

CAPITAL MARKETS / STRUCTURED FINANCE BULLETIN

2021年2月号

不動産セキュリティトークン・オフリング (STO) の
スキームと留意点

I. はじめに	森・濱田松本法律事務所
II. セキュリティトークンとは	パートナー 石橋 誠之 TEL. 03 6266 8905
III. 不動産 STO のスキームと実体法上の留意点	masayuki.ishibashi@mhm-global.com
IV. 金融関連規制上の主な留意点	アソシエイト 内津 冬樹 TEL. 03 6266 8947
V. おわりに	fuyuki.uchitsu@mhm-global.com アソシエイト 寺井 勝哉 TEL. 03 6213 8160 katsuya.terai@mhm-global.com

I. はじめに

2020年5月1日に施行された金融商品取引法（以下、下位法令を含めて「金商法」といいます。）の改正により、いわゆるセキュリティトークンの金商法上の取り扱いが明確化され、法令に準拠した形で行われる、分散型台帳技術を活用したデジタル証券による資金調達手法であるセキュリティトークン・オフリング (STO) への期待が高まっています。実務においては、各種のスキームを用いた STO 及びそのセカンダリーにおける取引（以下総称して「セキュリティトークン取引」といいます。）の実現に向けた具体的検討が進められてきました。現在では、STO の手法として実際に採用することができると考えられるスキームが明らかになりつつあり、その活用は目前の段階といえ、セキュリティトークン取引に対する注目度は今後も益々高まっていくものと思われます。

本ニュースレターでは、セキュリティトークンの概要及びそれにまつわる諸問題を簡単に説明した上で、セキュリティトークン取引の活用が最も期待される分野の一つである、不動産を裏付け資産とする STO に焦点を当て、スキームの概要及び実務上の留意点をご紹介します。

II. セキュリティトークンとは

1. 金商法上の位置づけ

「セキュリティトークン」という用語は、法令上明確な定義があるわけではなく、使用される場面等によって、それが念頭に置く意味内容は異なります。

この点、金商法上は、大要、有価証券の性質を持つ権利¹のうちブロックチェーン技

¹ 株券や社債券といった伝統的な有価証券を含みます。

CAPITAL MARKETS / STRUCTURED FINANCE BULLETIN

術等を活用してトークン（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をいいます。）に表示される権利を「電子記録移転有価証券表示権利等」として定義し（金商業等府令1条4項17号、6条の3）、そのような権利について各種の開示規制や業規制等を及ぼしています。本ニュースレターでは、セキュリティトークンという用語は電子記録移転有価証券表示権利等を指すものとします（セキュリティトークンの分類の詳細については、「IV. 1 発行開示規制」の項目をご参照ください。）。

また、「トークン化」とは、大要、有価証券の性質を持つ権利をトークン（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「表示させる」ことにより、当該権利が「電子記録移転有価証券表示権利等」に該当することとなるアレンジを意味することが一般的であるといえます。どのような場合にトークンに「表示される」といえるのかについて明確な規定はないものの、金融商品取引法等ガイドライン²2-2-2を踏まえると、大要、契約上又は実態上、トークンの移転（すなわち、ブロックチェーン上の記録の書き換え）と権利の移転が一連として行われる場合には、原則として、トークンに「表示される」ものといえます。

電子記録移転有価証券表示権利等 （セキュリティトークン）	トークン（ブロックチェーン上の記録）に表示される権利
トークンに「表示される」	トークンの移転と権利の移転が一連として行われる場合

2. 権利移転等に関する私法上の規律

一般に、権利の発生や移転（対抗要件の具備を含みます。）は、当該権利の私法上の位置づけに応じた私法上の規律が適用されます。そのため、ある権利をトークン化しようとする場合には、契約上又は実態上、トークンの移転と権利の移転が一連として行われることを確保するための工夫が必要となります（各スキームにおける対応については後述。）。

