

2023 年 9 月 1 日

現実資産(RWA)のトークン化と日本法

創・佐藤法律事務所

弁護士 斎藤 創

同 今成和樹

I 初めに

近時、現実の資産(Real World Asset=RWA)の価値や所有権に紐づいたトークン(以下「RWA トークン」といいます。)を日本で発行し、販売することができないか、その場合の規制はどうか、ということを聞かれることがあります。

トークン化される現実資産の種類はアート作品、不動産、ウイスキーなどの酒類、ビンテージカー、国債や株式などの有価証券、ゴールド、など多岐にわたります。

RWA トークンのメリットとして、単独では購入できない資産を分割することにより低額で購入できる、所有の喜びが得られる、値上がり益等を期待できる、流動性が高くなる、などが挙げられます。

II 検討すべき法律の例と纏め

RWA トークンのスキームには様々なものがあり、そのスキームによって検討すべき法律は異なります。検討が必要となる法律の例は以下のとおりです。

1 暗号資産法(資金決済法)

RWA トークンが暗号資産に該当する場合、その販売等には暗号資産交換業の登録が必要となります。

概ね(1)決済手段として使用することを禁じていること、及び(2-1)発行枚数が 100 万枚未満であること、又は(2-2)取引価格が 1000 円以上であること、を満たす場合には、一般に暗号資産ではなく NFT であると考えられており、RWA トークンもそのように NFT として組成することが考えられます。

他方、ゴールドをトークン化したジパングコインのように、暗号資産として組成することも考えられます。

2 金商法

RWA トークンが有価証券に該当する場合、その販売には第 1 種金商業の登録が必要となります。

例えば、RWA トークンに配当や 100%以上の元本償還があるような場合、集団投資スキーム(ファンド)=有価証券に該当する可能性が高くなります。

事業者が現実資産を利用して収益を上げ、その収益をトークンホルダーに分配する場

合や、事業者が現実資産を売却し、その売却益をトークンホルダーに分配するようなスキームでは、集団投資スキーム該当性について慎重な検討が必要です。

3 預託等取引法

RWA トークンのスキームにおいて物品や物品に関連する権利の預託を受け、それに関連して、利益の供与を約束したり、物品等の買取を約束する場合、預託等取引法の適用が問題となり、その販売等には内閣総理大臣の事前確認等が必要になることがあります。

収益配当や元本償還を約束する場合又は類似の仕組みがある場合、金商法若しくは預託等取引法、又はその両者が適用されることがないか、検討する必要があります。

4 古物営業法

一度使用された物品(鑑賞的美術品を含みます)を、営業として売買し、委託を受けて売買する場合、古物営業法の適用がありえます。古物営業法の適用がある場合、警察への届け出が必要なほか、ユーザーの本人確認等が必要となります。

但し、分割化した権利として販売している場合には、古物営業法は適用されない可能性があります。

5 裏付資産に関連するその他の法律

例えば、不動産の小口化商品なら宅地建物取引業法と不動産特定事業法など、アルコールの販売の場合には酒類販売業の免許など、物品に関連する法律が適用されることがあります。

6 RWA トークン移転による権利の移転と対抗要件

RWA トークンでは、トークンの移転に伴いいかなる権利の移転がなされるのか、対抗要件はどのように備えるのか、検討を要します。トークン移転に伴い動産の所有権の移転があり、かつブロックチェーン上の記録で指図による占有移転がある、という考え方や、トークンの移転に伴い利用権や引渡請求権が旧トークンホルダーの元では消滅し新トークンホルダーの元で発生する等の考え方がありえます。

III RWA トークン化の実例とメリット

1 アート作品の RWA トークン化¹

RWA トークンの例として、アート作品のトークン化があります。例えば、海外のフリーポート(Freeport)という会社は、アンディー・ウォーホル等の作品を分割してトークン化して販売しています。

同社が当初販売したアンディー・ウォーホルの作品は 4 作品であり、「マリリン(Marilyn)」(1967 年)、「ダブルミッキー(DoubleMickey)」(1981 年)、「ミック・ジャガー(MickJagger)」(1975 年)、「理由なき反抗(ジェームス・ディーン)(RebelWithoutaCause[JamesDean])」(1985 年)で、各作品は 10,000 トークンで構成され、1 人あたり 10 トークンから購入可能となり、コレクションのウェブサイトによるとトークン化された各ロットの販売開始価格は、250 ドル(約 33,271 円)~860 ドル(約 11 万 4,453 円)とのことです。

なお、アート作品の分割化自体は珍しいものではなく、2017 年にはマスターワークス(Masterworks)という会社が設立され最低投資額は 1 万 5000 ドル(約 200 万円)でアート権利を販売、2021 年 12 月に元クリスティーズの社員のフィリップ・ガウザーが、ブロックチェーン技術でアート作品の共有所有権を提供するパーティクル(Particle)を設立し、NFT の形でアートの権利をオープンシー(OpenSea)やラリブル(Rarible)で販売しています。

