

第1章 有価証券とデジタル資産の関係・業者に関する私法と規制法の関係

東京大学名誉教授 神田秀樹

1 はじめに

本稿では、有価証券とデジタル資産の関係および業者に関する私法と規制法の関係についての基本的な点に関する整理をし、若干の立法論を試みる。

2 有価証券とデジタル資産の関係

(1) デジタル資産の意味など

一般に、デジタル資産の定義としては、デジタルな電子記録（電磁的記録）またはその記録から導かれる情報を意味するとされているが、本稿では、デジタルな電子記録のほうを使用する。

その場合、そうしたデジタル資産に関する私法上の法律関係、とくにその譲渡や担保差入れに関する法律関係（以下「物権的な法律関係」と呼ぶ）を考える際には、第1に、デジタルでない電子記録とデジタルな電子記録とを同一に取り扱うのが妥当か、また第2に、物権的な法律関係を考える際に、いわゆる「排他的な支配」に服する電子記録について考えるべきか、そうでない電子記録をも含めて考えるべきかということが、問題となりうる。

なお、「排他的な支配」という概念については、いわゆる「競合性」をいうべきとの指摘もあるが、ここでは、ユニドロワの「デジタル資産と私法に関する原則」（UNIDROIT Principles on Digital Assets and Private Law）（2023年）（以下「ユニドロワ原則」と略す）がとる立場によることとし、以下では、この意味での「排他的な支配」に服する電子記録を「支配可能な電子記録」または「支配可能なデジタル資産」と呼ぶこととする。

ユニドロワ原則では、上記の排他的な支配を「支配」として定義しているが（同原則6条）、そこでの「支配」概念は、法律上の概念ではなく事実上の概念とされている。この点については、国によっては、有体物についての「占有」概念と同様に、支配概念を法律上の概念としたほうがわかりやすい場合もあると考えられるが、本稿では、ユニドロワ原則の立場によることとしておく（すなわち、支配とは排他的な支配を意味する事実上の概念とする）。ついでに付言すると、ユニドロワ原則では、デジタル資産を電子記録から導かれうる情報と定義しているが、これは先行する他の国際機関のモデル法など、とくにUNCITRALの「電子移転可能記録に関するモデル法」（UNCITRAL Model Law on Electronic Transferable Records）（2017年）の立場との整合性に配慮したものである。なお、このUNCITRALのモデル法は、支配概念を用いているが、支配の定義規定は設けられていない。

(2) 物権的な法律関係

以上に基づくと、有価証券が電子化された場合における電子記録は、支配要件を満たす

ものについて、その物権的な法律関係に関して、紙の有価証券と同様の法律関係を整備することとしている国が多く、また、そうした法改正を検討している国が多いと見受けられる（上記の UNCITRAL のモデル法もこれを想定していると見受けられる）。日本もこれに含まれる（後述する振替株式制度のほか、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）参照）。

他方において、有価証券化されてこなかった権利または有価証券化されることが想定されていない権利に係る電子記録については、端的に、そうしたデジタル資産について、新しい立法によって物権的な法律関係を明記する例が出始めている（アメリカの統一商事法典の 2022 年改正がその例）。

この点に関連して、支配可能なデジタル資産にはネイティブなデジタル資産とそうでないデジタル資産との 2 種類があることに留意する必要がある。後者は、定義がしにくい、そのデジタル資産の価値が他の資産（デジタル資産である場合を含む）などの価値等にリンクして決まるようなデジタル資産である。ビットコインは前者の例であり、いわゆるステーブルコインは後者の例である。なお、後者にはそのデジタル資産の発行者が存在する場合が多い。

日本でも、少なくとも支配可能なデジタル資産のうちの一定のものについて、法改正によって、物権的な法律関係を明らかにすることが望ましいと考えられる（これまでの日本における議論については、金融法委員会「仮想通貨の私法上の位置付けに関する論点整理」（2018 年）および同所に引用されている文献、加毛明「情報の取引と信託」神作裕之編『フィデューシャリー・デューティーの最前線』1 頁（2023 年）などを参照。その場合、有価証券が電子化される場合における電子記録は、支配可能なデジタル資産の要件を満たすものについて、その物権的な法律関係に関して、紙の有価証券と同様の法律関係を整備することとし、それに加えて、それとは別に、有価証券化されてこなかった権利または有価証券化されることが想定されていない権利に係る電子記録については、物権的な権利を認める方向で、新しい立法ないし法改正を検討することが望ましいと思われる。後者の点については、たとえば、イギリスにおける法案（Property (Digital Assets etc) Bill（2024 年 9 月））が、参考になる。

