、その範囲は同法2条1項および2項に定められている。その上で、有価証券に該当する証券や権利に対して、法令上、一律に同じ規制が適用されるのではなく、類型ごとに適用される規制の内容は異なっている。この点は、有価証券の種類ごとの特性を踏まえて規制を適用するという考え方によるものであり、規制の柔軟化（柔構造化）の一環と捉えることができる²。

この点、2007年に施行された改正法により金商法に改組された段階では、（この時期から決して単純明快な法律とはいえなかったが）規制上の有価証券の区分はそれほど複雑なものでは

なかった。しかしながら、実務の進展などに伴い順次法令改正による対応が積み重ねられてきたこともあり、有価証券概念は全体として多層化し複雑な規制構造となっている。例えば、近時、主にブロックチェーン技術（あるいは分散型台帳技術）を用いて有価証券を電子的なトークンに表示する取組みが検討されており、実際にそのような有価証券が販売される事例も現れている。このようなテクノロジーの進展を踏まえて有価証券に係る規制を見直す金商法の改正が2020年5月1日に施行されている。

本稿では、まず、適用される規制の観点から有価証券の区分けを行い、有価証券の種類ごとに、適用される規制の内容を整理する³。その上で、有価証券を電子的なトークンに表示した場合（電子的なトークンに表示すること⁴を以下「トークン化」といい、トークン化した有価証券を以下「トークン化有価証券」という）に

1 「有価証券」という概念は法令ごとにその意味内容が異なる概念であるが、本稿では金商法上の有価証券（有価証券とみなされる権利を含む）を意味するものとして「有価証券」の用語を用いる。

2 金商法における規制の柔軟化（柔構造化）とは、「各種の投資商品やその仕組みに応じた、柔軟な規制構造を作りあげる」ことであり（神田（2005）、6-7頁）、投資家への業者による投資商品の販売・勧誘について横断的なルールを定める規制の横断化と並んで、金商法に基づく規制の柱となる考え方である。金商法に改組される以前の証券取引法においては、「同法の「有価証券」の概念が公衆縦覧型の開示規制や業者規制（参入規制・行為規制等）の適用に直結するという「ワンセット規制構造」となっており、新たな金融商品・取引の出現に的確に対応し、投資者保護の金融イノベーションの促進を図るためには、その規制構造を「柔構造化」する必要性が指摘されてきた」と説明されている（三井・池田（2008）、21頁）。

3 有価証券の種類ごとの検討を行う前提として、そもそもどのような証券および権利が有価証券として取り扱われるべきかが論点となると考えられる。もっとも、本稿では有価証券の該当性に関する議論には立ち入らず、トークン化による規制の適用関係の変化を中心に、現行法上、有価証券として取り扱われている証券および権利に対する規制の適用関係を検討対象とする。

4 金商法2条3項柱書においては「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」という表現が用いられている。本稿においては、かかる金商法2条3項柱書の要件と「トークン化」を同義のものとして論じる。

適用される規制についての立法論的考察を試みる。

2. 有価証券の種類と規制の適用関係

2.1 有価証券の定義規定の構成と規定上の類型

2.1.1 条文構成上の分類

前述のとおり、有価証券として取り扱われるものは、金商法2条1項各号に掲げられた証券・証券と、同条2項により有価証券とみなされる権利である。

まず、金商法2条1項には1号から21号まで有価証券に該当する証券・証券が列挙されている。

次に、金商法2条2項には、前段・中段・後段に分けて3つの種類の権利が定められており、これらはいずれも有価証券とみなして金商法が適用されることになる。このうち、金商法2条2項前段は、同条1項各号に掲げる有価証券に表示されるような権利（有価証券表示権利）について、紙の証券・証券が発行されない

場合も、有価証券として取り扱われることを定めるものである。例えば、株式でいえば株券が発行されると金商法2条1項9号により有価証券に該当することになるが、定款に株券を発行する旨が定められていない株式（会社法214条参照）や振替株式（社債、株式等の振替に関する法律128条1項）は金商法2条2項前段により有価証券として取り扱われることになる。

金商法2条2項中段は、電子記録債権のうち、流通性その他の事情を勘案し、社債券その他の同条1項各号に掲げる有価証券とみなすことが必要と認められるものとして政令で定めるもの（特定電子記録債権）について、有価証券として取り扱われることを定めるものである。もっとも、本稿の執筆時点において、この規定に基づく政令による指定はなされておらず、特定電子記録債権に該当する権利は存在しない⁵。

金商法2条2項後段は、同項各号に定める権利を有価証券として取り扱うことを定めるものである。具体的には、信託の受益権、持分会社の社員権、集団投資スキーム（組合型のファンドなど）の持分などがこの類型に該当する。

各類型の主な具体例をまとめると図表1のと

図表1 条文構成上の分類

類 型	主な具体例
2条1項各号に掲げる証券・証券	国債証券、社債券、株券、投資信託の受益証券 外国の者の発行する上記の証券の性質を有するもの
2条1項各号に掲げる有価証券に表示されるべき権利（有価証券表示権利、2条2項前段）	券面不発行の社債・株式、振替社債、振替株式
電子記録債権のうち政令で定めるもの（特定電子記録債権、2条2項中段）	本稿の執筆時点で指定なし
2条2項各号に掲げる権利（2条2項後段）	信託の受益権、持分会社の社員権、集団投資スキーム持分

5 どのような電子記録債権が特定電子記録債権として指定されることが想定されているかについては、「電子記録債権を金融商品取引法上の有価証券とみなす具体的な要件については、政令で規定されることとなりますが、電子記録債権の活用ニーズ等も踏まえて、社債のように広く一般投資家から資金を調達するために用いられるものかどうか、流通性その他の事情を勘案して定められることとなります」と説明されている（始関・高橋（2008）、260頁）。

おりとなる。

2.1.2 法文上の定め方による分類

有価証券は、法文上の定め方についてもいくつかの類型に分けることができる。

まず、法形式が具体的に特定されて列挙されているものがある。具体的には、国債証券（金商法2条1項1号）、社債券（同項5号）、株券（同項9号）、投資信託の受益証券（同項10号）やこれらに係る有価証券表示権利（同条2項前段）、信託の受益権（同項1号）、合同会社の社員権（同項3号）などである。

次に、法形式が特定された上で、政令や内閣府令で指定されたものに限定されるものがある。約束手形形式のコマーシャルペーパー（金商法2条1項15号）や特定電子記録債権⁶（同条2項中段）などがこの類型に該当する。

また、法形式を特定して定められているのではなく実質的な要件が定められているものがある。金商法2条2項5号に定める集団投資スキームの持分がこれに該当する。

さらに、日本法に基づく有価証券の類型に類するもので、外国の当事者が発行したり、外国の法令に基づいたりするものも有価証券として定められている（金商法2条1項17号・18号、

2項2号・4号・6号）。

最後に、金商法上は法形式が特定されておらず、一定の事情を勘案した上で、一般的に政令に委任されている類型がある（金商法2条1項21号、2項7号）⁷。これらの規定を受けて、具体的には海外譲渡性預金証書（海外CD、金融商品取引法施行令（以下「金商法施行令」という）1条1号）や学校債（同条2号、同施行令1条の3の4）が政令により有価証券として定められている。

このような法文上の定め方による分類をまとめると図表2のとおりとなる。

2.1.3 小括

以上のように有価証券の定義は形式的な観点からの分類が可能なものとなっている。この点、前述のとおり、有価証券の類型ごとに規制の適用関係は異なっている。もっとも、2.2以下で述べるとおり、必ずしも条文構成上の分類によって規制の適用関係が分かれているわけではない。また、金商法上の要件として法形式を特定して定められているか、それとも要件が抽象的であったり、政令・内閣府令に要件が委任されていたりするといった差異が規制の適用関係の違いに対応するものでもない。

6 電子記録債権のうち特定電子記録債権に該当するものに限って有価証券として取り扱われることについては、「電子記録債権は、一定の流通性が確保され、多様な利用方法が考えられる仕組みであり、例えば、同じ内容の多数の電子記録債権を発生させて広く投資家からの資金調達を行うなど、金融商品として広く利用される可能性があります。このような場合、投資家保護の観点から、金融商品取引法における有価証券として、金融商品取引法の規制により、投資家保護を図る必要があると考えられます」と説明されている（始関・高橋（2008）、260頁）。

