Fintech / Capital Markets / Structured Finance Bulletin

2023 年 1 月号

STO に関する法制度の近時のアップデート
（トークン化した不動産特定共同事業契約に基づく権利の位置づけ等について）

Ⅰ. はじめに
Ⅱ. 不動産特定共同事業契約に基づく権利のトークン化への対応
Ⅲ. 登録金融機関における適用除外電子記録移転権利の預託
Ⅳ. 将来展望

森・濱田松本法律事務所
パートナー　石橋 誠之
TEL. 03 6266 8905
masayuki.ishibashi@mhm-global.com
パートナー　内津 冬樹
TEL. 03 6266 8947
fuyuki.uchitsu@mhm-global.com
シニア・アソシエイト　寺井 勝哉
TEL. 03 6213 8160
katsuya.terai@mhm-global.com

Ⅰ. はじめに

ブロックチェーンをはじめとする分散型台帳技術等を活用したデジタル証券による資金調達手法（いわゆるセキュリティトークン・オファリング（STO））については、2019年の金融商品取引法（以下、下位法令を含めて「金商法」といいます。）の改正（以下「2019年金商法改正」といいます。）により、主にトークン化した集団投資スキーム持分等を念頭に電子記録移転権利という概念が導入されるなど、STO の位置づけが明確化されたことで、実証的な案件から検討が進められ、近年ではリテールを対象とした各種の STO 案件が実施されるに至っています。

一方で、STO に関する法制度には改善が望まれている点が少なからず存在し、引き続き検討が進められています。このような中、2022 年 12 月 21 日に金融審議会市場制度ワーキング・グループ（以下「市場制度 WG」といいます。）から公表された「市場制度ワーキング・グループ第二次中間整理」（以下「市場制度 WG 第二次中間整理」といいます。）において、デジタル化の進展等を背景として金融・資本市場に関連する制度について見直しを進めていく必要があるとされ、その一つとして STO・電子記録移転権利に関連する新たな提言がなされています。

Ⅱ. 不動産特定共同事業契約に基づく権利のトークン化への対応

現時点までに実施されてきた STO 案件のうち、資産金融型のものとしては、不動産を裏付け資産とするファンド持分をトークン化した STO がその大半を占めており、その多くにおいて投資家からの強い需要を獲得することに成功しています。

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。
© 2023 Mori Hamada & Matsumoto. All rights reserved.

これまで採用されたファンドのスキームは、不動産信託受益権を信託財産とする受益証券発行信託の受益証券をトークン化するもの、及び不動産信託受益権を裏付け資産とする匿名組合出資持分（GK-TK スキーム）をトークン化するものであり、これらのスキームはいずれも、金商法上有価証券に該当する権利をトークン化するものであるため金商法の適用を受けその枠内で STO を行うものです。

一方で、現物不動産を裏付け資産とする不動産特定共同事業法（以下「不特法」といいます。）2 条 4 項 1 号に定める不動産特定事業（いわゆる 1 号事業）に基づく出資持分をトークン化して販売するスキームも考えられるところ、このようなスキームについては、現行法上、STO に関する金商法の規制は適用されないとされています。これは、不特法上の不動産特定共同事業契約（典型的には匿名組合契約が想定されます。）に基づく権利については、集団投資スキーム持分としての特徴を有するものの不特法による事業監督が及んでいること等に鑑み、みなし有価証券の一つである集団投資スキーム持分の定義から除外されており（金商法 2 条 2 項 5 号ハ）[1]、金商法上の有価証券に該当しない（そのため、当該権利をトークン化したとしても電子記録移転権利には該当しない）ためです。このため、現行法上は、金商法の適用を受けることなく、不特法のルールの範囲内で不動産特定共同事業契約に基づく権利をトークン化した商品の販売を行うことが法的には可能であると考えられ、実際にも不特法のみの適用を前提とした STO の取組みも見られるところです。

しかしながら、不特法は、主に不動産事業に関する規制を規定するものであり、有価証券に代表される金融商品に関する規制を規定するものではないことから、現時点で分散台帳技術やトークン化に伴うセカンダリー取引の円滑化を想定した規制[2]が置かれていません。