また、トークン化はしていないものの、日本では、ANDART という会社 <https://and-art.jp/> が、ピカソ、バンクシー、ダミアンハースト、ウォーホルなどの作品を分割して販売している例があります。

アート作品を RWA トークン化するメリットですが、著名アーティストの作品を購入したい場合、数千万円~数十億の金額が必要となり、富裕層でないと購入できません。それに対し、絵画を分割して販売することにより、より多くのアートファンが購入を行い、所有の喜び、鑑賞の機会、将来の値上がり益の期待等を得ることができます。

2 アルコールの NFT 化

アルコールの樽のトークン化の事例も存在しています。日本の会社である UniCask 社は、ウイスキーの樽を分割した権利を NFT 化して販売しています。

ウイスキーはワインと同様に熟成することにより価値が上がります。例えば、著名ウイスキーである山崎やシーバスリーガルの 700ml ボトルの参考小売価格や希望小売価格で 2023

¹SHANTIESCALANTE-DEMATTEI「ブロックチェーン上でウォーホル作品の共同所有権を提供。NFT 不況の中で船出した新興企業、フリーポート」<https://artnewsjapan.com/article/1034>、高橋知里「アート分割投資のフリーポート、ウォーホル作品を証券トークンに」<https://www.neweconomy.jp/posts/306673> を参考に記載

年 8 月現在、以下となっています²。

	山崎	シーバスリーガル
ノンビンテージ	4,500 円	
12 年	10,000 円	5,126 円
18 年	32,000 円	10,000 円
25 年	160,000 円	31,429 円

ウイスキーの価格が期間経過により上昇する理由としては、貯蔵の管理コストが必要となること(場所代、人件費、その他管理コスト)、期間中投資資金を回収できないことによるコストに加え、ウイスキーの性質として貯蔵により毎年一定程度の蒸発があること、希少性、などがあると言われます。

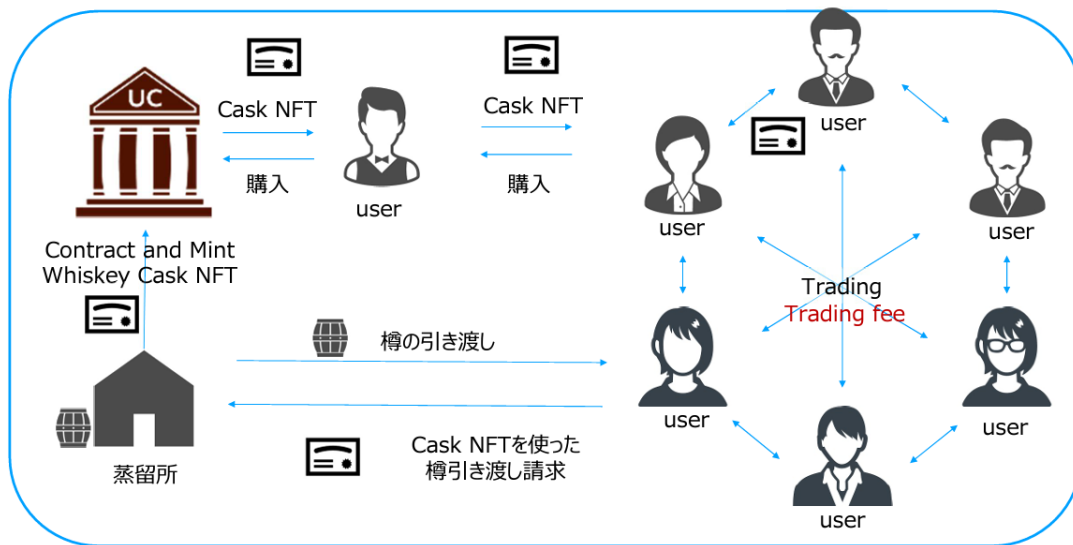
大手企業の場合、熟成に要する管理コストや資金コストを負担できる場合もあるものの、小さな醸造所の場合には、このようなコストに耐えられない場合があります。

UniCask では事前に樽の権利を分割して NFT 化して販売することにより販売する醸造所にとっては早期の資金調達をしながら熟成を行う機会が、ウイスキーの愛飲家にとっては所有の喜び、熟成後まで待つ楽しみ、期中の定期的な一部試飲の機会、自分で飲まない場合には転売による値上がり益の期待、などが期待できるとのことです。

UniCask のスキーム図³

² 出典：サントリーの [Website](https://www.suntory.co.jp/whisky/products/0000000038/0000000099.html)、<https://www.suntory.co.jp/whisky/products/0000000038/0000000099.html>、PernodRichardJapan の [Website](https://www.pernod-ricard-japan.com/sp/brands/domestic/whisky/chivasregal/) <https://www.pernod-ricard-japan.com/sp/brands/domestic/whisky/chivasregal/>

