

2022年11月9日
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)

報道¹によれば、いわゆるセキュリティ・トークン（デジタル証券等とも呼ばれる）が発行される事例が相次ぎ、投資対象として注目を集めている。そのような動向に関連して、法令レベルでは、金融商品取引法の改正により、トークン化された有価証券が電子記録移転有価証券表示権利等として定義され、法令やガイドラインなどで情報開示規制や販売勧誘規制の枠組みが整備されている。もっとも、民事実体法上のセキュリティ・トークンの取扱い（特に、その譲渡に関する効力発生要件及び対抗要件）については、解釈論としても立法論としてもなお議論すべき点が残されているように思われる。そこで、以下では、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、現時点の実務を踏まえて現状の一般的な解釈を確認及び検討するとともに、今後の解釈論の展開及び立法の理論的根拠付けに向けて、その方向性を探ることとする。

I. 現状の分析

いわゆるセキュリティ・トークン²の流通性を高める観点からは、ブロックチェーン上

¹ 例えば、日本経済新聞電子版「販売相次ぐデジタル証券 不動産や社債の少額購入に魅力」（2022年9月4日配信）などを参照。

² このペーパー上、セキュリティ・トークンとは、トークンと呼ばれるデータないし記録自体ではなく、トークン化された権利、具体的には電子記録移転有価証券表示権利等（金融商品取引業等に関する内閣府令1条4項17号、6条の3）を指すものとする。電子記録移転有価証券表示権利等に該当するためには、対象となる権利が電子情報処理組織を用いて移転することができる財産的価値に表示されることが必要であり（金融商品取引業等に関する内閣府令6条の3）、ブロックチェーン上の記録の移転と対象権利の移転が一連として行われなければ電子記録移転有価証券表示権利等に該当しないと考えられる（「金融商品取引法等に関する留意事項について」2-2-2及び令和2年4月3日付パブリックコメント回答174から176参照。なお、理論的には、社債、株式等の振替に関する法律上の振替口座簿の作成にブロックチェーンを利用することが可能である以上（井上聡＝水野大「分散台帳技術を用いた証券取引」ジュリスト1529号（2019年）36頁）、振替社債等と電子記録移転有価証券表示権利等は相互排斥的なものではないとも思われるが、現時点では、振替口座簿の作成にブロックチェーンは利用されておらず、また、令和2年4月3日付パブリックコメント回答164及び165において、振替社債等は電子記録移転有価証券表示権利等に該当しない旨が述べられていることから、ここでは、セキュリティ・トークンに振替社債等は含まれないものとして検討を進める。

で（ブロックチェーン上のトークンの移転と連動させるかたちで）対抗要件の具備を含めた譲渡手続を完結させること及びブロックチェーン外での譲渡を防止することが望ましい。

トークン化の対象として想定される有価証券又は有価証券に表示されるべき権利は様々であるが、これまでのところ、券面不発行の社債（社債、株式等の振替に関する法律 66 条に定義される振替社債でないもの）、受益証券発行信託の受益証券が発行されない受益権（社債、株式等の振替に関する法律 127 条の 2 第 1 項に定義される振替受益権でないもの）、資産の流動化に関する法律（以下「資産流動化法」という。）上の優先出資証券、匿名組合契約上の匿名組合員の地位（以下「匿名組合持分」という。）、信託受益権などが実際にトークン化され、又は検討の対象になっている。

それらの有価証券又は有価証券に表示されるべき権利について、法令上定められた譲渡の効力発生要件及び対抗要件は以下のとおりである。

| | 効力発生要件 | (第三者) 対抗要件 |
|---|--------------------------------------|---|
| 券面不発行の社債（振替社債でないもの） | 当事者間の譲渡合意 | 社債原簿への記載又は記録 (会社法 688 条 1 項) |
| 受益証券発行信託の受益証券が発行されない受益権 (振替受益権でないもの) | 当事者間の譲渡合意 | 受益権原簿への記載又は記録 (信託法 195 条 1 項 2 項) |
| 優先出資証券 | 当事者間の譲渡合意＋ 証券の交付（資産流動化法 44 条 3 項） | 優先出資社員名簿への記載又は記録（資産流動化法 45 条 1 項） ※ 特定目的会社に対する対抗要件 |
| 信託受益権 | 当事者間の譲渡合意 | 確定日付ある証書による通知又は承諾（信託法 94 条 2 項） |
| 匿名組合持分 | 後述 | 後述 |

