

セキュリティトークンをはじめとしたデジタル証券における信託の活用について

みずほ信託銀行信託フロンティア開発部参事役 緒形千恵

一目次一

- | | |
|-------------------------------|---------------------------------|
| 1. はじめに | 例 |
| 2. セキュリティトークンとは何か | (1) 不動産等を裏付資産としたセキュリティトークン |
| (1) セキュリティトークンの意義 | (2) 金銭債権等を裏付資産としたセキュリティトークン |
| (2) セキュリティトークンの金商法上の位置づけ | 5. セキュリティトークンの未来 |
| (3) セキュリティトークンの募集時の規制 | (1) 裏付資産の広がり |
| (4) セキュリティトークンにおける信託の活用 | (2) セキュリティトークン等のデジタル証券の魅力向上に向けて |
| 3. セキュリティトークンで利用される「受益証券発行信託」 | 6. おわりに |
| (1) 受益証券発行信託とは | |
| (2) セキュリティトークンとの親和性 | |
| 4. 信託を活用したセキュリティトークンの発行事 | |
-

1. はじめに

「セキュリティトークン」は、2020年の金融商品取引法（以下、「金商法」）の改正により、発行が可能となったものである。

セキュリティトークンの登場により、取引（売買単位）の小口化、システム・オペレーションの信頼性向上・効率化、取引の自動執行などが達成されると見込まれている。そこで、本稿では、足元で徐々に広がりを見せるセキュリティトークンについて、実務上の観点からの考察を加えるとともに、セキュリティトークンを含む今後のデジタルアセット市場発展を見据えて、信託の活用の方向性を示

すことを目指したい。

なお、本稿の意見にわたる部分は、全て筆者の個人的見解であって、筆者の所属する組織には関わりのないことを申し添えたい。

2. セキュリティトークンとは何か

(1) セキュリティトークンの意義

日本におけるセキュリティトークンは、2020年の改正金商法により定められたものであるが、端的には「ブロックチェーン等の分散型台帳技術（DLT⁽¹⁾）を利用して発行・管理されるデジタル化された証券」と言い換えることができる。

セキュリティトークンを用いるメリットとしては、以下のようなものが考えられる。

資金調達を行う発行体側から見た場合は、開示負荷やコスト（振替機関不要、非上場）の軽減、小口化による投資家層の拡大、資金調達手段の多様化、マーケティングやファン作りへの活用といったものが挙げられる。

投資家側から見た場合には、小口化・取引時間拡大・ユーザビリティ向上による投資ハードルの低減、単一不動産や非上場株など、投資対象の多様化といったことがあげられる。

この他にも、プログラマブルマネーを決済手段としたDVP⁽²⁾決済の実現や、セカンダリー市場の多様化などもメリットとして考えられる。

(2) セキュリティトークンの金商法上の位置づけ

セキュリティトークンの金商法上の位置づけにつき、簡単に触れたい。金商法2条1項の有価証券に表示されるべき権利である有価証券表示権利をトークン化した場合には、当該トークンは従前どおり第一項有価証券に分類⁽³⁾される。一方で、金商法2条2項各号に規定されるみなし有価証券に該当する権利が、トークンに表示された場合、原則的には、当該権利は「電子記録移転権利」と定義され、第一項有価証券として取り扱うことになった。

これにより、信託の受益権や組合出資持分をトークンに表示した場合も「電子記録移転権利」に該当することとなった。従来は第二

図表1 セキュリティトークンの金商法上の分類

	開示規制の種別	業規制の登録種別	主な自主規制機関
トークン化された有価証券表示権利 株式や社債等、2条1項各号の有価証券がトークン化されたもの	第一項有価証券 原則として発行・継続開示の義務あり	第一種金融商品取引業 登録時の最低資本金5,000万円、自己資本比率の継続的なモニタリングなど、高水準の規制を受ける	日本証券業協会
電子記録移転権利 集団投資スキーム等、2条2項各号の権利がトークン化されたもの	第一項有価証券 (改正前) 第二項有価証券	第一種金融商品取引業 (改正前) 第二種金融商品取引業	日本STO協会 2020年5月改正に基づき新たに設立
適用除外電子記録移転権利 内閣府令により、電子記録移転権利から除外されるもの（適格機関投資家等のみが取得、当該保有者以外が取得できないような技術的措置・譲渡制限が必要）	第二項有価証券 原則として発行・継続開示の義務なし	第二種金融商品取引業 最低資本金は1,000万円・自己資本規制も受けない	