7 この点、金商法2条1項21号においては「流通性その他の事情を勘案し、公益又は投資者の保護を確保することが必要と認められるもの」として政令で定めるものが、同条2項7号においては「前項に規定する有価証券及び前各号に掲げる権利と同様の経済的性質を有することその他の事情を勘案し、有価証券とみなすことにより公益又は投資者の保護を確保することが必要かつ適当と認められるもの」として政令で定めるものが、それぞれ有価証券として取り扱われることを定めている。前者では「流通性」が、後者では「他の有価証券の類型と同様の経済的性質を有すること」が、それぞれ考慮要素とされていることが注目される。後者に関して「流通性」の要件が含まれていないことについては、「投資性のある金融商品が業として販売・勧誘される場合には、単に相対取引が多数行われることとは異なる経済的実態があり、公益または投資者保護を確保する必要性があると考えられる」ことから、流通性を問わず他の有価証券の類型と「同様の経済的性質」を有する権利を政令指定できるとしていると説明されている（三井・池田（2008）、101頁）。

図表2 法文上の定め方による分類

類 型	主な具体例
法形式が特定されて列挙されているもの	国債証券, 社債券, 株券, 投資信託の受益証券 上記の有価証券表示権利 信託の受益権, 合同会社の社員権
特定の法形式のうち政令・内閣府令で指定されたものに限定されるもの	約束手形形式のコマーシャルペーパー (手形CP), 特定電子記録債権, 合名会社・合資会社の社員権
実質要件が定められているもの	集団投資スキーム持分
外国法に基づくもの	外国の者の発行する国債証券, 株券, 社債券, 投資信託の受益証券などの性質を有するもの, 外国の法令に基づく集団投資スキーム持分
一般的な政令指定となっているもの	海外譲渡性預金証書 (海外CD), 学校債

以下、適用される規制の観点から有価証券の区分けを行う。

2.2 開示規制適用除外有価証券

有価証券に関しては、原則として金商法第2章に基づく開示規制が適用されることになり、発行者等には各種の発行開示・継続開示の情報開示の手続をとることが求められる。もっとも、例外的に金商法3条各号に掲げる有価証券については、金商法第2章の規定が適用されないものとされており、結果として有価証券は開示規制が適用されるものと、開示規制が適用されないものとに分類されることになる。

開示規制が適用されない有価証券の類型は、①国債証券・地方債証券、②特別の法律により法人の発行する債券（金融債・特殊法人債（社

会医療法人債を除く）・政府保証債）、③特別の法律により設立された法人の発行する出資証券、④貸付信託の受益証券、⑤電子記録移転権利⁸・有価証券投資事業権利等⁹を除く金商法2条2項各号に掲げる権利、⑥政府保証社債、⑦国際機関の発行する債券である。これらの有価証券について開示規制が適用されない（開示規制を適用する必要がない）理由は、それぞれ図表3のように説明されている¹⁰。

このように、開示規制が適用されない理由は、有価証券の類型ごとに区々であり、多様な要素を考慮して規制適用の要否が判断されている。

これらの類型のうち金商法2条2項各号に掲げる権利については、券面が発行されず、譲渡性が制限されており、一般的に流通性（流動

8 電子記録移転権利については2.3.1参照。

9 例外も存在するが、概ね、以下の権利のうち電子記録移転権利に該当しないものが有価証券投資事業権利等に該当する主な類型である（金商法3条3号イ、金商法施行令2条の9、2条の10）。

① 集団投資スキーム持分のうち、総出資総額の50%を超える額を有価証券に投資する事業を出資対象事業とする集団投資スキームの持分。

② 信託の受益権のうち、信託財産に属する資産の価額の総額の50%を超える額を有価証券に対する投資に充てて運用を行う信託の受益権。

③ 持分会社の社員権のうち、出資総額の50%を超える額を有価証券に投資する事業を行う持分会社の社員権。

10 神田ほか（2018）、321～327頁〔谷口義幸・峯岸健太郎〕参照。

図表3 金商法第2章に基づく開示規制が適用されない有価証券

類 型	開示規制が適用されない理由
国債証券, 地方債証券, 政府保証債	債務不履行の懸念がない。
金融債, 特殊法人債, 特別の法律により設立された法人の発行する出資証券, 貸付信託の受益証券	発行根拠法により, その発行につき監督官庁への届出・認可が要求されるなど, 別途, 規制が課せられている。
金商法2条2項各号に掲げる権利(電子記録移転権利・有価証券投資事業権利等を除く)	有価証券の券面が発行されないこと, 譲渡性が制限されていることなどから, 一般的に流動性が乏しく, その情報を公衆縦覧を通じて広く開示する必要性が乏しい ¹¹ 。
国際機関の発行する債券	日本国政府がその機関の内容, 債券の元本・利払いの確保について十分調査・監視する機能を果たしている。

性)が乏しいことが開示規制を適用する必要性が低い理由として示されている¹²。しかしながら, そのような権利のうち有価証券投資事業権利等に該当するものについては例外的例外として開示規制が適用されるものとされているところ, 権利の裏付けとなる投資対象の違いにより一般的な流通性の差異が生じるとは言い難いものと考えられる¹³。そのため, 金商法2条2項各号に掲げる権利に開示規制が適用されないことについて, 流通性のみを根拠に説明することは必ずしも十分とはいえないと考えられる。

2.3 第一項有価証券と第二項有価証券

2.3.1 第一項有価証券と第二項有価証券の分類

法文上, 有価証券は「第一項有価証券」と「第二項有価証券」に分類されており(金商法2条3項参照), 2.3.2で述べるとおり, 第一項有価証券には相対的に厳格な規制が適用される。この点, 金商法2条1項各号に掲げられた証券・証書はいずれも第一項有価証券として取り扱われるが, これ以外にも第一項有価証券に該当する有価証券の類型が存在する。換言する

11 この類型の有価証券については開示規制の対象とならないものの, 「投資者に対しては, 金融商品取引業者等の行為規制である契約締結前の書面交付義務(同法37条の3)を通じて, 情報提供されることになる」と説明されている(三井・池田(2008), 152頁)。この点, 業者が契約締結前に投資者に交付する書面により一定の情報を提供しなければならないことに加えて, 有価証券の募集に該当する場合には当該契約締結前の交付書面をあらかじめ内閣総理大臣に届け出なければならないことから(金商法37条の3第3項), 「それぞれ目論見書の交付, 有価証券届出書の届出に対応するものと理解することができる」との指摘がある(龍田(2007), 17頁)。また, 黒沼(2020), 570頁においても, 「法が, みなし有価証券について契約締結前交付書面を有価証券届出書・目論見書と同じ機能を営むよう位置づけている」と評価されている。

12 他方, 電子記録移転権利については, 「ブロックチェーンをはじめとする分散型台帳技術等を活用する場合, 株式等と同様に事実上流通し得ること」を踏まえ, 開示規制を課すこととしたと説明されている(小澤ほか(2019), 9頁)。

13 有価証券投資事業権利等が開示規制の対象とされている理由については, 「主として有価証券に対する投資を事業とするもので, 投資規模等に関し相当な広がりを持つ集団投資スキーム持分等についての情報は, その集団投資スキーム等への直接の出資者のもとより, 市場における他の投資者の投資判断にとっても重要な情報であり, その投資運用の状況等について定期的に開示させる必要性が高いものと考えられる」と説明されている(三井・池田(2008), 153頁)。しかしながら, この説明に関しては, 主として有価証券に対する投資を事業とする集団投資スキーム等について, それ以外の場合よりも定期的な開示の必要性が高いとする理由が必ずしも明確ではない。また, 集団投資スキーム等の投資対象となる有価証券自体には開示規制が適用されない場合にも「市場における他の投資者の投資判断」のために集団投資スキーム等の開示を求める必要性や, 一般に第三者割当における割当先の開示や大量保有報告書による開示などを除き, 有価証券の保有者についての情報開示は求められていないにもかかわらず, 集団投資スキーム等により有価証券への投資が行われる場合に「他の投資者の投資判断」のために開示を求める必要性も明らかとはいえないように思われる。

