資料３

progmat

「トークン化投資信託」に関する
各種論点・方向性

#1

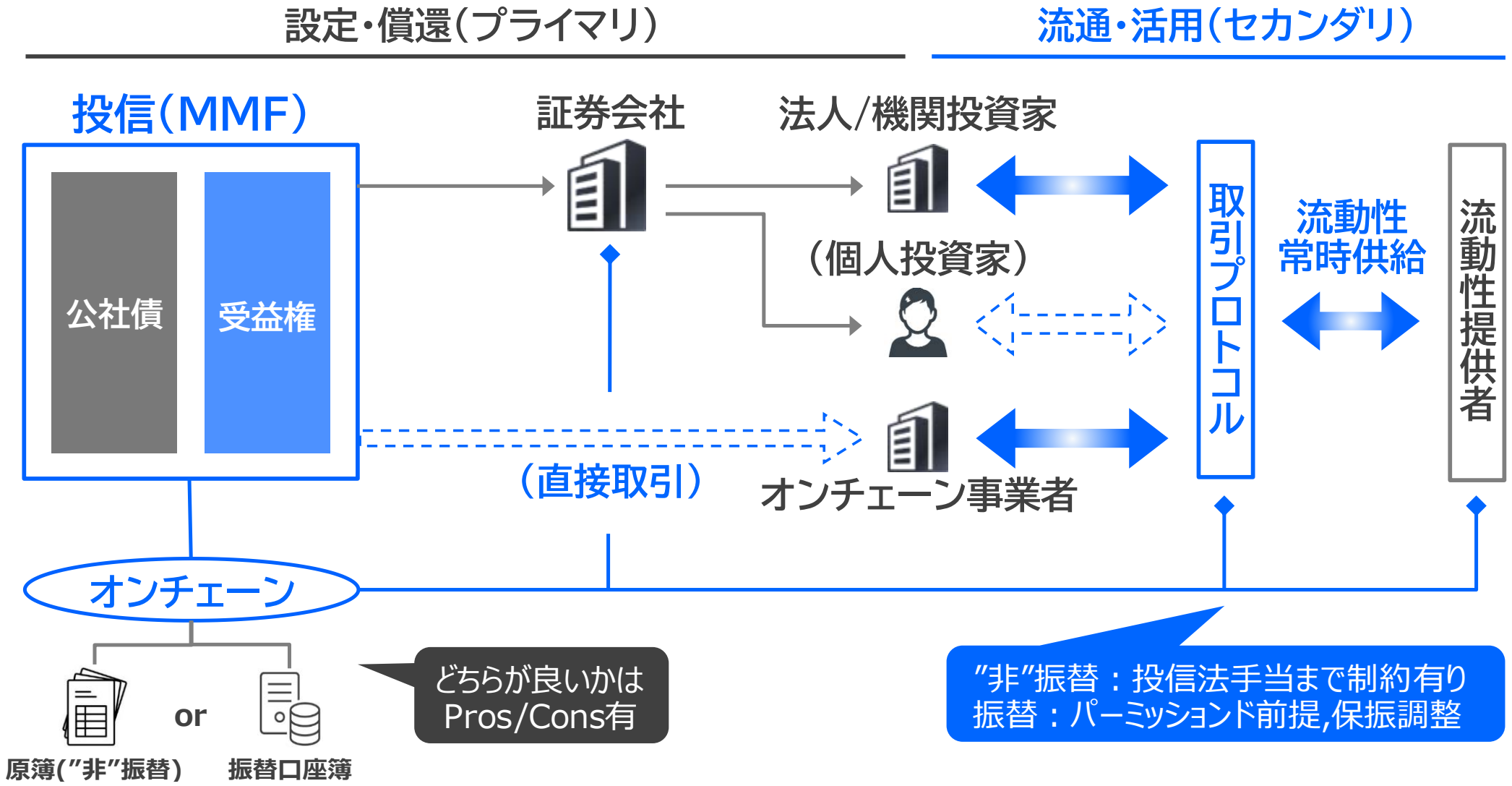
// 前提｜「国内籍トークン化投信」の選択肢

© Progmat, Inc.