（３）金融商品取引法

金融商品取引法における有価証券概念に関する詳細はここでは省略するが、同法の 2019 年改正および 2022 年改正後におけるデジタル資産に係る規定の姿は、おおむね次のとおりである。すなわち、第 1 に、有価証券が電子化されたデジタル資産は、有価証券が金融商品取引法 2 条 1 項の有価証券であれば、同法 2 条 2 項前段でみなし有価証券とされる。第 2 に、有価証券が電子化されたデジタル資産以外のデジタル資産については、ネイティブなデジタル資産はみなし有価証券とならないが、暗号資産については、一定の不公正取引

禁止規制の適用がある。第3に、暗号資産を原資産とするデリバティブ取引は金融商品取引法の適用対象となる。第4に、有価証券が電子化されたデジタル資産以外のデジタル資産のうちで同法2条2項後段各号に該当するものは、みなし有価証券になるが、同法2条3項により、一定のもの（電子記録移転権利）は流通性が高いものとしていわゆる1項有価証券（同法2条1項・2条2項前段および中段を含んだ概念）になる（2条2項前段と合わせて「電子記録移転有価証券表示権利等」という）（以上について、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」資本市場研究会編『企業法制の将来展望 2023 年度版』（財経詳報社、2022 年）349 頁参照）。

この点については、最終的な辻褄は合っている（すなわち、上記の取扱いは妥当である）と考えられるものの、金融商品取引法の規定のしかたが（紙のある）有価証券を出発点としているため、わかりにくくなっている。証券取引法の 1998 年改正の後は、理論的には、有価証券概念の出発点は同法2条2項5号（いわゆる集団投資スキーム）であるべきである。そこで、これを出発点としたうえで、流通性の高いものは1項有価証券、そうでないものは2項有価証券（同法2条後段各号のみなし有価証券）とするという書き方に変えることが望ましいと考えられる。なお、ネイティブなデジタル資産について、投資の対象として利用されるものであれば、本来であれば、不公正取引禁止規制以外についても、金融商品取引法の適用対象とすべきであるが、情報開示制度の作り方がむずかしく（発行者が存在しない）、また、業規制については、暗号資産については資金決済法（資金決済に関する法律）において規制が設けられているため、2重規制を避ける趣旨から金融商品取引法における規制対象とはしていないという現状の姿は、やむをえないと言えそうである。換言すれば、暗号資産は支払（決済）の手段としても利用されるので、資金決済法の規制対象とすることには一理ある。ただし、暗号資産については、現行金融商品取引法上は不公正取引規制のうちでインサイダー取引規制の適用がないが（将来の課題とされている）、この点は、アメリカや EU の動向を踏まえると、規制対象とすべきものと考えられる（加藤貴仁「インサイダー取引規制の構造・機能の再検討—暗号資産に関するインサイダー取引規制の要否を題材にして」資本市場研究会編『企業法制の将来展望 2024 年度版』（財経詳報社、2023 年）173 頁参照）。

また、立法論としては、暗号資産については、有価証券概念とは切り離して金融商品取引法の適用対象とし、開示規制や業規制を設けるという方向が考えられる（金融庁「＜ディスカッション・ペーパー＞暗号資産に関連する制度のあり方等の検証」（2025 年 4 月 10 日）参照）。

3 業者に関する私法と規制法

（1）業者の意味など

デジタル資産は、業者を通じて取得され、譲渡が行われ、また業者を通じて保有される

のが通常である。暗号資産の場合には、業者は取引所とか交換所と呼ばれることも少なくない。この場合、たとえばブロックチェーンへのアクセスに係る秘密鍵は業者が保有するのが通常であり、顧客が自ら秘密鍵を保有する例は実際には少ない。そこで、こうした場合における業者とは法的に何であるかが問題となる。ネイティブでないデジタル資産については、発行者が存在するケースが多く、発行者とは別に、顧客のために、顧客の指示に従って、譲渡等を取り扱い、デジタル資産を保有・管理する業者が存在するのが通常の姿である。

（２）規制法上の法律関係

現在の金融商品取引法においては、有価証券等管理業務として、振替株式等（以下、振替株式で代表して述べる）の振替に係る行為と有価証券の管理に係る行為と定められている（同法 28 条 5 項）。ただし、「第一種金融商品取引業に係る業務のうち」と限定されている（同規定）。

前者の行為については、金融商品取引法は「振替を行うために口座の開設を受けて〔振替株式〕の振替を行うこと」と表現している（同法 2 条 8 項 17 号）。そして、後者の行為については、業者が顧客から有価証券の「預託を受ける」と表現している（同法 2 条 8 項 16 号）。正確には、「その行う〔2 条 8 項〕第 1 号から第 10 号までに掲げる行為に関して、顧客から金銭、第 1 項各号に掲げる証券若しくは証書又は電子記録移転権利の預託を受けること（商品関連市場デリバティブ取引についての第 2 号、第 3 号又は第 5 号に掲げる行為を行う場合にあっては、これらの行為に関して、顧客から商品……又は寄託された商品に関して発行された証券若しくは証書の預託を受けることを含む。）」と定義している。