上記を背景に、今後、トークン化された不動産特定共同事業契約に基づく権利の発行と流通が見込まれる中、分散台帳技術の活用やセカンダリー取引量の増加を見越して、より実効的な監督体制の整備が必要ではないかという点が指摘されていました。それを受けて、市場制度 WG 第二次中間整理では、「投資家保護の観点からより実効的な監督体制の整備を図っていくため、トークン化された不動産特定共同事業契約に基づく権利を電子記録移転権利として規定し、不動産特定共同事業法に基づく監督を受けている不動産特定共同事業の特性も踏まえつつ、金融商品取引法に基づく販売・勧誘規制等を適用するよう、制度整備を行うべきである」という提言がなされました。

こうした提言に基づき制度整備がなされれば、いわゆる不動産 STO のうち、不動産特

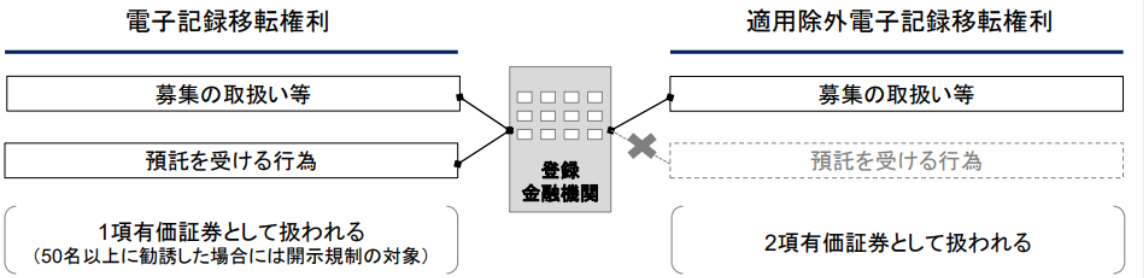
[1] なお、平成 25 年不特法改正により新設された倒産隔離型（特例事業）の不動産特定共同事業契約に基づく権利については、事業者の信用力に依存しているとは認められないことから、同改正において当該権利を集団投資スキーム持分に含めることとされています。
[2] たとえば以下の規制が挙げられます。
- 分散台帳技術に関する技術的安全管理措置、販売・勧誘規制
- 取引所（PTS）規制、開示規制、不公正取引規制などの市場関連規制

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。
© 2023 Mori Hamada & Matsumoto. All rights reserved.

定共同事業契約に基づく権利をトークン化したものも電子記録移転権利に該当することになる結果、発行・募集・販売・管理等の各場面で STO に関する金商法の規制が適用されることになります。とりわけ電子記録移転権利の取扱いは原則として第一種金融商品取引業の登録が必要であり、また、より広い範囲の投資家層へのアクセスという観点からも、不特法に基づく STO についても証券会社をはじめとする第一種金融商品取引業者の関与が必要な場面が出てくるように思われます。このような規制により、投資家保護が確保される一方で、不特法で不動産特定共同事業者に既に課せられている各種の行為規制と電子記録移転権利の販売等に関する行為規制との間での重複により、不特法に基づく STO の発展が委縮する懸念についても指摘がされているところであり、今後検討がされることになる制度整備の具体的な内容には引き続き注視が必要です。

Ⅲ. 登録金融機関における適用除外電子記録移転権利の預託

現行法上、登録金融機関は電子記録移転権利の預託を受けることができる一方、権利移転に発行者の承諾が必要になるなど、流通性等が限定されたいわゆる「適用除外電子記録移転権利」については預託を受けることはできないとされています[3]。これは、2019年金商法改正時、登録金融機関が詐欺等のリスクが低い適用除外電子記録移転権利の預託を受けることが想定され難かったことによります。



（2022 年 11 月 18 日公表の第 22 回市場制度 WG 事務局説明資料より抜粋）

その後、信託の仕組みを使った様々な種類の STO の出現に伴い、登録金融機関による適用除外電子記録移転権利の取扱いに向けた動きが見られる中、募集の取扱いと取り扱った適用除外電子記録移転権利の預託を受けることをセットで顧客にサービス提供したいというニーズが出てきています。このような預託サービスの提供は、販売窓口となる登録金融機関に権利を預託できないために、セキュリティトークンに関する秘密鍵の管理を自身で行わなければならないといった負担やリスクから投資家を開放し、顧客の利便向上に資するものと言えます。一方、これらの権利の預託を受ける登録金融機関に求

[3] 電子記録移転権利の預託は、有価証券等管理業務（金商法 28 条 5 項、同 1 項 5 号、2 条 8 項 16 号）に該当するため、登録金融機関業務（金商法 33 条の 2 第 1 項本文）として行うことが可能とされています。一方、適用除外電離記録移転権利の預託は、第二種金融商品取引業（金商法 28 条 2 項 4 号・2 条 8 項 18 号、金商法施行令 1 条の 12 第 2 号）に該当するところ、有価証券等管理業務には第二種金融商品取引業に係る業務は含まれないことから（金商法 28 条 5 項）、登録金融機関業務には含まれていません。

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。
© 2023 Mori Hamada & Matsumoto. All rights reserved.