匿名組合持分については、トークン化を離れた一般論として、これが契約上の地位であるという理解を前提に、譲渡人及び譲受人の間の譲渡合意に加え、匿名組合契約の相手方である営業者の承諾を得て（民法 539 条の 2）、譲渡を行うことが通例である。また、法令上明文の規定はないものの、確定日付ある証書による通知又は承諾が第三者対抗要件であると一般的には考えられており、トークン化を離れた一般論として、実務的には、匿名組合持分の譲渡に関して、営業者に対する確定日付ある証書による通知を行うか、

又は営業者の確定日付ある証書による承諾を取得することが通例である。

上記の有価証券又は有価証券に表示されるべき権利をトークン化した場合、ブロックチェーン上で（ブロックチェーン上のトークンの移転と連動させるかたちで）対抗要件の具備を含めた譲渡手続を完結させること及びブロックチェーン外での譲渡を防止することをともに実現するため、以下のような方策を採ることが考えられる。

| | 方策 |
|-------------------------------------|---|
| 券面不発行の社債 （振替社債でないもの） | <ul style="list-style-type: none"> ・社債要項などに、ブロックチェーン外での譲渡を禁止する旨を定める。 ・ブロックチェーン上での譲渡と社債原簿への記載若しくは記録を自動連携させるか、特定のノードにおけるブロックチェーン上の記録を社債原簿とする。 ・社債要項などに、ブロックチェーン外での譲渡は社債原簿に記載又は記録しない旨を定める。 |
| 受益証券発行信託の受益証券が発行されない受益権（振替受益権でないもの） | <ul style="list-style-type: none"> ・信託契約などに、ブロックチェーン外での譲渡を禁止する旨を定める。 ・ブロックチェーン上での譲渡と受益権原簿への記載若しくは記録を自動連携させるか、ブロックチェーン上の記録を受益権原簿とする。 ・信託契約などに、ブロックチェーン外での譲渡は受益権原簿に記載又は記録しない旨を定める。 |
| 優先出資証券 ³ | <ul style="list-style-type: none"> ・優先出資証券を混蔵寄託する。 ・優先出資証券の発行要項などに、ブロックチェーン上で寄託証券の振替が記録された場合、それをもって占有移転の指図（証券の交付）とみなす旨を定める。 ・優先出資証券の発行要項などに、受寄機関に対する寄託物返還請求権（民法 662 条 1 項）を排除する旨を定める。 ・優先出資証券の発行要項などに、ブロックチェーン外での |

³ 譲渡に証券の交付を要する権利のトークン化の方法に関する詳細は、関川直輝「譲渡に証券の交付を要する権利のトークン化の方法等に関する考察（下）」金融法務事情 2166 号（2021 年）24 頁以下が詳しい。本ペーパーも当該箇所の記載を参考にしている。なお、本ペーパーにおいて、セキュリティ・トークンとは電子記録移転有価証券表示権利等（金融商品取引業等に関する内閣府令 1 条 4 項 17 号、6 条の 3）を指すところ、優先出資証券が発行される場合に電子記録移転有価証券表示権利等に該当するかは一つの論点である（前掲関川・29 頁以下参照）。本ペーパーにおける分析には実質的な影響を及ぼさないことからこの点には立ち入らない。

| | |
|--|---|
| | <p>譲渡は優先出資社員名簿に記載又は記録しない旨を定める。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ブロックチェーン上での譲渡と優先出資社員名簿への記載若しくは記録を自動連携させるか、ブロックチェーン上の記録を優先出資社員名簿とする。 |
|--|---|

上記の方策によって、ブロックチェーン外での譲渡を完全に無効化することができているかを検討するに際しては、例えば、券面不発行の社債（振替社債でないもの）に関し、債権譲渡制限特約（民法 466 条 2 項など）の（類推）適用の有無や社債原簿の書換手続に関する特約の効力が論点になり、また、受益証券発行信託の受益証券が発行されない受益権（振替受益権でないもの）に関しては、受益権の譲渡制限の効力（信託法 194 条 括弧書き、93 条 2 項）が論点になると考えられる。

他方、法令の明文において、又は解釈として、確定日付ある証書による通知又は承諾が第三者対抗要件として必要とされているもの（例えば、信託受益権及び匿名組合持分）に関しては、ブロックチェーン外での確定日付ある証書による通知又は承諾が必要であるとすると、ブロックチェーン上で（ブロックチェーン上のトークンの移転と連動させるかたちで）対抗要件の具備を含めた譲渡手続を完結させることができない。

