

<1. はじめに>

・「金銭信託」とは何か

- ①金銭の信託→引受の時の財産が金銭またはこれと同視できる小切手等
- ②信託終了（一部解約）時に（原則として）信託財産を換金して金銭で受益者に交付する
cf.金銭の信託のうち信託財産を現状のまま交付するものは「金銭信託以外の金銭の信託」（金外信託）

・「金銭（の）信託」にカテゴライズされる信託にもさまざまなものがある

金銭の信託	金銭信託	指定	合同運用指定金銭信託	一般口、ヒット、実績配当型金銭信託、他の合同運用指定金銭信託の運用先（マザーファンド）、貸付信託、教育資金贈与信託、特定寄附信託、後見制度支援信託、財産形成信託、財産管理信託など
			単独運用指定金銭信託（指定単）	年金信託、厚生年金基金信託、確定給付企業年金信託、公益信託、特定贈与信託、合同運用指定金銭信託（実績配当型金銭信託など）の運用先、株式需給緩衝信託 [®] ？
		特定	合同運用特定金銭信託	？
			単独運用特定金銭信託	投資信託、特定金銭信託（特金）、確定拠出年金信託
	金銭信託以外の金銭の信託	指定	合同運用指定金外信託	？
			単独運用指定金外信託	ファンドトラスト、自己株式取得信託
		特定	合同運用特定金外信託	従業員持株信託
			単独運用特定金外信託	金外特金

①「金銭信託」の機能は多様

- 「運用型」（運用による利殖を目的とする信託）→ヒット、実績配当型金銭信託、年金信託、投資信託、特金、ファンドトラストなど
 - 「預金型」（元本保証あるいはそれに近い安全確実な形での金銭の管理運用を目的とした信託）→合同運用指定金銭信託（一般口）、貸付信託など
 - 「管理型」（金銭を一定の目的・スキームに従って使用・管理・処分していくことを目的とする信託）→教育資金贈与信託（預金型でもある）、財産管理信託、公益信託、株式需給緩衝信託、自己株式取得信託、従業員持株信託など
- * 「転換型」の商事信託は、金銭の信託ではないことが多い

②信託期間中の信託財産の形態は多様（金銭とは限らない）

信託設定時と終了時の信託財産の形態が金銭であるということは共通しているが、金銭は信託期間中は運用されて何らかの財産に形を変えることが多く、同じ金銭信託であっても

信託期間中の信託財産の形態はそれぞれ異なる（cf.信託法 16 条 1 号）→設定時と終了時を除けば「金銭」という財産の特殊性に着目した法的規律（たとえば分別管理の方法に関する信託法 34 条 1 項 2 号ロ）において共通しているわけでもない

・現行の信託法・信託業法は、金銭信託という概念に着目した金銭信託固有の規律を置いていない。しかし、金銭で設定され、金銭で償還される金銭信託という形式の信託には、上記のようにいくつか典型的な類型があり、そうした類型の信託の機能に照らして、受益者保護の観点から一定の規制を設ける立法論を検討する余地があるのではないか。特に、小口多数の一般公衆が受益者となり、受託者によって用意された定型的な信託約款に基づいて設定されるマスリテール向けの金銭信託においては、信託契約ごとに受益者を観念し、各受益者にさまざまな権限を与えるという信託法の基本原則によっては、当該商品における受益者のニーズを踏まえた受益者の利益が十分に守られないという問題や、商品性が適切に維持されないという問題があり、立法による対応の必要性が考えられる。

・マスリテール向けの金銭信託の類型

a.ポートフォリオ運用による利殖を目的とする金銭信託→運用型

ex. 投資信託、実績配当型の合同金信

b.安全確実な金銭での償還を可能とする貯蓄手段としての金銭信託→預金型

ex. （かつての）貸付信託、（元本補填型の）合同金信（一般口）

* 銀行預金と並立する間接金融チャネルとして機能する合同運用金銭信託

c.決済手段として金銭信託のスキームを用いるもの→預金型・管理型の一類型

ex. ステープルコイン

・マスリテール向けの金銭信託一般の特徴→受益者が小口多数であること

- 合同運用についての法整備の必要性（行岡報告）

- 受益者の集団的処理（意思決定・受益者の権利行使）についての法整備の必要性（久保田報告）

・「預金型」の金銭信託に求められる機能

→小口一般投資家である受益者に対する安全確実な金銭の交付

→このような機能を有する「預金型」金銭信託の実例として「貸付信託」があり、そのマスリテール向け預金型金銭信託としての機能・特性に着目した「貸付信託法」による特別な規制が存在する