³ UniCask について、同社の JBA セミナー資料を参考及び出典として記載 <https://jba-web.jp/cms/wp-content/uploads/2021/10/UniCask-whisky-x-NFT.pdf>



3 高級宿泊施設の RWA トークン化

宿泊施設の利用権のトークン化の事例として、Not A Hotel NFT というものがあります。

NFT ではない NOT A HOTEL は、所有物件をアプリで手軽に、自宅や別荘、ホテルに切り替えて運用できるサービスであり、ユーザーは 1 棟まるごと購入するか、もしくはシェア購入(年 10 日・年 30 日)によって、物件を保有します。

NOT A HOTEL の NFT は、より安い金額で NFT を購入してメンバーシップ会員になることにより、1 日単位(例えば年に 1 泊/2 泊/3 泊を 47 年分)で NOT A HOTEL の物件に宿泊できるサービスとなります。

NFT となることにより、NFT を NFT マーケットプレイスで売却したり、友人に贈ったりすることができ、メンバーシップ NFT を保有している人限定のイベントに参加できます⁴。

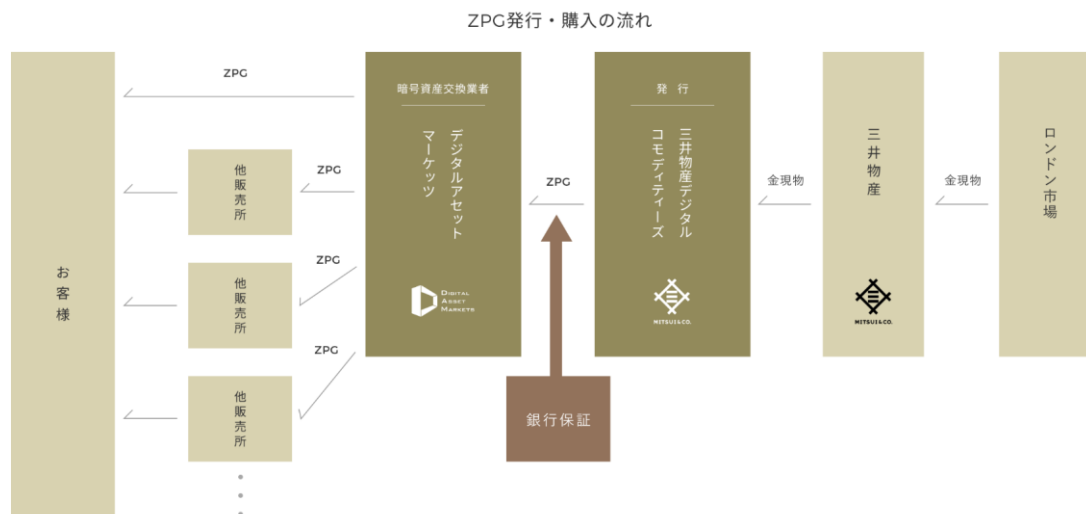
4 ゴールドの RWA トークン化

現実資産に紐づいたトークンが暗号資産として販売された例として、ゴールドのトークン化であるジパングコイン(ZPG)があります。

ZPG は、三井物産デジタルコモディティーズが発行する暗号資産です。ZPG は、インフレヘッジ機能など金(ゴールド)の特性を備え、デジタル化による利便性と小口化を実現した国内初のデジタルゴールドといえる暗号資産であり、概ね金(ゴールド)価格に連動することを目指す商品です。仕組みとしては下記のとおりとなっています。

⁴ 「NOT A HOTEL とは？ NFT の購入方法や利用方法を解説！」<https://diamond.jp/crypto/nft/not-a-hotel/>を参考に記載

スキーム図⁵



仕組みとしては、①三井物産デジタルコモディティーズ社(以下「発行者」といいます。)がZPGを発行する場合、ZPGの移転と同時に、(利用者に代わってZPGを購入した)デジタルアセットマーケット社のために、ZPGの数量と同等の金現物を、調達資金を用いて三井物産社から購入、②当該購入した金現物は、デジタルアセットマーケット社へ販売すると同時に、デジタルアセットマーケット社から発行者が消費寄託を受ける、③ZPGは金現物の消費寄託に関する引渡請求権を表象するが、ユーザーはZPGを持っていても現物の金の引渡しを請求できない、④しかし、マーケットメーカーであるデジタルアセットマーケット社が金の市場価格に近似した価格でZPGを購入することを約束している(なお、かかる請求権には銀行保証が付される)、⑤デジタルマーケット社がZPGを有する場合、発行者にZPGと同数の金現物の引渡しを要求できる、という仕組みで、1ZPGが1単位の金と限りなく近い価格になるように組成されているようです。