この点を踏まえた立法対応として、産業競争力強化法が改正され、以下のとおり、債権譲渡の通知等に関する特例が定められるに至った（下線は引用者による。）。

産業競争力強化法

（債権譲渡の通知等に関する特例）

第十一条の二

債権の譲渡（現に発生していない債権の譲渡を含む。）の通知又は承諾（以下この項において「債権譲渡通知等」という。）が認定新事業活動実施者が認定新事業活動計画（次条第一項又は第三項の規定による公示に係るものに限る。）に従って提供する情報システム（次の各号のいずれにも該当するものに限る。）を利用してされたときは、当該債権譲渡通知等は、民法第四百六十七条第二項に規定する確定日付のある証書による通知又は承諾とみなす。

この場合においては、当該債権譲渡通知等がされた日付をもって確定日付とする。

- 一 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。
 - 二 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。
- 2 前項の規定は、債権を目的とする質権の設定（現に発生していない債権を目的とするものを含む。）の通知又は承諾について準用する。

3 第一項の規定は、民法第五百条において準用する同法第四百六十七条第一項の弁済による代位の通知又は承諾について準用する。この場合において、第一項中「第四百六十七条第二項」とあるのは、「第五百条において準用する同法第四百六十七条第二項」と読み替えるものとする。

4 第一項の規定は、信託法（平成十八年法律第百八号）第二条第七項に規定する受益権の譲渡の通知又は承諾について準用する。この場合において、第一項中「民法第四百六十七条第二項」とあるのは、「信託法（平成十八年法律第百八号）第九十四条第二項」と読み替えるものとする。

第十一条の三

主務大臣は、第九条第三項第四号に掲げる事項として前条に規定する規制の特例措置を記載した新事業活動計画について第九条第一項の認定をしたときは、当該認定を受けた者の氏名、商号又は名称及び住所を公示するものとする。

2 前項の規定による公示に係る認定新事業活動実施者は、その氏名、商号若しくは名称又は住所を変更しようとするときは、主務省令で定めるところにより、あらかじめ、その旨を主務大臣に届け出なければならない。

3 主務大臣は、前項の規定による届出があったときは、その旨を公示するものとする。

4 第一項又は前項の規定による公示に係る認定新事業活動実施者は、その公示に係る認定新事業活動計画に従って実施する新事業活動を廃止しようとするときは、主務省令で定めるところにより、あらかじめ、その旨を主務大臣に届け出なければならない。

5 主務大臣は、第十条第二項若しくは第三項の規定により第一項若しくは第三項の規定による公示に係る認定新事業活動計画の認定を取り消したとき、又は前項の規定による届出があったときは、その旨を公示するものとする。

2022年4月現在において、産業競争力強化法11条の2に規定する債権譲渡の通知等に関する特例の適用を受けて新事業活動を行うことができる認定新事業活動実施者は1社存在する⁴。今後、新たに登場する認定新事業活動実施者を含め、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譲渡通知又は譲渡承諾を行うことによって、トークン化された匿名組合持分やトークン化された信託受益権の譲渡（移転）に関して第三者対抗要件が具備されることになる。その際、当該通知又は承諾をブロックチェーン上におけるトークンの移転と自動連携させる⁵ことができ

⁴ https://www.meti.go.jp/policy/jigyousaisei/kyousouryoku_kyouka/shinjigyo-kaitakuseidosuishin/saikenjoto.html

⁵ ここでの「自動連携」とは、対象となる匿名組合持分や信託受益権の譲渡について、ブロックチェーン上におけるトークンの移転がなされれば、自動的に当該譲渡に係る所定の情報システムを利用した通知がなされることだけでなく、譲渡に係る所定の情報システムを利用した通知がなされれば、自動的にブロックチェーン上におけるトー

れば、トークン化された匿名組合持分やトークン化された信託受益権の譲渡に関してブロックチェーン上でのトークン移転と一体的に第三者対抗要件を具備することが可能になると考えられる。