また、トークンの移転と権利の移転が一連として行われるように設計し、それによりトークン化が行われた場合でも、トークンに表示された権利（トークン表示権利）の対抗要件具備に関しては、さらに検討が必要となります。すなわち、トークン表示権利の第三者対抗要件は、当該権利に関する私法上の位置づけに応じて規律されるため、必ずしも、トークンの移転のみをもって第三者対抗要件を当然に具備することにはなりません。この点、第三者対抗要件の具備のためには確定日付のある証書による通知又は承諾が必要となる権利もあるところ、そのような権利をトークン化する場合に、いかに第三者対抗要件を具備するか（又は具備しない場合にいかなる問題があるか）についての検討が必要であり、実務上の問題として指摘されてきました（第三者対抗要件問題）。

² <https://www.fsa.go.jp/common/law/kinshouhou.pdf>

CAPITAL MARKETS / STRUCTURED FINANCE BULLETIN

なお、この第三者対抗要件問題に関しては、近時注視すべき新しい動きが見られません。2021年2月4日、産業競争力強化法に基づく「新事業特例制度」のもとで、債権譲渡に係る確定日付のある証書による通知等に関する新たな規制の特例措置の整備に関する要望に対し、法務省より特例措置（以下「本特例措置」といいます。）を講ずる旨の回答がなされました³。本特例措置においては、所定の要件を満たす情報システムを利用して行われた債権譲渡通知等が、債権譲渡に係る確定日付のある証書による通知又は承諾とみなされるものとされています。かかる措置は、情報システム上の処理のみにより、ペーパーレスでオンラインかつリアルタイムに債権譲渡に係る第三者対抗要件を具備することを可能とするものであるともいえ、今後の動向について注視が必要といえます⁴。

Ⅲ. 不動産 STO のスキームと実体法上の留意点

1. スキームの検討における視点

従来、不動産ファンドとしては、公募であれば投資法人（REIT）が、私募であれば REIT の他、いわゆる GK-TK スキームや TMK スキームが多く利用されてきました。

セキュリティトークンは、私法上の権利をトークンに表示したものにすぎないため、当該権利の移転については、第三者対抗要件の具備の要件を含め、当該権利に関する私法上の位置づけに応じて規律されることとなります。そのため、不動産 STO においていかなるスキームを採用するかについては、従来のスキーム選択の際の検討事項に加え、当該スキームにおける権利の私法上の規律を踏まえ、①トークンに表示するためのアレンジをどのように行うか、また、②第三者対抗要件についていかなる対応を取るか、という視点からも検討をすることが必要となります。

以下では、セキュリティトークンを利用した場合に想定し得る不動産ファンドのスキームについて、私法上・実体法上の観点から説明するとともに、スキーム設計における実務上の留意点をご紹介します。

2. 受益証券発行信託スキーム

現行法を前提として STO を企図する場合に、まず検討されるスキームとして、受益証券発行信託（信託行為（信託契約）において一又は二以上の受益証券を発行する旨の定めのある信託（信託法 185 条 1 項～3 項））を利用したスキームが挙げられます。

³ 経済産業省発表 <https://www.meti.go.jp/press/2020/02/20210205006/20210205006.html>、
法務省発表 http://www.moj.go.jp/MINJI/minji07_00159.html

⁴ 詳細は 2021 年 2 月号 Fintech ニュースレター「債権譲渡の第三者対抗要件に関する民法の特例措置案の公表と STO 及びセキュリティトークンの取引実務への影響（速報）」
(<https://www.mhmjapan.com/content/files/00047348/20210210-022905.pdf>) 参照

