

日本をデジタル金融の最先進国にするために — デジタル資産市場の発展に資する法制度のあり方 —

1. はじめに

デジタル金融法制研究フォーラムは、日本のデジタル金融の発展のため、この分野に最先端で取り組んでいる企業や有識者が集まって結成されました。

フォーラムではこれまで2つの報告書を公表しましたが、前回（第2号）の報告書を作成した2025年3月以降、世界ではデジタル金融を巡る動きがさらに進んでおり、「トークン化（tokenization）」は、現在の金融革新を語る上で重要なキーワードとなっています。

世界各国でトークン化されたデジタル資産の実証実験や実取引が行われるようになり、トークン化された国債などの発行も着実に増加しています（図表1）。シンガポールの「フィンテックフェスティバル」、香港の「フィンテックウィーク」など最近の主要金融イベントでも、生成AIの応用とともに、ブロックチェーン・分散台帳技術（DLT）を用いたさまざまな権利や価値の「トークン化」や「デジタル資産」が中心的なテーマとなっています。

（「香港フィンテックウィーク」（2025年10月）の様様）

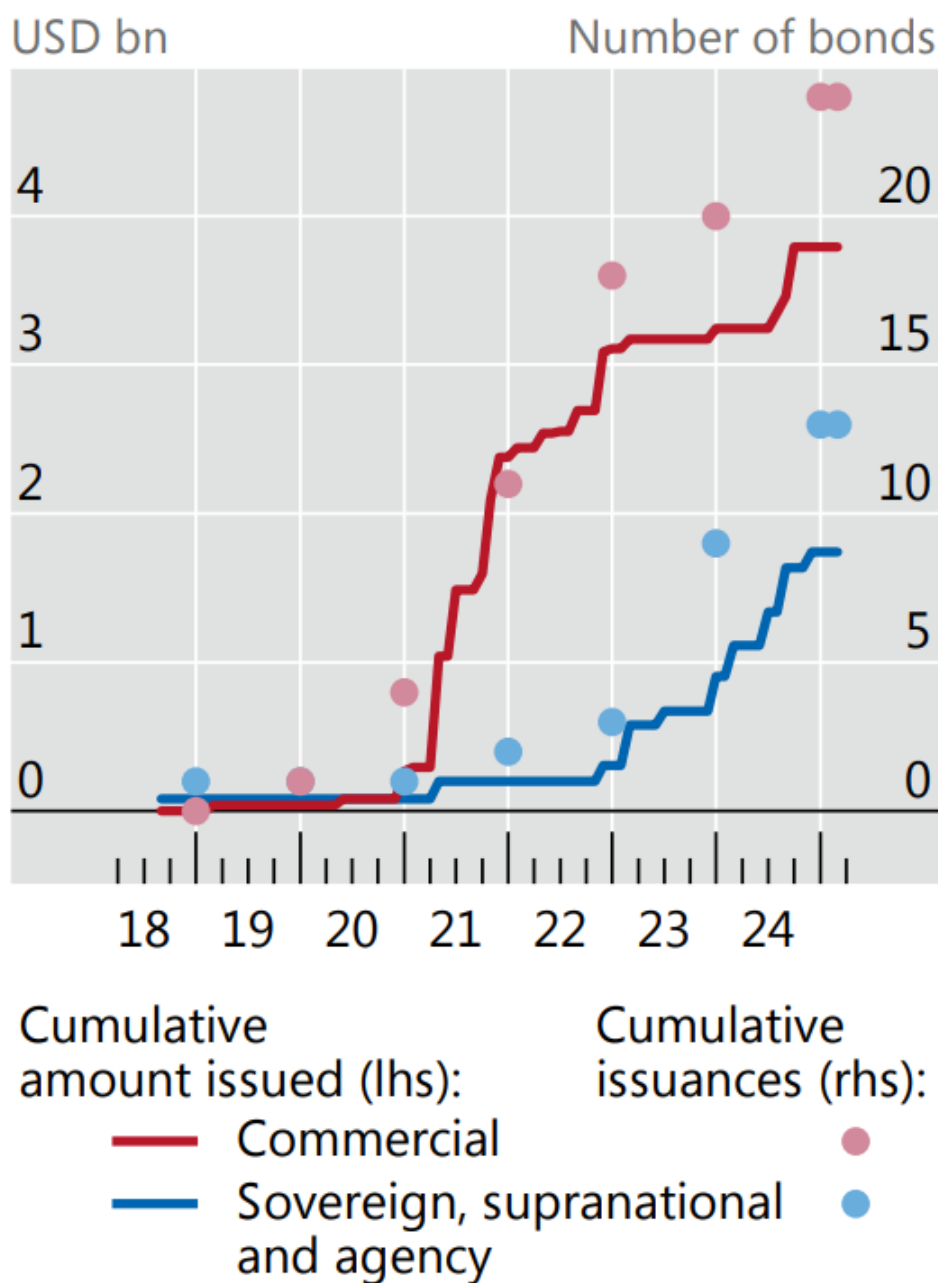


(図表1) トークン化債券の発行額・発行数

赤：社債 青：国債および国際機関債

線：累計発行額（左目盛、単位 10 億ドル）

点：累計発行数（右目盛、単位 件）



(出所) BIS (2025)

このような「トークン化」を取り込んだデジタル金融取引は、これからの金融の有望分野であり、経済社会に大きなメリットをもたらすものと期待されています。

トークン化を通じて、従来は取引が難しかった多様な権利や価値をデジタルトークンに表章させ、これらを小口化するなど、より柔軟なロットで 1 年 365 日・1 日 24 時間いつでも取引できる可能性が生まれています。これにより、個人など幅広い主体が広範な権利や価値に投資できる余地が広がります。また、従来は市場を通じた資金調達が困難であった中小企業やクリエイターなどが、デジタル資産の発行を通じて資金を調達できる途も広がります。さらに、トークン化されたデジタル資産を、同じくトークン化された支払決済手段と連動させることで、資産と資金の同時受け渡し（Delivery Versus Payment）を分散型の環境の下で実現し、取引リスクを引き下げることが可能となります。