→貸付信託法の規制は、「預金型」金銭信託に関する立法論において考慮すべき要素を抽出するうえで参考になる（2. 参照）

・「決済」型金銭信託に求められる機能

→円滑な価値の移転の必要性

→特にトークン化された受益権について譲渡の効力要件・対抗要件の検討が必要(3. 参照)

<2. 「預金型」金銭信託についての立法論>

<2.1. 「預金型」金銭信託のモデルとしての「貸付信託」>

・貸付信託法における貸付信託の定義→「この法律において「貸付信託」とは、一個の信託約款に基づいて、受託者が多数の委託者との間に締結する信託契約により受け入れた金銭を、主として貸付又は手形割引の方法により、合同して運用する金銭信託であつて、当該信託契約に係る受益権を受益証券によつて表示するものをいう。」(2条1項)

・「貸付信託」の要素

① 信託は委託者の数だけ設定されるが、信託約款は共通

② 運用方法の限定→「主として貸付又は手形割引」により運用されることとされている
(信託約款において指定されている(指定金銭信託))

*ただし、ベビー・マザーファンド構成を否定するものではない(ベビーファンドの運用先はマザーファンドの受益権ないし持分だが、マザーファンドを介して間接的に貸付・手形割引に運用していればよい)

③ 合同運用

*貸付信託は信託銀行が広く大衆から預託された資金をまとめて長期資金として運用することを可能にするため政策的に創設された信託の制度(「一般投資者による投資」に基づく「長期資金の円滑な供給」を目的とする(貸付信託法1条))→信託財産ごとに分別して運用することは想定されておらず、当然に合同運用が求められている

*信託約款ごとに合同運用団が形成される(当該信託約款を受け入れることが、合同運用団への参加への同意と解される)

④ 金銭信託

⑤ 受益証券が発行される

⑥ 元本補填の定めが置かれることを想定

*貸付信託法上、貸付信託の要件には元本補填は入っていないが、兼営銀行が受託する指定金銭信託である貸付信託においては元本補填の定めを置くことは可能であり(兼営法6条)、貸付信託法でも元本補填の定めが置かれることが前提とされている(貸付信託法3条2項11号、14条)。なお、実績配当主義の建前をとる貸付信託では、利益補足の定めの実例はなく、それに関する規定も貸付信託法には置かれていない(実務上は予想配当率が開示されており、予想通りの配当率が実現されていた)。

*元本が保証される貸付信託は預金保険の対象

<2.2. 「預金型」金銭信託の定義？—立法論の対象の限定>

・「小口一般投資家である受益者に対する安全確実な金銭の交付」が求められる信託→受益者の権利が元本・収益に対する確実な給付に対する権利という形に抽象化されており、受益者の利益保護のための個別の権利行使が期待できない

・「預金型」金銭信託の要素

①一個の信託契約に基づく多数の委託者

③「合同運用」（一つの信託約款のもとで多数の委託者・受益者が存在し、各信託の信託財産が合同で運用される）

④元本補填（または利益補足）の定めがある

⑥金銭信託

*なお、④を要素とする場合、事実上、兼営金融機関しか「預金型」金銭信託は受託できなくなる（兼営金融機関ではない信託会社は、銀行ほどの健全性規制が置かれておらず、財産的基礎が十分ではない可能性があるから、元本補填の定めを置くことはできない（信託業法24条1項4号）→銀行法3条（預金業務を取り扱うとみなし銀行となり厳格な銀行規制の対象となる）の趣旨を踏まえると、その脱法を防ぐためにも、預金型の金銭信託を受託する者は銀行規制の対象とするべきであり、信託業法24条1項4号の定めを改正する必要性はないのではないか