CAPITAL MARKETS / STRUCTURED FINANCE BULLETIN

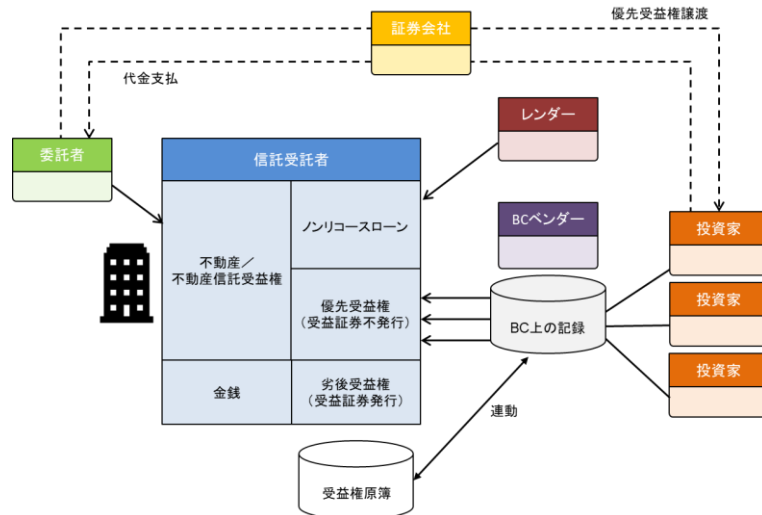
受益証券発行信託においては、信託法上、特定の受益権について受益証券を発行しないことも可能とされており（信託法 185 条 2 項）（以下、当該定めにより受益証券を発行しない受益権を「受益証券不発行受益権」といいます。）、その場合の受益証券不発行受益権の権利移転の規律は以下のとおりとなります。

受益権の譲渡	当事者間の合意により行うことが可能（信託法 93 条）
第三者対抗要件	受益権原簿の記載により具備することが可能（信託法 195 条 1 項、2 項）

このような私法上の規律を踏まえると、STO スキーム設計としては、受益証券不発行受益権を活用して、例えば、以下のアレンジを行うことが考えられます⁵。

- ① 受益証券不発行受益権の保有者に係る情報をブロックチェーン上に記録する
- ② ブロックチェーン上の記録の移転をもって、受益証券不発行受益権の移転の合意があったものとする（＝受益証券不発行受益権のトークン化）
- ③ ブロックチェーン上の記録に基づき受益権原簿を作成する（＝第三者対抗要件の具備）

【受益証券発行信託を用いた STO のスキーム図】



受益証券発行信託スキームは、上記のアレンジによる実用性が高いと考えられ、また、受益証券発行信託の信託財産として直接不動産を組み入れることの検討の余地も

⁵ なお、信託法上、受益証券発行信託においては、少なくとも一つの受益権については受益証券を発行することが必要となります。この要請を形式的に充足させるため、受益証券不発行受益権とは別の異なる種類の受益権として、受益証券を発行する受益権を形式的に設定し、受益証券を発行する受益権はスポンサー等に保有させておく（流通させない）、というアレンジを行うことが考えられます。さらに、当該アレンジには、受益証券不所持の申出（信託法 208 条）を適用することも考えられます。

CAPITAL MARKETS / STRUCTURED FINANCE BULLETIN

あるほか、不動産管理処分信託の受益権や匿名組合出資持分等を信託財産とすることも可能であり⁶、幅広い利用が期待されます。

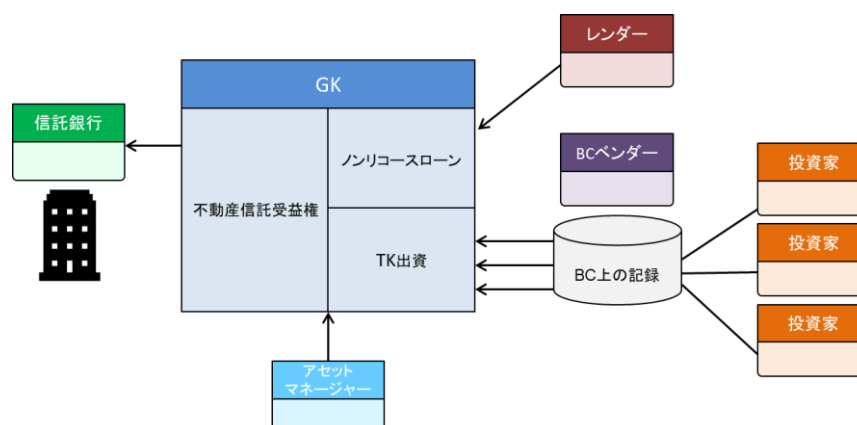
3. GK-TK スキーム

従来の不動産ファンドでは、匿名組合出資による出資金をもって合同会社が不動産信託受益権を取得する、いわゆる GK-TK スキームも多く利用されています。

GK-TK スキームを用いて STO を行うためのスキーム設計としては、例えば、以下のアレンジを行うことが考えられます。

- ①匿名組合出資持分の所有者に係る情報をブロックチェーン上に記録する
- ②ブロックチェーン上の記録の移転をもって、匿名組合出資持分の移転の合意があったものとする（＝匿名組合出資持分のトークン化）