このようなデジタル金融の発展は、個人投資家が安心して広範な資産に投資できる環境の形成を通じて、日本の長年の課題である「貯蓄から投資へ」の推進や成長分野へのリスクマネーの供給を後押しすることになります。加えて、個人など資金の供給主体が自らの意思を資金用途により強く反映させていく「金融の民主化」にも寄与するものと考えられます。また、企業と投資家、クリエイターと支持者との間などに、新たな関係やつながりを創っていくことにもつながります。さらに、知的財産が生み出す価値や環境価値などの取引を可能とすることで、新しい経済活動の発展にも貢献していくことが期待されます。

インフラ面でも、世界各国でトークン化を取り込んだ新しい金融インフラを構築する動きが進んでいます。国際決済銀行は昨年（2025 年）6 月に公表した論文において、取引資産としての国債と、支払決済手段としての銀行預金、さらに銀行間決済に用いられる中央銀行預金を全てデジタルトークン化し、これらを全て連動させながら取引を行う「統合台帳（Unified Ledger）」というインフラの姿を、次世代の通貨・金融システムの形として提言しています¹。

もちろん、このような「分散型」のインフラが、既存の「集中型」のインフラを全て代替する訳ではありません。集中型のインフラと分散型のインフラに

¹ BIS [2025]。

はそれぞれの長所があり、これらがオープンな API (Application Programming Interface) を通じて連携し、役割を分担していく姿が想定されています。

一方で、デジタル金融を発展させていく上での課題も、多く残されています。とりわけ、日本ではブロックチェーン・分散台帳技術に基づく新しいデジタル資産を広く包含する民事法・取引法レベルの法制が存在しません。この中で、現行法の解釈や実務上の工夫を通じてデジタル資産市場を発展させていくことがどこまで可能か、また、新たにデジタル資産を広く射程とする立法を行うとすればどのような形が望ましいかが、大きな検討課題となります。

デジタル金融法制研究フォーラムでは、そのマンデートに沿って、支払決済側の論点は捨象し、「トークン化」に関する世界的な理解にも沿った形で、ブロックチェーン・分散台帳技術を活用し何らかの資産や権利、価値を表章した「デジタルトークン」を構成要素とする、新しいデジタル資産を巡る法制度面の課題に焦点を当ててきました²。とりわけ重要な論点としては以下が挙げられ、これらは海外主要国でも概ね共通の課題と捉えられています。

- ・ ブロックチェーン・分散台帳技術に基づくデジタルトークンと、これが表章する資産・権利・価値との関係を巡る法的安定性の確保

- デジタルトークンと、トークン化されている資産や権利などとの関係は、法的に明確であることが求められる。この点が不明確であり、デジタルトークンの保有者が法的にどのような権利を有しているのかが不確実であれば、デジタル資産を安心して取引することも難しくなり、ひいてはデジタル金融の発展も阻害されてしまう（例：デジタルトークンが

² 一般に「デジタル資産」と言う場合、①電子化された株券や社債など、中央集権型のインフラ（証券集中保管機関やカストディアンなど）のもとでデジタル化されている資産と、②ブロックチェーン・分散台帳技術のもとでデジタル化されているデジタル資産の両方が考えられる。この中で、本報告書では特に断りのない限り、後者の「分散型のデジタル資産」に焦点を当て、前者の「中央集権型デジタル資産」は議論の射程とはしない。すなわち、「トークン」、「デジタルトークン」はブロックチェーン・DLT上に記録されているデジタルデータを指し、「デジタル資産」とはトークン化されている資産や権利等とデジタルトークンを一体として指すものとする。

表章しているはずの原資産が、占有の移転や債権譲渡など別途の方法で、他者に移転されてしまうリスクや、デジタルトークンの保有者が行使できると思っていた権利を現実には行使できないリスク）。

- ・ デジタルトークンおよびこれが表章する資産・権利・価値の所有・移転・対抗要件の具備などを巡る法的安定性の確保

— デジタルトークンの移転をブロックチェーン上で行っても、さらに原資産の移転や対抗要件の具備を別途の方法（確定日付証書など）で行わなければならないとなると、デジタル資産取引の効率性が大きく損なわれ、やはりデジタル金融の発展が制約されてしまう。

デジタル金融法制研究フォーラムでは、これまで公表した2つの報告書において、これらの法的課題を①現行法の解釈論で克服する場合、②立法での解決を図る場合について、それぞれ検討を行ってきました。そのうえで、日本のデジタル金融を中長期的に発展させていくうえでは、やはり立法を通じて、考え得る最善の法制度インフラの構築に取り組んでいくことが望ましいとの提言を行っています。

その後、海外でさらにさまざまな動きが進んでいることを踏まえ、本報告書では、まず、デジタル資産市場を巡る最近の世界の動向を鳥瞰します。そのうえで、これらの動きも踏まえ、日本においてデジタル金融を発展させていく上での立法のあり方について、提言のアップデートを行います。

もちろん、デジタル資産市場の発展にとっては、民事法・取引法とともに、規制や税制の問題も重要であることは言うまでもありません。フォーラムとしては、規制や税制は技術中立的（technologically neutral）であるべきであり、同様のリスク・リターンの構造を持つ資産については、それが集中型・分散型いずれの技術に基づくものかにかかわらず、規制や税制、開示、投資家保護などの面でもイコールフットイングが図られるべきと考えます。このような立場から、デジタル資産を巡る規制や税制の動向についても、引き続き注視していきます。

2. デジタル金融を巡る世界の動向

(1) 国際決済銀行 (Bank for International Settlements, BIS)