CONFIDENTIAL / Discussion Purpose Only

#商品ターゲットと論点｜想定顧客が「既存金融顧客」か「オンチェーン事業者」かで、適切な選択肢が変わる

海外事例に倣った**オンチェーン事業者にとっての運用先としての需要**に加え、証券会社を介した法人/機関投資家(+α)の需要を喚起するには、**「MMF」自体の商品性に加え「流通・活用」の高度化**が不可欠。狙うマーケットにより、**適切なチェーン/法的建付けが変わり得る**。



© Progmat, Inc.

#2

//「国内籍トークン化投信」の制度的課題と解決の方向性

© Progmat, Inc.

CONFIDENTIAL / Discussion Purpose Only

#トークン化証券の法的課題｜「券面発行」前提等の“アナログ規制”が残存している

「無券面化・全部不発行化」「確定日付不要」な有価証券は、トークン化/デジタル化に取り組みやすい。受益証券発行信託はスキームの工夫で、信託受益権は特例制度適用で、「条件付でデジタル完結化」が可能だが、**投資信託（及びTMKの優先出資証券）は券面交付が大前提**となっている。

		主な根拠法	券面の全部不発行化	譲渡時のデジタル完結化	第三者対抗要件のデジタル化
1	国債	国債ニ関スル法律 等	○：可能 「登録国債」は無券面化可能	○：可能 (登録国債)日銀帳簿書換で移転	○：可能 (登録国債)日銀帳簿記載のみ
2	地方債	地方財政法 等	○：可能 法改正により社債と同様に	○：可能 法改正により社債と同様に	○：可能 法改正により社債と同様に
3	社債	会社法	○：可能 社債券不発行が原則	○：可能 (不発行時)意思表示で譲渡成立	○：可能 社債原簿記載のみ
4	株式	会社法	○：可能 株券不発行が原則	○：可能 (不発行時)意思表示で譲渡成立	○：可能 株主名簿記載のみ
5	投資信託の受益権	投資信託及び投資法人に関する法律	**×：券面発行前提** 受益証券の発行義務	**×：券面交付前提** 譲渡効力発生には券面交付要	**×：券面所持/交付前提** 対抗要件として券面所持/交付要
6	受益証券発行信託(JS)の受益権	信託法	**△：条件付で可能** *1 構成の工夫により実質不発行化	○：可能 (不発行分)当事者間合意で成立	○：可能 (不発行分)受益権原簿記載のみ
7	信託(上記以外)の受益権	信託法	○：可能 JS以外は券面不発行が前提	○：可能 当事者間合意で譲渡成立	**△：条件付で可能** *2 確定日付対応につき、特例制度有
8	特定目的会社(TMK)の優先出資証券	資産流動化法	**×：券面発行前提** 優先出資証券の発行義務	**×：券面交付前提** 譲渡効力発生には券面交付要	**×：券面所持/交付前提** 対抗要件として券面所持/交付要

*1 例えば不動産STでは、STとして流通する一般受益権(券面不発行)とは別に、受益証券(券面)に対応する「精算受益権」を設定し、精算受益者の「券面不所持の申し出」により実質的に全ての券面を不発行化している

*2 改正産業競争力強化法に基づく「新事業特例制度」により、事業主管大臣から新事業活動計画の認定を受けることで規制の特例措置を適用することが可能にはなったが、未だ実例は3社のみ(2024年10月時点)

（出所）デジタルアセット共創コンソーシアム「トークン化法WG｜中間整理」P11

© Progmat, Inc.

CONFIDENTIAL / Discussion Purpose Only

#「現行法下の非振替型」で取り得る実現方式｜論理的には3方式あり得るが、煩雑な実務/解釈が伴う

「譲渡時の券面交付」を前提とする現行法のまま組成する場合、**「大券(及び別紙更新)」を伴うがセカンダリー時はオンチェーン完結化**の可能性がある「Option A」か、**通常時は券面不要だがセカンダリー時に券面対応が煩雑化**する「Option B」か、**理想的だが法的安定性の深堀りが必要**な「Option C」が想定される。