と、同条2項により有価証券とみなされる権利の中には第一項有価証券に該当するものと第二項有価証券に該当するものが存在することになる。具体的には、第一項有価証券に該当する有価証券の類型は、①金商法2条1項各号に掲げられた証券・証書、②有価証券表示権利、③特定電子記録債権、④電子記録移転権利であり、それ以外の有価証券は第二項有価証券に該当する。

このような区分けについては、「有価証券のうち広く流通する蓋然性が高いと考えられるものを「第一項有価証券」、その蓋然性が低いものを「第二項有価証券」として整理している」と説明されている¹⁴。その上で、2019年6月7日に公布された「情報通信技術の進展に伴う金融取引の多様化に対応するための資金決済に関する法律等の一部を改正する法律」（以下「令和元年改正法」という）による金商法の改正（2020年5月1日施行）により、金商法2条2項各号に掲げる権利のうち電子記録移転権利に限って第一項有価証券として取り扱うこととされたことについては、「改正法では、電子記録移転権利を、流通する蓋然性の高さから、第一項有価証券として位置づけている」と説明されている¹⁵。

第二項有価証券に該当するのは、金商法2条2項各号に掲げる権利のうち電子記録移転権利に該当しないものである。ここで、電子記録移転権利とは、金商法2条2項各号に掲げる権利のうち、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（流通性その他の事情を勘案して内閣府令で定める場合を除く）という要件を満たすものをいい（金商法2条3項柱書）、金商法2条2項各号に掲げる権利がトークン化されていれば常に電子記録移転権利に該当するわけではない¹⁶。そのため、第二項有価証券に該当する権利には、トークン化されていない通常の権利のほか、トークン化されているものの電子記録移転権利に該当しないものも含まれることになる。このようにトークン化されている権利の中で取扱いが分けられている点については、「形式上はブロックチェーン等を利用しているものの、たとえば、そのトークンが広く流通する蓋然性が事実上ない場合等にまで第一項有価証券として扱う必要はないことから、内閣府令により、そのような場合を電子記録移転権利から除外することも可能な枠組みとなっている」と説明されている¹⁷。

14 小澤ほか（2019）、9-10頁。また、神田（2020）、276頁は、2006年の金商法制整備当時の表現とした上で、有価証券には「資本市場において投資の対象となるという投資対象性の基準と資本市場において流通するという流通性の基準との両方を満たしたもの」（第一項有価証券）と「前者だけを満たしたもの」（第二項有価証券）とがあり、両者を区別して情報開示の規制が設けられていると説明している。

15 小澤ほか（2019）、10頁。「金融商品取引法等に関する留意事項について（金融商品取引法等ガイドライン）」（以下「金商法等ガイドライン」という）2-2-2においても、「金商法第2条第3項に規定する電子記録移転権利は、電子的な方法によって事実上多くの投資者間で流通する可能性が生じることから、同項に規定する第一項有価証券とされている」と説明されている。

16 具体的には、①当該財産的価値を適格機関投資家などの一定の範囲の者以外の者に取得させ、または移転することができないようにする技術的措置がとられていること、ならびに②当該財産的価値の移転は、その都度、当該権利を有する者からの申出および当該権利の発行者の承諾がなければ、することができないようにする技術的措置がとられていることという要件を満たす場合には、電子記録移転権利の対象から除外される（金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令9条の2第1項）。

17 小澤ほか（2019）、9頁。

2.3.2 第一項有価証券と第二項有価証券に対する規制の差異

金商法上、第一項有価証券と第二項有価証券とでは、規制の柔軟化の観点から、規制の適用関係について差異がある。

まず、発行の場面における取得勧誘が有価証券の募集と私募のいずれに該当するかの要件が異なっている^{18,19}。第一項有価証券については、いわゆる少人数私募、適格機関投資家私募、特定投資家私募のいずれかの要件を満たす場合（金商法2条3項1号、2号）が有価証券の私募となり、それ以外の場合が有価証券の募集となる。これに対して、第二項有価証券については、その取得勧誘に応じることにより500名以上の者が当該有価証券を所有することとなる場合が有価証券の募集となり、取得勧誘後の当該有価証券の所有者が500名未満の場合が有価証券の私募となる（金商法2条3項3号、金商法施行令1条の7の2）。このように有価証券の募集・私募の要件が異なっていることについては、①「第二項有価証券は、その組成に当たり、投資者の需要等をふまえながらその内容を確定していくことが一般的であり、どの段階を勧誘行為としてとらえるかが不明確であるため」取得者数を基準とした、②「第二項有価証券は、第一項有価証券に比べ、流通性は極めて低いものと考えられることから、人数基準は500名とされた」、③「前述した第二項有価証券の特性から、第二項有価証券については「適格

機関投資家私募」および「特定投資家私募」概念はなじまない」と説明されている²⁰。

次に、販売業者が第一項有価証券について販売勧誘を業として行うことは第一種金融商品取引業に該当し（金商法28条1項1号、3号）、第二項有価証券について販売勧誘を業として行うことは第二種金融商品取引業に該当する（金商法28条2項2号）²¹。そして、金商法上、第一種金融商品取引業に対する規制は、登録要件など第二種金融商品取引業に対する規制よりも厳格なものとなっている。このような規制の適用関係の差異に関して、第一種金融商品取引業は、「流動性の高い有価証券（第一項有価証券）に関する販売・勧誘業務を幅広く含むものになっているが、こうした業務は、従前の証券業に該当するものであり、多数の者が取引に関与することが想定されることから、十分な財産的基盤と体制整備が求められるとして、金融商品取引業のうち最も参入要件の厳しい第一種金融商品取引業と位置づけられたものである」と説明されている²²。他方、第二種金融商品取引業は、「取り扱うことができる有価証券が流動性の低い第二項有価証券に限られるなど限定的な業務となっていることから、個人での参入も認められているほか…法人で参入する場合の最低資本金規制が100万円に留められているなど…第一種金融商品取引業との比較でいえば参入要件が相当程度引き下げられているといえる」と説明されている²³。

18 有価証券の募集に該当する場合には、原則として有価証券届出書の提出（金商法4条1項、5条1項）などの手続が必要とされるのに対して、有価証券の私募に該当する場合には、基本的に発行開示の手続が必要とならない。なお、22で述べたとおり、一定の有価証券に対してはそもそも金商法第2章に基づく開示規制が適用されない。

19 有価証券の売出しに該当するかどうかの基準も概ね同様の内容となっている。

20 神田ほか（2018）、101頁〔谷口義幸〕。

21 ただし、第二項有価証券について、有価証券の引受けに該当する行為を業として行うことは、第一種金融商品取引業に該当する（金商法28条1項3号）。

22 神田ほか（2014）、11頁〔大越有人〕。

さらに、投資信託及び投資法人に関する法律7条は、原則として、証券投資信託を除くほか、信託財産を主として第一項有価証券に対する投資として運用することを目的とする信託契約を締結し、または自己信託の方法によってする信託をしてはならないという証券投資信託類似行為の禁止の規制を定めているが、第二項有価証券に対する投資を行う信託については、この規制の対象とならない。この点については、「平成18年証取法改正に伴う金商法への改組の際に、信託受益権や集団投資スキーム持分等が新たに「有価証券」の定義に追加されることとなったが、このような流動性の低い権利については、これらを主たる運用対象とする信託を一般的に禁止する必要は認められないとして、本条における「有価証券」については、金商法2条2項各号の権利は含まれないこととする措置が講じられた」と説明されている²⁴。

2.4 自己募集規制の対象となる有価証券

例えば、株式を発行する会社が自ら投資家に対して取得勧誘を行うことは、金融商品取引業の対象とならない。これに対して、一定の有価証券については、その発行者が自ら投資家に対して私募・募集を行うこと（自己募集）が金融商品取引業に該当する。具体的には、①委託者指図型投資信託の受益証券、②外国投資信託の受益証券、③抵当証券、④抵当証券の性質を有する外国証券・外国証書、⑤①～④の証券・証書に係る有価証券表示権利、⑥集団投資スキーム持分（トークン化されたものを含む）、⑦信託型商品ファンド持分、⑧トークン化された持