— 「統合台帳 (Unified Ledger)」 —

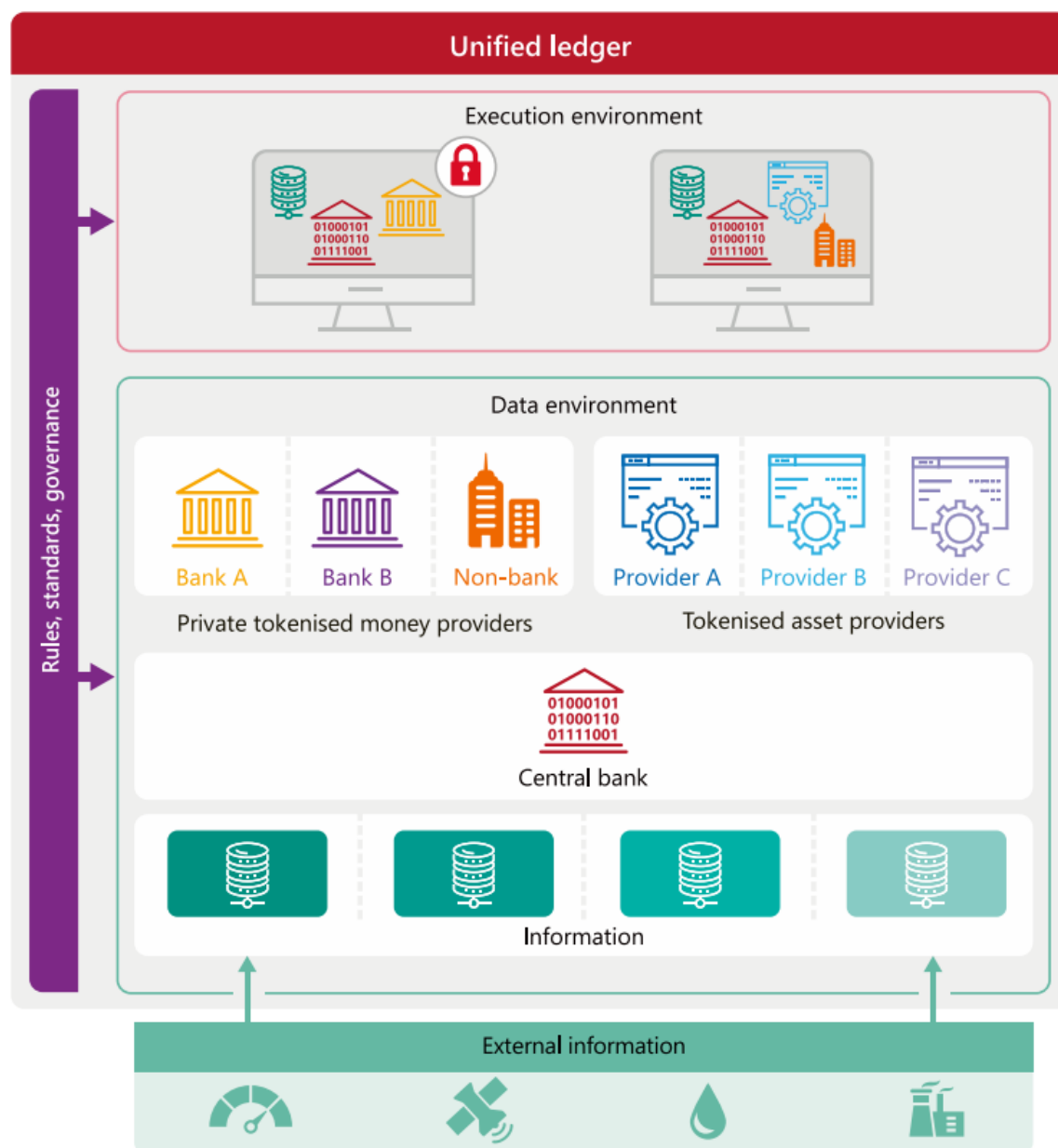
国際的な中央銀行の集まりである国際決済銀行 (BIS) は、2025 年 6 月刊行の年報において、「次世代の通貨・金融システム」と題する包括的な論文を公表した³。

この論文は、金融インフラの進化における次の段階について、「ロジカルに考えれば『トークン化 (トークナイゼーション)』になりそうだ」と指摘している。そのうえで、①金融取引における主要な売買対象資産である国債、②主要な支払決済手段である預金、③銀行間決済を担う中央銀行預金、をいずれもデジタルトークン化し、これらを連動させて取引を行う「統合台帳 (unified ledger)」という姿を、次世代の金融インフラの姿として提言している。

国際決済銀行は、「トークン化」を、「単なるデータベースへのデジタル形式での記録ではなく、『原資産の記録』と『その資産の移転を規定するルールおよびロジック』を統合するもの」と定義している。そのうえで、これにより「特定の条件が満たされた際に特定の操作が実行される」という条件付き取引が可能になるため、「エスクロー勘定」(第三者が一時的に証券や資金を預かり、一定の条件が成就した段階で引き渡すための勘定) などを使わない形での DVP の実現や、バックオフィスの業務負担の軽減を通じて、証券市場の効率性を大幅に向上させられると述べている。さらに、さまざまな種類の金融取引を自動化することで、新しいユースケースを実現すると解説している。そのうえで、さまざまな金融資産や実物資産に対するトークン化された請求権と、トークン化された預金や中央銀行預金が、「統合台帳 (Unified ledger)」と呼ばれる互いに連携されたインフラを通じて、迅速・効率的かつ低リスクでやり取りされる姿を提示している。

³ BIS [2025]

(図表 2) 国際決済銀行の「統合台帳」モデル



(出所) 国際決済銀行

（２）米 国 — “Genius Act” —

米国は 2025 年 1 月のトランプ政権発足直後、大統領令により、米国における米ドル建て中央銀行デジタル通貨（Central Bank Digital Currency, CBDC）の米国内における発行や流通を禁止した⁴。その後 2025 年 7 月には、米国内で発行される米ドル建てのステーブルコインについて、額面以上の安全流動資産による裏付けを求める“Genius Act”を成立させた。Genius Act 立法の目的として米政府は、「米国をデジタル資産分野におけるまぎれのないリーダーとする（make America the undisputed leader in digital assets）」ことを掲げている⁵。