参考：ZPG ホワイトペーパー

<https://www.mitsuidc.com/zpg-whitepaper>

本トークンの販売時

・発行者がデジタルアセットマーケットを通じて本トークンを販売する場合、発行者は、本トークンの移転と同時に、(利用者に代わって本トークンを購入した)デジタルアセットマーケットのために、当該移転したトークンの数量と同等の金現物を、調達資金を用いて三井物産から購入の上、当該購入した金現物について、デジタルアセットマーケットへ販売すると同時に、同社から消費寄託を受けます。

⁵ 出典及び参考はジパングコイン公式サイト <https://www.zipangcoin.com/au/>、

- ・発行者は、デジタルアセットマーケットから消費寄託を受けた金現物を即時に三井物産に対してリースします。
- ・三井物産は、発行者からリースした金現物を用いて、金市場での運用を行います。

本トークンの買取時

- ・発行者がデジタルアセットマーケットを通じて本トークンを買取る場合、発行者は、本トークンの回収と同時に、デジタルアセットマーケットから寄託された金現物のうち、発行者が回収したトークンの数量と同等の金現物を、デジタルアセットマーケットへ返還した上で自ら買い取り、買い取った金現物を直ちに三井物産に売却します。
- ・発行者が三井物産に対して金現物を売却することによって、当該売却された金現物に係る発行者から三井物産へのリースは当然に終了します。・発行者は、金現物を売却して取得した資金をもって、本トークン（の数量と同等の金現物）の買取代金を支払います。

5 RWA トークン化のメリット

現実資産をトークン化するメリットとしては、スキームにより異なるものの、例えば以下のようなものがあると言われます。

① 低額での購入

単独では購入できないような高額な資産でも分割することにより、低額で購入することができる。

② 所有の喜び

例えば、アート作品、ビンテージカー、競走馬、ウイスキー、などの場合、その商品の権利の一部を所有している、という精神的満足感が得られることがある。

③ 鑑賞や利用の機会の提供

例えば、アート作品の場合、トークンホルダーが当該作品を鑑賞できる機会を提供したりする等の例がある。また、不動産の場合、当該不動産を利用できる、ウイスキーの場合、試飲するなどの機会が得られることがある。

④ 値上がり益の期待

アート作品、ビンテージカー、ウイスキー、不動産など多くの資産では継続保有によって値上がりが起こる場合がある。

⑤ 流動性

分割して NFT 化することにより流動性が高くなり、転売等が容易になる。

IV RWA トークンと日本法の検討

1 暗号資産法

仮に RWA トークンが資金決済法(そのうちの暗号資産部分を、以下「暗号資産法」といいます)上の暗号資産に該当するとされた場合、RWA トークンを販売する場合、自らが暗号資産交換業の登録を受けるか、既に暗号資産交換業の登録を受けている暗号資産交換業者に販売を委託する必要があります。

暗号資産法上、暗号資産の定義はかなり広く定義されており、従前は、いかなるものが暗号資産であり、いかなるものが NFT か判然としませんでした。

2023 年 3 月に金融庁が暗号資産に関するガイドラインを改正し、かつ関連するパブリックコメント回答を出しています。ここでは、概ね(1)決済手段として使用することを禁じていること、及び(2-1)発行枚数が 100 万枚未満であること、又は(2-2)取引価格が 1000 円以上であること、を満たす場合には、一般に暗号資産ではなく NFT であるとしており、RWA トークンでもそのように NFT として組成することが考えられます。

参考条文等

暗号資産の定義(資金決済法 2 条 14 項)

1 号暗号資産の定義

「物品を購入し、若しくは借り受け、又は役務の提供を受ける場合に、これらの代価の弁済のために不特定の者に対して使用することができ、かつ、不特定の者を相手方として購入及び売却を行うことができる財産的価値(電子機器その他の物に電子的方法により記録されているものに限り、本邦通貨及び外国通貨、通貨建資産並びに電子決済手段(通貨建資産に該当するものを除く。)を除く。次号において同じ。)であって、電子情報処理組織を用いて移転することができるもの」

2 号暗号資産の定義

「不特定の者を相手方として前号に掲げるものと相互に交換を行うことができる財産的価値であって、電子情報処理組織を用いて移転することができるもの」

暗号資産交換業の定義(資金決済法 2 条 15 項)

この法律において「暗号資産交換業」とは、次に掲げる行為のいずれかを業として行うことをいい、「暗号資産の交換等」とは、第一号及び第二号に掲げる行為をいい、「暗号資産の管理」とは、第四号に掲げる行為をいう。

