

## これからのデジタル金融法制

### — 論点整理ペーパー —

#### 1. はじめに

##### (技術進歩と経済・金融取引)

現在、急速に進歩するデジタル技術が、経済取引や経済活動の可能性を大きく広げている。

人間は火力や鋳造技術、紙技術、印刷技術などの新しい技術を応用しながら新たな取引を実現し、さらに、その効率化や高度化を進めることで経済社会を発展させてきた。

古代メソポタミアでは、粘土で作られた「トークン」が家畜などの表象物として使われ、これらの取引を発展させたこと、さらに、このようなトークンが人間同士のコミュニケーションの道具となり、文字の発展にもつながったことが、考古学者シュマント＝ベッセウなどの研究により明らかとなっている<sup>1</sup>。

その後、火力や鋳造技術の発達を背景に、紀元前7世紀のリディアでは世界最古の鋳造貨幣（エレクトロン貨）が製造された。その後、ローマ帝国などさまざまな経済圏で、鋳造貨幣が取引の発展に貢献を果たしてきた。

そして、中世以降の紙技術や印刷技術の発達は、金融取引を大きく発展させた。すなわち、紙の銀行券や手形、小切手、有価証券など、さまざまな資産や権利を紙で表象させ、その受け渡しによって資産や権利を移転させることが可能となった。さらに、紙の帳簿の記載によって資産や権利の所在を記録し、帳簿の書き換えによってこれらの移転を示す方法も採られるようになった。

---

<sup>1</sup> 例えば、Denise Schmandt-Besserat, “Invention of Tokens”(2019)参照。

<https://sites.utexas.edu/dsb/tokens/the-invention-of-tokens/>

さらに近代以降、電信技術やコンピュータの発達、金融や経済取引の一段の発展をもたらした。銀行預金は銀行のシステムで電子的に記録され、銀行間の送金は電信を通じて迅速に行われるようになった。全銀システムに代表される集中型の電子資金決済システムや証券の集中保管システムが発展し、殆どの有価証券は紙ではなく、電子的な記録によって集中保管されるようになった。このような金融インフラの進化が高速取引や金融資本市場の飛躍的発展を実現することとなった。

### （技術革新と新たなデジタル資産の登場）

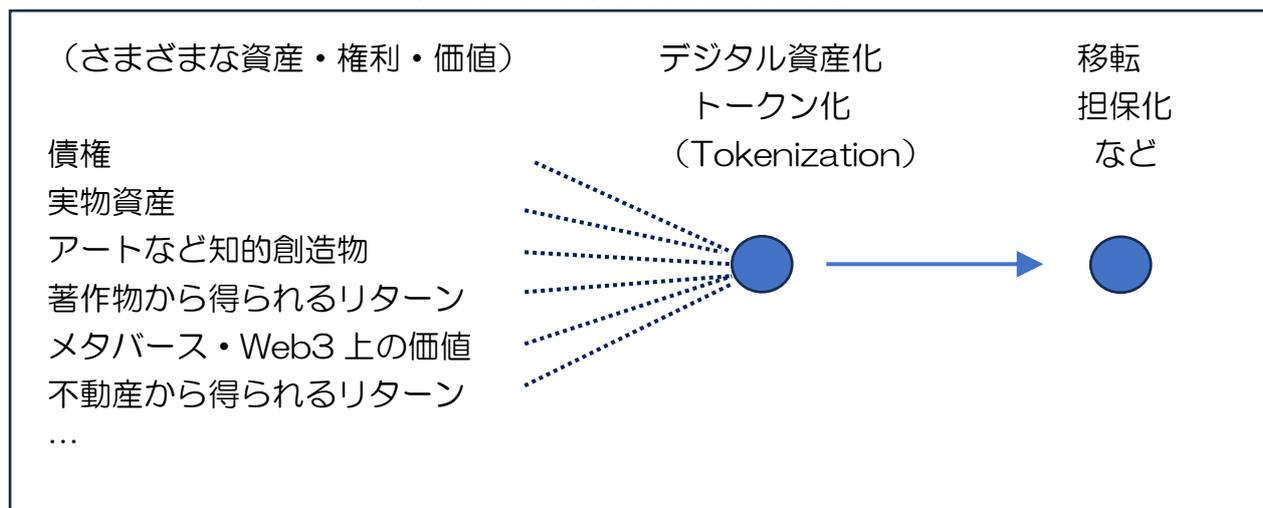
そして現在、発展を遂げつつあるブロックチェーンや分散台帳技術、AIなどの新たなデジタル技術が、経済取引や経済活動の可能性を一段と広げている。

2009年に新たに登場したブロックチェーン・分散台帳技術（Distributed Ledger Technology, DLT）は、当初は暗号資産（仮想通貨）への応用に注目が集まった。しかし最近では、さまざまな資産や権利などをデジタル情報として「トークン化」（tokenize）し、「デジタル資産」を創り出す技術として注目されている。この技術の下、セキュリティトークン（ST）や非代替性トークン（NFT）、ユーティリティトークンなど、多くの「デジタルトークン」や「トークン化されたデジタル資産」（Tokenized Assets）が登場している。メソポタミア時代の粘土技術から時を経て、今やデジタル技術がさまざまなトークンを作り出せるようになっている。

このようなデジタルトークンは、新しい経済活動に貢献し得る。例えば、ブロックチェーン・分散台帳技術を利用した資金調達として、当初は暗号資産の新規発行であるICO（Initial Coin Offering）が注目された。しかし、裏付けとなる資産や権利を持たないICOについて、投資家保護上問題視される事例も生じる中、資産や権利、将来のリターンなどと紐付けられた「セキュリティトークン」（Security Token, ST）などのデジタル資産が登場している。このようなデジタル資産は、従来の大企業にとどまらない広範な主体による資金調達への寄与や新たな運用手段の提供、グリーンファイナンスへの貢献などが期待されている（巻末「参考1」参照）。また、非代替性トークンやユーティリティトークンなどの誕生により、アートや音楽などの知的創造物や各種不動産が

ら得られるリターン、ファンクラブ会員であることのベネフィット、Web3 やメタバース上の権利など、これまでは取引の対象とすることが難しかった資産や価値などを、仲介者を介することなく直接取引することが可能となっている。

(図表1) デジタル資産の登場



### (スマートコントラクト)

ブロックチェーン・分散台帳技術は、一定の条件が満たされることにより自動的に取引を執行できる「スマートコントラクト」と呼ばれる機能をプログラムとして組み込むことができる。このスマートコントラクトを活用して、デジタル資産やこれが表象するリターンと、その対価となる資金とを同時に受け渡す“DVP” (Delivery Versus Payment) の自動的な実現や、関連事務の自動化・効率化などが可能となっている。加えて、最近のデジタル技術革新を背景に発達した暗号技術や電子署名なども、取引の安全や効率化に貢献し得る。