また、米国のニューヨーク証券取引所（NYSE）は 2026 年 1 月 19 日、トークン化された証券のプラットフォームを構築していく方針を発表した⁶。NYSE は、上場株式や ETF をトークン化することで、投資家はこれらのトークン化された投資資産を 1 年 365 日、1 日 24 時間取引し、また即時決済することが可能となり、今後、このようなプラットフォーム構築に向けて規制当局の了解を求めていくと述べている。

NYSE の説明によれば、トークン化された株式は既存の株式と併存し、トークン化された株式の保有者は、他の株主と同様に議決権を行使し、配当を受け取ることができる。また、NYSE はバンク・オブ・ニューヨーク・メロン銀行（BNY）やシティバンク（Citi）などの大銀行と協力し、資金側に「トークン化預金」を用いる形で、これらのトークン化された証券と資金との交換を通じた取引にも取り組んでいくと説明している。

⁴ <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/01/strengthening-american-leadership-in-digital-financial-technology/>

⁵ <https://www.whitehouse.gov/fact-sheets/2025/07/fact-sheet-president-donald-j-trump-signs-genius-act-into-law/>

⁶ <https://ir.theice.com/press/news-details/2026/The-New-York-Stock-Exchange-Develops-Tokenized-Securities-Platform/default.aspx>

（３）ドイツ — 「暗号証券」 —

ドイツでは 2021 年に、「電子有価証券に関する法律（Gesetz über elektronische Wertpapiere、eWpG, 以下「電子有価証券法」と略）」が施行された⁷。同法は、有価証券の類型として、紙の証券に加え、「電子有価証券（elektronisches Wertpapier）」という類型を用意している。そのうえで、この「電子有価証券」として、以下の２種類が規定されている。

- ①中央台帳証券（Zentralregisterwertpapier）：証券集中保管機関（CSD）やカストディアンなどの「中央台帳（zentrale Register）」を用いるもの
- ②暗号証券（Kryptowertpapier）：データが時系列で記録され、改ざんを防止する措置がとられたシステムで管理される「暗号証券台帳（Kryptowertpapierregister）」を用いるもの。

この「暗号証券」の枠組みのもと、持参人払い式の債券および投資信託の持分証券について、ブロックチェーン・分散台帳技術に基づくデジタルトークン型の証券が発行可能となっている。

同法に基づき、Siemens 社が、2023 年 2 月に 6,000 万ユーロの 1 年物債券、2024 年 9 月に 3 億ユーロの 1 年物債券をそれぞれ発行しているほか、ノルトライン＝ヴェストファーレン州の開発銀行である NRW. BANK が、2025 年 7 月に 1 億ユーロの 2 年物債券を発行している。

このようなデジタルトークン型証券の市場振興と並行して、ドイツの中央銀行であるドイツ連邦銀行は、デジタルトークン型証券を 1 年 365 日・1 日 24 時間取引できるよう、ホールセール型の中央銀行デジタル通貨（CBDC）の検討を続けている。あわせてドイツ連邦銀行は、分散台帳ベースのプラットフォームをユーロ建ての既存の支払決済システムである TARGET と連携させる「トリガーソリューション（trigger solution）」と命名されたインフラを開発している⁸。

（４）スイス — 台帳ベース証券 —

⁷ <https://www.gesetze-im-internet.de/ewpg/BJNR142310021.html>

⁸ <https://www.bundesbank.de/en/tasks/payment-systems/trigger-solution/trigger-solution-920174>

スイスは 2020 年に、「分散台帳技術の発展への連邦法の適応に関する法律 (Federal Act on the Adaptation of Federal Law to Developments in Distributed Ledger Technology、以下「DLT 法」略) を制定し、2021 年に施行している⁹。これにより、「台帳ベース証券 (ledger-based security)」という概念が導入され、証券のデジタルトークン化が可能となった¹⁰。

同法に基づく「台帳ベース証券」については、スイス証券取引所 (SIX Swiss Exchange) のグループ企業である SIX Digital Exchange (略称 SDX) が 2022 年より台帳ベース証券のプラットフォームを提供している。このプラットフォームを利用して、世界銀行などが債券を台帳ベース証券として発行している¹¹。

また 2022 年より、スイス証券取引所、中央銀行であるスイス国立銀行、および国際決済銀行の「イノベーション・ハブ」は、“Project Helvetia” と命名された実証実験を共同で進めている¹²。この中で、SDX が取り扱う台帳ベース証券を効率的に決済するために、スイス国立銀行は大口決済用の中央銀行デジタル通貨 (CBDC) を試験的に発行している。また、金融調節手段である売出手形 (1 週間物) を台帳ベース証券として SDX のプラットフォームを通じて発行している。

⁹ <https://www.news.admin.ch/en/nsb?id=84035>

¹⁰ DLT 法は、「台帳ベース証券」の定義として、台帳を通してのみ行使や譲渡ができる権利とされ、このような要件を満たす台帳ベース証券の保有者には、従来の紙の証券と同様の法的保護を与えることを目的としている。この前提として、台帳の記録が勝手に書き換えられるといったことがない十分な技術的信頼性があることが要件とされている。なお、「台帳ベース証券」は、裏付けとなる資産や権利がある債券や株式などを対象としており、暗号資産は含まれない。奥山・杉村 [2025] 参照。

¹¹ <https://www.worldbank.org/en/news/press-release/2024/05/15/world-bank-partners-with-swiss-national-bank-and-six-digital-exchange-to-advance-digitalization-in-capital-markets>

¹² <https://www.bis.org/about/bisih/topics/cbdc/helvetia.htm>

（５）中 国

デジタル資産の問題からはやや離れるが、中国は、2014 年より研究や試験発行を続けてきたデジタル人民元（e-CNY）について、銀行経由での間接発行方式で試験発行しているものについては、2026 年初より、中央銀行の債務（すなわち「中央銀行デジタル通貨」）ではなく、民間銀行の債務（デジタル預金）として発行していく旨を発表している¹³。中国当局は、これによりデジタル人民元への付利も可能になると説明している。

¹³

https://english.www.gov.cn/news/202512/29/content_WS69526d4ec6d00ca5f9a08511.html