分会社の社員権の自己募集を業として行うことが金融商品取引業に該当し、規制の対象となる（金商法2条8項7号、金商法施行令1条の9の2、定義府令16条の2）。

このように一定の有価証券の類型に限り、自己募集が金融商品取引業の対象とされていることについては、有価証券の類型ごとに次のように説明されている²⁵。まず、「従前の商品ファンド法や不動産特定共同事業法において自己募集を業規制の対象としている例があったこと、問題事案において集団投資スキーム（ファンド）持分の自己募集の形式がとられていたことをふまえれば、少なくとも組合等によるファンド持分については、商品組成と販売が一体化して行われることが多いこと等も勘案し、自己募集を規制対象とすることが適当と考えられる」。また、「委託者指図型投資信託の受益証券の発行者は委託者（投資信託委託会社）である（投信法2Ⅶ・Ⅺ）から…いわゆる投資信託の直販を金融商品取引業とするものである」。さらに、「信託受益権などの信託スキームを利用した自己募集・私募は…信託型商品ファンドの受益権に限り、金融商品取引業の該当行為とされている」。一方で、「株券・新株予約権証券や社債券などの自己募集・私募は、会社の資金調達を阻害しないようにする観点から、金融商品取引業の該当行為とされていない」。

2.5 電子記録移転有価証券表示権利等

電子記録移転有価証券表示権利等という概念が定められており（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（以下

23 神田ほか（2014）、19頁〔大越有人〕。

24 澤飯ほか（2019）、47頁。

25 神田ほか（2018）、152頁〔松尾直彦〕。

「金商業等府令」という) 6条の3), 金融商品取引業者等が電子記録移転有価証券表示権利等に該当する有価証券を取り扱う場合には, 特別の行為規制が適用されることになる²⁶。具体的には, 金商法2条2項の規定により有価証券とみなされる権利のうち, 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該当するものが電子記録移転有価証券表示権利等に該当することになり, ①トークン化された有価証券表示権利(株式, 社債など), ②トークン化された特定電子記録債権, ③電子記録移転権利, ④トークン化された金商法2条2項各号に掲げる権利のうち電子記録移転権利に該当しないものが含まれることになる。

電子記録移転有価証券表示権利等と本稿で定義するトークン化有価証券とは重なることになり, トークン化有価証券を取り扱う金融商品取引業者等にはその特性を踏まえた行為規制の特別が適用されることになる。

2.6 小括

以上のとおり, 金商法上, 有価証券に該当するものに対して一律的に規制が適用されるのではなく, 規制の柔軟化の観点から, 有価証券の類型ごとに規制の適用関係が異なっている。規制の適用関係は一つの基準ではなく多様な考慮

要素により定められており, 結果として複雑な規制体系となってしまう²⁷。

3. 有価証券の主な類型と私法上の譲渡性

2で述べた有価証券の類型ごとの規制の差異については, 形式的な流通性を根拠に規制の適用関係が説明されている場面が少なくない。もっとも, 流通性が高いものとして, 厳格な規制が適用されている有価証券の類型の中にも多様な法的性質のものが含まれており, 譲渡のための手続的な負担が重いものもある。一例として, 株式については第一項有価証券に該当し, 相対的に厳格な開示規制や業規制が適用される。もっとも, 一概に株式といってもその性質には多様なものがあり, 例えば, 券面不発行で譲渡制限の定めがある場合, 譲渡をするためには, 当事者の合意のほか, 発行会社の株主総会または取締役会の承認を受けた上で, 株主名簿への記載・記録が必要となるなど手続的な負担は重く, 必ずしも形式的な流通性が高いとはいえない。

有価証券の例として, 株式, 電子記録債権, 信託の受益権, 集団投資スキーム持分について, 譲渡の効力要件および対抗要件をまとめると図表4のとおりとなる²⁸。

ここで, 金商法上, トークン化の要件として

26 加藤(2020), 201頁は, 「電子記録移転権利の意義は…有価証券の募集に関する規制の中に新たな類型を設ける点にある。一方, 電子記録移転有価証券表示権利等の意義は, 金融商品取引業者によるトークンの取扱いを対象とする規制を設ける点にある」と説明している。

27 個別の政策的な課題に対応するため, 順次法令改正により新たな規制が整備されてきたことも, 出来上がりとしての規制体系を複雑にしている要因と考えられる。

28 なお, トークン化有価証券の事例としては, 受益証券発行信託の受益権(受益証券を発行しないもの)を利用する事例が現れているが(一例として, 三菱UFJ信託銀行株式会社, ケネディクス株式会社, 野村證券株式会社および株式会社SBI証券が2021年7月9日付けで公表した「STOビジネスにおける業種横断での協業と資産裏付型セキュリティトークンの本邦初の公募について」と題するプレスリリース参照), 本稿の検討対象である金商法の規制の適用関係という観点ではトークン化した株式と近似するため, 本稿では詳しい検討は行わない。

図表 4 主な有価証券の種類ごとの譲渡の効力要件・対抗要件

有価証券の種類	効力要件	対抗要件	備考
株式	株券の交付 (会社法128条1項)	対発行人・株主名簿への記載・記録 (会社法130条1項) ※譲渡人・譲受人の共同請求 (会社法133条1項) 対第三者：－	譲渡制限の定めがある場合、株主総会 (取締役会設置会社) においては、取締役会 (会社法139条1項) の決議が必要 (会社法139条1項)
	当事者の合意	株主名簿への記載・記録 (会社法130条1項) ※譲渡人・譲受人の共同請求 (会社法133条1項)	
	振替 (保有欄の記録) (社債等振替法140条)	株主名簿への記載・記録 (会社法130条1項) ※譲渡人・譲受人の共同請求 (会社法133条1項)	譲渡制限の定めがある場合、株主総会 (取締役会設置会社) においては、取締役会 (会社法139条1項) の決議が必要 (会社法139条1項)
	トークン化有価証券	当事者の合意 (+ トークンの移転)	
電子記録債権	譲渡記録 (電子記録債権法17条) ※譲渡人・譲受人双方の請求 (電子記録債権法5条1項)		
信託の受益権 (受益証券発行信託の受益権を除く)	当事者の合意	対受託者：受託者への通知・受託者の承諾 (信託法94条1項) 対第三者：確定日付ある証書による受託者への通知・受託者の承諾 (信託法94条2項) ※トークン化された場合には、産業競争力強化法11条の2第4項により、所定の認定を受けて提供される情報システムを用いて通知・承諾を行うことで、確定日付ある証書の代替となる可能性	譲渡制限の定めがある場合、その制限に反する譲渡は認められない (信託法93条2項)
	当事者の合意 + 契約の相手方の承諾 (民法539条の2) 【債権譲渡と評価される場合】 当事者の合意	－ 【債権譲渡と評価される場合】 対債務者：確定日付ある証書による債務者への通知・債務者の承諾 (民法467条1項)、登記事項証明書を交付しての通知・承諾 (動産債権譲渡特例法4条2項) 対第三者：確定日付ある証書による債務者への通知・債務者の承諾 (民法467条2項)、債権譲渡登記 (動産債権譲渡特例法4条1項)	【債権譲渡と評価される場合】 譲渡制限の意思表示がある場合において、これに反する譲渡が行われた場合であっても、譲渡は有効 → トークン化権利についてトークンの移転を伴わない譲渡も有効となる
グループ投資スキーム持分	当事者の合意 + 契約の相手方の承諾 (民法539条の2) (+ トークンの移転) 【債権譲渡と評価される場合】 当事者の合意 (+ トークンの移転)	－ 【債権譲渡と評価される場合】 対債務者：確定日付ある証書による債務者への通知・債務者の承諾 (民法467条1項)、登記事項証明書を交付しての通知・承諾 (動産債権譲渡特例法4条2項) 対第三者：確定日付ある証書による債務者への通知・債務者の承諾 (民法467条2項)、債権譲渡登記 (動産債権譲渡特例法4条1項)	