【GK-TK を用いた STO のスキーム図】



一方、匿名組合出資持分の譲渡について、第三者対抗要件を具備するためには、確定日付のある証書による通知又は承諾が必要であると解されています。そのため、匿名組合出資持分をトークン化し、その権利の移転をブロックチェーン上で完結させた場合であっても、第三者対抗要件具備のために確定日付のある証書による通知又は承諾が別途必要となります。

確定日付の取得は情報システムを利用して行うことができないことから⁷、いかなる方法・頻度により確定日付を取得するか、権利移転と確定日付取得のタイムラグが大きくなる場合の取り扱い等について検討することが課題となります⁸。

⁶ 但し、投信法の適用（投信法7条）等について別途留意が必要となります。

⁷ 電磁的な証書による方法として電子内容証明郵便等の方法も定められていますが、情報システム内の手続きのみで完結することは想定されているものではありません。

⁸ なお、本特例措置が実施された場合には、匿名組合出資持分のように、確定日付ある証書による通知又は承諾を第三者対抗要件とする権利のトークン化を実現するハードルが低くなる可能性もあると考えられます。

CAPITAL MARKETS / STRUCTURED FINANCE BULLETIN

4. 不動産特定共同事業法（第1号事業）スキーム

不動産特定共同事業法の第1号事業スキームとは、同法の第1号事業の許可を受けた（SPCではない）不動産事業者が、投資家から匿名組合出資を受けて不動産取引（売買、交換又は賃貸借）を行い、その収益を投資家に分配するスキームを主に想定したものです。

本スキームの特色として、投資家が保有する匿名組合出資持分が金商法上の有価証券の定義から除外されているため（金商法2条2項5号ハ）、金商法の適用を受けないものであるという指摘がなされているところです。金商法上の有価証券の定義から除外されるといえる場合、例えば、発行開示規制の適用がなく、よって投資家の人数や属性に関する制限が課されないこととなります⁹。

但し、GK-TKスキームと同様に、本スキームでも第三者対抗要件問題が課題として挙げられるほか、金商法の適用を受けるスキームとは異なり、現在のところ自主規制団体が存在しないことや、資金決済法上の暗号資産該当性等の課題も指摘されているところであり、今後の議論の蓄積が待たれます。

5. TMKスキーム

従来の不動産ファンドでは、GK-TKスキームと並び、資産の流動化に関する法律（以下「TMK法」といいます。）上の特定目的会社（TMK）を利用したスキームも多く利用されており、その優先出資をトークン化することも検討されています。

但し、優先出資をトークン化する場合、TMK法における優先出資に関する規律を踏まえたスキームとして、どのような内容のものを設計するかが課題とされています。例えば、優先出資の譲渡は、優先出資証券の交付が効力要件とされており（TMK法44条3項）、券面交付以外の方法による譲渡ができないことから、トークンの移転と優先出資の移転をいかに一連のものとして紐づけるかが検討課題となります¹⁰。

IV. 金融関連規制上の主な留意点

上記Ⅲ.で述べたスキームに基づきSTOを実施する場合、各種の金融関連規制を遵守することも必要となります。その主たるものとして、以下では、発行開示規制及び個人

⁹ これに対して、不動産特定共同事業法に基づくスキームであっても、SPCを利用した第3号事業・第4号事業スキームの場合、その匿名組合出資は金商法上の有価証券に該当し、セキュリティトークン化された匿名組合出資持分の金商法上の分類や開示規制はGK-TKスキームと同様のものとなります。