その上で、トークン化された匿名組合持分又はトークン化された信託受益権について、ブロックチェーン外での譲渡を防止するための方策としては、匿名組合契約又は信託契約においてブロックチェーン外での譲渡を禁止する旨の規定を置くことが考えられる⁶。このような方策によってブロックチェーン外での譲渡を完全に無効化することができているかを検討するに際しては、トークン化された契約上の地位についての移転要件（民法 539 条の 2）や債権譲渡制限特約（民法 466 条 2 項など）の（類推）適用の有無、受益権の譲渡制限の効力（信託法 93 条 2 項）が論点になると考えられる。

II. ブロックチェーン上の譲渡に関する基本的な方向性及び理論的根拠

上記 I. では、直近の法改正を含め、トークン化の対象として想定される有価証券又は有価証券に表示されるべき権利の譲渡に関する法令上の明文規定及び一般的な解釈を前提に、セキュリティ・トークンのブロックチェーン上での譲渡手続の完結及びブロックチェーン外での譲渡の防止という観点から、現時点で実務的にどのような具体的方策を採り得るのかを概観した。

以上のような個別ルールを前提とした現時点における具体的対応の検討が実務上必要であるのと同じく、これとは異なるレベルで、ブロックチェーン上での権利の譲渡に関して、望ましい方向性を検討し、その方向性を根拠付けるような法理を検討することにも一定の意義があると考えられる。このような法理を提示できるのであれば、今後、セキュリティ・トークンのブロックチェーン上での譲渡手続の完結及びブロックチェーン外での譲渡の防止、ひいてはセキュリティ・トークンの安定的な流通の実現のために新たな立法が望ましいと考えられる場合において、その理論的な根拠になり得ると考えられる。また、立法に至らなくとも、このような法理が個別的な論点に関する解釈論に実質的な影響を与えることも考えられる。さらには、このような法理を背景にして一定の実務が積み上げられるのであれば、そのことが慣習法の形成に寄与することも考えられ

クンの移転がなされることも意味する。

⁶ 匿名組合持分につき、匿名組合契約においてブロックチェーン外での譲渡を禁止する旨の規定を定める方策に関しては、加藤貴仁「ICO (Initial Coin Offering) に関する規制の展開」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－2021 年版』（資本市場研究会、2020 年）215 頁などが言及している。

る。

そのような観点から、セキュリティ・トークンのブロックチェーン上での譲渡に関する望ましい方向性やその方向性を支え得る法理について、今後の検討に向けて以下にごく簡単に示しておきたい。

ここで想定されているセキュリティ・トークンは、二者間の個別契約に基づいて発生するユニークな権利ではなく、発行者が作成した単一の要項や共通の約定（約款等）に基づき、（少なくとも潜在的には）多数の権利者との関係で発生し、その内容が——トークン化された匿名組合出資持分について言えば口数に応じて匿名組合事業から生じる利益の配当及び元本の償還を受ける権利として——均一化・単位化されたファンジブル（fungible；代替可能）な権利である。加えて、セキュリティ・トークンであることの帰結として、ブロックチェーン上の記録の移転とファンジブルな権利の移転が一連として行われることになるため、ブロックチェーン上の口数や残高の記録を通じてのみ権利を移転できることが仕組みとして企図されている⁷。例えば、営業者による特定の不動産を信託財産とする受益権の購入、保有（管理）及び換価処分その他の関連付随する行為（匿名組合事業）のために出資し、匿名組合事業から生じる利益の配当及び元本の償還を受ける権利（出資持分1口当たりの出資額を1億円とする。）をトークン化した場合を念頭に置くと、各投資家は、自らの出資額に応じた口数について、ブロックチェーン上で当該口数に係る保有者として記録されることになる。

なお、本ペーパーにおけるセキュリティ・トークンとは電子記録移転有価証券表示権利等、すなわち、トークン化された権利を指すところ、権利がファンジブル（代替可能）であることとトークン（ブロックチェーン上の記録）それ自体がファンジブル（代替可能）であること⁸は別のレベルの問題であると考えられる。本ペーパーでは、その2つ

⁷ なお、ある権利が、ブロックチェーン上の口数や残高の記録を通じてのみ又は口座残高の振替等によってのみ権利を移転できることが企図され、かつ、均一化・単位化され代替性を有する（ファンジブルな権利である）か否かは、その権利の客観的属性のみから演繹的に結論が導かれるわけではないと考えられる。例えば、セキュリティ・トークン（電子記録移転有価証券表示権利等）ではないが、銀行の事業会社に対する貸付債権は、1円単位で見れば（1億円の貸付債権を1円の貸付債権に分割する場合を考えれば）均一化・単位化されていると見うるから、法改正によってそのような貸付債権が社債、株式等の振替に関する法律の対象に含まれるとすれば、振替社債と同じように、口座残高の振替によってのみ権利を移転できることが企図され、かつ、均一化・単位化され代替性を有する権利になり得ると考えられる。