一 暗号資産の売買又は他の暗号資産との交換

二 前号に掲げる行為の媒介、取次ぎ又は代理

三 その行う前二号に掲げる行為に関して、利用者の金銭の管理をすること。

四 他人のために暗号資産の管理をすること(当該管理を業として行うことにつき他の法律に特別の規定のある場合を除く。)。

暗号資産交換業者ガイドライン

I-1-1

① 法第 2 条第 14 項第 1 号に規定する暗号資産(以下「1 号暗号資産」という。)の該当性に関して、「代価の弁済のために不特定の者に対して使用することができる」ことを判断するに当たり、例えば、「ブロッ

クチェーン等のネットワークを通じて不特定の者の間で移転可能な仕組みを有しているか」、「発行者と店舗等との間の契約等により、代価の弁済のために暗号資産を使用可能な店舗等が限定されていないか」、「発行者が使用可能な店舗等を管理していないか」等について、申請者から詳細な説明を求めることとする。

(注)以下のイ及びロを充足するなど、社会通念上、法定通貨や暗号資産を用いて購入又は売却を行うことができる物品等にとどまると考えられるものについては、「代価の弁済のために不特定の者に対して使用することができる」ものという要件は満たさない。ただし、イ及びロを充足する場合であっても、法定通貨や暗号資産を用いて購入又は売却を行うことができる物品等にとどまらず、現に小売業者の実店舗・EC サイトやアプリにおいて、物品等の購入の代価の弁済のために使用されているなど、不特定の者に対する代価の弁済として使用される実態がある場合には、同要件を満たす場合があることに留意する。

イ、発行者等において不特定の者に対して物品等の代価の弁済のために使用されない意図であることを明確にしていること(例えば、発行者又は取扱事業者の規約や商品説明等において決済手段としての使用の禁止を明示している、又はシステム上決済手段として使用されない仕様となっていること)

ロ、当該財産的価値の価格や数量、技術的特性・仕様等を総合考慮し、不特定の者に対して物品等の代価の弁済に使用し得る要素が限定的であること。例えば、以下のいずれかの性質を有すること

- ・最小取引単位当たりの価格が通常の決済手段として用いるものとしては高額であること
- ・発行数量を最小取引単位で除した数量(分割可能性を踏まえた発行数量)が限定的であること

なお、以上のイ及びロを充足しないことをもって直ちに暗号資産に該当するものではなく、個別具体的な判断の結果、暗号資産に該当しない場合もあり得ることに留意する。

参考資料：金融庁 2023 年 3 月 24 日付パブリックコメント回答

<https://www.fsa.go.jp/news/r4/sonota/20230324-2/1.pdf>

19 番

トークンの価格については、基本的には当該トークンが提供されているサービスプラットフォームや二次的な流通市場において取引される価格を基準に判断することになります。また、最小取引単位当たりの価格が例えば 1000 円以上のトークンについては「最小取引単位当たりの価格が通常の決済手段として用いるものとしては高額」なものであると考えられます。

20 番

一般的に発行数量を最小取引単位で除した数量(分割可能性を踏まえた発行数量)が少ないほど通常の決済手段として用いられる蓋然性が小さいと考えられ、例えば 100 万個以下である場合には、「限定的」といえると考えられます。

2 金商法

RWA トークンが有価証券に該当する場合、その販売を行うには自ら第 1 種金商業の登録を受けるか、第一種金商業者に販売を委託する必要があります。

RWA トークンの有価証券該当性を検討するにあたっては、主として集団投資スキーム(ファンド)への該当性が問題となります。集団投資スキームの定義の概要は下記の通りであり、概ね、配当や 100%以上の元本償還がある場合には集団投資スキームに該当する可能性が高くなります。

金融商品取引法 2 条 2 項 5 号が定義する集団投資スキームの概要

- (i) 出資者が金銭(これに類するものとして政令で定めるものを含む。以下「金銭等」という)を出資すること(金銭等出資の要件)
- (ii) (i)の出資により事業が行われること(事業の要件)
- (iii) 事業から生じる収益の配当又は事業に係る財産の分配を出資者が受けることができること(収益配当・財産分配可能性の要件)

この点、単に現実資産を小口化、トークン化して販売するのみであれば有価証券になることはありません。

他方、例えば、①事業者が現実資産を販売する、②事業者や関係会社が販売代金を充てて現実資産を管理する、③事業者が現実資産の賃貸等で収益を上げ、その収益から NFT ホルダーに収益を分配する、又は④事業者がトークンホルダーのために現実資産を売却し、その売却代金の利益をトークンホルダーに分配する、といったスキームの場合、集団投資スキームへの該当性が問題となります。

なお、ファンド自体は資金の出資契約を規制するものであり、物品の売買契約を規制するものではないため、上記のようなスキームの全てが集団投資スキームになるものではありません。⑦物の購入者がみずから当該物を管理・利用・処分できる可能性があるか、⑧購入者の取引の目的が物の購入だけで完結しうるか、⑨事業者がどういう勧誘内容を行っていたか、といった点を総合的に考慮して考えられると議論されています⁶。RWA トークンとの関係では、収益商品、金融商品として宣伝することについては慎重に対応する必要があります。