3. デジタル金融の発展に向けた提言

(1) 解釈論による対応

デジタル金融法制研究フォーラムは、既に 2024 年 2 月および 2025 年 3 月に取りまとめた 2 つの報告書において、新しいデジタル資産が立脚する分散型デジタル技術の特性を踏まえた、民事法・取引法レベルでの法整備を行っていくことが望ましいとの提言を行っている¹⁴。このような提言は、本フォーラムだけでなく、学界や実務からも広く行われるようになっている¹⁵。

並行してフォーラムでは、現実的な対応策として、現行法の解釈と実務上の対応を組み合わせることで新しいデジタル資産の取引に対応していく方策についても提言を行っており、現実にもこのような取り組みが行われてきている。以下、前回（第 2 回）の報告書での提言内容を簡単に振り返る。

まず、デジタル資産の一つであるセキュリティ・トークンの法律構成として、現行法を前提とする場合、①振替社債以外の券面不発行の社債、あるいは②受益証券発行信託における受益証券が発行されない受益権を原権利とすることが考えられる¹⁶。すなわち、これらの譲渡の効力は当事者間の合意のみによって生じ、また第三者対抗要件は、会社法第 688 条の定める社債原簿への記載または記録、あるいは信託法第 186 条の定める受益権原簿への記載または記録によって具備することができる¹⁷。したがって、これらの権利をトークン化し

¹⁴ デジタル金融法制研究フォーラム [2024]、およびデジタル金融法制研究フォーラム [2025] 参照。

¹⁵ デジタル資産に関する法整備については近年、学界からもその意義を指摘する見解が示されている。例えば神作 [2024] 参照。

¹⁶ 受益証券発行信託に基づく受益権のうち受益証券が発行されないもの（信託法第 185 条 2 項）の対抗要件は、受益権原簿（同法第 186 条）への記載または記録とされている（同法第 195 条 1，2 項）。

¹⁷ なお、受益権原簿には受益者の氏名または名称および住所等の記載が求められており（信託法第 186 条）、ブロックチェーン・分散台帳技術に基づく記録がこれらの記載を欠けば、この要件を満たすものとならない可能性には留意が必要である。日本銀行金融研究所 [2024] 参照。原文は以下の通り。

たセキュリティ・トークンについては、分散台帳上のトークンの記録と社債原簿や受益権原簿の記録を自動的に連動させるか、あるいは分散台帳上の特定のノードの記録を社債原簿や受益権原簿の記録とすることで、確定日付証書による通知または承諾などを行うことなく第三者対抗要件を備えさせることが考えられる¹⁸。

もっとも、このような対応を採る場合にも、トークンの記録を管理する分散台帳プラットフォームの外側で原権利である社債や受益権が譲渡されないようにし、プラットフォームの「完結性」を確保する手当てが求められる。具体的には、社債要項や信託契約により、デジタルトークン化された社債や受益権についてプラットフォーム外での譲渡を禁止する旨、また、これらが仮にプラットフォーム外で譲渡された場合には社債原簿や受益権原簿に記載しない旨を定めることなどが必要となる¹⁹。

また、このような法解釈は、前述の受益証券発行信託によるもの以外の信託

信託法第 186 条（受益権原簿）

受益証券発行信託の受託者は、遅滞なく、受益権原簿を作成し、これに次に掲げる事項を記載し、又は記録しなければならない。

- 一 各受益権に係る受益債権の内容その他の受益権の内容を特定するものとして法務省令で定める事項
- 二 各受益権に係る受益証券の番号、発行の日、受益証券が記名式か又は無記名式かの別及び無記名式の受益証券の数
- 三 各受益権に係る受益者（無記名受益権の受益者を除く。）の氏名又は名称及び住所
- 四 前号の受益者が各受益権を取得した日
- 五 前各号に掲げるもののほか、法務省令で定める事項

¹⁸ 金融法委員会[2022]による。

¹⁹ 具体的な方法として神作 [2024] は、信託法第 93 条 2 項による譲渡制限の定めとして、譲渡の効力発生には受託者の承諾を要する旨の定めを置く方法を例示している。すなわち、この場合の受託者・第三者対抗要件の具備は、デジタル化した受益権原簿の記載・記録によることから（同法第 195 条 2 項）、受託者が受益権原簿の書換えに応じた場合に、受託者は譲渡を承諾したものとみなすこととする訳である。この場合、受益権の譲渡制限は悪意・重過失のある者に対抗できるとされていることから、悪意・重過失のある者に対しては、このような譲渡制限付きの受益権の譲渡の効力は合意のみでは生じず、受益権原簿の書き換えがなされたときに譲渡の効力が発生することになる。

一方、社債を原権利とするデジタルトークンについては、譲渡制限の効力を譲受人その他の第三者に対抗できない可能性がある。加藤・加毛 [2025] 参照。

受益権や匿名組合の持分を現権利とするセキュリティ・トークンや、セキュリティ・トークン以外のデジタル資産には適用できない²⁰。したがって、同様の技術に基づくデジタル資産であっても、原権利の違いによって現行法の下での法律効果が異なってくることになり、このことはデジタル資産市場の包括的な発展を阻害し得る。

また、支払決済手段として高度な流通性が経済社会から要請されている銀行預金については、判例と実務の積み重ねによる「消滅・発生構成」により、銀行の管理する台帳の記録の書き換えのみで移転が完結する構成が採られている。そこでデジタル資産についても、実務や解釈によって「消滅・発生構成」類似の構成を確立していく方向性も考え得る。

例えば、信託受益権を原資産とするデジタル資産について、ブロックチェーン・分散台帳技術に基づくネットワーク上の記録の書き換えに伴い前の権利者の信託受益権が消滅し、次の権利者の信託受益権が新たに発生する旨契約で定めることで、別途確定日付証書による通知または承諾を行うことなく対抗要件も具備できるのではないかと、といった発想である²¹。

しかし、このような対応には以下の限界もある。

（a）プラットフォームの「完結性」

銀行送金について「消滅・発生構成」が認められる理由としては、銀行預金の残高を管理する台帳が金融機関という規制された信頼ある主体によって管理されていること、また、預金が銀行送金プラットフォーム外で移転されることは実務上考えにくいことが挙げられる。この点、広範なデジタル資産全てについて、預金同様の台帳の信頼性およびプラットフォーム