さらに、「生成 AI」のように高度化する AI (人工知能) や DAO (分散型自律組織) を活用することにより、取引執行に先立つ意思決定に至るまで自動化することも、技術的には可能となっている。

### (分散型金融<DeFi>、分散型市場<DEX>など)

また、上述のような自動化・効率化された取引を、証券集中保管システム (ブックエントリーシステム) のような従来型のインフラを経由することな

く、分散型ネットワークの下、「分散型金融」(DeFi) や「分散型市場」(DEX) を通じて効率的に実現できる可能性も広がっている<sup>2</sup>。このような分散型のインフラのもとでは、証券会社などの伝統的な金融機関だけでなく、個人投資家なども直接に取引に参加し、市場流動性の向上に寄与することが期待される。また、分散型金融の手法は、BaaS (Banking as a Service) や「組み込み型金融 (Embedded Finance)」のように、さまざまなリソースをネットワークとして繋ぐ新しい形の金融サービスの発展にも貢献し得る。

このように、新しいデジタル技術の登場によって、これまで以上に広範な資産や権利などを、より効率的かつ安全に取引し、また、ニーズに合わせて小口化して取引することなどが技術的に可能となっている。このことは、金融サービスや経済のさらなる発展や人々の利便性の向上、新たな投資資産の創出、経済厚生拡大などにつながり得る。

一方で、このような技術革新の恩恵を金融サービスや経済に活かしていく上では、新しい技術の活用を十分サポートする制度整備が重要となる。主要国では現在、このような観点からさまざまな取り組みが行われており、日本においても金融庁などによる制度整備が進められている。もっとも、新しいデジタル技術活用の影響は、取引対象資産の拡大や取引の自動化・効率化、さらには取引構造の変化やクロスボーダー取引への対応、対抗要件の具備、AML/CFT、デジタル資産を取引する主体への規制のあり方など多岐にわたっており、多くの論点が残されている。また、暗号資産やステーブルコインの分野では取引所などのガバナンスの問題が現実にも生じ、市場の発展にブレーキをかける結果にもなっている。このことを踏まえれば、市場の健全かつ安定的な発展のためにも、人々が取引に安心して参加でき、イノベーションの促進と利用者保護とを両立させられる制度整備が求められる。

ブロックチェーン・分散台帳技術の応用可能性は資金決済分野に限られず、広範な社会インフラに応用が可能である。したがって、この技術の広範な活用

---

<sup>2</sup> 資産のデジタルトークン化と分散型金融を結び付ける取り組みの代表例としては、シンガポール通貨庁 (MAS) などによる“Project Guardian” (2022 年開始) が挙げられる。Monetary Authority of Singapore (2023 年) 参照。

を展望した制度整備を進めていくことは、金融にとどまらず、これからの経済活動全般にとっても重要と考えられる。

このような問題意識に立って、多様な企業が参画するデジタル金融法制研究フォーラムでは、民間のビジネスニーズを踏まえた、実務に根差したデジタル金融法制に関する提言を行ってまいりたい。これらの中には、一般法の領域に及ぶものなど、特定の当局の所掌を超えるものも含まれるが、現段階ではオープンな議論を促す観点から、短期的な実現可能性に捉われることなく、幅広い提言を行ってまいりたい。また、本稿で掲げる論点は必ずしも網羅的なものではない。この点についても、今後のフォーラムでの議論を通じて、現時点で十分カバーできていない論点も適宜拡充していきたい。

## 2. 金融のデジタル化に伴う法制度上の課題（総論）

### （1）デジタル資金決済をめぐる制度整備の進展

デジタル化の進展や、これに伴う金融取引や金融サービスの変化に対応する形で、近年、金融庁などの規制当局はさまざまな制度対応を進めてきた。

とりわけ資金決済の分野については、2016年に暗号資産（当時は仮想通貨）を対象とする資金決済に関する法律（以下「資金決済法」と略）の改正が行われ、2017年に施行されたことで、法定通貨建てではない暗号資産についての法的枠組みが整備された。さらに、2022年に再度改正され2023年6月に施行された資金決済法により、いわゆる「ステーブルコイン」のうち、法定通貨建てであり裏付け資産を持つ一定のものについては「電子決済手段」として新たに法整備が行われた。

### （2）新たなデジタル資産の登場

このように資金決済分野での制度整備が徐々に進捗する一方で、上述の暗号資産やステーブルコイン以外にも、新しいデジタル技術を広範な資産や権利などに応用し、これを「トークン化」（Tokenize）することで新たなデジタル資産（トークン化された資産、Tokenized Assets）を創成する動きが進んでい

る。このような新しいデジタル資産の例としては、以下が挙げられる。

●セキュリティトークン (Security Token, ST)

- ブロックチェーン・DLT 技術を活用して組成される証券類似のデジタル資産であり、中央集権型のブックエントリーシステム等を必要としない。日本においては、2020年に施行された改正金融商品取引法（金商法）および関連する内閣府令により「電子記録移転有価証券表示権利等」の枠組みが設けられた。この中で、株式や社債など金商法2条1項に掲げられている有価証券が電子化された「有価証券表示権利」がトークン化されたものや、集団投資スキーム持ち分や信託受益権をトークン化した「電子記録移転権利」などの類型が設けられ、これに応じた開示規制や業規制が導入されている（後述）。
- セキュリティトークンは、中小企業も含めた幅広い主体の資金調達への活用や、不動産などの投資リターンの小口化・流動化などへの貢献が期待されている。

●非代替性トークン (Non-fungible Token, NFT)

- アートや楽曲など唯一性のある著作物・創造物に付帯させるデジタルトークン。

●実物資産トークン (Real World Asset Token, RWA トークン)

- 実物資産トークンの明確な定義はないが、一般には、不動産やアート、高額品などの実物資産に紐付けられるトークンを指す用語。上述のセキュリティトークンや非代替性トークンを含む場合もある。

●ファンエンゲージメントトークン

- ファンクラブの会員権などをトークン化し、コンサートチケットの優先購入や交流会への参加などのベネフィットが得られる権利などを表象したもの。

●環境価値トークン

- ・ 排出権などをトークン化し取引できるようにしたもの。

●メタバース・Web3 内の価値やゲームコンテンツなどを表象したトークン

このような新しいデジタル資産の登場に対しても、金融庁など規制当局は制度整備に取り組んできている。例えばセキュリティトークンについては、前述の通り、2020年5月に施行された改正金融商品取引法（金商法）において、「電子記録移転権利」という枠組みが新たに設けられた（同法2条3項）。すなわち、同法2条3項各号に掲げる権利（第二項有価証券、信託受益権や集団投資スキーム持分など）をトークン化したものは「電子権利移転権利」として、その流通性の高まりの可能性を踏まえ、第二項有価証券ではなく「第一項有価証券」として取り扱われ、第一項有価証券としての開示規制や業規制に服することとなった<sup>3</sup>。