*①③④の要素を持たない金銭信託（多くの指定単・特金）も、金銭信託である以上、受益者には金銭での交付に対する期待はあるが、実績配当型であれば確定額による安全確実な償還に対する期待はないこと、受益者自身が受託者に対するガバナンスのインセンティブを持つこと、常に厳格な流動性の維持が求められているとも限らないこと（流動性がなければ期限延長など個別の対応がとられることもある）、から、金銭信託であるということだけを理由とした特別な規制の必要性は高くないと考えられる

*貸付信託の要素（2.1.参照）のうち、運用方法の限定（②）および受益証券の発行（⑤）は、「預金型」金銭信託の要素とする必要はないと考えられる（後述）

<2.3. 貸付信託法の規制と「預金型」金銭信託に関する立法論>

<2.3.1. 受益権の有価証券化に関する規定>

・8条（有価証券化（原則として無記名証券）の強制、信託法上の受益証券発行信託の規定の準用）・9条（受益証券発行の届出）

- 「預金型」の金銭信託において、受益権の流通性があることが受益者保護のために必須であるとまではいえず（固有財産による買取という形で解約が認められれば受益者の換金の利益の保護という観点からは十分）、有価証券化を求める規定（8条）は預金型金銭信託には不要と考えられる。

- 預金においても無記名預金はすでに行われておらず、無記名有価証券でなくても預金の機能（安全な貯蓄）は果たせる→むしろ、預金は譲渡禁止なのが原則（cf.民法466条の

5)

- 旧信託法においては信託受益権の個別性から、その有価証券化は認められないとされていたところ、貸付信託においては受益者の権利は抽象的なものであることから、受益権を無記名証券化することを特に許容したものとされる。貸付信託は、信託銀行によるマスリテールからの中長期資金吸収という政策目的から、無記名証券性というメリットを前面に出して商品が設計された。現行信託法では受益証券発行信託は一般に可能であり、預金型のマスリテール信託と受益証券の発行を結びつける必要性はない（もちろん、信託法の原則通り受益証券の発行は可能）

・ 10条（委託者の権利義務を受益証券取得者が承継する旨の規定）

- 受益権が流通する場合に、委託者の権利と受益者の権利が分属し競合するという問題について、信託法上、受益証券発行信託については一定の手当がされている（信託法 215 条）→預金型金銭信託でも、受益証券を発行すればこの規定で手当がなされる
- 一方、受益証券を発行しない場合は、信託法 215 条の適用もないが、そのような金銭信託は受益権の流通が想定されておらず、委託者の権利と受益者の権利とが分属する事態は現実には想定されない→仮に受益権が流通する場合は、信託法 146 条の定めを置けばよく、貸付信託法 10 条の規定を強行規定として置く必要まではないかもしれない
- もっとも、受益権を固有財産で買い取り償還する場面においては、10 条類似の規定が必要になる可能性がある→後掲 2.3.3.における貸付信託法 11 条の検討を参照

<2.3.2. 受益者の集团的処理に関する規定>

・ 5条・6条（信託約款の変更）

- 多数受益者が存在する貸付信託における合理的な集团的処理を可能にする規定。元本補填の定めがあること、固有財産による買取など一定の受益者の保護の規定が存在することを踏まえて、内閣総理大臣の認可を得た上で公告による異議催告を行うことで信託約款の変更を認める。
- 預金型の金銭信託に限らず、受益者多数の信託における意思決定一般の問題として立法することが望ましい（久保田報告参照）

<2.3.3. 貸付信託の法形式および受益者の実態に応じた受益者保護のための特別の規定>

* 信託においては、本来は独立の信託ごとに個性を持った委託者・受益者が、信託関係上の諸権利を行使することが想定されているが、貸付信託では、受益者は元本・収益の確実有利な給付に対する請求権としてしか受益権をとらえておらず、受託者たる信託銀行に対する規制上の監督の存在も踏まえた受託者に対する信頼という実態から、受益者自身による諸権利の行使は実際には期待できず、地位が抽象化されている。このような実態を踏まえ、受益者の利益（とりわけ元本・収益の確実有利な給付を受けるという利益）を保護するための