められる技術的安全措置や分別管理体制は、電子記録移転権利と適用除外電子記録移転権利との間で本質的に異なることはないと考えられます。

これを踏まえ、市場制度 WG 第二次中間整理において、顧客の利便向上と保護の観点から、登録金融機関が適用除外電子記録移転権利の預託を受けることができるよう、制度を見直すべきであるという提言がなされました。

こうした提言に基づき制度整備がなされれば、現行法上、登録金融機関業務として行うことができないとされる適用除外電子記録移転権利の預託サービスについても、登録金融機関が提供することが可能となり、STO の多様化及び投資家層の拡大への貢献が期待されます。

Ⅳ. 将来展望

不動産特定共同事業契約に基づく権利のトークン化は、法的な取扱いの不明確さ、投資家保護の観点、実際のニーズ等の観点から、これまで慎重な検討がなされてきました。今回の市場制度 WG 第二次中間整理を受け、不動産特定共同事業契約に基づく権利が「電子記録移転権利」として取り扱われることになった場合、法的な取扱いの明確性や投資家保護の観点からの懸念が一定程度解消され、具体的な取り組み検討が増加することが期待されます。また、登録金融機関における「適用除外電子記録移転権利」の預託解禁により、現在の STO 実務において重要な役割を果たしている登録金融機関が提供可能なサービス範囲が拡大し、より投資家ニーズに沿った商品開発・提供が期待されるところです。他方で、これらの具体的な規制内容は今後の議論に委ねられており、引き続き注視していく必要があります。

セミナー情報

- セミナー　『戦略的コーポレート・ファイナンスの法務と実務 -新株予約権・CB による第三者割当型ファイナンス、臨報方式の海外募集、新型ライツ・オファリングをはじめ最新手法を徹底検証-』
  - 視聴期間　2022 年 12 月 15 日（木）10:00～2023 年 2 月 14 日（火）17:00
  - 講師　根本 敏光
  - 主催　株式会社プロネクサス

- セミナー　『web3 の基礎とコンテンツ利活用の諸論点』
  - 開催日時　2023 年 1 月 16 日（月）14:30～16:00
  - 講師　増田 雅史
  - 主催　電子情報技術産業協会（JEITA）

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。
© 2023 Mori Hamada & Matsumoto. All rights reserved.

- セミナー　『データセンターに対する不動産投資実務～ストラクチャー・契約実務を中心に解説～』

  開催日時　2023 年 1 月 17 日（火）9:30～12:30
  講師　蓮本 哲
  主催　株式会社金融財務研究会

- セミナー　『事業（成長）担保権をめぐる議論の最新動向～法制審議会・金融審議会ワーキング・グループにおける審議の状況を踏まえながら～』（第 214 回ビジネスロー研究会）

  開催日時　2023 年 1 月 18 日（水）15:00～17:00
  講師　佐藤 正謙
  主催　森・濱田松本法律事務所
  【お申込みに関して】
  会員制ポータルサイト「MHM マイページ」にてお申込みを受け付けいたします。
  （申込期限：2023 年 1 月 13 日（金））
  ※　MHM マイページのご登録がお済みでない方は、こちらより新規登録の上でお申込みをお願いいたします。

- セミナー　『2023 年 3 月期（6 月提出）から義務的適用「有価証券報告書における「サステナビリティ」開示 セミナー」』

  視聴期間　2023 年 1 月 25 日（水）～2023 年 2 月 24 日（金）
  講師　宮田 俊
  主催　宝印刷グループ／株式会社宝印刷 D&IR 研究所

- セミナー　『サステナビリティ開示の義務化―2023 年 3 月期有価証券報告書（6 月提出）から適用―』

  視聴期間　2023 年 2 月 1 日（水）10:00～2023 年 3 月 31 日（金）17:00
  講師　宮田 俊
  主催　株式会社プロネクサス

- セミナー　『2023 年 3 月期（6 月提出）有価証券報告書から適用「サステナビリティ情報の義務的開示」』

  開催日時　2023 年 2 月 1 日（水）10:00～12:00
  講師　宮田 俊
  主催　一般社団法人企業研究会

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。
© 2023 Mori Hamada & Matsumoto. All rights reserved.