この間、海外の主要国・法域においても、新しいデジタル金融やデジタル資産の登場に対応した制度整備に向けた取り組みが行われ、さまざまな報告書が公表されている（図表2）。

（図表2）デジタル金融・デジタル資産に関する報告書の例

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

英国：Law Commission, “Digital assets: Final report” (2023年)

米国：Uniform Law Commission and the American Law Institute, “UNIFORM COMMERCIAL CODE AMENDMENTS with Prefatory Note and Comments” (2023年)

私法統一国際協会：UNIDROIT, “DRAFT UNIDROIT PRINCIPLES ON DIGITAL ASSETS AND PRIVATE LAW” (2023年)

<sup>3</sup> なお、金商法2条1項の有価証券（第一項有価証券）に該当する社債や株式がトークン化されたものは、当然に第一項有価証券としての開示規制や業規制に服することになる。

これらの動きを現時点で概観すると、デジタル資産の中で、とりわけセキュリティトークンに関する開示規制や業規制の整備については、日本は世界との対比でも迅速に進められてきたといえる。この間、海外では、必ずしもセキュリティトークンに限られない、ブロックチェーン・分散台帳技術によってトークン化されたデジタル資産全般の制度整備を検討する事例が目立っている。

### (3) 新たなデジタル金融を巡る法制度上の論点

上述の海外の報告書は、デジタル金融を巡る今後の制度整備に関し、概ね以下のような類似の論点を掲げている。

- 「デジタル資産（デジタルトークン）」とそれ以外の資産との線引きをどのように行うか。
- デジタル資産（デジタルトークン）を巡る私法上の権利関係。例えば、デジタル資産はどのような権利を表象しているのか。デジタル資産の保有者は発行者などに対してどのような権利を有しているのか等。
- デジタル資産（デジタルトークン）の保有や移転の要件とは何か。デジタル資産の保有や移転を債務者や第三者などに対抗するにはいかなる要件が求められるか。デジタル資産の転得者の保護や善意取得など、取引の安全をいかに確保するか。
- デジタル資産（デジタルトークン）を担保として活用する上で、当該担保権を第三者に対抗できる要件の明確化などについて、どのような制度整備が求められるか。
- デジタル資産（デジタルトークン）のリターンの分配や取引を自動的に執行する「スマートコントラクト」を、法的にどのように位置付けるか。
- デジタル資産（デジタルトークン）を発行・取引する主体に対し、どのような規制監督の枠組みを設けるべきか。

上述の海外の法整備や調査研究では、デジタル資産に紐付けられる資産や権

利、価値を個別具体的に限定することなく、まずはデジタル資産を創り出す技術に注目し、その特性をもとにデジタル資産を包括的に捉えようとする傾向がみられる。例えば米国では、デジタル資産の保有者が有する権利の説明として、「コントロール」という概念を導入している。この概念をもとに、幅広いデジタル資産について「コントロール可能な電子記録」(CER)という枠組みを設け、その保有や移転に関する整理を行っていることが特徴的である<sup>4</sup>。ブロックチェーン・分散台帳技術に基づくデジタル資産に「特定の帳簿」を想定し難しい中、債務者や発行者側が管理する帳簿ではなく、権利者や譲受人側に焦点を当て、デジタルデータの排他的な支配の態様に注目することで取引の安全を保護しようという発想は、モノの「占有」に近い捉え方であり、今後の制度整

---

<sup>4</sup> 米国において、デジタル資産の登場に対応して新設された統一商事法典 (U.C.C) 第 12 編は、新しいデジタル資産を想定した「コントロール可能な電子記録」(controllable electronic record, CER) という概念を創設している。そのうえで、CER を善意かつ有償で取得した者は競合する権利の主張から切断されるというルールが制定されている。

CER とは電子媒体に保存された記録 (有体物である媒体に記された情報、または、電子またはその他の媒体に保管され、知覚可能な形で取り出すことができる情報) とされる。

「コントロール」が認められる場合とは、(1) 電子記録、電子記録に添付された記録もしくは論理的に関連付けられた記録、または電子記録が記録されたシステムが、ある者に対して、(A) 電子記録から得られる実質的にすべての利益を利用する権限、および、(B) 排他的権限、すなわち、(i) 第三者が電子記録から実質的にすべての利益を得ることを阻止する権限、および、(ii) 電子記録のコントロールを他人に譲渡する権限、または電子記録の譲渡により CER のコントロールを他人に取得させる権限を与える場合であり、かつ、

(2) 電子記録、電子記録に添付された記録もしくは論理的に関連付けられた記録、または電子記録が記録されたシステムが、氏名、識別番号、暗号鍵、事務所、口座番号等を含むあらゆる方法によって、ある者について、上記 (1) で定める権限が認められていることを、容易に識別できるようにしている場合をいうとされている。

そのうえで、CER の「コントロール」を取得すれば、当該 CER の証明する権利を取得できることになり、当該支払請求権にかかる債務者は、当該 CER のコントロールを有する者に対して、その債務を支払うことに合意するものとされる。

このように、CER が証明する権利がいかなる権利であるかにかかわらず、CER と認められるものについては、その権利の帰属・移転のためのルールを画一化し、その善意有償取得者についての保護のほか、CER の帰属者 (権利者) の有する権利について物的保護 (倒産時の取戻権) が図られたと評価することができる。日本銀行金融研究所 (2023) 参照。

備にとって示唆的といえる。また英国法律委員会（Law Commission）は、デジタル資産の登場にあわせて、物権とも債権とも区別される第三のカテゴリーの財産権を認める必要があると指摘している<sup>5</sup>。

以下では、デジタル資産（デジタルトークン）を巡るさまざまな論点について、海外の調査研究なども踏まえながら整理を行う。

---

<sup>5</sup> 日本銀行金融研究所（2023年）

### 3. 金融のデジタル化に伴う法制度上の課題（各論）

#### （1）デジタル資産の定義

ブロックチェーン・分散台帳技術は、従来は取引が難しかった資産や権利などをデジタルトークン化することで、取引の可能性を拡げる。このような「デジタルトークン」に紐付けられ得る資産や権利、価値にはさまざまなものがあり、このため、新しいデジタル資産の登場は、従来の資産や権利の区分の再考を迫る面がある。

実際、ブロックチェーン・分散台帳技術を通じてデジタルトークン化されるのは、さまざまなリターンや条件に関するデータの束とも捉えられる。例えば、企業が売掛債権をトークン化し、これを流動化する事例を想定すると、このトークンは債権譲渡とも、有価証券（手形）に近いものとも見ることができ、「非金融商品」と「金融商品」のいずれと捉えるかは、その流通性をもって金融と捉えるべきかなどの考え次第ともいえる。このように、新しいデジタル資産の登場に伴い、「（証券などの）金融資産と非金融資産」などの境界は希薄化しやすい。このことは、「金融」と「非金融」の垣根の低下や、金融サービスの担い手や媒体の多様化にも結び付く。