諸規定が置かれている。

・ 3条・4条

- 信託約款の記載事項の法定（3条2項）と当局の承認
 - ①信託の目的
 - ②信託契約の締結の際の信託財産の額に関する事項
 - ③受益証券に関する事項
 - ④委託者及びその権利義務の承継に関する事項
 - ⑤信託の元本及び収益の管理及び運用に関する事項
 - ⑥信託の収益の計算の時期及び方法に関する事項
 - ⑦信託の元本の償還及び収益の分配の時期、方法及び場所に関する事項
 - ⑧信託約款に基く信託契約に係る信託財産の合同運用に関する事項
 - ⑨前号に掲げる信託財産と他の信託財産との分別運用に関する事項
 - ⑩信託契約期間、その延長及び信託契約期間中の解約に関する事項
 - ⑪元本の補てんの契約をする場合においては、その割合その他これに関する事項
 - ⑫信託報酬の計算方法並びにその支払の方法及び時期に関する事項
 - ⑬信託約款の変更に関する事項
 - ⑭信託会社等における公告の方法
 - ⑮その他公益又は受益者保護のため必要かつ相当であると認められる事項で内閣府令で定めるもの
- これらの内容は、一部（③など）を除き、「預金型」金銭信託の約款にも記載を求めべき事項として参考になる。一方、当局の承認は不要であると思われる（投信法は「届出」）。
 - * 銀行の預金規定は承認の対象となっていない。
- 貸付信託の信託契約は2年以上（3条3項）→信託の期間の法定は不要ではないか（もともと政策目的）

・ 6条4～6項

- 約款変更異議を述べた受益者の受益権は受託者の固有財産をもって買い取る旨の規定
- 兼営法5条5項、および信託法104条12項は、定型的信託契約約款の変更・信託の変更への反対受益者の受益権は信託財産で買い取ることをデフォルトルールとしている（別段の定め可能）
- 元本補填型の合同運用金銭信託（預金型）の場合、受益者に対する確実な金銭での償還を確保する必要があること、元本補填型では受託者が信託の管理・運用について最終的な責任をとることになっていること、手続の簡便性、合同運用信託財産の維持（実質的な期中解約を防ぐ）の観点から、固有財産で買い取ることにする貸付信託法の規定を取り入れ

るべきではないか。

・ 11条

- 固有財産による受益権の買取りを認める規定
- いわゆる任意での解約（払戻）について→「預金型」の場合、受益者からの払戻に適宜応じられるようにしておくことも必要
- * 一般に合同運用指定金銭信託は中途解約不可だが、そうでない商品性も考える
- 「解約」の法的構成

①信託の終了

- * 委託者兼受益者であれば、いつでも終了が可能。
- * 一方、受益権が移転している場合は、（委託者の地位を移転しない限りは）受益者のみによる終了を可能にするためには、信託行為の定めが必要（信託法164条3項または163条9項）となるが、委託者の権利義務を受益権取得者が承継する旨の規定（貸付信託法10条参照）を設ければ、受益者のみによる終了が可能（信託法164条1項ただし、2項の損害賠償を排除する必要性はある）。
- * この場合、信託は清算され、実質的に信託財産が払い戻されることになるが、合同運用の場合、運用団に影響を与えうる→払戻の申し出があった場合に固有財産での受益権の買取によって応じる方法を受託者が選択できるようにしておく必要性があるのではないか。

②受益権の買取

- * 現在の信託法では固有財産による受益権の取得は可能である（信託法8条参照）が、受益者からの信託の終了の申し出があったときに、受託者が終了ではなく買取を選択できる制度としておくことに意味があるかもしれない（なお、貸付信託法11条が定める1年の据置期間を維持する必要はないと考えられる）
- * 固有財産による買取りを可能にするためには、他の法整備も必要

a.買取後の委託者の権利の帰趨

固有財産による買取後は、委託者の権利が他の者に残っているべきではない→委託者の権利義務を受益権取得者が承継する旨の規定（貸付信託法10条参照）の必要性

cf.なお、旧信託法では、委託者と受託者を兼ねる（信託宣言）が認められていなかった（旧信託法1条）ことから、貸付信託法10条は「委託者の権利を承継する」という構成をとっているが、現行信託法では端的に委託者の地位を受益者に移転させることでよい

- b.受託者が受益権の全部を固有財産で有する状態が1年続くことが信託の終了事由とされていること（信託法163条2号）について→信託運用財産の一体性を保つ観点から、同号の適用除外を定める必要はないか？