²⁰ 信託法第94条2項により、信託受益権の譲渡を第三者に対抗するには確定日付証書による通知または承諾が求められる。日本銀行金融研究所〔2024〕参照。

²¹ 日本銀行金融研究所〔2024〕および神作〔2024〕参照。神作は、信託法第88条1項に基づき「信託契約期間中のその時々におけるトークンの保有者を特定信託受益権の受益者とする」旨を信託契約に定めることで、トークン保有者と特定信託受益権の受益者を法的に一致させるとのスキームを紹介したうえで、このようなスキームの課題も指摘している。

ムの完結性が確保され得るかが課題となる。

(b) デジタル資産全般に銀行送金同様の動的安全を賦与することの是非

「消滅・発生構成」は、支払決済手段としての銀行送金の性質に鑑み、いわゆる「占有＝所有」の考え方を採る現金に近い高度な動的安全の保護を判例により実現するものといえる。しかし、紙ベースの有価証券やブックエントリー証券については、現金や銀行送金並みに動的安全が強く保護されている訳ではない。このことを踏まえれば、既存の証券と同様に投資対象という性格の強いデジタル資産一般について、現金や銀行送金並みの強い動的安全の保護を認めるべきとまでは言い難い。

(c) 残存する法的不安定性

デジタル資産の保有や移転などにかかる法的安定性を解釈や判例によって確立していくには相応の時間がかかり、その間の法的安定性は十分なものとはなりにくい。海外主要国でデジタル資産を射程とする立法の動きが進む中、日本でデジタル資産の保有や移転を包括的に取り扱う民事法・取引法がない状況が続くことについては、デジタル資産取引の海外流出や金融市場の競争力低下などのリスクを考える必要があるだろう。

（２）立法論の方向性

次に、デジタル資産の技術的特性を踏まえた、デジタル資産を包括的にカバーする民事法・取引法レベルでの立法を日本において行っていく場合の方向性について提言を行っていく。

そもそも広範な資産や権利・価値をデジタルトークン化する主目的は、これに高度な流通性を賦与し、効率的かつ迅速な取引を安心して行えるようにすることにある。そこで、検討の前提として、やはり高い流通性の実現を主眼として導入された有価証券について、その機能を分析的に考察し整理する。

紙の有価証券の保有者は、紙に記されている情報により、自らが有する権利の内容を明確に把握でき、また、その紙を自ら保管することで情報の改ざんを防ぐことができる。さらに、有価証券の占有を通じて、自らが有する権利を第三者に対抗できることに加え、債務者は有価証券の占有者に対し、その外形を信じて債務の履行（例：元本や利子の支払い）をすればよく、真の権利者をコストをかけて探す必要はない。また、紙の有価証券の占有を移転することで、保有者だけがその権利を他者に譲渡できる。これにより有価証券の保有者は、有価証券が表章する権利や価値がもたらす利益を排他的に享受でき、また、当該有価証券を自分だけが他者に譲渡できる。

紙を持たないブックエントリー証券の場合には、証券集中保管機関（Central Securities Depository, CSD）などにおける電子的な記録が、紙の占有に代わる役割を果たしている。すなわち、CSD が管理する情報によって、証券の保有者はどのような権利を有しているかを明確に把握でき、また、CSD に対する規制等により情報は改ざんから守られる。債務者は CSD 上の記録に従って債務の履行をすれば免責される。さらに、証券の譲渡は CSD の上の情報の書き換えによって行われる。

このような有価証券の機能を踏まえると、デジタル資産市場を発展させていく上では、デジタル資産が以下の要件を満たすことが重要と考えられる²²。

²² 以下の整理の多くは奥山・杉村〔2025〕に拠っている。

- ① デジタル資産の保有者がどのような権利を有しているのかが明確であること（明確性）
- ② デジタル資産の保有者が有する権利の内容が守られ、不正な改変や棄損が行われないこと（不変性）
- ③ デジタル資産の保有者が、原資産・権利からもたらされる便益を排他的に享受できること（排他性）
- ④ デジタル資産の保有者だけが、自らの意思でデジタル資産を他者に譲渡し、あるいは処分できること（処分性）
- ⑤ デジタル資産の保有者は、自らが原資産・権利の権利者であることを債務者・第三者に対し有効に主張できること（対抗要件）
- ⑥ デジタル資産の外形を信じて善意でこれを取得したものは保護されること（動的安全の保護）

デジタル資産の民事法・取引法レベルの法整備の方向性として、前回のフォーラム報告書（第2号）では、米国（統一商事法典第12編＜2022年に新設＞）や私法統一国際協会（UNIDROIT）における電子的データの「支配（control）」という概念の提示、さらには日本における船荷証券電子化の検討なども踏まえ、電子的データの「支配」という概念をもとに、幅広いデジタル資産の保有や移転などを包括的に取り扱うことが考えられるとの提言を行った。すなわち、デジタルトークンの分散台帳上の記録を、権利者が「支配」を有する電子的データと捉えることで、この記録によってデジタル資産の所有や移転などの効力を発生させ、また対抗要件を具備させることを検討してはどうかと提案した。

一方で、デジタル資産全般について、「占有=所有説」が採られている現金や、「消滅・発生構成」が採られている銀行送金並みのきわめて強い動的安全の保護を認めるべきかについては、留保を付した。

これらの前回の報告書で示した方向性は、引き続き妥当と考えられる。そのうえで、その後の各国の取り組みなども踏まえ、新しいデジタル技術のメリッ

トを最大限活かし、取引をデジタルベースで完結できるようにする観点から、さらに以下の提言を行いたい。

① デジタル資産への経済社会的要請を踏まえた動的安全の保護

さまざまな権利や価値をデジタルトークン化するそもそもの目的は、その流通性を高めることにあり、動的安全の保護を通じてその取引を促進するという視点が重要であることは言うまでもない。