「電子情報処理組織を用いて移転することができる」ことが定められている。この点について、金商法等ガイドライン2-2-2では、「契約上又は実態上、発行者等が管理する権利者や権利数を電子的に記録した帳簿（当該帳簿と連動した帳簿を含む。…）の書換え（財産的価値の移転）と権利の移転が一連として行われる場合には、基本的に、電子記録移転権利²⁹に該当する」とされている³⁰。そのため、特別法によって電子情報処理組織を用いることが権利移転の効力要件として定められていないとしても、「契約上又は実態上」電子帳簿の書換えと権利移転が一連として行われることにより、トークン化の要件を満たしうることになる。そして、トークン化した場合でも基本的に私法上、特別な取扱いが認められるものではない。そのため、信託の受益権や集団投資スキーム持分をトークン化した場合であっても、トークンの表示どおりの権利が存在することが法的に担保されるものではなく、また、権利を譲渡するためには（産業競争力強化法11条の2第1項に基づく特例を利用できる可能性はあるものの）通常と同様の効力要件・対抗要件を充足することが求められることになる。

なお、電子記録債権については、実体法的な権利の存在・帰属と記録内容が一致し、また、譲渡のために必要となるのが譲渡記録だけであ

り、相対的に譲渡の際の手続的な負担が小さいため、譲渡を行いやすい法形式であると評価することができる。

4. トークン化有価証券に対する規制

4.1 トークン化有価証券の種類と規制の適用関係

金商法の規制の適用関係からトークン化有価証券を分けると、まず第一項有価証券に該当する株式や社債などの有価証券表示権利をトークン化したものと、そのままでは第二項有価証券となる信託の受益権、持分会社の社員権、集団投資スキーム持分などの金商法2条2項各号に掲げる権利をトークン化したものに大別することができる³¹。その上で、後者については、2.3.1で述べたとおり、さらに電子記録移転権利に該当するものと該当しないものに分かれる。また、金商法2条2項各号に掲げる権利のトークン化有価証券については、有価証券の種類ごとに複雑に規制の適用関係が定められている。

以上のトークン化有価証券の各類型³²に対する規制の適用関係を整理すると、図表5のとおりとなる³³。

このようにトークン化有価証券については、

29 金商法等ガイドライン2-2-2は電子記録移転権利についてのみ言及しているが、電子記録移転有価証券表示権利等全般についても同様と考えられる（金融庁が2020年4月3日付けで公表した「令和元年資金決済法等改正に係る政令・内閣府令案等に対するパブリックコメントの結果等について－コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」（以下「令和元年改正パブコメ回答」という）49頁、174-176番）。

30 金商法等ガイドライン2-2-2の要件に関して、増田（2020）、40-41頁は、「ある取引システムを利用するすべての取引参加者が、当該システムにおけるトークンの取引によって権利を移転させる旨の約款に同意している場合には、トークンと権利とが同時に移転することとなり、電子記録移転権利への該当性は比較的明確である」とした上で、「法的手当てがこれほど明確でないケースや、トークンの移転と権利の移転との間にタイムラグがあるようなケースも想定されるところ、潜脱防止の観点から、同ガイドライン2-2-2は「実態上」「一連として」といった表現を用いたものと考えられる」と述べている。

31 特定電子記録債権をトークン化したものもトークン化有価証券となるが、本稿の執筆時点では特定電子記録債権自体が存在しないため捨象する。

図表5 トークン化有価証券の類型と規制の適用関係

類 型	開示規制の適否	第一項／第二項有価証券	自己募集規制の適否
トークン化された有価証券表示権利(株式, 社債)	あり	第一項有価証券	なし
信託の受益権に係る電子記録移転権利	あり (金商法3条3号ロ)	第一項有価証券	なし
トークン化された信託の受益権のうち電子記録移転権利に該当しないもの	なし (有価証券投資事業権利等に該当する場合:あり) (金商法3条3号イ(2), 金商法施行令2条の10第1項1号)	第二項有価証券	なし
持分会社の社員権に係る電子記録移転権利	あり (金商法3条3号ロ)	第一項有価証券	あり (金商法2条8項7号ト, 金商法施行令1条の9の2第2号, 定義府令16条の2)
トークン化された持分会社の社員権のうち電子記録移転権利に該当しないもの	なし (有価証券投資事業権利等に該当する場合:あり) (金商法3条3号イ(2), 金商法施行令2条の10第1項3号)	第二項有価証券	あり (金商法2条8項7号ト, 金商法施行令1条の9の2第2号, 定義府令16条の2)
集団投資スキーム持分に係る電子記録移転権利	あり (金商法3条3号ロ)	第一項有価証券	あり (金商法2条8項7号へ)
トークン化された集団投資スキーム持分のうち電子記録移転権利に該当しないもの	なし (有価証券投資事業権利等に該当する場合:あり) (金商法3条3号イ(1), 金商法施行令2条の9)	第二項有価証券	あり (金商法2条8項7号へ)

規制の適用関係が非常に複雑となっている。また、持分会社の社員権や集団投資スキーム持分に係る電子記録移転権利については、株式や社債などと同様に開示規制が適用されたり、第一項有価証券として規制が適用されたりすることに加えて、自己募集が業規制の対象となるものとされており、組み合わせとして他の有価証券の類型よりも規制の負担が重いものとなってい

る。

このような規制の適用関係が妥当なものといえるか、以下、立法論的な考察を行う。

4.2 規制適用についての立法論的考察

一概に金商法に基づく規制といってもその目的は様々であり、各規制の必要性の考慮から複数の規制が重畳的に適用されたからといって必

32 トークン化された有価証券表示権利の類型によって規制の適用関係が変わり得るが、以下では実務的に想定される代表的なものとして株式または社債のトークン化有価証券を念頭に論じる（なお、脚注28で言及した受益証券発行信託の受益権（受益証券を発行しないもの）のトークン化有価証券についても金商法の規制の適用関係は基本的に同じとなる）。また、信託型商品ファンド持分がトークン化される場合には図表5と異なる規制の適用関係となるが、そのような場合を捨象して論じる。

33 25で述べたとおり、これらの類型はいずれも電子記録移転有価証券表示権利等に該当する。

ずしも不合理ということではないと考えられる³⁴。そこで、規制の種類ごとに、他の有価証券の種類と比較しつつ、トークン化有価証券への適用関係の合理性を検討する。

4.2.1 開示規制の適用関係

まず、有価証券表示権利についてはトークン化の有無にかかわらず開示規制が適用される。これに対して、有価証券のうち金商法2条2項各号に掲げる権利については、2.2で述べたとおり原則として金商法第2章の開示規制が適用されないとされており、その理由として、一般的に流通性が乏しく、その情報を公衆縦覧を通じて広く開示する必要性が乏しいことがあげられている。もっとも、そのような権利がトークン化された場合のうち電子記録移転権利に該当する場合には開示規制が適用されることとされており、その理由は脚注12で前述したとおり、「ブロックチェーンをはじめとする分散型台帳技術等を活用する場合、株式等と同様に事実上流通し得ること」を踏まえ、原則として開示規制を課すこととしたと説明されている。

このように、電子記録移転権利については、トークン化（分散型台帳技術等の活用）による流通性³⁵の向上により、開示規制を適用する必

要性が高まると整理されている。このような整理に合理性が認められるかどうか、以下考察を行う。

4.2.1.1 流通性が高まっているといえるか

そもそもトークン化することにより、流通性が高まるといえるであろうか。一般論として、ある法形式を用いることにより、流通性が高まる理由としては、①譲渡のための手続的負担が小さい³⁶、②権利の存在・帰属が表示されること（見える化）で、権利を譲り受けようとする者が権利の存否・帰属を調査するためのコストが低くなり、権利が存在しなかったり、譲渡人以外の者に帰属したりしているリスクが低くなる、③法的に取引の安全を図るための譲受人保護の制度が備わっているといった事情が考えられる。

この点、まず①の点については、前述のとおり、金商法上、トークン化の要件として「電子情報処理組織を用いて移転することができる」ことが定められており、金商法等ガイドライン2-2-2により、少なくとも「契約上又は実態上」電子帳簿の書換えと権利移転が一連として行われることが求められることになる³⁷。もっとも、現行法の下では権利をトークン化した場