項有価証券として取り扱われていたものが、トークン化を通じて、第一項有価証券と同様の規律に従うことが原則となったわけである。その結果、トークン化された有価証券表示権利や電子記録移転権利の「募集」を行う場合には、発行体としては原則として開示規制への対応が必要となることとなった。また、当該権利の募集の取扱いにあたっては、原則として第一種金融商品取引業の登録⁽⁴⁾を受けることが必要となった。

(3) セキュリティトークンの募集時の規制

セキュリティトークンの取得勧誘または売付け勧誘等が有価証券の募集等に該当する場合、原則として届出義務を負うこととなる。その結果、有価証券届出書の提出義務（金商法5条等）、目論見書の作成義務（金商法13条）、有価証券報告書の提出等継続開示義務（金商法24条等）への対応が必要となる。

ここで、セキュリティトークンの募集に際して届出義務を負うのは誰かが問題になるが、金商法上「発行者」が当該義務を負うこととされている。発行者とは、有価証券を發

行し、または発行しようとする者をいい、証券または証書に表示されるべき権利以外の権利で、金商法2条2項の規定により有価証券とみなされるものについては、権利の種類ごとに内閣府令で定める者が内閣府令で定める時に当該権利を有価証券として発行するものとみなすとなっている（金商法2条5項）。

ここで、第一項有価証券の発行者は私法上の有価証券の発行根拠法に基づく発行者がある。例えば、株券や社債券であれば、当該株券や社債券を発行または発行しようとする会社が、金商法上の発行者となる。

受益証券の場合は上記に当てはまらないことから、図表2の通り、発行者が定められている（定義府令⁽⁵⁾14条1項、2項）。

次に第二項有価証券の発行者のうち、信託受益権に関するものについても図表3の通りとなる。（定義府令14条3項、4項）なお、図表3記載の権利がトークンに表示されることにより、電子記録移転権利に該当する場合には、第一項有価証券として扱われる点は、先述の通りである。

図表2 受益証券発行信託の受益証券の発行者

権利の種類	発行者	事例
委託者指図型 ⁽⁶⁾	信託の委託者	
委託者非指図型でかつ信託財産が金銭	信託の受託者	
委託者指図型および委託者非指図型でかつ信託財産が金銭である場合以外	信託の委託者および受託者	内国商品現物型 ETF 不動産等を裏付資産としたセキュリティトークン
有価証券信託受益証券に該当するもの	当該有価証券に係る受託有価証券を発行し、または発行しようとする者	ETN-JDR 外国 ETF-JDR 外国株 JDR

図表3 信託受益権の発行者と発行時点

権利の種類	発 行 者	発行時点	事 例
委託者指図型	信託の委託者	自益信託の場合（元本補填付契約以外の合同運用信託を除く）：信託の委託者が当該権利（委託者が譲り受けたものを除く）を譲渡する時	
委託者非指図型でかつ信託財産が金銭	信託の受託者	その他の場合：当該権利に係る信託の効力が生ずる時	貯蓄の達人 ⁽⁷⁾ (みずほ信託) 金銭債権等を裏付としたセキュリティトークン ⁽⁸⁾ (三井住友信託)
委託者指図型および委託者非指図型でかつ信託財産が金銭である場合以外	信託の委託者および受託者		

(4) セキュリティトークンにおける信託の活用

セキュリティトークンについて、信託を活用して発行する場合には、以下の二つの手法を考えられる。

- ①受益証券発行信託以外の信託の受益権をセキュリティトークンとする場合
- ②受益証券発行信託の受益権をセキュリティトークンとする場合

このうち、②受益証券発行信託を用いたものがセキュリティトークンとしては、主に利用されているため、次章で詳細を述べることしたい。

①受益証券信託以外の信託の受益権をセキュリティトークン化するにあたっては、以下の点から活用が限定的となっているものと考えられる。

セキュリティトークンでは、投資単位の小口化などを通じ、多数投資家の参入が想定されているところ、①の場合は、受益権譲渡の対抗要件具備にあたっては、確定日付のある証書にて行う必要があり、ブロックチェーンなどのプラットフォーム上での完結が不可能である点が挙げられる。この点については、