なお、米国では Security の基準が日本よりも厳しく、冒頭で述べた Freeport のアート RWA トークンは Security として販売されています。

3 預託等取引法

RWA トークンのスキームが「預託等取引」に該当する場合、預託等取引法の規制により、契約締結時書面を交付したり、内閣総理大臣の事前の確認が必要になる可能性があります。

3.1 預託等取引の定義

預託等取引には、物品等の販売を伴うものと伴わないものがあります。預託等取引の基本的な類型は下記の 4 つとなります。

預託等取引の 4 つの類型

⁶財団法人日本証券経済研究所金融商品取引法研究会「集団投資スキーム(ファンド規制)」

<https://www.jsri.or.jp/publish/record/pdf/028.pdf>

- ① 当事者の一方が、相手方に対し、3か月以上の期間にわたり物品の預託を受け、その預託に関して、財産上の利益供与を約束すること(物品+利益約束型)
- ② 当事者の一方が、相手方に対し、3か月以上の期間にわたり物品の預託を受け、期間経過後の物品買取を約束すること(物品+買取約束型)
- ③ 当事者の一方が、相手方から、物品の利用に関する権利、引渡請求権その他これに類する権利(特定権利)の管理の委託を受け、それに伴って、財産上の利益供与を約束すること(特定権利+利益約束型)
- ④ 当事者の一方が、相手方から、特定権利の管理の委託を受け、期間経過後の権利買取を約束すること(特定権利+買取約束型)

このような預託等取引は財産上の利益の供与や買取りが約された投資取引として消費者を誘引する性質を有する一方で、約束された財産上の利益の消費者に対する支払いや買取りが困難になるリスクがあるものと位置づけられ⁷、消費者保護のために、書面の交付義務や不当勧誘等の禁止義務が課されます。

さらに、このような預託等取引に関連し、自ら又は密接関係者が行う物品等の売買契約がある場合(販売預託)、更に消費者保護の必要性がある⁸ため、内閣総理大臣の確認を得る必要があります。なお、本稿執筆時点において、内閣総理大臣の確認を受けた事業者は存在しません。

なお、同法は消費者保護のための法律であるため、営業者が預託を行う取引には同法の保護は適用されません⁹。

参考条文：預託等取引の定義等

(定義)

第二条 この法律において「預託等取引」とは、次に掲げる取引をいう。

一 当事者の一方が相手方に対して、内閣府令で定める期間(筆者注: 3 か月(預託等取引に関する法律施行規則 1 条))以上の期間にわたり物品の預託・・・を受けること・・・及び当該預託に関し財産上の利益を供与することを約し、又は物品の預託を受けること・・・及び当該内閣府令で定める期間以上の期間の経過後一定の価格(一定の方法により定められる価格を含む。)により当該物品を買い取ること

⁷ 落合英紀『預託等取引に関する法律の解説』(2022 年、金融財政事情研究会)11 頁

⁸ 具体的には、あたかも元本保証がなされているかのような外観を有する、物品等の価値に不相当な価格が設定される、財産上の利益の提供や買取りが困難になる、物品等が引き渡されないため破綻の発覚が遅れて被害が拡大する傾向がある、等が指摘されます(前掲落合 42 頁乃至 43 頁)。

⁹ 預託等取引に関する他の要件に関する考え方については、消費者庁が 2023 年 1 月 11 日に通達を出しており参考になります。

https://www.caa.go.jp/policies/policy/consumer_transaction/act_on_deposit/assets/consumer_transaction_cms202_230111_01.pdf

を約し、相手方がこれに応じて当該物品を預託することを約する取引

二 当事者の一方が相手方に対して、次に掲げる権利(以下「特定権利」という。)を前号の内閣府令で定める期間以上の期間管理すること・・・及び当該管理に関し財産上の利益を供与することを約し、又は特定権利を管理すること・・・及び当該内閣府令で定める期間以上の期間の経過後一定の価格・・・により当該特定権利を買い取ることを約し、相手方がこれに応じて当該特定権利を管理させることを約する取引

イ 施設の利用に関する権利であって政令で定めるもの

ロ 物品の利用に関する権利、引渡請求権その他これに類する権利

第一節 預託等取引に関する規制

(書面の交付)

第三条 預託等取引業者は、預託等取引契約を締結しようとするときは、顧客に対し、当該預託等取引契約を締結するまでに、内閣府令で定めるところにより、次に掲げる事項を記載した書面を交付しなければならない。

(省略)

(不当な勧誘等の禁止)