本報告書では一応、デジタル資産を「デジタル技術を通じて記録や移転が行われる価値」と広く捉えることとする。この定義の下では、預金やブックエントリー証券、電子マネー、さらにはデジタル技術を活用した売掛債権などの流動化なども含まれることになる。もっとも、本報告書では「ソブリン通貨建ての支払決済手段」は主な検討の対象としない<sup>6</sup>。

また、ビットコインに代表される「第一世代型暗号資産」は、ブロックチェーン・分散台帳技術の普及や理解、分散型金融の登場などさまざまな新しい知見をもたらした。もっとも、これらの暗号資産は多くの場合特定の発行者や裏

---

<sup>6</sup> 預金については銀行法、電子マネーについては資金決済法（第三者型前払式支払手段等）などにより法整備が行われているほか、ステーブルコインの一部についても 2022 年に改正された資金決済法などにより「電子決済手段」として法整備が進められてきている。日本銀行金融研究所（2023 年）参照。

付け資産を持たず、その価値が特定の資産や権利、価値などに結び付けられているわけではなく、それ自体が価値として取引されていること、また、とりわけ日本では既に資金決済法の改正により法整備が行われていることから、これも主な検討の対象とはしない。

デジタル金融法制研究フォーラムの検討対象としてとりわけ重要となるのは、従来は取引が容易ではなかった資産や権利、価値などを、新たなデジタル技術を通じてトークン化し、取引や市場化、担保化を推進しようとするものである。その典型例としてはセキュリティトークンや非代替性トークン、メタバースや Web3 内のコンテンツを表象したデジタルトークンが挙げられる。さらに、地球温暖化対応として注目を集めている排出権や、楽曲・著作物などの知的財産に付随する権利・価値をトークン化したものも注目される。

また、技術面からみたデジタル資産の形態としては、特定の主体がデジタル資産の所有や移転を特定の帳簿上で管理する「アカウント型」と、ブロックチェーン・分散台帳技術の活用などによりトークン化し、特定の帳簿の記録に拠らずに移転・保管を行う「トークン型」が考えられる。検討の対象としてはとりわけ後者が重要となるが、本フォーラムでは一応両者を射程とする。

すなわち本フォーラムでは、デジタル資産の定義をまずは幅広く捉えた上で、特に、「これまでは保有や取引の対象となりにくかった資産や権利、価値などが、ブロックチェーンや分散台帳技術の応用によりデジタル資産化されたもの」に焦点を当てていく。

## (2) デジタル資産の法的・制度的位置付け

デジタル資産を考察する上では、

- ① デジタル資産化される価値（資産、権利、価値など）の性質、
- ② デジタル資産化の方法（ブロックチェーン・分散台帳技術など）、

が注目される。これらに基づき、デジタル資産にはさまざまな分類法があり得る。

このうち、まず①については、ビットコインに代表される第一世代型暗号資産のように、デジタルトークンに結び付けられている資産や権利、価値が存在せず、デジタルトークン自体が価値として取引されるものがある。一方で、近年新たに登場しているデジタル資産は、セキュリティトークンや非代替性トークンのように、デジタルトークンが何らかの資産や権利、価値などと紐付けられていることが多い。したがって、デジタルトークンの保有や移転、担保化などがどのように行われるかという論点に加え、デジタルトークンの保有者が、紐付けられている資産や権利、価値に対してどのような権利を有するのかが論点となる。デジタルトークンに紐付けられ得る資産や権利、価値は、物権、債権、どちらとも言い難いものなどさまざまものがあり得る中、デジタルトークンの保有者がいかなる権利を持つのかも、それぞれのケースを踏まえたきめ細かな検討が必要となり得る。

上記は消費者保護・投資家保護などの観点からも重要となる。デジタルトークンと紐付けられているアセットが消費者・投資家保護や開示規制を必要とするものであれば、そうした規制を、これらのアセットと紐付けられたデジタルトークンにも及ぼしていくべきとの考え方があり得る。例えば、デジタルトークンに結び付けられているアセットが「証券」や「金融商品」に相当する投資性または流通性等を有するものであれば、そのデジタルトークンもこれらと同様に位置付け、証券や金融商品並みの開示規制や業規制を及ぼしていく方向が考えられる。

2020年に施行された日本の改正金商法に基づくセキュリティトークンに関する法制度も、このような考え方に根差していると捉えられる。すなわち、改正金商法では、第一項有価証券が電子化された「有価証券表示権利」をトークン化したものに加え第二項有価証券（信託受益権や集団投資スキームの持ち分など）をトークン化した「電子記録移転権利」についても、その流動性や投資家保護のニーズなどに鑑み、第一項有価証券としての開示規制や業規制に服することとされた。

一方で、デジタルトークン化され得る資産や権利、価値は、証券や金融商品に限られず、さまざまなものがあり得る。この中で、揺籃期のデジタル資産にコンプライアンスコストの高い開示規制や業規制を一律に課してしまうと、市

場の発展を過度に阻害してしまうリスクも考慮する必要があり、これらのバランスをどのように図っていくかも課題となる。例えば、モノ（有体物）の売買や寄付と同様に捉え得るものについては金融規制を及ぼすには当たらないといった整理も可能であろう。

また、上述②の、デジタルトークン化に使われるブロックチェーン・分散台帳技術などの技術特性に注目する分類については、近年、とりわけ海外において積極的な取り組みがみられている。

例えば、EUにおける暗号資産に関する規制案（Markets in Crypto-assets, MiCA）では、ブロックチェーン・分散台帳技術によってデジタル化された資産のうち、既存の規制の対象ではないものを適用対象としており、まずは「技術」に注目した分類を行っている。そのうえで、このように技術に注目して分類されたデジタル資産を、さらに、(a) ユーロ建てステーブルコインなどの支払決済手段、(b) 何らかの資産や権利と紐付けられているもの（asset-referenced token）、(c) これら以外のもの、に分類している<sup>7</sup>。米国の統一商事法典（U.C.C.）でも、第12編で新たに「コントロールされた電子記録」という概念を導入し、デジタル資産を「コントロール」という概念をもとに包括的に捉えている。

このような法整備には、類似した技術的特性を持つデジタルトークンの移転や担保化を、共通の法的枠組みの下で捉えることができるというメリットが考えられる。

### （3）デジタル資産の保有・移転・担保化

#### ① 物権や債権、有価証券の保有・移転・担保化

デジタル資産を巡る法制度上の論点として、その保有や移転、担保化を法的にどう構成するかという問題がある。とりわけ、ブロックチェーン・分散台帳技術などによって実現される「タイムスタンプによる二重譲渡の防止」などの