		Option A **「大券」発行** (+**指図による占有移転**) スキーム	Option B **「券面不所持」** (+**譲渡時個別発行**) スキーム	Option C **「券面不所持」** (+**「償還/設定」構成**) スキーム
1	プライマリー (新規発行/追加発行)	MMFの新規発行時に「大券」を発行し、追加発行(/償還)時の受益権口数変動は「別紙」に記載する。 大券/別紙はカストディアンに管理を委託し、カストディアンが占有する。	MMFの(新規/追加)発行時に「券面不所持の申出」を受け付けし、券面の作成/交付を省略する。*1	
2	SCによる即時換金	MMFの一部解約+SCでの払い出しという建付けをとることで、オンチェーン上で即時換金を行う。 (「別紙」への口数変動反映は必要)	MMFの一部解約+SCでの払い出しという建付けをとることで、オンチェーン完結で即時換金を行う。 (券面の発行申出等の手続不要)	
3	セカンダリー (第三者によるST買取/ SC即時支払いを含む)	新旧権利者/カストディアン間での「指図による占有移転」「混蔵寄託」観点で有効とするための合意、受託者/カストディアン/権利者間で「無記名証券の権利行使時の提示」観点で有効とするための合意、をしたうえで、オンチェーン完結で移転。	受益権の譲渡の都度、旧権利者が受託者兼カストディアンに対して「券面発行の申し出」を行うと共に、新権利者を含めて「管理の委託」「指図による占有移転」「不所持の申し出」を行うこととし、券面の作成/交付を極力省略した形で移転。	トークン移転を、「旧権利者による一部解約(SC償還)」と「新権利者による新規発行(SC払込)」が同時に実施されたものと見做し、当該移転情報を投信委託者/受託者に通知(当該変動も把握し有報に反映)し、オンチェーン完結で移転。

*1 自益信託(委託者兼当初受益者宛てに発行)の場合、プライマリー取引においても「最終投資家」向けに権利移転が生じるため、「セカンダリー」と同様の処理が必要にならないかは精緻化要

（出所）デジタルアセット共創コンソーシアム「オンチェーン完結型ST WG｜報告書」P36

© Progmat, Inc.

CONFIDENTIAL / Discussion Purpose Only

#法整備案と優先順位｜「金商法適用証券」「電子決済手段」対象の新法、別途投信法の先行改正を要望

優先順位の高い「金商法適用有価証券」「電子決済手段」を対象に、トークンの移転の記録に権利推定効等を認める**法制度を「トークン化法」として整備**しつつ、実現まで一定の期間を要することを踏まえ、**短期的には投資信託の受益権の券面不発行化を可能とする改正**案を26年3月に公表した。

			短期対応	中長期対応
金融商品取引法が適用される有価証券	名簿(原簿)管理を前提とする有価証券	投資信託の受益権	**「投信法改正」** (不発行制度導入)	**「トークン化法」** (権利推定効等を認める法制度の整備)
		上記以外 (社債,株式,受益証券発行信託の受益権等)	優先順位は高いが実現まで一定期間要	
	名簿(原簿)管理を前提としない有価証券		優先順位は高いが実現まで一定期間要	
電子決済手段			優先順位は高いが実現まで一定期間要	上記との差分に係る追加検討要
上記以外			優先順位は低い	優先順位は低い

（出所）デジタルアセット共創コンソーシアム「トークン化法WG｜中間整理」P15

© Progmat, Inc.

CONFIDENTIAL / Discussion Purpose Only

#26年3月時点の提言再掲｜「投信法改正」を「トークン化法」に先行させる必要性(立法事実)

セキュリティトークン(以下、ST)の取扱いを明確化する2019年「金融商品取引法」(以下、金商法)改正の施行から5年程度が経ち、トークン化については、旺盛な需要が存在することが確認されてきた。

これまでの実績としては、不動産を裏付けとするSTの発行事例が目立つところであるが、これは受益証券発行信託を利用した契約上のアレンジメント及び法解釈の工夫により、実質的あるいは部分的に券面不発行を実現できている点が大きい。

他方で、ファンド形式で最大のマーケットは「マネー・マーケット・ファンド」(以下、MMF)をはじめとする投資信託と思われるが、国内投資信託のトークン化へのハードルは未だに高い。これは「投資信託及び投資法人に関する法律」(以下、投信法)が券面発行を要求していることによる。