産業競争力強化法11条の2⁽⁹⁾を活用した認定新事業活動実施者の提供するプラットフォームを利用することで解決できる場合がある点、補足する。

3. セキュリティトークンで利用される「受益証券発行信託」

(1) 受益証券発行信託とは

受益証券発行信託とは、信託法185条1項に規定された信託類型であり、「信託行為により一又は二以上の受益権を表示する証券（受益証券）を発行する旨の定めのある信託」のことである。

受益証券発行信託では、信託行為において、特定の内容の受益権については受益証券を発行しない旨を定めることができる（同法185条2項）。すでに発行事例が増えている不動産等を裏付資産とした受益証券発行信託⁽¹⁰⁾を活用したセキュリティトークンにおいても、当該信託の中で受益権の種類を一般受益権（証券不発行）と精算受益権（証券発行）に分けているものがある⁽¹¹⁾。一般受益権については受益証券を不発行としてトークン化し

たうえで投資家に取得させる一方で、精算受益権についてはオリジネーター等が保有し続けるため発行・所有しているものが多い。

ただし、同一の内容の受益権について、その一部のみを受益権化しないことや、全部の受益証券を不発行とする事はできないとする説もある⁽¹²⁾。

受益証券発行信託は、信託の受益権を有価証券化するものとして、2007年の信託法改正で設けられたものである。受益証券発行信託の信託財産には、信託法において特段の制約はなく、金銭、不動産、有価証券、特許権等の知的財産権、特許を受ける権利、外国の財産権等も含まれて⁽¹³⁾いる。受益証券発行信託を利用する際に想定されるニーズとしては、投資対象としての受益権について譲渡の処理の迅速性を図ることや、事業信託において株式と同様の譲渡方法の確保などがあげられるだろう。

(2) セキュリティトークンとの親和性

2.(4)において、受益証券発行信託以外の信託の受益権をセキュリティトークンとする場合の課題として、対抗要件具備について触れた。この課題を解決するため、電子的に管理する受益権原簿への記録をもって、第三者対抗要件を備えることが可能な受益証券発行信託の受益権が活用されているものと考えられる。受益証券発行信託において、証券不発行の場合には、受益権原簿への記録が譲渡の対抗要件具備をしたものとみなされる。上記の「電子的に管理する」部分につき、ブロックチェーン技術を用いて受益権の移転を管理することで達成していることになる。ブロックチェーン技術では、移転情報（トランザクション）を分散台帳に記載することになる

が、受益権の移転とブロックチェーン上のトランザクション記録が一体としてなされることで、セキュリティトークン化すること自体を担保⁽¹⁴⁾している。受益証券発行信託で必要となる受益権原簿を、電子的に作成可能な点で、ブロックチェーン技術等を用いて発行・管理されるセキュリティトークンとの親和性が高いものと考えている。

4. 信託を活用したセキュリティトークンの発行事例

(1) 不動産等を裏付資産としたセキュリティトークン

本章では、実際の発行事例をもとに、信託を活用したセキュリティトークンについて解説する。

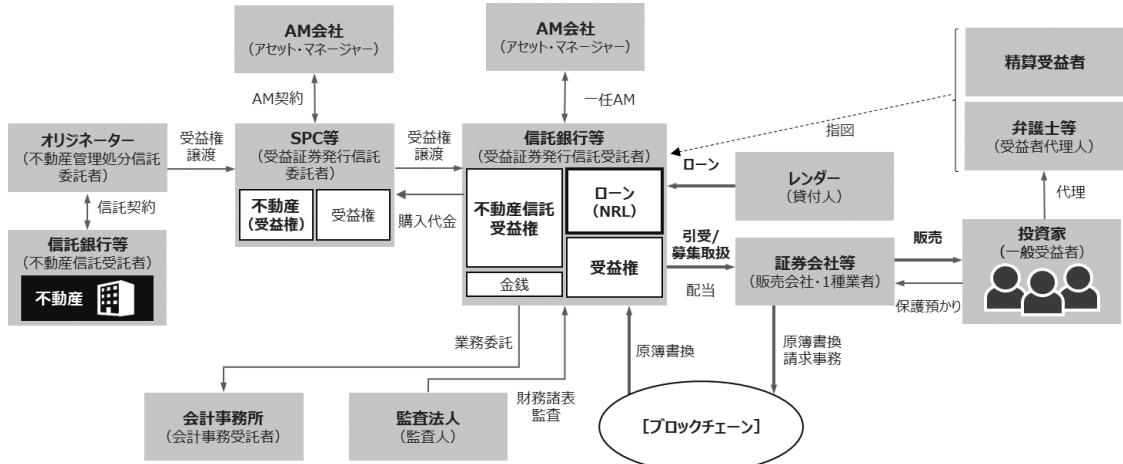
不動産等を裏付資産としたセキュリティトークンの具体的なスキームは図表4の通りである。