---

<sup>7</sup> 一方で、特定の財などに紐付けられた非代替性トークンは、MiCAの適用対象とはされていない。

技術的メリットを活かせる法制度はどうあるべきかが論点となる。この問題は日本を含む各国で議論されている「デジタルID」や「トラスト」とも関わるものであり、取引の安全や利用者保護にとって重要となる。

伝統的な法制では、資産や権利の保有や移転について、

- (a) 「紙」を含めた何らかの有体物の「占有」などを前提とする対応
- (b) デジタル化された情報を特定の帳簿が管理する集中型の対応

のいずれかが採られることが多かった。(a)の例としては、例えば、占有に伴い所有も移転するとされる「現金」や、紙の証券を持っている人に債務を履行すれば免責される「持参人払式証券」などが挙げられる。さらに、担保物権としての「質権」も、「占有」が対抗要件とされている。一方、(b)の例としては、不動産の所有権や抵当権などの「登記」や、ブックエントリーシステムで保管・取引されている電子化された証券などが挙げられる。

両者の発展を時系列的にみると、多くの取引はもともと(a)の類型をとっていた中で、技術進歩に伴う取引の効率化・高速化への対応という観点から、(b)の実現への対応が進められてきたとみることができる。

例えば債権譲渡においては、民法467条により、債務者への通知または債務者の承諾を対抗要件とし、二重譲渡のリスクについては、確定日付のある証書による通知または承諾を第三者対抗要件とする対応が採られてきた。しかし、このように債権譲渡のたびに確定日付のある証書のやり取りが求められれば、市場取引の高速化に対応していくことは困難である。

この点、有価証券制度の下では、紙の形をとる有価証券の物理的な占有の移転によって権利が移転し、第三者対抗要件も備えることができる。このような有価証券（株式、社債、手形など）は、近代的な金融市場取引において中心的な役割を果たしてきた。さらに、取引の電子化と高速化が一段と進む中、これらの有価証券の多くはペーパーレス化され、電子化された情報としてブックエントリー化されることになった。この中で、証券の移転は「証券集中保管機関」（Central Securities Depository, CSD）などの特定の主体が中央集権的に管理する帳簿の記録の書き換えによって行われることになり、この記録が対

抗要件ともされた。

この間、預金については、いわゆる「消滅・発生構成」のもと、発行者（銀行）と利用者の合意に基づき、送金においては、発行者の管理する口座において、支払人の残高を減らし、受取人の残高を増やすという記帳を行うことで送金が行われるという法律構成が採られてきている。このような法律構成は、確定日付証書による通知や承諾を別途求めることなく送金を可能とするとともに、抗弁の切断等により動的安全を保護し、支払決済手段としての預金の有用性を確保する観点から有益と考えられる<sup>8</sup>。

この間、物理的な移転が難しい不動産の分野ではもともと「登記」が對抗要件とされ、その登記簿がデジタル化される形で技術革新への対応が進められてきた。

## ② デジタル資産がもたらす新たな論点

これらに対し、ブロックチェーン、分散台帳技術に基づく新たなデジタル資産は、従来のモノ（有体物）や有価証券などとは異なる技術的特性を持っており、このことがその保有や移転、担保化の方法などにも影響を与え得る。

不動産を除くモノ（有体物）の所有権や質権は原則として「占有」を對抗要件とし、また、その移転は「占有」の移転という形で、特定の帳簿への記録を伴わない分散型の構造の下で行われている。一方で、預金やブックエントリー債の保有・移転は、銀行やCSDなど特定の管理者が中央集権的に管理する帳簿上の記録という形で、集中型の構造の下で行われている。この間、通常の債権の移転は確定日付証書による通知または承諾を第三者對抗要件としている。

これらと対比すると、ブロックチェーン・分散台帳技術によってトークン化された新しいデジタル資産は、これらのいずれにも当てはまらない面がある。

すなわち、デジタル資産は有体物ではなくデジタルデータの形をとっており、物理的な「占有」を想定し難い<sup>9</sup>。また、その保有や移転も、デジタルデー

---

<sup>8</sup> 日本銀行金融研究所（2023年）。

<sup>9</sup> 前述の通り、近年、「占有」に代わり“control”という概念をもとにデジタル資産の保有や

タの記録や書き換えの形で行われる。この点だけに注目すれば、デジタル資産は有体物ではなく預金やブックエントリー債に近い面がある。

一方で、このようなデジタル資産のデータを記録する、特定の管理者が管理する帳簿は存在せず、データは参加者全ての帳簿に記録され、これが書き換えられる形で移転が行われる。このような「分散型構造」という点では、当事者間での受け渡しだけで移転できるモノ（有体物）や紙の有価証券などに近い面もある。

このように、これまでの法制が①紙や有体物と分散的な構造との組み合わせ、あるいは②デジタルデータと集中的な構造との組み合わせ、によって実務対応が行われてきている中、新たに登場したブロックチェーン・分散台帳技術は、「デジタル」と「分散」という新たな組み合わせを登場させている。

このことは、既存の法制度との関係で課題を生じる。すなわち、デジタル資産の取引は、技術的には有体物や紙を必要としないため、そのままでは「占有」などの概念を当てはめにくい。一方で、このような取引に、法制度面から敢えて紙（確定日付証書など）のやり取りを要求すれば、取引の効率性を損なうことになる。

この点、預金を用いた送金においては、債務者であり十分な社会的信頼を有する銀行が管理者として預金口座の残高を管理しており、銀行の予定する決済方法以外で預金者が預金を移転することが原則としてできないことに注目し、「消滅・発生構成」を採ることで、確定日付証書を要することなく動的安全が確保されている。一方、ブロックチェーン・分散台帳技術に基づくデジタル資産においては、「特定の管理者が管理する帳簿」が存在しないことから、「消滅・発生構成」をそのままでは採用しにくいという論点がある。

一方で、ブロックチェーン・分散台帳技術は、デジタル資産取引の参加者全員が取引記録を共有し、デジタル資産が「タイムスタンプ」とともに記録されることで二重譲渡を防ぐことを可能にしている。この仕組みは、債権譲渡にお

---

担保にかかる法的枠組みを構築しようとする考え方がみられる。Law Commission(2023年)など参照。

ける確定日付証書が参加者全員に瞬時に共有される姿に近い（すなわち、ブロックチェーン・分散台帳技術は、時間の先後を明らかにすることで二重譲渡を防ぐという確定日付証書の効果を、デジタル技術で自動的に実現しているとみることでもある）。そうだとすれば、ブロックチェーン・分散台帳技術を用いたデジタル資産の取引記録そのものに、確定日付証書と同様の法的効力を持たせることができないかが論点となり得る<sup>10</sup>。