¹⁰ 譲渡の効力要件として優先出資証券の交付が必要であることから、トークン化することはできないとする見解（増田雅史「セキュリティトークン・STO規制の全体像」金融法務事情2137号41頁参照）もある一方、優先出資証券を信託銀行等の金融機関が保護預かりをし、優先出資が譲渡される度に指図による占有移転を電子的な方法で行うことにより、電子的プラットフォーム内で譲渡の効力を発生させるといったアレンジによりトークン化の実現を目指す検討もなされています。

CAPITAL MARKETS / STRUCTURED FINANCE BULLETIN

情報保護法についてご紹介します¹¹。

1. 発行開示規制

セキュリティトークンが、金商法上の発行開示規制の対象となる有価証券である場合、セキュリティトークンの発行に際して、原則として、有価証券届出書の提出義務が生じ、またその後の継続開示義務を負うこととなります¹²。この点、開示規制は、有価証券の種別により異なる規制が及ぶことから、各スキームにおけるセキュリティトークンを、金商法上の開示規制上いかなる種別の有価証券に該当するものとして設計するかが、重要な検討事項となります。

セキュリティトークンは、金商法上の有価証券の種別として以下のとおり分類されます。

	セキュリティトークンの種別	開示規制の種別
①	<u>トークン化された有価証券表示権利</u> 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	<u>第一項有価証券</u> 原則として発行・継続開示の義務あり
②	<u>電子記録移転権利</u> 集団投資スキーム持分等、2条2項各号の権利がトークン化されたもの	<u>第一項有価証券</u>
③	<u>適用除外電子記録移転権利</u> 一定の要件を充足することで電子記録移転権利から除外されるもの	<u>第二項有価証券</u> 原則として発行・継続開示の義務なし

上記①に該当するものについては、発行開示規制を回避するためには、私募の要件を満たすことの検討が必要となります¹³。

例えば、前述の受益証券発行信託スキームで利用される受益証券不発行受益権のセキュリティトークンは、金商法の開示規制の文脈では「第一項有価証券」（金商法2条2項本文、同1項14号）に分類されると考えられるため、発行開示規制を回避するためには、適格機関投資家私募、特定投資家私募又は少人数私募のいずれかの私募要件を満たす必要があります。

なお、セキュリティトークンの場合、私募要件である転売制限としては、通常的第一項有価証券の私募要件とは異なり、トークンの移転に関する「技術的措置」が求められるため、私募要件を満たすためにはシステム上の検証も必要となります。

¹¹ この他にも、金商法に基づく金融商品取引業規制（発行時に関するもの及び流通プラットフォームに関するものいずれも含みます。）や収税法など、多くの規制がスキームに応じて適用されます。

¹² 「発行者」が開示義務を負うところ（金商法4条各項）、スキームにおけるどの主体が「発行者」に該当することとなるかについて、実務上は重要な検討事項となります。

¹³ なお、発行価額の総額が1億円未満の場合には、有価証券届出書の提出が免除されます（金商法4条1項5号）。

CAPITAL MARKETS / STRUCTURED FINANCE BULLETIN

上記②に該当するものについては、電子記録移転権利から除外されるための要件（大要、以下に掲げる移転制限）¹⁴を充足することにより、「適用除外電子記録移転権利」（上記③）として、第二項有価証券としての緩やかな開示規制を受けることを目指すことも考えられます。

＜移転制限の内容＞

- (a) 当該セキュリティトークンを「適格機関投資家等」以外の者に取得させ、又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。
- (b) 当該セキュリティトークンの移転は、その都度、当該権利を有する者からの申出及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。

例えば、前述の GK-TK スキームにおけるトークン化された匿名組合出資持分は、原則として「電子記録移転権利」に該当し、金商法の開示規制の文脈では「第一項有価証券」に分類されることとなります。但し、上記の移転制限が付されている場合には、電子記録移転権利から除外される「適用除外電子記録移転権利」（上記③）に該当することとなり、この場合のトークン化された匿名組合出資持分は、金商法の開示規制の文脈において、第二項有価証券として扱われることとなります。