本稿では、上記の両方の行為（有価証券以外についても含む）をまとめて「カストディ」と呼ぶこととする。

金融商品取引法のもとでは、金融商品取引業者等による有価証券等管理業務について、業者に顧客資産の分別管理義務を課しており、業者は「確実にかつ整然と管理する方法として内閣府令で定める方法により、自己の固有財産と分別して管理しなければならない」と規定し（金融商品取引法 43 条の 2 第 1 項）、「顧客から預託を受けた有価証券」および「顧客の計算において金融商品取引業者等が占有する有価証券」という用語が使われている（同項 1 号 2 号参照）。

（３）私法上の法律関係（とくに物権的な法律関係）

現在の金融商品取引法は、振替法（社債、株式等の振替に関する法律）を前提としており、それによれば、振替株式を例にとると、顧客（振替法にいう加入者）が発行会社の株式を有し、会社法上の株主となる。このため、口座管理機関である業者が倒産した場合でも、その業者が顧客のために口座を管理する振替株式は、顧客に帰属する。すなわち、顧

客は自らの振替株式について破産法等のもとで取戻権を有する。

ただ、注意しなければならないことは、有体物である有価証券が存在する場合には（この場合には振替法の適用はない）、顧客は特定の株券を有すると解されてきているのではなく、同種同量の株券を有すると解されてきたことである（たとえば、〇〇株式会社の株式 100 株分）。この点は、有価証券の電子化によって変更はなく、たとえば、顧客はトヨタの株式 100 株を有し、振替制度のもとでも、それを口座管理機関である業者が取り扱うということとなっている。なお、株券について民法 665 条の 2（混合寄託）が適用されると考えると顧客が有するのは共有持分ということになり、株券電子化に際して振替法はこの法律構成を変更したということになるが（ただし、株券電子化に係る振替法の改正は上記の民法の規定の新設よりも前の時期に行われている）、本稿ではこの点の詳細は省略する。

以上を金融商品取引法上の業者の分別管理義務との関係でみると、振替行為（同法 2 条 8 項 17 号）に際しては顧客資産の分別管理義務は問題とならないと解される。その理由は、株式は顧客に帰属すると構成されるからである。これに対して、管理行為（同法 2 条 8 項 16 号）との関係では、業者は顧客資産の分別管理義務を負う。ただ、金融商品取引法上、分別管理義務の意味が何か、とくにそれが私法上の分別管理（信託法 34 条参照）を意味するのかは、必ずしも明らかとは言えないように思われる。このため、金融商品取引法上の分別管理義務が履行されていても、その私法上の効果については、必ずしも明らかとは言えないように思われる。

では、デジタル資産についてどのように考えられるか、また、考えるべきか。

第 1 に、振替法の適用があるデジタル資産については、上記の通り、かりにもし秘密鍵を業者が有する場合であっても、そのデジタル資産は顧客に帰属すると考えられる。第 2 に、しかし、振替法の適用がないデジタル資産については、この点は自明ではない。ビットコインについては、顧客は取戻権を有しないとする裁判例が著名であるが（東京地判平成 27 年 8 月 5 日 LEX/DB25541521）、資金決済法は、2019 年の改正により、一定の範囲で（顧客資産の分別管理を前提として）顧客の業者に対する権利について他の債権者の債権に優先する権利を付与している（資金決済法 63 条の 19 の 2）。このような規定は、金融商品取引法上は見当たらない。

以上を要するに、顧客と業者の間に「管理」関係が成立する場合における私法上の法律関係は必ずしも明確とは言えず、また、業法においても、分野横断的に一貫した考え方が取られているとは言えそうにない。

振替法の適用がないデジタル資産については、新しい立法ないし法改正によって、業者の倒産時とそれ以外の場面を含めて、顧客と業者（ないし業者の債権者）の私法上の権利関係を明確にすることが望ましい。その場合、上述したように、有価証券化されてこなか

った権利または有価証券化されることが想定されていない権利に係る電子記録について、物権的な権利を認める方向で新しい立法ないし法改正を検討することが望ましい。それと合わせて、振替法の適用があるデジタル資産を含めて、業者が電子記録（すなわちデジタル資産）を「管理」する場合について、業者が顧客のために有する電子記録については、物権的な権利を顧客が有することとすべきである。その場合、同種同量の電子記録についての規定を設ける必要がある。そして、どのような場合がこの意味における顧客と業者の関係になるか、換言すれば、いわゆるカストディ関係（とくに「管理」ないし「預託」等の関係）が成立するのはどのような場合か、その私法上の効果は何かについても、新しい立法ないし法改正によって明確にすることが望ましい。これらの点についても、ユニドロワ原則が参考になると思われる。