また、トークン化されたデジタル資産を当事者間で移転することは、「分散型」という構造に注目すれば、有体物や紙の占有を当事者間で移転することに近い。このことを踏まえれば、トークン化されたデジタル資産の当事者間の受け渡しについて、占有の移転と同様の法的効力を持たせていく方向性も考えられるだろう。

加えて、このようなデジタル資産が原因関係なく移転された場合、これに善意取得を認めるべきかという論点もある<sup>11</sup>。この点は、取引の安全の保護や、静的安全と動的安全のバランスという観点から重要となる。

さらに、取引が高度化する中、このような新しいデジタル資産を担保として活用するニーズも増えると予想される。この中で、設定が可能な担保権としてどのようなものがあり得るか（質権、譲渡担保権など）、担保権の対象は何か（デジタル資産か、これに紐づけられている原資産や権利か）、担保権者は具体的にどのような権利を持つのかなども論点となり得る。さらに、デジタル資産の担保化（質権や譲渡担保権の設定）において、対抗要件具備のために別途確定日付証書による通知や承諾が求められれば、やはり取引の効率性が損なわ

---

<sup>10</sup> ちなみに、令和3年の産業競争力強化法改正では、債権譲渡における第三者対抗要件の特例として、債権の譲渡の通知等が、新事業活動計画の認定を受けた事業者によって提供される情報システムを利用してされた場合には、当該情報システム経由での通知等を、確定日付のある証書による通知等とみなす制度が設けられた。

<sup>11</sup> 現行法上、信託受益権については、受益証券発行信託の受益権のうち受益証券が発行されているものについては、善意取得が認められている（信託法196条）。また、振替受益権についても、社債、株式等の振替に関する法律に基づき善意取得が認められている（同法127条の20）。一方で、それ以外の受益権については善意取得既定の適用はないと解されている。日本銀行金融研究所（2023年）参照。

れ得る。

このように、新しいデジタル資産を巡っては多様な法的・制度的論点があり得る中、その効率的な取引を実現していく上では、デジタル資産や活用されている新技術の特性を踏まえた、実務慣行の確立を含む制度整備が求められる。

逆に言えば、「デジタル&分散」を特徴とする新しいデジタル資産の取引を、「モノ&分散」、あるいは「デジタル&集中」という特性を持つ既存の制度の枠組みに無理に当てはめようとすれば、そのメリットを十分に享受できない可能性がある。

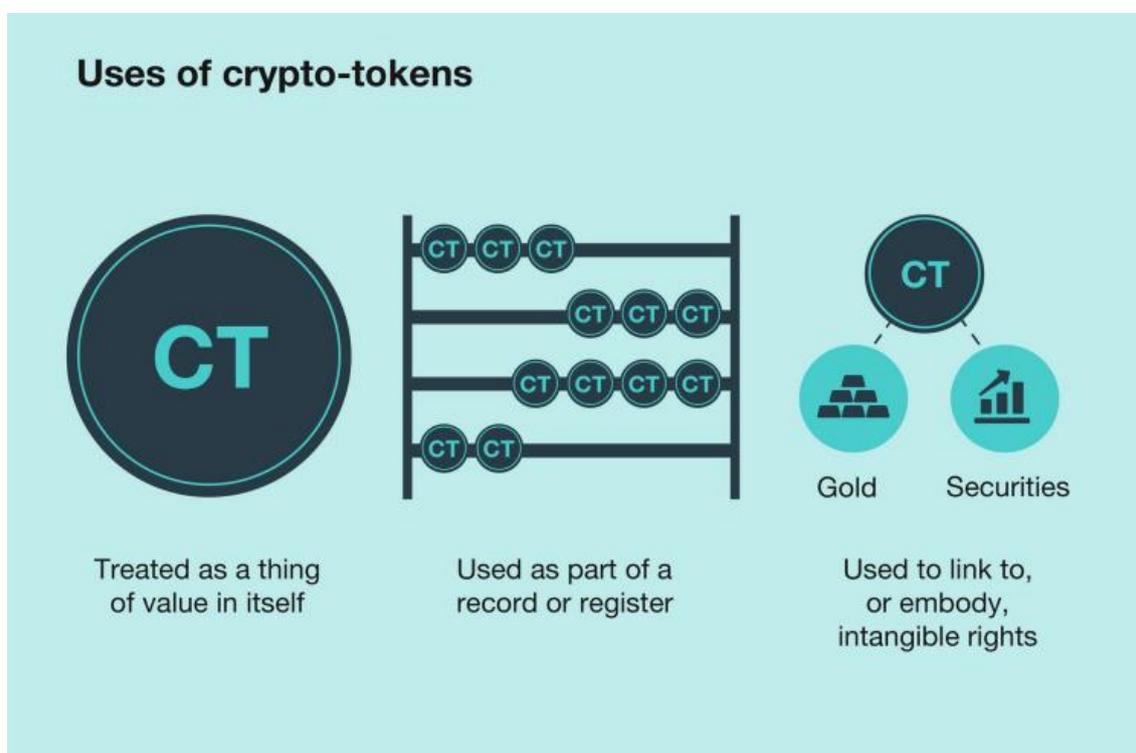
典型的には、デジタル資産の取引において、これを既存の法制に当てはめるために敢えて特定の帳簿の記載や確定日付証書の作成が求められれば、デジタル技術がもたらすメリットは減殺され得る。例えば、新しいデジタル資産が信託受益権と構成されると、その譲渡を第三者に対抗するには、現行法では確定日付証書による通知または承諾が求められる（信託法 94 条 2 項）。しかし、ブロックチェーン・分散台帳技術を通じてデジタル資産移転の時間的な先後関係が既に明らかであり、二重譲渡の防止が確保されているのであれば、そのうえさらに確定日付証書を求めることは煩雑であるとともに必要性が乏しいように思われる<sup>12</sup>。さらに、ブロックチェーン・分散台帳技術に基づき参加者全員が同じ帳簿を共有している中、これが現行法の下では対抗要件としての効力を持たないとみなされ、別途、対抗要件として機能させるための特定の帳簿を作らなければならないとなると、やはりデジタル化のメリットが失われかねない<sup>13</sup>。

---

<sup>12</sup> 信託受益権の移転に伴い確定日付証書を要しないようにする法律構成としては、ブロックチェーン・分散台帳技術上の記録の書き換えに伴い、前の権利者の持つ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との構成（「消滅・発生構成」）を採用することが考えられる。日本銀行金融研究所（2023 年）参照。

<sup>13</sup> デジタル資産の保有者の権利が「受益証券発行信託に基づく受益権」と構成された場合、受益証券が発行されないもの（信託法 185 条 2 項）については、対抗要件として受益権原簿（同法 186 条）への記載または記録が必要とされている（同法 195 条 1, 2 項）。この受益者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いる。この点は、ブロックチェーン・分散台帳技術に基づく記録が受益者の氏名や住所等を含まない