上記要件(a)における「適格機関投資家等」の範囲¹⁵は、従来の GK-TK スキームを利用した不動産ファンドで多く利用される適格機関投資家等特例業務（金商法 63 条）の対象投資家の範囲と概ね重なっています。そのため、対象とする投資家の範囲を「適格機関投資家等」に限定し、上記要件(a)及び(b)で求められる「技術的措置」（例えば、ブロックチェーン上のアカウント（口座）を適格機関投資家等以外の者が保有できないようなシステムとする等が考えられます。）を講じることにより、第二項有価証券としての開示規制を受ける不動産私募ファンドの組成を STO により実現することも可能と考えられます。

2. 個人情報保護法

ブロックチェーンは、不特定多数又は特定複数が同じデータベース（台帳）を持ち合い、過去の情報を残しつつ、新たな情報を書き加えていくという点に特徴があり、個人情報保護法の規制との関係では、これらの特徴に留意した検討が必要となります。特に、個人情報・個人データをブロックチェーン上に記録する場合には、①利用目的の特定・利用目的の制限（個人情報保護法 15 条、16 条）、②データ内容の正確性等の確保（個人情報保護法 19 条）、③安全管理措置・委託先の監督（個人情報保護法 20 条、22 条）、及び④第三者提供の制限（個人情報保護法 23 条）等の個人情報保護

¹⁴ 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 項各号

¹⁵ 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 1 号イ～ホ

CAPITAL MARKETS / STRUCTURED FINANCE BULLETIN

法の各規制との関係性を、個別事案に応じて検討しなければなりません。

また、個人情報・個人データをブロックチェーン上に記録する際に、暗号化やハッシュ化等の処理を行うことにより規制を回避する、又は規制を緩和することを目指す場合であっても、当該暗号化・ハッシュ化等の技術処理の具体的な技術・設計仕様を踏まえた検討が必要となります。例えば、暗号化等を行うことにより、そもそも「個人情報」に該当しないこととなるといえるかについては、いわゆる「提供元基準説」（個人情報取扱事業者の下において、当該暗号化された情報と、個人の識別が可能である情報と容易に照合できる場合には、個人情報に該当するという見解）に基づき、暗号化等された情報であるとしても個人情報に該当するとされる可能性が指摘されています。また、ネットワーク参加者を匿名化するために公開鍵暗号方式が使用される場合には、公開鍵そのものが個人情報に該当するか否かも問題となり得るため、この点の検討も必要となってくる点に留意が必要です。

V. おわりに

STO は、法律面及び実務面の双方において、いまだ検証が必要な点も多く、プラクティスが確立している訳ではないものの、今後、新たな資金調達的手法として活用されていくことが予想されています。不動産投資の文脈においても、従来は公募 REIT に限定されていた個人投資家への小口化商品の幅を広げることや、機関投資家を対象とした私募ファンドのセカンダリー市場の拡充等が期待されます。

CAPITAL MARKETS / STRUCTURED FINANCE BULLETIN

セミナー情報

- セミナー 『他のアセットタイプには無い特徴やハードルが存在するデータセンターへの不動産投資に関する法的実務～投資ストラクチャー
国外の契約実務も踏まえ～』
開催日時 2021年3月5日（金） 9:30～11:30
講師 蓮本 哲
主催 株式会社 JPI（日本計画研究所）

- セミナー 『STO の法律と実務～STO（Security Token Offering）の具体的な
手法・ストラクチャー～』
開催日時 2021年3月2日（火） 10:00～12:00
講師 石橋 誠之
主催 金融財務研究会

- セミナー 『コンセッション事業のリスク分担に関する実務上のポイント～プ
ロジェクトファイナンスによる資金調達も踏まえ、最新実務を解説
～』
開催日時 2021年2月26日（金） 9:30～12:30
講師 末廣 裕亮
主催 金融財務研究会

※ 新型コロナウイルス感染症の影響を含め、セミナーに関する情報については、主催者のウェブサイト等をご確認ください。

（当事務所に関するお問い合わせ）
森・濱田松本法律事務所 広報担当
mhm_info@mhm-global.com
03-6212-8330
www.mhmjapan.com