第四条 預託等取引業者又は勧誘者(以下「預託等取引業者等」という。)は、預託等取引契約の締結若しくは更新について勧誘をするに際し、又は預託等取引契約の解除を妨げるため、預託等取引契約に関する事項及び当該預託等取引契約の対象とする物品又は特定権利の販売に関する事項であって、顧客の判断に影響を及ぼすこととなる重要なものとして政令で定めるものにつき、故意に事実を告げず、又は不実のことを告げる行為をしてはならない。

(省略)

(契約の締結等の禁止)

第十四条 預託等取引業者は、第九条第一項の確認及び次項の確認を受けていない種類の物品又は特定権利については、自ら売主となる売買契約の締結及び自己又は密接関係者が販売しようとする当該物品又は特定権利を対象とする預託等取引契約の締結又は更新をしてはならない。預託等取引業者又は密接関係者が既に販売した物品又は特定権利を対象とする預託等取引契約の締結又は更新についても、同様とする。

(適用除外)

第二十七条 前三章の規定は、預託等取引契約で預託者が営業のために又は営業として締結するものについては、適用しない。

3.2 RWA トークンと預託等取引法

RWA トークンのスキームでは、現実資産や関連する権利がトークン化されることがありますが、その場合でも、現物資産そのものは何らかの会社等がユーザーのために保管され、ユーザーには直接引き渡されないことが通常です。

仮に財産上の利益供与を約束があったり、物品や関連権利の買取約束があった場合には、預託等取引法との関係を検討することが必要となります。

この点、日本での RWA トークン事例を検討するに、例えば UniCask の事例では、スキ

ームの詳細は不明であるものの、UniCask 社がウイスキーの樽の一部の権利をユーザーに販売し、ウイスキーの樽は蒸留所がユーザーのために保管していると思われます。しかし、UniCask 社も蒸留所も、何らの利益供与の約束も買取等の約束をしておらず、預託等取引法の適用はないものと思われます。

また、ZPG の事例では、金の預託、ZPG の預託、ZPG の買取約束、などがあります。しかしながら、金の預託に関しては何らの利益供与の約束や買取約束はなされていません。ZPG の販売、預託、買取約束があることが論点とはなるものの、ZPG の売却が制限される期間などは設定されていないため一定期間の預託を前提としたものではない、あるいは、ZPG についてはデジタルアセットマーケット社と発行者の間では金の引渡請求権を表象するものの、ユーザーが保有した場合には金の引渡を請求できないことから特定権利に該当しない、と整理をしているのではないかとと思われます(類似の仕組みを採用する場合、自らご判断頂くか、当局等に確認して頂く必要があります)。

他方、当職らのご相談を受ける中には、物品を販売した上で、販売者又は密接関係者が現物資産の 3 か月以上の預託や特定権利の管理の委託を受け、将来的に利益の分配や物品の買取をしたい等のご相談を受ける事例があります。特に販売が行われる仕組みについては、預託等取引に該当する場合、これまで内閣総理大臣の確認が得られた事例がないことに留意しながら、組成を行う必要があると思われます。

4 古物営業法

一度使用された物品(鑑賞的美術品を含むとされています)を、営業として売買し、委託を受けて売買する場合、古物営業法の適用がありえます。古物営業法の適用がある場合、警察への届け出が必要のほか、ユーザーの本人確認等が必要となります。

新品のウイスキーの樽等を売却する RWA トークンでは新品の売買であることから、古物営業法は無関係です。

他方、アート作品、中古の時計等の場合、小口化(トークン化)された権利の売買が古物営業法に服する可能性があります。

この点、当職らがある案件で警察に確認をしたところ、どこまで当該担当者の回答が正しいのかについては悩ましいものの、トークン化された権利の売買であれば古物営業法の届け出は必要ないと回答を受けています。但し、個別の事案に対する古物営業法の適用の有無については、各自にてご確認頂く必要があります。

5 裏付資産に関連するその他の規制法

例えば、不動産の小口化商品なら宅地建物取引業法と不動産特定事業法など、アルコールの販売の場合には酒類販売業の免許など、各物品に関連する法律が適用されることがあり、検討が必要となります。なお、UniCask 社は酒類販売業の免許を取得しているようです。

6 RWA トークンの移転による権利の移転と対抗要件

RWA トークンは、その背後にある実物の資産を表章するデジタルトークンです。トークン自体の移転は、ブロックチェーン上のトランザクションによって行われますが、このトークンの移転が自動的に実物の資産の所有権の移転を意味するわけではありません。

トークンの移転と RWA に関する権利の移転を紐づけるためには、別途法的な手当てや契約が必要です。

6.1 当事者間における権利の移転について

日本では動産や不動産の所有権の移転、その他の権利(債権)の移転は、原則として単に当事者の合意のみで行われます(物権について民法 176 条)。仕組みとして、トークンに動産や不動産の所有権や何らかの権利が付随する、とした場合、トークンを移転する者同士では、当然に裏付け資産の権利を移転する合意があると思われるため、トークン移転のみにより権利が移転すると解釈することは可能と思われます。