34 同種の効果を有する複数の規制が適用される場面において、当事者にとって過剰な負担とならないよう規制の調整が図られている場合もある。例えば、開示規制の適用により目論見書の交付（金商法15条2項）がなされている場合には、必要事項が目論見書に記載されている限り、業規制による契約締結前交付書面の交付は要しないものとされている（金商法37条の3第1項但書、金商業等府令80条1項3号）。

35 例えば、同じ振替株式会社であっても、上場されている市場や銘柄によって流通性が大きく異なるように、個々の有価証券の流通性の高低は具体的な商品性や条件によるところが大きいと考えられる。金商法の規制との関係では、そのような個別具体的な商品の流通性ではなく、法形式の種類としての一般的・抽象的な流通性が問題となっていると考えられる。

36 加藤（2020）、209頁は、「トークンに権利が表示されているかの解釈に際して、権利の移転の手続に注目することは制度趣旨に適っている。電子記録移転権利の募集を第1項有価証券として扱うことにした根拠はその流通性の高さであり、移転の手続によって権利の流通性に差異が生じるからである」と述べている。

37 ただし、実態上、権利移転と電子帳簿の書換えが一連として行われれば電子記録移転権利に該当すると解することについては、「トークンの移転によらずして権利移転の効力が生じ、あるいは対抗要件を具備し得るといふしくは、権利の所在の確定に混乱を生ぜしめる可能性があり、有価証券の流通における利便性の向上に必ずしも資するものにはならないように思われる」という批判もある（後藤・福岡（2022）、110頁）。

合でも私法上の性質に変化が生じるものではなく、3で整理をしたとおり譲渡の効力要件・対抗要件に変化が生じるものではない。したがって、トークン化したからといって法的に譲渡のための手続的負担が小さくなるものではないと考えられる。

次に②の点については、具体的なスキーム次第ではあるものの、事実上、トークンの保有者が権利の保有者である蓋然性が高く、権利の見える化が図られている点で譲渡性を高める効果があると評価することができる。もっとも、トークンの保有者が権利の保有者であることについて法的な裏付けが存在するものではなく、また、3で整理をしたとおりトークン外で権利が譲渡されることにより、事後的にトークンの帰属と権利の帰属に齟齬が生じる可能性もあるため、トークン化による権利の見える化は限定的なものであることに留意を要する³⁸。

更に③の点については、トークン化がなされたとしても善意取得や抗弁の切斷などの取引の安全を図るための制度が適用されるものではなく、各種の証券が発行されたり、振替制度が利用されたりする場面とは状況が異なる。

以上を踏まえると、トークン化有価証券に関して、トークン化と合わせて電子的なプラットフォームが整備されることにより、事実上、譲渡を行いやすくする枠組みが備わることがあり

得るとしても、トークン化それ自体によって流通性が高まる効果は限定的なものであるように思われる。電子記録移転権利の正確な定義は、「金商法2条2項各号に掲げる権利（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（流通性その他の事情を勘案して内閣府令で定める場合を除く）に限る）」とされているところ、流通性が高まっているといえるところ、電子情報処理組織を用いて移転することができる」ようにするため、事実上、譲渡を行いやすくする枠組み（プラットフォーム）が備わっている蓋然性が高いという点に依拠する部分が大いのではないかと考えられる^{39,40}。

4.2.1.2 開示規制を適用する必要があるのか

それでは、電子記録移転権利について一般的・抽象的な流通性が高まっているといえるところと仮定した場合に、開示規制を適用する必要性が高いと評価できるか。

この点、3で述べたとおり電子記録債権については、実体法的な権利の存在・帰属と記録内容が一致し、また、譲渡のために必要となるのが譲渡記録だけであり、相対的に譲渡の際の手続的な負担が小さいことに加えて、制度上、善意取得（電子記録債権法19条1項）および抗弁

38 もっとも、加藤（2020）、217頁は、「私法上の有価証券と結び付いている権利ですら、権利者が譲渡の意思なく有価証券を交付したり有価証券の占有を失ったりした場合にまで当該権利が移転するとは解されていないように思われる」と指摘している。

39 トークン化有価証券に係る開示書類の様式には、トークン化有価証券の募集または売出しならびに取得および譲渡のために用いるプラットフォームが存在することを前提とした記載項目があり（特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令第6号の5様式記載上の注意(5)(c)、(7)(c)、(30)および(31)など）、法令上、プラットフォームが備わっていることが前提とされているとも考えられる。

40 もっとも、例えば受益証券発行信託の受益権（受益証券を発行しないもの）を利用する事例では、トークン化有価証券である受益権は、受託者の事前の承諾なくして譲渡することができず、受託者の承諾を得るためにはプラットフォームにおいて受託者に対する譲渡承諾依頼および受益権原簿の名義書換請求を行う必要があるとされている（三菱UFJ信託銀行株式会社が2021年7月9日付けで提出した有価証券届出書39頁参照）。プラットフォーム内で手続が完結されるものの、譲渡のためには受託者の承諾を得る必要がある点で、プラットフォームが備わっているからといって（開示規制を適用する必要があるほど）流通性が高いと評価してよいかどうかは議論があり得よう。

の切断（電子記録債権法20条1項）が認められている。そのため、電子記録債権は、法形式として、一般的・抽象的に流通性が高い類型（少なくとも振替株式などに匹敵し、トークン化した集団投資スキーム持分よりも高い流通性を有する類型）であると評価することができると考えられる。しかしながら、2.1.1で述べたとおり、電子記録債権については、金商法上、特定電子記録債権に該当するもののみが有価証券として取り扱われるものとされており、かつ、本稿の執筆時点においては特定電子記録債権として指定されているものは存在しないため、電子記録債権には開示規制（を含む金商法の規制）が適用されない状況にある。このように、開示規制の適否は必ずしも法形式の一般的・抽象的な流通性のみを基準に決められているものではないと考えられる。

また、発行の場面においては、電子記録移転権利に該当する権利のうち、信託の受益権に係るものについては信託の引受けを行う信託会社・信託銀行から、集団投資スキーム持分に係るものについては自己募集または私募・募集の取扱いを行う金融商品取引業者から、それぞれ投資を行おうとする者に対して原則として契約締結に際して一定の書面交付による説明がなされることになり（信託業法26条1項、金融機関の信託業務の兼営等に関する法律（以下「兼営法」という）2条1項、金商法37条の3第1項）、業規制によって情報提供が図られること

になる。そのため、開示規制を適用して投資家への情報提供を行う必要性が必ずしも高くない類型であると評価することもできよう^{41,42}。

実際に金商法2条2項各号に掲げる権利がトークン化された場合に、その全てが電子記録移転権利に該当し、開示規制が適用させることになるわけではなく、定義府令9条の2第1項に定める要件を満たす場合には、電子記録移転権利に該当しないことになる。この点については、「定義府令第9条の2第1項は、電子記録移転権利から除くこととするための要件として、投資者保護とイノベーションのバランスにも配意しつつ、流通性等を勘案し、①投資者が一定の範囲に制限されている場合及び②権利の移転に発行者の承諾がある場合の両方を充足することを定めたものである」と説明されている⁴³。なお、例えば、投資者が定義府令9条の2第1項1号に定める範囲に制限されていない場合であっても、流通性が制限されることはあり得るものであり、トークン化有価証券の実態を踏まえて同項の要件を再考することも検討されるべきものと思われる。

4.2.1.3 小括

以上のとおり、金商法2条2項各号に掲げる権利をトークン化することにより、法的に流通性が高まったとは評価し難いものと考えられる。もっとも、トークン化に伴って、一定の限度での権利の見える化が図られるとともに、事

41 この点、契約締結前交付書面による情報提供について、加藤貴仁教授は、「情報開示という側面だけに注目すれば、有価証券報告書や目論見書を通じて行う場合と契約締結前の交付書面を通じて行う場合に本質的な差異は無い。情報開示の対象となる投資商品の性質を考慮して、直接開示のみ、直接開示と間接開示（公衆縦覧型開示）の組み合わせといった柔軟な開示制度を構築できることが本来は望ましい」と述べている（加藤（2007）、63頁）。この指摘は、自己募集に関する業規制と開示規制を重複的に適用する必要性が低いと捉えることと整合的であると考えられる。

42 もっとも、脚注34で述べたとおり、開示規制と業規制とで同旨の内容の書類を二重に交付することが求められることにより当事者に過剰な負担とならないよう、調整が図られている場面もある。