- セミナー　『第 331 回 2023 年 3 月期から適用 有価証券報告書におけるサステナビリティ開示』
  - 開催日時　2023 年 2 月 2 日（木）18:00～19:00
  - 講師　宮田 俊
  - 主催　一般社団法人日本 CFO 協会

- セミナー　『Web3・NFT・メタバース』
  - 開催日時　2023 年 2 月 13 日（月）10:00～11:40
  - 講師　増田 雅史
  - 主催　中央大学法科大学院

- セミナー　『第 5071 回金融ファクシミリ新聞社セミナー「コーポレート PPA の法規制と契約条項」』
  - 開催日時　2023 年 2 月 14 日（火）13:30～15:30
  - 講師　木村 純
  - 主催　株式会社 FN コミュニケーションズ

- セミナー　『第 5072 回金融ファクシミリ新聞社セミナー「2023 年 3 月期有価証券報告書から始まるサステナビリティ法定開示を正しく理解する」』
  - 開催日時　2023 年 2 月 15 日（水）13:30～15:30
  - 講師　田井中 克之
  - 主催　株式会社 FN コミュニケーションズ

文献情報

- 論文　「＜企業法務＞令和 4 年資金決済法等改正について」
  - 掲載誌　会計・監査ジャーナル Vol.34 No.7
  - 著者　寺井 勝哉

- 論文　「全銀協 TIBOR のフォールバックに関する実務動向」
  - 掲載誌　金融法務事情 No.2197
  - 著者　青山 大樹

- 論文　「仮想空間内での取引に関する法的課題」
  - 掲載誌　国民生活 No.121
  - 著者　増田 雅史

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。
© 2023 Mori Hamada & Matsumoto. All rights reserved.

- 論文　「J-REIT の開示について考える～S-REIT を中心に海外 REIT とも比較して～」
  掲載誌　ARES 不動産証券化ジャーナル Vol.70
  著者　佐伯 優仁（共著）

- 論文　「会社法務　有報におけるサステナビリティ開示義務化に向けた準備」
  掲載誌　企業会計 Vol.74 No.12
  著者　田井中 克之

- 論文　「事業の担保化と担保法改正」
  掲載誌　ジュリスト No.1579
  著者　佐藤 正謙

- 論文　「メタバースの展望と法的課題」
  掲載誌　金融・商事判例 No.1654
  著者　増田 雅史

- 論文　「〔座談会〕メタバースを語る」
  掲載誌　法学セミナー No.817
  著者　増田 雅史

- 本　『クリエイターのための NFT 参入マニュアル』（2023 年 1 月刊）
  出版社　株式会社三才ブックス
  著者　増田 雅史

NEWS

- Chambers FinTech 2023 にて高い評価を得ました

  Chambers FinTech 2023 において、当事務所は日本における FinTech Legal の分野で Band 1 にランクインし、増島 雅和 弁護士と堀 天子 弁護士が高い評価を得ました。

  分野

  JAPAN

  ・FinTech Legal（Band 1）

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。
© 2023 Mori Hamada & Matsumoto. All rights reserved.

弁護士

JAPAN

・FinTech Legal

増島 雅和（Band 1）

堀 天子（Band 1）

➢ 名古屋オフィス移転のお知らせ

森・濱田松本法律事務所 名古屋オフィスは、この度、2022 年 12 月 12 日より、大名古屋ビルヂングの 23 階から **29 階**に移転することとなりましたのでご案内申し上げます。

➢ 新人弁護士（42 名）が入所しました

➢ パートナーおよびカウンセル就任のお知らせ

本年 1 月 1 日付にて、下記の 18 名の弁護士および 1 名の税理士がパートナーに就任いたしました。

【パートナー】

濵 史子、西本 良輔、野間 裕亘、若林 功晃、北 和尚、佐藤 喬洋、北山 昇、喜多野 恭夫、川端 遼、五島 隆文、立石 光宏、金村 公樹、御代田 有恒、廣田 雅亮、内津 冬樹、福田 剛、奥田 亮輔、パヌパン・ウドムスワンナクン