⁸ 一般に、ブロックチェーン上の記録については、記録がチェーン上に連なることの帰結として、トレーサビリティがあると言われている。セキュリティ・トークンに関して言えば、ある者が有するセキュリティ・トークンの以前の所有者をブロックチェーン上の記録において辿ることは可能であると言われている

のうち、権利がファンジブル(代替可能)であることを想定して検討を行うものである。

権利者の側における義務の履行能力(支払能力や判断能力)が問題となる場合は権利の転々流通自体が困難になるため、トークン化された匿名組合出資持分について言えば、出資義務その他の匿名組合契約上の具体的な義務が権利の発生時点で全て履行されていることが想定される。以下では、そのような意味でのファンジブル(代替可能)な権利を前提に議論を進める⁹。

セキュリティ・トークンは、改ざん耐性、デジタル署名(秘密鍵)といったブロックチェーンの特性や技術を背景に、ブロックチェーン上で権利者やその残高を把握・確定すること(二重譲渡を排除することを含む。)が可能な仕組みを一般的には備えている¹⁰た

(https://www.geekly.co.jp/column/cat-technology/blockchain_detail/)。一般的なトレーサビリティに加え、2018年に発生したCoincheckからの暗号資産NEMの流出に際してはNEMにマーク付与機能があることが報じられた

(https://www.itmedia.co.jp/pcuser/articles/1809/26/news028_2.html)。そのようなトレーサビリティの存在を以て、ブロックチェーン上の記録それ自体がファンジブル(代替可能)でないと評価するか否かは措くとして、ブロックチェーン上の記録それ自体がファンジブル(代替可能)であるか否かは、本稿の分析には直接関係がない。以上の点を敷衍すれば、ブロックチェーン上の記録や物理的な有価証券を含めた媒体のファンジビリティ(代替可能性)の問題に行き着く。物理的な有価証券、例えば、株券や社債券についても、各券面上の記番号によって、相互の券面を識別することは可能であるが、そのことは、株券や社債券に表章される権利がファンジブル(代替可能)であるか否かとは別の問題である。なお、この文脈において、いわゆるNFT(Non Fungible Token)は、その名のとおり、個々のトークン/記録/データそれ自体に固有性があり、ファンジブル(代替可能)ではないトークン/記録/データであると考えられる。

⁹ 権利ではなく物(有体物)に即した区別であるが、代替物と不代替物の区別について我妻榮『新訂民法総則』(岩波書店、1965年)209頁を参照。

¹⁰ 本ペーパーが検討の対象にしているセキュリティ・トークンは電子記録移転有価証券表示権利等であり、その帰結として、ブロックチェーン上の記録の移転と対象権利の移転が一連として行われるものである(脚注2参照)。このような意味でのセキュリティ・トークンであっても、ブロックチェーン上の記録に関する改ざん耐性や用いられる暗号技術にはさまざまなものがあり得るため、「ブロックチェーン上で権利者やその残高を把握・確定すること」に障害が生ずる可能性はある。しかし、一般論としては、ブロックチェーン上で権利者やその残高を把握・確定することができるように設計されているとはいえよう。この点は、私法レベルにおいて、伝統的な(物理的な券面の存在を前提にする)有価証券法理の重要な部分が、券面の所在によって権利の帰属を把握する仕組み(二重譲渡が生じにくい仕組み)に依存しつつ、券面の具体的な作成方法(手形小切手に関して統一手形用紙・統一小切手用紙を用いているか、券面への記載をどのような方法で行っているか等)によって券面に対する信頼の程度には差が生じることと類似しているように思われる。他方、私法レベルでのそのような信頼性の差異を前提に、投資家や利用者の保護の観点から金融規制のレベルで措置を講じることはあり得る。現行の金融規制では、セキュリティ・トークン(電子記録

め、それを生かして、ブロックチェーン上の記録による転々流通を簡易・迅速かつ安定的に行い得るような法的ルールが社会経済的には望ましいと考えられる。

このような見地からは、現行法のもとでも、ブロックチェーン技術が一般化する以前から、一定の権利が口座の残高単位として記録され、譲渡人の口座残高の減額と譲受人の口座残高の増額の記録のみによって、その口座に記録された権利の移転を行う法的仕組みが存在していることが注目される。