①オリジネーターたる委託者が、受益証券発行信託の受託者との間で、信託契約を締結し、不動産信託受益権等を信託譲渡する。

②受託者は当該信託契約に基づき、委託者兼当初受益者に対し、精算受益権については受益証券を発行するとともに、一般受益権については受益証券を発行しない受益権として取得させる。ローン受益権が存在する場合には、一般受益権同様受益証券を発行しない受益権として取得させ、償還させることを目的に信託内で借入を行う。

③一般受益権については、受託者（もしくは受益権原簿管理人）が管理するサーバー上に存在するブロックチェーン上の記

図表4 スキームイメージ



録と同期されるブロックチェーン外の記録を「受益権原簿」として取り扱い、受益権原簿記載事項（信託法186条各号）を記録する。

④委託者が取得した一般受益権を引受契約ないしは募集の取扱契約に基づき、証券会社等の販売会社によって個人を含む幅広い投資家に販売される。

販売会社を通じて販売された一般受益権の投資家への所有権移転に関するトランザクションおよび一般受益者である各投資家の氏名／名称や住所が、ブロックチェーン上に暗号化して記録され、当該ブロックチェーンと連携しているシステム上で電子的に受益権原簿が記録される形で、対抗要件を具備する形となっている。

セキュリティトークンの流通取引（セカンダリー取引）についても販売会社を介して売買されることとなるが、受益権原簿への書き込みとしては発行（プライマリー）時と同様となっている。

利用するブロックチェーン基盤（＝プラッ

トフォーム）外での譲渡に関しては、信託法93条2項により譲渡制限をかける形で対応⁽¹⁵⁾している。

ブロックチェーン上のデータそのものを受益権原簿とみなしているかについては、利用されるブロックチェーンの性質にもよるところではあるが、多くのプラットフォームでは、個人情報保護等の観点から、直接受益者（＝投資家）の氏名・住所等の情報を記録することはなされていない。

各投資家に割り当てられたアドレスに基づいた移転情報を記録することで、当該アドレスに紐づく個人情報は、受託者の管理するサーバー内の別ファイルなどに管理される形となる。この場合、当該ファイルおよびブロックチェーン状の記録を一体としてみて受益権原簿を構成⁽¹⁶⁾するものと整理している。

本件スキームは、資産流動化案件において受益証券発行信託を用いたセキュリティトークンを活用したものであるが、今後より高い流動性を実現するため、セカンドリー市場の創設⁽¹⁷⁾も控えている。

(2) 金銭債権等を裏付資産としたセキュリティトークン

続いて金銭債権等を裏付資産としたセキュリティトークンの発行事例についても考察する。ここでは、電子記録移転権利を活用したものについて、具体的なスキームとともに解説する。

- ①受託者は、委託者（＝各投資家）から信託された信託金を、信託約款に基づき信託契約により信託されたほかの信託金とともに、合同して運用する。
- ②委託者から信託された信託金は、受託者の裁量により投資用マンションローン債権等を裏付けとした信託受益権等で運用される。
- ③委託者が取得する信託受益権の取得勧誘は、販売会社によって個人を含む幅広い投資家に対して行われる。