【パートナー税理士】

間所 光洋

また、同日付で 16 名の弁護士および 1 名の税理士がカウンセルに就任いたしました。

【カウンセル】

森田 茉莉子、秋月 良子、島田 里奈、白根 央、蔦 大輔、石田 渉、二村 佑、桑原 秀明、立川 聡、笠間 周子、ソニ・ティワリ、パタナワツ・ナンタウォーワーツ、ピティポーン・アナンタセーツ、サランポーン・チャイアナン、ピヤワンニー・ワタナサコンパン、ジラユ・サングァンケーウ

【カウンセル税理士】

丸山 木綿子

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。
© 2023 Mori Hamada & Matsumoto. All rights reserved.

今後ともクライアントの皆様により良いリーガル・サービスを提供するため、日々研鑽に努めて参ります。
引き続きご指導、ご鞭撻のほど宜しくお願いいたします。

➢ ジャカルタオフィス業務開始のお知らせ

当事務所は、2023 年 1 月 1 日より、インドネシアの現地法律事務所である ATD Law との業務提携を開始し、ATD Law in association with Mori Hamada & Matsumoto という形で、弊事務所のジャカルタオフィスとして、本格的な業務を開始いたしました。

ジャカルタオフィスには、パートナーの竹内 哲 弁護士が所属予定であることに加え、アソシエイトのシャハブ 咲季 弁護士が常駐いたします。竹内弁護士は、M&A/コーポレートの分野において高い専門性を有し、ジャカルタ駐在（2014 年～2017 年）後、シンガポールから東南アジア全域の M&A 案件及びインドネシア案件（M&A、ジョイント・ベンチャー、労務、贈収賄、不正調査、債権回収、倒産、紛争解決等）を幅広く手掛けて参りました。

ATD Law は、2022 年 10 月に開設した現地法律事務所であり、インドネシアにおいて既に高い評価を受けており、M&A/コーポレート/金融/通信/テクノロジー分野への知見が特に深い Abadi Abi Tisnadisastra 弁護士が代表を務めます。また、ATD Law には、バンキング・ファイナンス分野への知見が深い新進気鋭の Alfa Dewi Setiawati 弁護士がパートナーとして、また、当事務所のシンガポールオフィスにて幅広いインドネシア案件を長年手掛けてきた Robbie Julius 弁護士がカウンセルとして参画し、弁護士数 10 名を擁する体制となっており、インドネシア業務に関して幅広いリーガル・サービスを提供できる体制が整いつつあります。

インドネシアは、法制度・実務運用が複雑であり従来よりリーガルニーズが高い国ですが、今後更に巨大な消費マーケットに裏打ちされた各種産業の多様化・深化が見込まれ、そのリーガルニーズも日々多様化しています。ジャカルタオフィスでは、ジャカルタの現地から、当事務所がこれまで培ってきたインドネシア案件の豊富な経験も活かし、多様化するクライアントの皆様からのニーズに対して、最良のクライアント・サービスを提供できるよう取り組んで参ります。そして、当事務所の日本・シンガポール・バンコク・ベトナム・ミャンマー・中国の各オフィスのメンバーとも協働することにより、国内外の幅広いクライアントの皆様からの多様なご依頼へ対応することを通じて、さらなるリーガル・サービスの向上、インドネシア業務の深化を目指します。

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。
© 2023 Mori Hamada & Matsumoto. All rights reserved.

ジャカルタオフィス、当事務所の全弁護士の総力を結集して、インドネシアを含むアジア全体でのニーズ、グローバルなニーズにも対応できる体制を充実させることにより、クライアントの皆様の Firm of Choice であり続けられるよう、事務所一丸となって取り組んで参る所存です。

何卒宜しくお願い申し上げます。

＜ジャカルタオフィスの概要＞

ATD Law in association with Mori Hamada & Matsumoto
（森・濱田松本法律事務所 ジャカルタオフィス*）*提携事務所
Revenue Tower, 25F, SCBD, Lot 13 District 8,
Jl. Jend. Sudirman Kav. 52-53, DKI Jakarta 12190, Indonesia

（当事務所に関するお問い合せ）
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

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。
© 2023 Mori Hamada & Matsumoto. All rights reserved.