(1) 預金口座に係る預金債権の移転

預金口座に係る預金債権については、法令に明文の規定が存しないにもかかわらず、預金口座への記帳によって、預金債権の帰属及び移転が認識される法的ルールが確立しており、預金口座間における預金債権の移転については、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通知若しくは承諾又は債権譲渡登記は必要とされていない。これは、振込みや振替などの預金口座間の預金債権の移転は、債権がその同一性を保ったまま移転する債権譲渡とは異なる法的仕組みによるものと捉えられているためである。

判例（最大決平成 28 年 12 月 19 日民集 70 卷 8 号 2121 頁）によれば、預金口座に係る預金債権については、口座に入金が行われるたびにその額についての消費寄託契約が成立するが、その結果発生した預金債権は、当該口座に係る既存の預金債権と合算され、1 個の預金債権として扱われる。このように、預金口座において管理されている預金債権は、増減額の記帳がされるごとに成立原因を更新する 1 個の残高債権として成立し、その帰属の態様については、1 個の残高債権として口座名義人である預金者に帰属するから、預金者が死亡した場合でも、各共同相続人に確定額の債権として分割帰属することはないとされる。

これを前提とすると、振込みや振替による口座間の預金債権の移転については、次のよ

移転有価証券表示権利)の募集/私募の取扱い、売買の媒介、管理などは第一種金融商品取引業者によって行われることが想定されており、かつ、第一種金融商品取引業者が電子記録移転有価証券表示権利等を取り扱う場合の留意点等については「金融商品取引業者等に関する総合的な監督指針」において詳細な定めが存在している(同監督指針Ⅳ-3-6など)。例えば、同監督指針Ⅳ-3-6-4(1)では、「当該電子記録移転有価証券表示権利等に使用される技術その他当該電子記録移転有価証券表示権利等の特性を踏まえ、電子記録移転有価証券表示権利等のリスクの特定・評価が行われ、下記(2)の措置を含め、当該リスクを適切に低減するための内部管理態勢が整備されているか。また、これらについて定期的な検証及び見直しが行われているか」と記載されている。

うに捉えることができよう。かりに、振込依頼人の口座で管理されている残高債権のうち、特定額の債権について第三者に譲渡する旨の合意がされた場合でも、振込依頼人の口座から当該額の減額記帳がされないまま、当該額の預金債権が上記残高債権から分割されて譲受人に帰属することはない。そして、振込依頼人の口座において、残高債権から振込金の減額記帳がされた場合には、振込依頼人の振込み等に係る預金債権は消滅するから、消滅した預金債権についてさらに譲渡等がされる事態は生じえない。他方で、受取人の口座に振込金の入金記帳がされたときは、その時点で、振込金は特定性を失い、受取人のもとでそれを組み込んだ新たな1個の残高債権として成立する。よって、受取人の口座から第三者の口座に同一金額の振込等がされた場合でも、振込依頼人の振込み等に係る特定の債権が転々譲渡されたものと捉えることはできない。

このように、振込み等による預金口座間の債権の移転については、振込依頼人の預金口座の減額記帳と受取人の預金口座の増額記帳によって債権の移転の効果が確定的に生ずるものと解されている。口座で管理されている預金債権の帰属の変更という法的効果は、当該口座の増減額の記帳を離れては認められないから、誤記帳が生じない限り、口座で管理されている預金債権について二重帰属・二重譲渡は生じない。したがって、その帰属の変更について債権譲渡の第三者対抗要件を具備することに意味はなく、その必要はない。民法515条2項（債権者の交替による更改に係る第三者対抗要件）の適用を受けないことについても、異論はないと思われる。

なお、この点に関し、預金口座に係る預金債権については、譲渡制限特約が付されるのが通常であるが、民法466条の5は、債権譲渡の一般原則に対する例外として、当事者間の特約により禁止された預金債権の譲渡がされた場合には、譲渡は無効となるルールを定めている（譲渡禁止特約が付された預金債権が悪意又は重過失のある譲受人等に譲渡された場合には、債務者は譲渡禁止特約を当該譲受人等に対抗することができる」と規定されるが、預金債権に係る譲渡禁止特約について善意無重過失である譲受人の存在は通常想定されないことからすると、事実上、譲渡禁止特約に反する預金債権の譲渡は常に無効となるというルールであるといえる）。これは、預金債権は入金記帳ごとに残高が変動する1個の債権として成立するという特殊性から、預金口座の増減額の記帳によらないで預金債権の一部の譲渡が認められるとした場合に生ずる法律関係の複雑化を回避することを目的としたものである。その結果、口座に記録された金額と真の預金者が保有する預貯金の金額が一致することが確保されている。