・ 12条

- 1個の信託約款に基づく貸付信託は合同運用されるが、その他の信託財産とは分別して運用しなければならない旨の規定→信託法に「合同運用」の規定を置くとすれば、その規定の一つとして参考になる（合同運用団ごとに管理し、損益を帰属させる必要があり、他の運用団と損益を共同計算してはいけない）

・ 13条

- 運用対象を貸付け等に限定する旨の規定
- 貸付信託法が運用対象を貸付等に限定しているのは、家計の退職資金を長期産業金融につなぐという政策的な目的を正当化根拠として貸付信託の立法が実現したという経緯によるものであると考えられ、貯蓄目的の金銭信託であるという性質から当然に運用対象を限定する必然性が生ずるものではないと考えられる→運用対象の限定は不要ではないか（もっとも、元本保証型の場合、実際には貸付による運用がほとんどになると思われる）

*一方で、運用対象は限定しなくても、ポートフォリオ管理や債務者管理など、運用に関するリスク管理を適切に行うことは求められる。このようなリスク管理体制整備を強行規定として規定するべきかという問題がある。

- なお、兼営法施行規則37条が、有価証券に対する投資が信託財産の1/2を超える場合には損失補填を行うことを認めていないことの規定は、預金型金銭信託にもかかると考えられる（金商法の損失補填禁止との調整？）

・ 14条

- 元本補填型における特別留保金の規定→貸倒引当金に近い性格
- 事実上兼営銀行のみが受託できる預金型金銭信託において、銀行法の健全性規制に加えてかかる強行規定が必要か？

<2.3.4. 「預金型」金銭信託にかかるその他の立法論>

・ 信託法上の帳簿閲覧請求権（信託法38条1項）について

- 信託法上の帳簿等閲覧請求権（38条1項）は強行法規（ただし、重要ではなく、他の利益を害する恐れがある情報については、信託行為に閲覧を拒否できる旨を定めることができ、この定め受益者が同意した場合、同意の撤回も認めない。同条4項・5項）
- 信託法38条2項は、閲覧拒絶事由を定めるが、預金型金銭信託をはじめとして、合同運用の信託の場合は、受益者ごとに別の信託になっているので、同項3号の「受益者の共同の利益を害する」ことによる拒絶事由が適用できない可能性があるという問題がある→合同運用信託全体を一つの信託とみて、同項3号にあてはまるような場合を同項1号（受

益者としての調査以外の目的での請求)にあたりと解釈して適用するという解釈論があるが、合同運用の場合についての拒絶事由の規定を正面から置くべきではないか

- 信託法 213 条 1 項 3 号は、受益証券発行信託について、閲覧権を少数受益者権 (3% 以上の持分) とすることを認めている。合同金信についても、同様の規定を置くことが考えられる

- 預金型金銭信託については、さらに進んで、銀行法 23 条のように、およそ受益者による帳簿閲覧請求権を排除するという立法も考えられる (預金保険の存在を前提として、預金者によるモニタリングを排除する→貸付先の信用状況が筒抜けになるなどの弊害が大きい)

・その他、貸付信託法の法規制を超えて、信託財産の流動性を維持する規制や、信託財産についての評価義務を課す規制を置くという立法論も考えられるが、元本補填の定めがあり、かつ中途解約時に固有財産で買い取ることを可能とする立法論を超えて、信託財産について流動性を強制する必要性まであるかは疑問

<3. 受益権のトークン化>

<3.1. 問題の所在>

・いわゆる電子的トークンに、権利、財産その他の経済的な価値 (権利等) を表象させ、当該電子的トークンを電子的な帳簿上の記録に基づいて流通させる仕組み

→ 電子的トークンの移転 (電子帳簿上の記録) と、表象された権利等の移転 (権利等の法的な移転→効力要件・対抗要件の具備) を一致させることが課題となる。

・現行法上の対応：受益証券不発行の受益証券発行信託の活用

①譲渡当事者間の合意により譲渡の効力が発生し、受益権原簿の記録により対抗要件が具備される (信託法 195 条 1 項・2 項)。電子帳簿上の記録と受益権原簿の記録とを事実上連動させることで、電子的トークンの移転と法的な移転が一致する。