加えて、デジタル資産が何らかの権利や価値と紐付けられている場合、分散台帳を通じたデジタル資産の記録や移転（実質的には、各参加者が有する帳簿上のデジタルデータの書き換え）がそのまま、紐付けられている権利や価値に関する権利者や所有者を示している構成することが可能か、あるいはデジタル資産の保有者は信託受益権など別の権利を有することになるのかといった論点も考えられる<sup>14</sup>。このことは、トークン化されたデジタル資産の移転とは別に、これに紐付けられた権利や価値が他の方法（占有の移転や債権譲渡など）によって移転された場合などに問題となる。



（出所）英国 Law Commission “Digital Assets”（2023 年）

場合に論点となり得る。日本銀行金融研究所（2023 年）参照。

<sup>14</sup> もっとも、信託受益権として構成する場合、その譲渡を第三者に対抗するにはやはり確定日付証書による通知または承諾が必要となる。この中で、これに代わり第三者対抗要件としての機能を果たし得る「受益権原簿」（信託法 186 条）について、ブロックチェーン・分散台帳技術に基づく記録がそのまま受益権原簿とみなされるかといった論点はあり得る。日本銀行金融研究所（2023 年）参照。

#### (4) スマートコントラクトを巡る法制度

ブロックチェーン・分散台帳技術の実務への活用がもたらすベネフィットとして、一定の条件が満たされる場合に自動的に取引を実行するプログラムを組み込むことができる「スマートコントラクト」の機能が挙げられる。この機能を用いることで、取引の自動執行やリターンの自動的な分配、資金と取引対象資産の同時受け渡し（DVP）などを簡便に実現できる可能性がある。このことは、取引の迅速化やコスト・リスクの削減などに貢献し得る。

一方で、スマートコントラクトにより自動的に執行される取引の効力をどう捉えるか、とりわけ、仮に当事者の意に沿わない取引の執行が行われた場合の取引の効力や損害賠償はどうなるのかなどの論点が考えられる。この問題は、いわゆる分散型金融（DeFi）による取引の法的基盤など、幅広い論点に関わり得る。

この点、予め当事者間においてスマートコントラクトの利用に関する意思の合致があるならば、その段階で契約は成立しており、スマートコントラクトはあくまでそうした契約を執行する手段と捉えられる。一方で、このような当事者間の意思の合致がない中でのスマートコントラクトによる取引の執行は、法的な根拠を欠くことになろう。この中で、おそらく実務において問題となりやすいのは、両者の中間とも言える以下のような場合であろう。

- ① スマートコントラクトの利用に先立つ当事者間での合意の内容が大まかなものであり、プログラムの内容にまで立ち入って詳細を定めているわけではないため、どこまでスマートコントラクトによる取引の執行を許容したのかが明確ではない場合。
- ② スマートコントラクトの利用に関する合意が、実際には強大なプラットフォームフォーマーの用意した約款の受け入れという形で行われており、個々の参加者には事実上選択の余地がない場合。

したがって、スマートコントラクトの問題を検討する上では、これを利用する当事者の合意が予めどのように行われているかが論点となる。そのうえで、①スマートコントラクトの利用に関する当事者の合意を明確にするガイドン

ス、②スマートコントラクトの利用に関する優越的地位の濫用の防止、などの方策が求められ得る。

さらに深遠な問題として、スマートコントラクトの利用に関する契約が日本語や英語などの自然言語で記述されていなければならないのか、それとも、スマートコントラクトを記述するソースコード自体を契約の内容と捉えることができるのか、という論点も考えられる。

#### (5) クロスボーダー取引への対応

ブロックチェーン・分散台帳技術に基づくデジタル資産は、インターネット上でデータとして保管や移転が行われるものであり、地理的境界に制約されず、容易に国境を超える。しかも、特定の帳簿によって権利の保有や移転が定められているわけでもない。さらに、デジタル資産の取引では、取引の対価となる資金決済手段もデジタル化されているのが普通である。このため、デジタル資産取引の地理的場所の特定は容易ではない。すなわち、デジタル資産の取引は容易に国境を越えやすく、その法制度の検討は本質的にクロスボーダーの性質を持つ。

したがって、デジタル資産の保有や取引において、関係者が複数法域に跨る場合には準拠法や裁判管轄の問題が生じ得る。この中で、各法域間のデジタル資産取引に関する法制度面のギャップは深刻な法的不安定性につながり得る。このことも踏まえ、各法域間でデジタル資産取引を巡る法制度をハーモナイズさせる取り組みも求められてくる可能性が高い。

#### (6) KYC、AML/CFT を巡る論点

ブロックチェーン・分散台帳技術に基づくデジタル資産の取引においては、取引主体の識別の役割を果たすのは暗号鍵となる。もっとも、この暗号鍵が個人や法人と紐付けられていなければ、デジタル資産取引がマネー・ローンダリングや脱税などの手段として悪用される可能性もないわけではない。

したがって、デジタル資産市場の安定的な発展のためには、これが犯罪目的などに悪用されることのないよう、KYC や AML/CFT についても十分な対応が講じられる必要がある。

## (7) 取引主体への規制のあり方

前述の通り、ブロックチェーン・分散台帳技術の登場により、これまでは保有や取引の対象とすることが難しかったさまざまな資産や権利などをトークン化し、デジタル資産として取引することが可能となった。一方で、このことは、証券などの「金融資産（金融商品）」と「非金融資産（非金融商品）」との境界が曖昧になり、また、境界領域に多くの新しいデジタル資産が登場し得ることを意味する。

この中で、新しいデジタル資産の組成や販売、媒介などを行う主体に対しどのような規制を課すべきか、デジタル資産の特性やリスクとあわせて包括的に考えていく必要がある。この考察においては、消費者・投資家保護と市場の発展・イノベーションとの適切なバランスの確保が課題となる。

## (8) 税制をめぐる論点

デジタル資産市場の発展という観点からは、税制のあり方も重要な論点となる。例えば、権利や価値がトークン化されると同時に「市場暗号資産」とされ、その未実現利益（含み益）が課税の対象とされると、トークン化そのもののインセンティブ低下につながり得る。このような、税制が及ぼし得るさまざまな影響も十分に配慮した制度設計が求められよう。

#### 4. おわりに

デジタル金融法制の検討は、経済厚生の上昇や経済取引の効率化、取引コストやリスクの削減に加え、新しい経済活動の創出や環境価値市場など新たな市場の育成、ソフトコンテンツの有効活用など、さまざまなメリットをもたらす。既に金融庁などもこの点を十分に認識し、デジタル金融に関する制度整備を進めてきているが、さらに民間のステークホルダーとも広く協力し、デジタルエコノミーの発展に資する制度整備が進められていくことが望まれる。