先述の通り、合同運用指定金銭信託などの通常の信託受益権をトークン化した電子記録

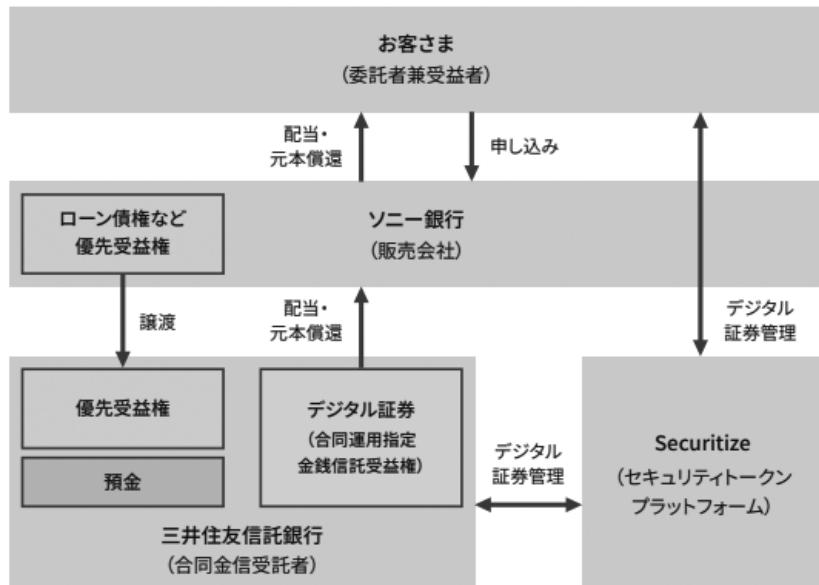
移転権利は、譲渡手続を電子的なプラットフォーム内で完結させることはできない点は課題である。

この点、本事例においては、投資家の取得した受益権には譲渡制限が付されており、原則として譲渡は一切できないほか、中途解約も認められていない。ただし、信託期間を1年といった短期間としており、必ずしもセカンダリーが必要ではない商品としていると考えられる。

電子記録移転権利を用いたセキュリティトークンについても、産業競争力強化法11条の2を活用した認定新事業活動実施者の提供するプラットフォームを利用し、債権の譲渡通知または承諾を行う場合には、当該債権譲渡の第三者対抗要件を具備したものとみなされる。これは受益権の譲渡にかかる第三者対抗要件具備でも同じである。

よって、今後は認定事業活動実施者の提供するプラットフォームを利用した信託受益権

図表5 2023年7月4日付のソニー銀行株式会社ニュースリリースより抜粋



のセキュリティトークン化についても、活用が広がることが期待される。

5. セキュリティトークンの未来

(1) 裏付資産の広がり

セキュリティトークンは、足元は不動産等を裏付けとしたもののほか、個人向け社債や、グリーンデジタルトラックボンドにおいて、具体的な事例が出てきている。ここでは、将来的にセキュリティトークン化が見込まれる原資産について考えてみたい。

株式や債券、国債や投資信託などの伝統的な投資商品については、すでに保振によるデジタル化が浸透しており、セキュリティトークン化して新たな顧客層を広げるといったニーズは限定的と考えられる。

一方で、不動産をはじめとしたオルタナティブ投資商品は、プロ投資家向けには商品が複数あるが、個人投資家向けにはまだまだ提供が限定的であるものと考える。例えば、4.(2)で実例に触れた証券化商品のほか、航空機や船舶向けファイナンス、インフラファンド、プロジェクトファイナンスやプライベートエクイティ、航空機等の動産現物が挙げられるだろう。

これらの商品群は、丁寧な商品説明が必要であることは確かであるが、セキュリティトークンによって小口化することで投資家の裾野拡大が目指せる領域ではないかと考える。

さらに、セキュリティトークンを使うと、従来は金融商品化が難しかったアセット群に対し、新たな付加価値を提供することで商品化できる可能性もあると考えている。例えば、著作権やワイン、事業性の高い資産（アミューズメント施設等）については、足元は規模

の問題や資産価値のボラティリティの高さに課題がある。こうしたアセットに対して、金銭的配当以外にも、株主優待のようなユーティリティトークン⁽¹⁸⁾や、NFT⁽¹⁹⁾を同時に付与するなどして、ファントークン⁽²⁰⁾のように、所有と体験をセットで提供することで、魅力を高めていくことができるようと思われる。