②信託行為上の受益権の譲渡制限には物権的効力がある (信託法 93 条 2 項)。信託行為により受益権の譲渡に受託者の承認が必要とし、電子帳簿上の記録以外の方法による受益権の譲渡を禁止することで、受益権原簿上での一元的な管理を可能にする

・「受益証券不発行の受益証券発行信託」構成の問題点

- 法律構成が技巧的

- 物理的な受益証券が発行されている場合には、受益証券の交付が受益権の譲渡の効力要件であり (信託法 194 条)、かつ、基本的に受益証券の提示により受益権原簿の名義書換が行われるため (信託法 198 条 2 項、信託法施行規則 21 条 1 項)、受益権原簿の記載・記録と権利の帰属が一致する蓋然性が高い状況が確保されているといえる。これに

対し、受益証券不発行の場合、受益権の譲渡の効力要件（原則通り当事者間の合意）と受益権原簿の記載とがリンクしていないため、受益権原簿上の記録と権利の帰属が一致しない蓋然性が低いケースも想定される（電子帳簿上の記録によって権利等の移転を行う場合には、当該電子帳簿の仕様や性能次第（たとえば、セキュリティが甘く無権限者による電子帳簿上の権利移転の記録が行われるおそれが低いケースなど）でかかる状態が生じる可能性が高くなりうる）。

→電子的トークンの移転のみによる受益権の譲渡・対抗要件の具備を可能とする制度を創設すべきではないか。

<3.2. 立法案①—原簿主義の拡張>

・受益証券発行信託の規律を拡張し、信託行為の定めにより受益権原簿への記載・記録を受益権の譲渡の対抗要件とすることを認める。

- 原簿主義（本報告では、受益権原簿や社債原簿のように、証券の発行者が備える原簿への記録を権利移転の対抗要件とする仕組みのことをいう）を、受益証券発行信託に限定せず、信託行為の定めにより選択できるようにすることを提案するもの

- 「受益証券不発行の受益証券発行信託」という技巧的な構成を回避でき、かつ現行法からの乖離は最小限におさえられる

- 受益権の譲渡の効力要件については、原則通り当事者間の合意による→受益権原簿上の記録と権利の帰属が一致することが法的に確保されていないという問題は依然として残る

* 善意取得が認められるかどうかなどの問題も残る

- 受託者が受益権原簿を管理することが前提→P2P型の決済型金銭信託に対応できない

<3.3. 立法案②—発生・消滅構成の明確化のための立法>

・発生・消滅構成→権利者の変動を、旧権利者における権利の消滅と新権利者における権利の発生として構成する。預金型の電子マネーの権利移転の法的構成としても提唱される考え方。

- 発生・消滅構成によってシステム内での権利者の変動を可能としつつ、譲渡制限を付すことでシステム外で権利の移転を防ぐことができる（預金債権につき民法 466 条の 5 第 1 項、受益権につき信託法 93 条）

- 対抗要件の問題が生じない

- 抗弁の切断の効果が得られる

・発生・消滅構成の法的根拠？

- 受益権については、信託法 88 条（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）により、トークン保有者が受益権を取得することを信託行為で定めることによって、発生・消滅構成を法的に根拠づけることができる

- 一方、同条は、このような場面で用いられることが想定された規定ではなく、受益権の譲渡にかかる信託法上の規制の脱法であるとされ効力が否定される危険性が全くないとは言えない→立法によって、発生・消滅構成が適用される信託類型を明文化し、その法的安定性を高めることが考えられる

・発生・消滅構成を法律によって認めるべき受益権の要件

- 預金型電子マネーは、口座における残高の記録によってその権利者や残高が確定的に把握できることを企図した均一化・単位化された権利（いわゆる「ファンジブルな権利」）ということができるが、受益権も同様にファンジブルな権利であれば、口座の残高の記録の増減により権利を発生・消滅させることを許容してもよいとする考え方がありうる

* 口座上の残高の記録は、ファンジブルな権利に特定性・個別性を付与する機能を有することから、これに権利の移転の効力要件（発生・消滅の要件）の効果を付与することが正当化されうる