(2) ペーパーレス化された有価証券上の権利の振替口座を通じた移転

社債、株式等の振替に関する法律上の振替社債等に関しては、振替口座簿中の口座の記載又は記録によって権利の帰属が定まる旨が明文で定められており（同法66条など）、

口座における増減額の記録（振替）により、権利移転の効果が生ずるものとされている（同法 70 条及び 73 条）。ペーパーレス化された有価証券について、振替口座簿の増額記録を権利移転の効力発生要件と定めていることの理論的意義については、いくつかの観点から説明することができるが、代替性のある権利の「特定」との関係からは、次のように捉えることができよう¹¹。

口座管理機関が管理する同一種類の有価証券上の権利は、すべて均一な内容であって、個々の権利を識別することはできない。このような口座に記録された有価証券の「代替性」に着目すると、有価証券上の権利が移転するために必要な譲渡対象の特定は、口座上の増減額記録によって行うことが必要となろう。譲渡当事者間の合意のみで権利が移転するという一般原則も、移転対象の権利が他の権利と識別可能な程度に特定されていることが前提となるから、譲渡人の振替口座簿に記録された有価証券のうち、譲受人に移転する対象が譲渡人の有する他の有価証券から識別可能な形で特定されなければ、権利移転の効果を認めることはできない¹²。したがって、譲渡人の口座の減額記録がされたうえで、譲受人の口座の増額記録がされた時点で、有価証券上の権利が譲渡の客体として確定的に特定されたものと解することができ、譲受人の振替口座簿の増額記録の時点が権利移転時と必然的に結びつく関係にあるとみることができる。

以上に見たような口座に記録された権利の帰属又は移転に関するルールは、口座によって管理されているファンジブルな権利については、その帰属ないし移転は口座上の記録と紐付けられるという一般法理を基礎とするものと評価することができよう。したがって、そのことは、法令の根拠がなくても認められる余地があると考えられる。預金債権や振替社債等についての預金銀行や振替機関等における口座上の記録と、セキュリティ・トークンについてのブロックチェーン上の記録とは、中央集権型の帳簿上の記録か分散型の帳簿上の記録かの違いはあるものの、記録によって権利者やその残高を把握・確定できる（二重譲渡を排除することを含む。）という点において、法的に同一の機能を有するものと捉えることができるのであれば、ブロックチェーン上の記録によって残高や口数が管理されているセキュリティ・トークンの帰属ないし移転についても、これ

¹¹ この点については、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 25 巻（2006 年）23-26 頁、42-43 頁を参照。

¹² より具体的にいえば、振替社債については、A 株式会社発行の第 1 回無担保社債（発行日 X 年 Y 月 Z 日）というような銘柄のみでは譲渡対象を特定・把握することはできず、譲渡の対象を特定するためには、それに加えて金額を示す必要がある（社債、株式等の振替に関する法律 70 条 3 項 1 号）。また、振替株式の場合も、譲渡の対象を特定するためには、銘柄とともに数を示す必要がある（同法 132 条 3 項 1 号）。このような金額又は数については、口座上の記録がそれを示す役割を担っており、口座上の記録を離れて譲渡の対象を特定することが困難であることから、口座上の記録を権利の移転と紐付けることが要請されるとみることができよう（同法 66 条等）。