6.2 不動産移転の対抗要件について

上記のように動産や不動産の所有権、債権の当事者間の移転自体は合意のみでできるものの、それを第三者に対抗(主張)することができるか(第三者対抗要件の具備)は問題となります。

例えば、不動産の場合、本邦での所有権移転の対抗要件は、不動産登記の変更になります(民法 177 条)。例えば、A が B に不動産を売却したが、不動産登記が未了の場合、A が倒産をしたときに、B は A の破産管財人に自身が不動産所有者であることを対抗できません。また、A が C に不動産を売却し、C が登記を備えた場合、原則として C が B に所有者として優先することになります。

不動産の所有権を RWA トークン化したとしても、トークン移転に伴って、不動産登記の移転をすることは通常考えられず、その場合、トークンホルダーが倒産した場合等、問題が生じる可能性があります。

6.3 動産移転の対抗要件について

同様の問題は動産の場合も問題になります。本邦での動産の所有権の移転の対抗要件は、動産の占有権の移転です(民法 178 条)。そして、動産が第三者に寄託されている場合に占有権を移転させるためには、寄託者が受寄者に対し、「私はその動産を A さんに譲渡したから、以後、A さんのために預かって欲しい」と通知する指図による占有移転によります(民法 184 条)。

不動産や債権譲渡の対抗要件の場合と異なり登記や証書による必要がないこと、かつ、動産に紐づいたトークンの移転はブロックチェーン上に記録されることから、ブロックチ

チェーンの記録が動産の占有移転に係る指図であるとして第三者に対抗できる可能性はあります。

特に動産の価額が大きい場合や、財産隠しではない健全な取引である場合、トークンを用いた動産の譲渡が社会的に受け入れられている場合には、ブロックチェーン上の記録による対抗要件が管財人によって争われる可能性は極めて低いのでは、とも思われますが、リスクがあることは認識しておく必要があるとは思われます。

6.4 債権の移転の対抗要件について

本邦での債権の移転の対抗要件は、確定日付のある証書による承諾です。一般には、内容証明郵便や公正証書などが該当します。トークンの移転とともに内容証明や公正証書を作成することは現実的ではなく、不動産登記の場合と同様の問題が発生します。

6.5 権利の消滅発生構成について

動産や不動産の所有権自体をトークンホルダーに引渡し、かつトークンに伴って所有権が移転する、という構成ではなく、トークンを持っている人に動産や不動産を引き渡すことを約束したり、利用権を付与する、そして、トークンが移転した場合、既存の権利は消滅し、新しい権利が新トークンホルダーの元で発生する、という構成がありえます。

銀行間の振込や電子マネーの移転は、このような考え方によっているのではと思われ、かつ、社会的にも受け入れられています¹⁰。

RWA トークンと現物資産の紐づけもそのような構成で有効に移転可能であると思われ、明確ではないものの、例えば Not A Hotel NFT の利用権などもそのような考え方によっているのでは、と推測されます。

しかしながら、同構成の場合、トークンホルダーにはあくまで利用権や引渡請求権しかなく、所有権移転の対抗要件は具備されていないため、発行者ないし預託者が倒産した場合にはリスクがある点、留意が必要です。

6.6 準拠法について

なお、本 6 の議論は、動産又は不動産の移転については動産又は不動産が日本に存在する場合、債権の権利については債権の権利の準拠法が日本法である場合を想定しています。

法の適用に関する通則法 13 条は「動産又は不動産に関する物権及びその他の登記をすべき権利は、その目的物の所在地法による。」と規定し、同法 23 条は「債権の譲渡の債務者その他の第三者に対する効力は、譲渡に係る債権について適用すべき法による。」としていま

¹⁰ 日本銀行金融研究所「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 デジタルマネーの権利と移転」<https://www.imes.boj.or.jp/research/papers/japanese/ken2306.pdf>10 頁以下、増島雅和「セキュリティトークンの一大問題とその解決方法（４）デジタル化アセットとしてのセキュリティトークン」<https://note.com/masamasujima1976/n/n8221fd915e5c>

す。

このため、動産や不動産が海外にある場合等、別途の議論が必要になります。

留保事項

・本書の内容は関係当局の確認を経たものではなく、法令上、合理的に考えられる議論を記載したものにすぎません。また、当職らの現状の考えに過ぎず、当職らの考えにも変更がありえます。

・本稿は、RWA トークンの購入を推奨するものではありません。

・本書は Blog 用に纏めたものに過ぎません。具体的案件の法律アドバイスが必要な場合には各人の弁護士にご相談下さい。

以 上