一方で、(a)現金や預金などの支払決済手段とは異なり、デジタル資産は主に投資目的として取引されるものであり、資産ごとに個別の特性を有していること、(b)検討の対象としているデジタル資産には、ビットコインなどの暗号資産とは異なり、原権利が存在すること、(c)投資資産としての特質上、KYC や AML/CFT 上の配慮も重要となり得ること、を踏まえれば、動的安全の保護について現金や預金、暗号資産と同等の取り扱いとなることは、やや行き過ぎであるようにも思われる。

海外の対応をみても、例えば米国証券業金融市場協会（SIFMA）が主導する” Regulated Settlement Network (RSN)” では、トークン化された証券とトークン化された預金の DVP 決済に関する実証実験を行っている²³。この中で、トークン化証券は既存の “investment property（投資資産）” と同様であり、伝統的な資産の移転の記録方法を新しい技術で代替しただけであるため、その法律関係は従来と変わらないと説明している²⁴。

これらを踏まえると、これまでのフォーラム報告書でも提言している通り、デジタル資産については、その投資対象としての特質も踏まえた対応（例：善意かつ有償の取得者は保護）を考えていくことが望ましい。

²³ <https://www.sifma.org/news/press-releases/members-of-the-u-s-financial-sector-to-explore-multi-asset-settlement-using-shared-ledger-technology>

²⁴ 奥山・杉村 [2025] 参照。

② 台帳上の記録変更を伴わない権利移転の制限²⁵

デジタル資産のプラットフォームの「完結性」を確保する観点からは、デジタルトークン化されたデジタル資産については、プラットフォーム外でのトークンや原権利の移転（すなわち、分散台帳上のトークンの記録の変更を伴わない形でのデジタル資産の移転）を無効とする手当てが求められ、実務上もこのような手当てが契約により行われている。しかしながら、とりわけ原権利が社債等の場合、このような契約の効果が、契約の当事者を超えて譲受人や第三者にまで及ぶかどうかは不確実である。このことは、今後デジタル資産市場が中小企業の市場を通じた資金調達などに使われていくことを展望すれば、やはり克服すべき課題といえる。

このことを踏まえれば、現状では契約ベースで行われている実務に明確な法的裏付けを与えるべく、投資目的のデジタル資産（典型的には金融商品取引法の適用対象となる権利を原権利とするデジタル資産）について、発行者による「分散台帳上の記録の変更を伴わない譲渡を無効とする」との効果が譲受人や第三者にも及ぶ旨、立法により定める方向性が考えられよう。

③ 分散台帳上の記録変更の効力要件化²⁶

さらに一歩進んで、現行のデジタル資産取引を巡る実務を広範にカバーする観点からは、デジタル資産について「分散台帳上の記録の変更を譲渡の効力要件とする」ことを正面から認めていく立法の方向も考えられる。この場合、あわせて現行法も包括的に見直していく必要が生じるが、日本におけるデジタル資産市場の包摂的な発展を促す観点から、このような検討を行っていくことには意義があると考えられる。

すなわち、このような検討を進める上では、(a) 社債原簿や信託受益権原簿の名義書換などを対抗要件としている会社法、社債法、信託法など、関連する現行法の広範な見直しをどのように行うか、(b) 現行法が社債原簿や受益

²⁵ 以下の考察は加藤・加毛 [2025] に拠る。

²⁶ 加藤・加毛 [2025]。

権原簿に求めている記載（例：権利者の氏名）と、分散台帳上に記録される情報とのギャップを、どのように解消していくか（これは、分散台帳による記録を社債原簿や受益権原簿として取り扱っていくという対応を指向する場合に、とりわけ課題となる）、(c) デジタルトークンの記録を管理する分散台帳の信頼性をどのように担保するか、など広範な検討課題があり得る。

もともと、このような検討では、これまで積み重ねてきた調査研究や実務の蓄積が寄与し得る余地も大きい。例えば、「支配」の概念を巡る研究の蓄積は、分散台帳上の記録の変更を紙の有価証券の占有の移転と法的に同等と捉えるにはどのような要件が求められるかといった判断に寄与し得る。

また、このような検討に取り組む中で得られるさまざまな知見（例：分散台帳プラットフォームの信頼性を確保する上ではどのようなガイドラインが有効か、分散台帳上に記録されるべき情報として何が必要か）が、デジタル資産市場の発展につながることも考えられる。これらを踏まえれば、やはりデジタル金融市場の大きな発展に向け、望ましい法制度インフラの姿を描いた上で、その実現に向け、必要に応じ立法も視野に入れた検討を行うといった前向きな取り組みが望まれる。

4. おわりに

デジタル金融法制研究フォーラムの前回（第2号）の報告書作成から約1年しか経っていませんが、この間も各国において「トークン化」を巡る動きは一段と進んでいます。これは、「トークン」や「トークン化」が金融の本質である情報処理に深く関わっており、そのため、金融取引や金融市場を大きく発展させる潜在力を有しているためと考えられます。

歴史を振り返っても、人類が作り出し、金融の主なツールとなってきた貨幣や銀行券、そして手形や小切手などの有価証券は、いずれも広い意味での「トークン」と言えます。金融は、その時々利用可能な技術を使って創り出されたさまざまなトークンを活用することで、複雑な情報処理を効率化し、経済社会の要請に応じてきました。

そして、新たに登場した分散型のデジタル技術は、新しいタイプのトークン、すなわち「デジタルトークン」を創り出すことで、金融の可能性を大きく広げています。古代メソポタミアにおいて、粘土玉の「トークン」がさまざまな取引や経済活動を可能とし、文明を発展させてきたように、現在、デジタルデータによるトークンが、従来はできなかったような取引や経済活動を新たに可能にしています。

このような金融の大きな転換期において、デジタル金融やトークン化をリードする実務家や有識者が「デジタル金融法制研究フォーラム」として結集し、最先端の議論を行っていることは、大変意義深いものと考えています。今後とも、ステークホルダーや当局との建設的な議論などを通じて、日本をデジタル金融の最先進国とすべく、取り組んでいきます。

(参考文献)