と同じ一般法理によって規律されるということができないのではないか¹³。

口座で管理されている預金債権やペーパーレス化された有価証券上の権利について、口座の記録と離れて権利の帰属や移転が認められないのは、口座で管理されているのがいずれもファンジブルな権利であること、すなわち、すべて均一な内容の権利であって、個々の権利を他から識別することができないという「代替性」を有することによって考えることができる。口座に記録されたファンジブルな権利のうち一定数量について譲渡する合意がされた場合に、当該数量についての権利の移転が認められるためには、譲渡の目的となる権利を他の権利と識別可能な程度に特定することが必要となる。既に見たように、均一化・単位化されたファンジブル（代替可能）な権利は、それが口座上の記録を離れて、譲渡の対象を特定することが困難である点に、その法的な特性が認められる。「代替性」のある動産（種類物）については、物理的な分離によって譲渡の対象を特定することが可能であるが（民法 401 条 2 項）、無体物である権利は、観念的な存在であるから、物理的な分離によって特定することはできない。また、金銭債権など債権一般については、債権の種別、発生原因、債務者の氏名、債権の発生日等によって譲渡の対象を特定することができるが、ここで想定している口座上の権利は、均一化・単位化されることにより代替性を有し、口座残高によって認識される権利であって、このような方法によっては特定することができない。こうしたファンジブルな権利について、特定の名義人が保有する口座（アカウント）上に記録し、その数量又は単位数として把握することは、観念的な存在であるファンジブルな権利に特定性ないし個別性を付与する法技術としての機能を有するものと捉えることができる。そして、権利者が有する他の権利から移転対象の権利を分離し特定するためには、権利を移転しようとする者も権利を取得しようとする者も口座保有者であることとともに、権利者の口座の減額及び取得者の口座の増額の記録によって裏付けられる必要があることから、口座の記録が権利移転の効力要件となることが導かれよう。

以上を前提に、本ペーパーで対象にするようなセキュリティ・トークンについては、暗号技術等によりブロックチェーン上の数量や単位数の記録の複製を極めて困難なものとすることやブロックチェーン上の記録によって権利者やその残高を把握・確定できること（二重譲渡を排除することを含む。）等を通じて、伝統的に中央集権型の帳簿に基づく口座上の記録が担ってきた役割をブロックチェーン上の記録が担うことができるのだとすれば、ブロックチェーン上における数量の記録を権利の移転と紐付けることに

¹³ 得津晶「権利付きトークンの私法上の地位（上）」NBL1182号（2020年）21頁、同（下）1184号（2020年）46頁が、「権利の帰属のシグナルとなる何らかの徴表と実際の権利の帰属との関係を規律する一般的な法理の一形態」として、「口座（アカウント）による財産管理の一般法理」を構想することができるのでないかと述べるのは、これと同じ方向性ではないかと考えられる。

合理性がある。

このようなセキュリティ・トークンのブロックチェーン上での譲渡に関する法理を肯定することができれば、解釈論のレベルにおいて、例えば、トークン化された匿名組合持分がブロックチェーン上で残高や口数が管理され、均一化・単位化されたファンジブル（代替可能）な権利であることを前提に、その譲渡に関してブロックチェーン上の記録が効力発生要件であるとともに対抗要件ともなるという結論¹⁴を導く根拠になり得ると思われる。

上記のような法理が、セキュリティ・トークンの譲渡に関してブロックチェーン上の記録が効力発生要件であるとともに対抗要件ともなるという解釈論上の結論を導くための根拠になるとしても、そのような解釈論がどの程度安定的なものであるのかは、別個の問題である。繰り返しになるが、このような法理は、解釈論において参照されるのみならず、立法の理論的根拠としても参照されるべきものと考えられる。

なお、本ペーパーは、私法上の観点から、権利がファンジブル（代替可能）であるという特性に着目して、ブロックチェーン上での権利の譲渡に関する基礎的な法理を検討したものである。私法上の観点からの検討に際して、権利のファンジビリティ（代替可能性）以外の要素を考慮することを排除する趣旨ではなく、また、将来の立法に際して、金融規制その他の私法以外の観点からの考慮を排除する趣旨でもないことを付言する。

以上

¹⁴ 本文で述べたような口座管理に着目した理論とは異なるアプローチであると考えられるが、判例（最判昭和44年6月24日民集23巻7号1143頁）・通説（小出篤「学校債の無記名証券性」神田秀樹＝神作裕之『金融商品取引法判例百選』（有斐閣、2013年）152頁、吉井直昭『最高裁判所判例解説民事篇昭和44年度（上）』（法曹会、1971年）533頁）が、特別な法令や慣習法なしに権利を（私法上の）有価証券（物理的な券面としての有価証券）とすることが可能であるとしている点を踏まえ、物理的な券面が存在しないセキュリティ・トークンに関する有価証券法理の（類推）適用が可能であるとする見解が存在しており（大越有人「電子記録移転権利の法的位置付けについて」NBL1189号（2021年）30頁）、このような見解を採用する場合も、同じく、トークン化された匿名組合持分の譲渡に関してはブロックチェーン上の記録の移転が効力発生要件であるという結論が導かれると考えられる。