また、海外主要国では、デジタル資産を創り出している技術に焦点を当て、「コントロール」などの概念をもとにデジタル資産の保有や移転を包括的に捉える取り組みが行われており、こうした動向は参考になるように思われる。

デジタル金融法制研究フォーラムでは今後、幅広い民間企業参加者からの知見や考え得るユースケースを集約するとともに、広範なステークホルダーや有識者との議論、海外諸国の事例の調査研究などを通じて、デジタル資産取引や日本経済にとって最善の制度設計のあり方について検討を進め、積極的な提言を行っていきたい。

また、デジタル金融取引を巡る法制度の検討は本質的にクロスボーダーの性質を持つ。この中で、本フォーラムの検討が、デジタル金融法制を巡る国際的な議論を日本がリードする一助となることも願っている。

## （参考1）香港のトークン化されたグリーンボンドの発行

香港は2023年2月16日、政府としては世界初となる、ブロックチェーン・分散台帳技術（DLT）を活用しトークン化したグリーンボンドを発行した。

香港政府は2050年までにカーボンニュートラルを実現するとの目標を掲げるとともに、金融センターとしての香港の地位向上を図るべく、グリーンファイナンス市場の発展を促している。

香港政府は2018年11月、借入上限枠を1,000億香港ドルとする政府グリーンボンドプログラム（Government Green Bond Programme：GGBP）を設置し、環境配慮型公共事業への資金供給を開始していた。さらに2021年7月にはGGBPの借入枠を2,000億香港ドルに引き上げ、公共事業以外のグリーンプロジェクトにも資金を供給することとした。標記のトークン化されたグリーンボンドの発行も、この枠組みの下で行われたものである。

上記グリーンボンドの概要は以下のとおりである。

機関投資家向け(4銀行シンジケート団による引き受け)  
発行額：8億香港ドル  
期間：1年  
利率：4.05%  
備考：GSのプラットフォーム「GS DAP」を利用。

香港の証券取引における資金と証券のやり取りは、これまでは香港金融管理局（HKMA）が運営する証券決済システムであるCMU(Central Money Makers Unit)と、即時グロス資金決済（RTGS）のシステムであるCHATという異なるチャネルで行われてきた。このため、証券・資金の同時決済（Delivery Versus Payment, DVP）を実現させるには、この2つのチャネルをシンクロさせる必要があった。

一方、今回のグリーンボンド発行では、資金も分散台帳技術を通じてトークン化され、「キャッシュトークン」としてトークン化され、グリーンボンドと同じCMU上で処理される。このため、スマートコントラクトの活用により、証券と資金のDVPが自動的に実現され、決済期間の短縮化も図られている。

さらに、証券および資金の発行・保管・移転についてはCMUに適用されている法律を当てはめることにより、法的安定性の確保が図られている。

## （参考2）資産・権利の移転とブロックチェーン・分散台帳技術の意義

資産や権利を取引する上で大きな論点は、同じ資産や権利を甲から乙・丙という二人に移転する「二重譲渡」をどう防ぐかという問題である。乙・丙の立場からは、自分が権利者であることを権利行使の相手方や第三者に示すにはどのような要件を備える必要があるかという「対抗要件」の問題につながる。

この点、従来から有体物の移転については「占有」の移転という方法が採られてきた。これは、唯一性があり複製ができず物理的な移動も可能な有体物の移転については有効な方法であり、「実際にそのモノを持っている」という、目に見える状況をもとに権利者を推定することはわかりやすい。一方で、不動産のように物理的に動かすことが困難な資産については、「登記簿」のような特定の帳簿の記載を対抗要件とする方法が採られてきた。

これに対し、債権のように形を持たない権利の移転においては、確定日付証書による通知または承諾を対抗要件とすることにより、対抗要件具備の時間的な先後によって二重譲渡の問題を解決する方法が採られた。もっとも、高速化する取引において、確定日付証書による対抗要件の具備を求めることは煩雑であり、取引の高度化への対応は難しい。この中で、権利を表象した紙の物理的な占有の移転により権利を移転させられる有価証券が、近代的な金融市場取引において中心的な役割を果たした。さらに、取引が一段と高速化する取引への対応のため、多くの有価証券はブックエントリー化され、特定の電子的な帳簿上のデジタル情報の書き換えによって権利が移転されるようになった。

このように、権利や資産を移転する手法は、新しい技術がもたらすメリットを取り込みながら発展を遂げてきている。

このような視点から見ると、ブロックチェーン・分散台帳技術は、①デジタル化により取引の高速化、高度化に対応しつつ、②分散型の構造のもとで特定の帳簿に頼ることなく、③時間の先後をその都度明らかにする形で二重譲渡を防ぎながら資産や権利を移転できる、という特徴を有する。新たな技術に対し、過去の特定の手法に対応した法制度をそのまま当てはめるのではなく、新しい技術に即した法制度を整備できるかどうかは重要な論点といえよう。

## (参考文献)

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對抗要件について（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31日)

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」報告書一」(2023年6月)

The Board of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), “Policy Recommendations for Crypto and Digital Asset Markets, Final Report” (2023年11月)

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

Garratt, Rod, Lee, Michael Lee, Martine, Antoine and Torregrossa, Joseph, “The Future of Payments Is Not Stablecoins”  
(<https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2022/02/the-future-of-payments-is-not-stablecoins/> 2022年2月)

Law Commission, “Digital assets: Final report”  
(<https://www.lawcom.gov.uk/project/digital-assets/> 2023年6月27日)

Menon, Ravi, “Yes to Digital Asset Innovation, No to Cryptocurrency Speculation” (2022年8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)

Oliver Wyman and JPMorgan Chase & Co, “Deposit Tokens”  
(<https://www.jpmorgan.com/onyx/documents/deposit-tokens.pdf> 2022 年)

Schmandt-Besserat, Denise, “The Invention of Tokens”  
<https://sites.utexas.edu/dsb/tokens/the-invention-of-tokens/>  
2019 年)

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 31 日).

UNIDROIT, “DRAFT UNIDROIT PRINCIPLES ON DIGITAL ASSETS AND PRIVATE LAW”  
(<https://www.unidroit.org/wp-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》

- アクセンチュア株式会社
- アセットマネジメント One 株式会社
- 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
- 株式会社北國銀行
- 株式会社みずほ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
- ソニーフィナンシャルグループ株式会社
- 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
- 野村不動産ホールディングス株式会社
- 野村ホールディングス株式会社
- みずほ証券株式会社
- みずほ第一フィナンシャルテクノロジー株式会社
- みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社
- 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
- 三菱地所投資顧問株式会社
- 三菱 UFJ 信託銀行株式会社
- 楽天証券株式会社

(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