- 奥山 太雅、杉村 和俊「トークン化された資産の権利関係 ― スイス・ドイツ・フランス・米国の法整備からの示唆 ―」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ
(https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/wps_2025/wp25j10.htm
2025 年 7 月)
- 加藤 貴仁、加毛 明「デジタル金融資産の私法上の取扱い」
(<https://www.fsa.go.jp/frtc/seika/discussion/2025/DP2025-10.pdf>
2025 年 12 月)
- 神作 裕之「電子決済手段の法形式とその移転」日本銀行金融研究所デフィスカッションペーパー No. 2024-J-8
(<https://www.imes.boj.or.jp/research/abstracts/japanese/24-J-08.html>, 2024 年)
- 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）」
(<http://www.flb.gr.jp/jdoc/publication60-j.pdf>, 2023 年 5 月)
- 証券取引における分散台帳技術の利用を巡る法律問題研究会「証券決済制度と分散台帳技術」
(<https://www.imes.boj.or.jp/research/papers/japanese/kk37-3-1.pdf>, 2018 年 7 月)
- 鈴木 淳人「デジタル資産の「コントロール」に関する基礎的な視点」日本銀行金融研究所 Discussion Paper No. 2024-J-13
(<https://www.imes.boj.or.jp/research/papers/japanese/24-J-13.pdf>, 2024 年 8 月)
- デジタル金融法制研究フォーラム「これからのデジタル金融法制」
(<https://www.strategy-advisors.co.jp/wp-content/uploads/2023/11/28ab9681bed8ef9b77e3cc30fc2bffa53.pdf>,
2024 年 2 月)

デジタル金融法制研究フォーラム「これからのデジタル資産法制に向けた提言
—「貯蓄から投資へ」の推進やデジタル資産市場の発展に向けて—

(https://www.strategy-advisors.co.jp/sa-adv_2025/wp-content/uploads/2025/11/541ce695cc70de4942ad660754c9693f.pdf

2025 年 3 月)

日本銀行金融研究所「デジタルマネーの権利と移転 —「デジタルマネーの私
法上の性質を巡る法律問題研究会」報告書—

(<https://www.imes.boj.or.jp/research/papers/japanese/kk43-1-1.pdf> 2024 年 1 月)

法制審議会「商法（船荷証券等関係）等の改正に関する要綱案」

(<https://www.moj.go.jp/content/001424574.pdf> 2024 年 9 月)

法制審議会商法（船荷証券等関係）部会「船荷証券に関する規定等の見直しに
関する中間試案」

(<https://www.moj.go.jp/content/001394826.pdf> 2023 年 3 月)

Bank for International Settlements (BIS) and Committee on Payments
and Market Infrastructure (CPMI) “Tokenisation in the context
of money and other assets - Report to the G20 -”

(<https://www.bis.org/cpmi/publ/d225.pdf> 2024 年 10 月)

Bank for International Settlements (BIS) “The Next Generation
Monetary and Financial System”

(<https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2025e3.pdf> 2025 年 6 月)

European Central Bank “Trigger Solution (Bundesbank)”

(https://www.ecb.europa.eu/press/intro/events/shared/pdf/fs20/2023-12-15_Trigger_solution.en.pdf 2023 年 12 月)

European Commission, “DLT-Pilot Regime (Regulation (EU) 2022/858)
(2022 年)

Law Commission, “Digital assets: Final report”

(<https://www.lawcom.gov.uk/project/digital-assets/> 2023 年 6 月)

Ministry of Justice, UK “PROPERTY (DIGITAL ASSETS ETC) BILL –[HL] EXPLANATORY NOTES”
(<https://assets.publishing.service.gov.uk/media/66e2bfe9e87cdeb3bcc48bfc/property-digital-assets-bill-explanatory-notes.pdf>
2023 年 9 月)

Monetary Authority of Singapore (MAS), “Project Guardian
– Enabling Open and Interoperable Networks - ”
(<https://www.mas.gov.sg/-/media/mas-media-library/development/fintech/project-guardian/project-guardian-open-interoperable-network.pdf> 2023 年 6 月)

Monetary Authority of Singapore (MAS) , “Global Layer One
Whitepaper - Foundation Layer for Financial Networks - ”
(<https://www.mas.gov.sg/-/media/mas-media-library/development/fintech/guardian/gl1---whitepaper.pdf> ,
2024 年 6 月)

ULC (Uniform Law Commission) and ALI (the American Law Institute),
“UNIFORM COMMERCIAL CODE AMENDMENTS (2022) with Prefatory Note
and Comments, March 24 2023”
(<https://www.uniformlaws.org/viewdocument/final-act-164?CommunityKey=1457c422-ddb7-40b0-8c76-39a1991651ac&tab=librarydocuments> , 2023 年 5 月)

UNIDROIT, “DRAFT UNIDROIT PRINCIPLES ON DIGITAL ASSETS AND PRIVATE
LAW”
([content/uploads/2023/01/Draft-Principles-and-Commentary-Public-Consultation.pdf](https://www.unidroit.org/content/uploads/2023/01/Draft-Principles-and-Commentary-Public-Consultation.pdf), 2023 年 1 月)

《デジタル金融法制研究フォーラムメンバー》（注）

- ・株式会社オリエントコーポレーション
- ・株式会社 JPX 総研
- ・株式会社大和証券グループ本社
- ・株式会社ふくおかフィナンシャルグループ
- ・株式会社三井住友フィナンシャルグループ
- ・株式会社三菱 UFJ フィナンシャルグループ
- ・ケネディクス株式会社
- ・TMI 総合法律事務所
- ・西村あさひ法律事務所・外国法共同事業
- ・野村信託銀行株式会社
- ・野村ホールディングス株式会社
- ・みずほ証券株式会社
- ・三井住友信託銀行株式会社
- ・三井住友 DS アセットマネジメント株式会社
- ・楽天証券株式会社

（注） 社名掲載を承諾された会社を掲載している。

（座長）山岡浩巳（元日本銀行決済機構局長/フューチャー株式会社取締役）

（事務局）株式会社ストラテジー・アドバイザーズ