- このような考え方による場合、口座の仕様や性能等は、移転の対象となるファンジブルな権利に信頼できるレベルでの特定性・個別性を付与できる機能を備えたものでなければならぬ→技術的観点からの信頼性の担保が必要となりうる一方、技術的中立性を確保する必要もある（3.4.における「特定情報処理システム」のような概念を導入することが一つの方法として考えられる）

- もっとも、このように口座上の記録を機能的に捉えるのであれば、「信頼できるレベルで移転対象の権利に特定性・個別性を付与できる仕組み」であれば口座における残高の記録という仕組みに限定する必要はなく、また、対象をファンジブルな受益権に限定する必要もないかもしれない→「トークンに対する支配」が信頼できるレベルで実現されていれば、その支配の移転によって発生・消滅構成を根拠づけることもできる

・発生・消滅構成の問題点

- 権利移転の指図の意思表示に瑕疵がある場合でも、権利は発生・消滅してしまう→現金に近い極めて高い動的安全が実現されてしまうが、トークン化された受益権においてこの帰結が妥当かという問題

<3.4. 立法案③—受益証券の電子化>

・船荷証券の電子化の立法提言を参考に、受益証券の電子化の規律を設ける

a. 受益証券の占有・所持に代わる概念として「電子受益証券記録の支配」（特定情報処理システムにおいて、特定の者のみが電子受益証券記録に記録されている受益権を有する者として当該電子受益証券記録を利用することができる状態にあることをいう）という概念を設ける

b. 受益証券の交付・引渡しに代わる概念として「電子受益証券記録の提供」（特定情報処

理システムにおいて、電子受益証券記録の支配に係る権限を有する者が、その指定する者が当該電子受益証券記録の支配に係る権限を有する者となるようにするための措置をとることをいう) という概念を設ける→電子受益証券記録の提供をもって、受益証券の交付と同等の法的効果(信託法 194 条、196 条など) が認められる

* 対抗要件の具備については、現行法に従えば受益権原簿の記録による(信託法 195 条 1 項)。この場合、電子受益証券記録の所在と、受益権原簿の記録とを連動させる仕組みが実務上は必要となる

c. 特定情報処理システム→電子受益証券記録を作成・管理するために用いられる情報処理システムであって、電子受益証券記録の支配・提供に係る事項を適正かつ確実に行うために必要な技術的措置がとられているものをいう

* 技術中立的な概念であり、①特定の中央管理機関が記録を管理するタイプ(registry 型)のほか、②電子データそのものが移転していくタイプ(token 型)、③特定の中央管理機関が存在しない分散台帳型のものなど、信頼できる形で機能を果たすことができればさまざまなものを含みうる。

Cf. UNCITRAL 電子的移転可能記録モデル法 10 条

(1) 法が移転可能な証書または文書を要求している場合、その要求は次に該当するときには電子的記録によって満たされているものとする。

(a) その電子的記録が、移転可能な証書または文書において含まれることが求められている情報を含んでいるとき、かつ

(b) 以下のために信頼できる手法(reliable method)が用いられているとき。

(i) その電子的記録が電子的移転可能記録であると識別(identify)すること

(ii) その電子的記録が創出されたときから全ての効果または有効性を有さなくなるまでの間、当該電子的記録を支配(control)することができるようにすること、および

(iii) その電子的記録の完全性(integrity)を保つこと

(2) 完全性を評価する基準は、その電子的移転可能記録が創出されたときから全ての効果または有効性を有さなくなるまでの間に生じた全ての認められた変更を含むその電子的移転可能記録に含まれる情報が、通信、保存および表示の通常のプロセスにおいて生ずる全ての変更を除いて、全てそろったままかつ不変(complete and unaltered)のままであるかどうかによるものとする。

- ・「受益証券不発行の受益証券発行信託」という構成に比べると、技巧的な構成を回避できるほか、善意取得の適用がありうるという点がメリットとなりうる
- ・紙を前提とする既存の有価証券法理をトークン化された受益権に適用することが本当に

適切であるかは議論の余地もある。紙の受益証券の単なる電子化ではなく、端的に受益権が表章された新しいタイプの電子トークンを法的に認め、電子的データの特徴を踏まえて構築されるデジタル資産一般の法的枠組みによって規律するという方向性も、将来的には検討に値するであろう