また、地方創生という観点からも、セキュリティトークンの活用余地があると考えている。各地にある地元のシンボリックな資産や観光資源を裏付資産として小口商品化とともに、商品自体をデジタル証券化することで、対象資産で利用可能な地域振興券のようなユーティリティトークンを付与することが容易になりうる。加えて、当該資産の活用方法に関するアイデアを出し、投票できるようなガバナンストークン⁽²¹⁾を付与することで、投資・利用だけではなく、発行体と投資家で「新たな価値を共に創る」ことが目指せるのではないだろうか。

ただし、こうした裏付資産の多様化にあたっては、以下各種の課題も想定される。

①投資家に対する説明について、法定上求められる説明内容と、販売にあたって求められる説明の深度が不透明という点である。この点については、裏付資産に即したリスク説明について、既存のプロ投資家向けのものを参考に検討することや、適合性に関する考え方を整備することが対応として考えられる。

②資産価値評価についても、客観的な第三者評価を取得しにくいものについての基準の明確化が必要と考えられる。航空機や船舶等、すでに評価機関が確立している分野もある。また、貸出債権を裏付と

したものであれば、金融機関の与信目線を参考にすることが考えられるだろう。

③オルタナティブアセットの場合は流動性が低い場合も多いことから、運用期間の設定についても留意する必要がある。短期商品であれば出口戦略の策定、長期商品ではセカンドマーケットへのアクセスなども検討が必要であろう。

④組成コストについても、足元は公募対応などで高止まりしていることが課題となっている。デジタルアセット市場の広がりを検討するうえでは、実績を積み上げることでシステムの共通化や事務フローの共通化を通じ、コスト低減を目指していくことも検討課題と考える。

(2) セキュリティトークン等のデジタル証券の魅力向上に向けて

5.(1)において、ファントークンに近いものなどについては、株主優待のようなユーティリティトークンや、NFTを同時に付与するなどして、所有と体験をセットで提供することで、魅力を高めていくことができるようと思われると記載した。

セキュリティトークンをはじめとした、デジタルアセットの利用可能性を考えると、「発行体と投資家が直接つながることができる」ということが挙げられる。

例えば、発行体は、セキュリティトークンを保有している投資家に対して、自社で発行しているポイントの還元や、サービス利用権などをユーティリティトークンの形で提供することも可能だ。投資家からみると、既存の金融商品と違い、発行体のもつ不動産や、商品に直接触れる機会が得られやすくなり、よりコアなファンになっていくことも考えられ

る。

こうした「直接つながる」体験は、双方向のコミュニケーションを生む可能性があり、ひいては新しい商品・サービスの開発に役立つ可能性もある。こうした場面で、DAO⁽²²⁾の仕組みなどを取り入れられる可能性がある。誰もが自発的に運営に携わることができ、利用者間でトークンを起点とした報酬を得ることができる仕組みだ。

リアルな資産をデジタル化していく過程で、従来は目に見えていなかったものを価値化していく。デジタルアセット市場でセキュリティトークンが活用されていく分野は、今後ますます広がっていくに違いないと考えている。

6. おわりに

セキュリティトークンは、発行可能となつてからわずか3年ではあるが、図表6のとおり着実に発行事例が積み上がってきている⁽²³⁾。まだまだ新しい分野ながら、セキュリティトークンを始めとしたデジタルアセット市場が発展することは、個人の金融資産を貯蓄から投資に振り向ける動きを加速させるものと考える。今後さらなる活用を広げるためには、実務上の課題を一つ一つ解決するとともに、社会全体での認知向上・支持が必要になってくるものと考える。

変化の大きい時代にあっては、関係者による共創が必要不可欠となっている。信託の関係者のみならず、デジタル技術を持つ事業者や様々なニーズを持つ法人と個人を結ぶ懸け橋となりながら、日本社会の発展に寄与していくことを期待したい。