43 令和元年改正パブコメ回答38頁141番。

実上、電子的に譲渡を行いやすくする枠組みが備わっている可能性が高いという限度で、一般的・抽象的な流通性が高まっているとの評価もあり得ると考えられる。

一方で、電子記録移転権利に該当する権利の種類の多くは、業規制によって情報提供が図られるものであり、開示規制を適用して投資家への情報提供を行う必要性が必ずしも高くない類型であると評価することもできると考えられる。そのため、事実上の流通性の高さを理由に、開示規制を適用する必要があるとまでいえるかどうかについては、自明とは言い難いと考えられる。

4.2.2 第一項有価証券と第二項有価証券

次に、第一項有価証券と第二項有価証券の区分けについては開示規制の適否に関する区分けと基本的に同様となっている。すなわち、有価証券表示権利についてはトークン化の有無にかかわらず第一項有価証券として取り扱われる一方で、有価証券のうち金商法2条2項各号に掲げる権利については原則として第二項有価証券として取り扱われる。2.3.1で述べたとおり、このような区分けについては、有価証券のうち広く流通する蓋然性が高いと考えられるものを第一項有価証券、その蓋然性が低いものを第二項有価証券として整理されたと説明されている。その上で、電子記録移転権利については、

事実上の流通性の高さを理由に第一項有価証券として取り扱われている。

ここで、ある有価証券が第一項有価証券に該当するか、第二項有価証券に該当するかは、開示規制の適用において「有価証券の募集」の要件に関わる（一般的には第一項有価証券の取得勧誘の方が有価証券の募集として発行開示の手続を求められる場合が多くなる⁴⁴⁾）ことと同時に、販売勧誘を行う業者の行為が第一種金融商品取引業に該当するか、第二種金融商品取引業に該当するかの差異につながる。このように、第一項有価証券と第二項有価証券は、開示規制と業規制の双方に跨がる概念であると評価できる。

この点、金商法2条2項各号に掲げる権利をトークン化したもののうち、電子記録移転権利について第一項有価証券として取り扱うことに関して、開示規制との関係では4.2.1と同様の議論が妥当すると考えられる⁴⁵⁾。また、業規制との関係についても、2.3.2で述べたとおり、第一種金融商品取引業と第二種金融商品取引業との差異は、第一項有価証券と第二項有価証券の流通性の差異が主な理由として説明されている。そのため、業規制の観点からも電子記録移転権利を第一項有価証券として取り扱うことに関しては4.2.1と基本的に同様の議論が妥当すると考えられる。

以上を踏まえると、電子記録移転権利を第一

44 ただし、適格機関投資家私募により第一項有価証券を発行する場合には、取得勧誘の相手方が適格機関投資家である限り、人数を問わず有価証券の私募と取り扱われるのに対して、第二項有価証券については取得者の全員が適格機関投資家であったとしても、その人数が500名以上となる場合には、有価証券の募集と取り扱われることになるため、常に第一項有価証券の方が第二項有価証券よりも開示規制の適用が緩やかというわけではない。

45 2.3.2で述べたとおり、第二項有価証券に関する有価証券の募集の要件については、その組成に当たり、投資者の需要等をふまえながらその内容を確定していくことが一般的であり、どの段階を勧誘行為としてとらえるかが不明確であるため取得者数を基準とするという理由も述べられている。この点は、個々の商品の条件・性質次第であるものの、電子記録移転権利であるからといって状況が変わるものではないように思われる。そのため、このような観点からも、電子記録移転権利を一律に第一項有価証券として取り扱うことの妥当性については疑義が残るように思われる。

項有価証券として取り扱う必要があるとまでいえるかどうかについても自明とは言い難いと考えられる。

4.2.3 自己募集に対する業規制

4.2.3.1 自己募集に対する業規制の趣旨

一定の有価証券の類型に関しては、発行者が自己募集を行うことが金融商品取引業に該当し、業規制の対象となる。トークン化有価証券の中では、トークン化を行うか否かにかかわらず自己募集に対する業規制が適用される集団投資スキーム持分に加えて、持分会社の社員権をトークン化したものに対して自己募集に対する業規制が適用されることになる⁴⁶。

ここで、2.4で述べたとおり、自己募集を業規制の対象とすることの理由については、有価証券の類型ごとに区々であるものの、組合などによるファンド持分については、商品組成と販売が一体化して行われることが多いことなどが考慮要素とされている一方で、開示規制の適用関係などとは異なり流通性については考慮要素とされていない。また、集団投資スキーム持分のほかには、投資信託の受益証券、抵当証券、信託型商品ファンド持分などの自己募集が金融商品取引業の対象とされていることに鑑みると、仕組み性、すなわち、金融商品の仕組みとしての複雑さや組成と販売の一体性が規制の適

用関係の主な基準になっている（少なくとも従来はなっていた）ものと考えられる。

4.2.3.2 自己募集に対する業規制のトークン化による影響

この点、前述のとおり、持分会社の社員権についてはトークン化された場合に限り（電子記録移転権利に該当するか否かにかかわらず）自己募集が金融商品取引業に該当することとされている。もっとも、トークン化されたからといって当然に仕組み性が高まるものではなく、従前から自己募集が金融商品取引業の対象とされている有価証券の類型と比較して、トークン化された持分会社の社員権を規制の適用対象とすることの理由は必ずしも明確ではないように思われる⁴⁷。

また、仮にトークン化により仕組み性が高まる（あるいはその他の規制適用の合理性を高める事情が認められる）として持分会社の社員権がトークン化された場合に自己募集を金融商品取引業の対象とするのであれば、株式などの他の類型の会社（あるいは法人）の持分である有価証券表示権利がトークン化された場合についても同様に扱うのが整合的とも思われる。しかしながら、脚注46で述べたとおり、定義府令16条の2により有価証券表示権利をトークン化したものについては規制の適用対象から除外

46 金商法施行令1条の9の2第2号により、金商法2条2項の規定により有価証券とみなされる権利（同項各号に掲げる権利のほか、有価証券表示権利および特定電子記録債権も含まれる）のうち、他の条項により自己募集が金融商品取引業に該当するとされるものを除き、電子情報処理組織を用いて移転することができる財産的価値に表示される場合について、原則として自己募集が金融商品取引業に該当するものとされた上で、定義府令16条の2により、金商法2条2項3号および4号に掲げる権利以外のものである場合がその対象から除外されている。この結果、有価証券表示権利、特定電子記録債権および信託の受益権（金商法2条2項1号・2号）が金商法施行令1条の9の2第2号の対象から除外されることになり、同号により自己募集が金融商品取引業の対象となるのは、持分会社の社員権（金商法2条2項3号・4号）が電子情報処理組織を用いて移転することができる財産的価値に表示される場合だけとなる。

47 この点、持分会社（特に合同会社）の社員持分を用いた投資スキームに対して、権利関係が類似する面を有する集団投資スキームと同等の規制を適用すべきという議論はあり得ると思われる。もっとも、仮にこのような考え方をとるとしても、持分会社の社員権をトークン化した場合に限って規制対象とする合理性は見出しがたいように思われる。

されている⁴⁸。

このように、トークン化された持分会社の社員権の自己募集を金融商品取引業の対象とするという規制の適用関係の合理性は必ずしも明確ではないと思われる⁴⁹。

4.2.3.3 開示規制と自己募集に対する業規制の重畳適用

集団投資スキーム持分および持分会社の社員権に係る電子記録移転権利については、自己募集に対する業規制と（第一項有価証券としての）開示規制の両方が適用されることになり、有価証券の中でも規制の負担が特に重い類型となっている。

この点、両規制は金商法に基づく規制という点では共通するとしても制度趣旨を異にするものであり、ここまで述べてきたとおり規制適用の基準も異なるものと考えられるため、結果として両規制が重畳的に適用される状況となること自体が不合理というわけではないと考えられる。実際に、電子記録移転権利に係る規制の検討過程では、「ICO⁵⁰においては、発行者が自ら