以上

図表6 セキュリティトークンの発行事例

	運用者/発行者	投資対象	スキーム	発行時期	トークン 発行規模	利回り
公募不動産 セキュリティトークン	1 ケネディクス	渋谷レジ	受益証券発行信託	21年8月	14.5億円	3.50%
	2 トーセイ	横浜複合オフィス	合同会社－匿名組合出資(電子記録移転権利)	21年11月	8.7億円	5.00%
	3 三井物産	神戸物流	受益証券発行信託	21年12月	7.6億円	3.20%
	4 三井物産	草津温泉	受益証券発行信託	22年3月	20.8億円	4.10%
	5 ケネディクス	赤羽学生寮	受益証券発行信託	22年3月	21.5億円	5.00%
	6 三井物産	都内複数レジ	受益証券発行信託	22年6月	17.6億円	3.30%
	7 ケネディクス	厚木物流	受益証券発行信託	22年8月	66.3億円	4.20%
	8 三井物産	都内複数レジ	受益証券発行信託	22年9月	18.3億円	2.80%
	9 いちご	都内複数レジ	受益証券発行信託	22年12月	16.3億円	4.00%
	10 ケネディクス	越後湯沢温泉	受益証券発行信託	22年12月	21.6億円	4.48%
	11 トーセイ	渋谷オフィス	合同会社－匿名組合出資(電子記録移転権利)	23年2月	5.7億円	3.40%
	12 ケネディクス	札幌ホテル	受益証券発行信託	23年4月	34.0億円	4.06%
	13 ケネディクス	舞浜ホテル	受益証券発行信託	23年6月	5.7億円	3.40%
	14 三井物産	日本橋レジ	受益証券発行信託	23年6月	14.7億円	3.00%
	15 丸紅	駒込レジ	受益証券発行信託	23年6月	8.4億円	3.80%
	16 トーセイ	渋谷リノベオフィス	合同会社－匿名組合出資(電子記録移転権利)	23年7月	18.2億円	4.06%
	17 ケネディクス	所沢物流	受益証券発行信託	23年8月	52.0億円	4.20%
	18 いちご	都内複数レジ	受益証券発行信託	23年8月	21.9億円	4.00%
	19 ケネディクス	月島レジ	受益証券発行信託	23年8月	134.0億円	3.47%
	20 三井物産	京都ホテル	受益証券発行信託	23年9月	11.5億円	3.60%
	21 三井物産	熱海ホテル	受益証券発行信託	23年10月	14.2億円	4.00%
その他セキュリティトークン	1 SMTB	金銭債権	受益証券発行信託（私募）	21年3月	5.0億円	—
	2 SBI証券	社債	—	21年4月	1.0億円	0.35%
	3 丸井グループ	社債	—	22年6月	1.0億円	1.00%
	4 JPX	グリーンデジタルトラックボンド	—	22年6月	5.0億円	0.05%
	5 スパークス	社債	—	22年6月	10.0億円	2.50%
	6 丸井グループ	社債	—	22年9月	1.3億円	1.00%
	7 丸紅	私募REIT投資口	(適用除外電子記録移転権利)	23年3月	—	—
	8 ソニー銀行	金銭債権	合同運用指定金銭信託	23年8月	1.0億円	0.30%
	9 丸井グループ	社債	—	23年9月	2.2億円	1.00%

2023年10月31日時点

【注】

- (1) Distributed Ledger Technology の略称。システムの各参加者がネットワーク上で同じ台帳を管理、共有することができる技術のこと。ネットワークの参加者が管理している情報を自由に閲覧、共有できることから情報の透明性の高さを担保できるとされる。また、システムの単一障害点がないため、ダウンタイムが発生しやすく耐障害性が高いことや、コンセンサスアルゴリズムと組み合わせることで堅牢性を持つシステムを比較的安価に構成できるといった特徴もある。
- (2) Delivery Versus Payment の略称。決済リスクの管理のために証券と資金の同時決済を行うこと。
- (3) 金商法2条1項の有価証券に表示されるべき権利については、当該権利を表示する有価証券が発行されていない場合でも、当該権利を有価証券とみなし、第一項有価証券として扱われ、そのような権利は有価証券表示権利（金商法2条2項前段）と呼ばれる。
- (4) 信託の受益権の取扱いにあたっては、従来は第二種金融商品取引業の登録で可能であったが、第一種金融商品取引業の登録が必要となった点は、大きな違いである。なお、既存の第一種金融商品取引業者であっても、トークン化された有価証券表示権利等の取扱いにあたっては、事前の変更登録の手続となる（金商法31条4項、29条の2第1項8号）。加えて、投資家保護の観点から適切な体制整備を行うことが求められる（金商業者等監督指針IV-3-5）。
- (5) 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を指す。
- (6) 委託者または委託者から指図の権限の委託を受けた者（受託者と密接な関係を有するものとして信託業法施行令2条各号に掲げる者以外の者である場合に限る）のみの指図により信託財産の管理または処分が行われる場合をいう。
- (7) 実績配当型の金銭信託商品。本稿執筆時点での商品概要是みずほ信託銀行株式会社のホームページ（https://www.mizuho-tb.co.jp/saving/trust/chochiku_no_tatsujin.html）参照。
- (8) 2023年7月4日付の三井住友信託銀行株式会社ニュースリリース（<https://www.smtb.jp/-/media/tb/about/corporate/release/pdf/230704.pdf>）参照。
- (9) 本件は、2021年8月に施行された第三者対抗要件に関する特例によるもの。経済産業省の認定を受けたブロックチェーンを利用した場合には、ブロックチェーンにおいて行われる当該譲渡の債務者に対する通知又は債務者の承諾のタイムスタンプが付された記録を、確定日付のある証書による通知又は承諾とみなし、第三者対抗要件を具備したものとみなされることになる。
- (10) 本稿では、セキュリティトークンに活用される受益証券発行信託については、税務上のメリット等に鑑み、法人税法上の「特定受益証券発行信託」に該当させることを前提に論じる。特定受益証券発行信託とは、税務署長の承認を受けた法人（承認受託者）が引き受けたものであることや、未分配利益額の元本総額に対する割合（利益留保割合）が2.5%を超えないことと、といった要件がある。
- (11) 一般受益権、精算受益権のほかに、ローン受益権を発行する場合もある。ローン受益権は証券不発行とするが、トークン化はせず、即日償還している事例がある。
- (12) 寺本昌広著「逐条解説 新しい信託法」初版 P387
- (13) 寺本昌広著「逐条解説 新しい信託法」初版 P32
- (14) 有価証券がトークン化されるためには、権利が財産的価値（トークン）に表示される必要がある。この点、金商法等ガイドライン2-2-2によると、「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…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」に該当する」とある。令和2年4月3日付の同パブコメNo174～No176において、電子記録移転権利以外（トークン化された有価証券表示権利等）についても同様の整理となる旨の回答もある。
- (15) 謙譲制限特約について、悪意または重過失の第三者に対する譲渡は無効と考えられるところ、多くのセキュリティトークンについては公募として広く届出内容を開示し、プラットフォーム外譲渡を制限していることを周知していることから、プラットフォーム外譲渡の問題の発生可能性を低下させているものの。
- (16) 信託法190条2項により、受益権原簿につき、電磁的記録を持って作成することも可能。
- (17) 本稿執筆時点において、大阪デジタルエクスチェンジによる私設取引システムにおける流通開始が目指されている。伝統的証券の分野でも日本証券取引所が2024年末までに、デジタル証券取引所の創設を計画している旨が公表されている。
- (18) ユーティリティトークンとは、実用性を持ったトークンであり、主としてアプリケーションやサービス

へのデジタルアクセス手段が目的となっているもの。一般的に、暗号資産とは異なり、支払手段を目的とせず、セキュリティトークンと異なり配当・償還がないことから、有価証券にも該当しない。

- (19) Non-Fungible-Token の略称。ブロックチェーン技術等を用いて、デジタルアートやゲームアイテムなどをトークン化したものであり、非代替的なものという。
- (20) ファンとブランドの関係構築を目的とした暗号資産をいう。特にスポーツ業界での利用が広がっている。
- (21) 保有者に対して、DAO（脚注(22)参照）への参加や、DAO の運営に関わる意思決定に参加する権利を付与するトークンのこと。提案権や投票権の機能を持つ

ち、株式等に類似した概念となる。

- (22) Decentralized Autonomous Organization の略称。中央集権的な存在に支配されることなく、誰でも参加可能な組織であり、取引が自動的にブロックチェーン上に記録されるため、透明性と公平性に富んでいるとされる。
- (23) 本稿執筆時点で、公募の不動産等を裏付としたセキュリティトークンは21件、社債のセキュリティトークンは5件、グリーンデジタルトラックボンドのセキュリティトークンは1件となっている。金銭債権等を裏付け資産としたものは実証実験的なもので2件の実績がある。

(おがた・ちえ)