トークン表示権利の取得勧誘を行ういわゆる自己募集が多い」という事実認識が示されていた⁵¹。また、従前より委託者指図型投資信託の受益証券や抵当証券などは自己募集に対する業規制と開示規制の両方が適用される状況にあり、そのような状況はトークン化有価証券に限られるものではない。もっとも、開示規制が適用されることにより、発行時（自己募集時）における仕組み性に関する情報開示も求められることになるため⁵²、自己募集に対する業規制を適用する必要性が低くなると評価することもできるものと考えられる⁵³。

4.2.3.4 小括

以上のとおり、トークン化により持分会社の社員権（のみ）が自己募集に対する業規制の対象となるという規制の適用関係の合理性は必ずしも明確ではないと考えられる。また、有価証券の類型ごとに適用される規制のバランスという観点からは、トークン化有価証券について開示規制の適用関係も踏まえて業規制の適用関係を再整理することもあり得るのではないかと思

48 なお、信託の受益権をトークン化したものについても定義府令16条の2により規制の適用対象から除外されている。この点、信託の引受けに関しては別途信託業法（および兼営法）に基づく業規制が適用されるため、有価証券表示権利と比べて、信託の受益権の自己募集に関して金商法に基づく業規制を適用する必要はないと整理しやすいものと考えられる。

49 この点の説明の可能性として、理論的には、①トークン化有価証券の中で特に持分会社の社員権への規制適用の必要性が高い、あるいは②持分会社の社員権以外のトークン化有価証券の類型への規制適用の必要性が低いという2つの考え方があり得ると思われるが、いずれも合理的な説明が難しいと思われる。

50 Initial Coin Offeringのことを指し、「一般に、企業等がトークンと呼ばれるものを電子的に発行して、公衆から法定通貨や仮想通貨の調達を行う行為を総称するもの」と説明されている（仮想通貨交換業等に関する研究会（2018）、19頁）。もっとも、「ICOについては、明確な定義がないため、例えば、投資性を有するものについてはSTO（Security Token Offering）等の他の呼び方が一般的となる可能性も含め、今後の展開は必ずしも見通し難い面があり」、仮想通貨交換業等に関する研究会で検討された内容は、「呼び方の如何を問わず、電子的に発行されたトークンを用いて資金調達を行う行為全般に妥当する」旨が注記されている。

51 仮想通貨交換業等に関する研究会（2018）、25頁。もっとも、例えば、非上場会社による増資や上場会社による第三者割当増資の場面を想定すると、株式について発行会社による自己募集が行われる場面も必ずしも少なくないと思われる。

52 脚注11で述べたとおり、有価証券届出書・目論見書と（自己募集に対する業規制の適用を前提とした）契約締結前交付書面とは、機能としての共通性が指摘されている。

53 業規制の規制目的のうち投資者保護的な要素については、特に開示規制の規制目的と共通する部分が多いものと思われる。そして、自己募集を第二種金融商品取引業の対象とすることは主として投資者保護の要請によるものと考えられるところ、開示規制と業規制を重複的に適用する必要性は低いように思われる。

われる。

5. おわりに

ここまで考察を試みたとおり、法的な観点からは有価証券をトークン化することによって必ずしも権利の流通性が高まるような効果が認められるものではないと思われる。その上で、一般的な流通性の上昇が見込まれると評価されたとしたら、権利の見える化が進むことやトークン化と合わせて電子的に譲渡を行いやすくするプラットフォームが備わることによる事実上の影響によるところが大きいと考えられる。電子記録移転権利については、このような流通性への影響に加えて、新種の商品に関して予測がしにくい不公正取引がなされることを抑止するための政策的な考慮もあって、開示規制の適用や第一項有価証券として取り扱うことによる規制の強化が図られたのではないと思われる⁵⁴。

また、自己募集に対する業規制の適用範囲の拡張についても、法的な観点から理論的な説明を行うことは難しいように思われる。この点も、政策的な考慮による面が大きいように思われる。

このように主に政策的な観点からの規制強化の方向での制度整備を進めることの合理性は必ずしも否定されるものではないと考えられる。しかしながら、令和元年改正法の公布から3年弱、施行から2年あまりが経過している本稿の執筆時点においても、国内においてトークン化

有価証券が活発に取引されているという状況にはない。そのため、結果論としては、流通性の高さを理由としたトークン化有価証券に関する制度の見直しが時宜に適った妥当なものであったか疑問が残ると言わざるを得ない⁵⁵。また、トークン化有価証券に対する規制は、結果として理論的な根拠が不明確な点や法形式間のバランスがとれていない点が残る、かつ、不必要に複雑な規制体系となっているようにも思われる。そのため、今後のトークン化有価証券の利用状況や市場の動向次第では、過剰・重複規制とならないよう規制の適用関係を整理し直すことも検討されるべきではないかと考える⁵⁶。その際、規制面だけではなくトークン化有価証券の私法的な規律も合わせて立法的に整備を行い、法的な観点からも流通性が高い性質を確保できるよう手当てした上で、高い流通性を踏まえた金融規制の適用のあり方を再整理することも検討されるべきであると考ええる。

以上

参 考 文 献

- 小澤裕史・増田雅史・澤井俊之・奥田美希・岡村健史・中条咲耶子（2019）「金融商品取引法の一部改正の概要—暗号資産を用いた新たな取引および不公正な行為への対応—」『旬刊商事法務』商事法務研究会，第2204号，4-13頁。
- 仮想通貨交換業等に関する研究会（2018）「仮想通貨交換業等に関する研究会報告書」（<https://www.>

54 加藤（2020），213頁は、「電子記録移転権利又は電子記録移転有価証券表示権利等としての取扱いを必要とする流通性の程度は、理論的に決まるというよりも、政策的な判断によって決定されるべきものである」と述べている。

55 なお、そのように評価される場合であっても、電子記録移転有価証券表示権利等に関する行為規制の特例の創設や開示書類の様式の見直しなど、電子的な処理がなされるといったトークン化有価証券の特性に合わせた行為規制や開示情報の見直しについては合理性・必要性が認められるものであり、令和元年改正法によるトークン化有価証券関連の制度改正全体の妥当性が否定されるものではないと考える。

56 その際には、4.2.1.2で述べたとおり、定義府令9条の2第1項の要件の見直しも検討されるべきと考ええる。

- fsa.go.jp/news/30/singi/20181221-1.pdf)。
- 加藤貴仁 (2007) 「金融商品取引業」『別冊金融・商事判例 金融商品取引法の理論と実務』経済法令研究会, 54-63頁。
- 加藤貴仁 (2020) 「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・財団法人資本市場研究会編『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』財經詳報社, 189-238頁。
- 神田秀樹 (2005) 「投資サービス法とは」神田秀樹責任編集・財団法人資本市場研究会編『投資サービス法への構想』財經詳報社, 1-8頁。
- 神田秀樹 (2020) 「金融法制におけるいくつかの概念」神田秀樹責任編集・財団法人資本市場研究会編『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』財經詳報社, 265-282頁。
- 神田秀樹・黒沼悦郎・松尾直彦編著 (2014) 『金融商品取引法コンメンタール2』商事法務。
- 神田秀樹・黒沼悦郎・松尾直彦編著 (2018) 『金融商品取引法コンメンタール1 [第2版]』商事法務。
- 黒沼悦郎 (2020) 『金融商品取引法 [第2版]』有斐閣。
- 後藤出・福岡泰彦 (2022) 「セキュリティ・トークンについて—セキュリティ・トークンの意義と規制」島山久志監修・後藤出編著『デジタル化社会における新しい財産の価値と信託』商事法務, 101-124頁。
- 澤飯敦・大越有人・滝塚磨編著 (2019) 『投資信託・投資法人法コンメンタール』商事法務。
- 始関正光・高橋康文編著 (2008) 『一問一答電子記録債権法』商事法務。
- 龍田節 (2007) 「金融商品取引法の趣旨・目的」『別冊金融・商事判例 金融商品取引法の理論と実務』経済法令研究会, 6-11頁。
- 増田雅史 (2020) 「セキュリティトークン・STO 規制の全体像」『金融法務事情』金融財政事情研究会, 第2137号, 38-47頁。
- 三井秀範・池田唯一監修・松尾直彦編著 (2008) 『一問一答金融商品取引法 [改訂版]』商事法務。
(西村あさひ法律事務所パートナー弁護士)