2025年10月に公表した「オンチェーン完結型STワーキング・グループ報告書」において、券面発行を前提とした「大券＋指図による占有移転」構成や「消滅/設定」構成を苦肉の策として提示しているものの、実際の権利移転の形態とは著しく乖離しており、権利関係の安定性や利用者保護の観点から、多数の個人投資家を取引当事者として想定した場合には必ずしも望ましくないものと思われる。

既に多くの発行実績が積み上がっている受益証券発行信託を利用したSTにおいて、受益証券を発行しなくとも、受益権原簿により権利関係の特定と対抗関係の整理について特段支障は生じておらず、利用者保護上の課題も生じていない。

そもそも社債/株式の原則無券面化から約20年が経過し、また上記のように有価証券のトークン化に向けた流れも加速しているなかにあって、券面発行を前提とする投信法は、時代あるいは実務にそぐわなくなってきている感は否定できない。

海外に目を向けても、有価証券のデジタル化に係る法律において券面発行は要求されておらず、券面発行を求める日本の投信法は、有価証券のデジタル化という世界の潮流と乖離した規制となっている。

巨大なマーケットである投資信託の非券面化という実務上の極めて強い需要と、権利関係の安定性や利用者保護の観点、国内の他の有価証券や諸外国との乖離を踏まえると、喫緊の目標として、券面不発行を認めるよう投信法を改正する必要がある。

（出所）デジタルアセット共創コンソーシアム「トークン化法WG｜中間整理」P24

© Progmat, Inc.

CONFIDENTIAL / Discussion Purpose Only

#26年3月時点の提言再掲｜「投信法改正」の概要｜「券面不発行」制度の導入

・投資信託の「券面不発行化」を可能とするために、以下のいずれかの内容を想定する。

➢ 信託法185条(受益証券発行信託)に依拠しない場合
：【投信法6条1項・50条1項】｜信託契約において定めた場合に限り、受益証券をもって表示しなければならない旨(信託契約の定めにより受益証券を発行しないことができる旨)を既定する
：【投信法6条2項、4項～6項等】｜現行の受益証券に関する規定は、信託契約において受益証券を発行する旨規定した場合にのみ適用されることとする
：【投信法6条7項・50条4項】｜準用規定において、信託法195条2項(受益権原簿の記載が受託者その他第三者に対する譲渡の対抗要件)を読み替えて準用し、受益証券を発行しない場合の譲渡の対抗要件の規定として準用する
：【不発行制度利用対象】｜混乱を避ける観点から、改正後の新規組成分にのみ不発行制度の利用を認める(既発行の投資信託受益権については認めない)
✓ 信託法185条では、複数種類の受益権を想定しており、券面を発行しない受益権(ST化対象)と券面発行を前提としつつ不所持の申し出により実質不発行化している受益権(非STの精算受益権等)を組み合わせた実務となっているが、投信法6条1項では、委託者指図型投資信託において異なる種類の受益権を発行することを想定していない(受益権を均等に分割しなければならない)
✓ 信託法185条に依拠しない場合、券面発行を前提とする精算受益権を設定するという同条の現行の解釈を前提とした実務を踏襲する必要がないというメリットがあり、改正結果としてはこちらの場合が望ましい
✓ 他方、信託法制において適した用例がないため、立法技術的なハードルがやや上がると思われる

➢ 信託法185条(受益証券発行信託)に依拠する場合
：【投信法6条7項・50条4項】｜準用規定において、信託法185条・195条2項を準用対象に追加し、(必要に応じて)準用信託法185条2項の定めは、投信法6条1項の例外である旨を規定する
：【投信法6条2項、50条3項】｜受益権の譲渡について、不発行時には受益証券の交付が不要である旨(受益証券の不発行の場合を除外する旨)を明記する
：【不発行制度利用対象】｜同上
✓ 受益証券発行信託の枠組みに依拠するという点で、信託法制における用例があることになるため、立法技術的にはハードルが低いと思われる
✓ 他方、異なる種類の受益権の発行の禁止という投信法のコンセプトとの関係で、追加的案整理や実務影響の検証を要する可能性が高い

（出所）デジタルアセット共創コンソーシアム「トークン化法WG｜中間整理」P25
© Progmat, Inc.

#3

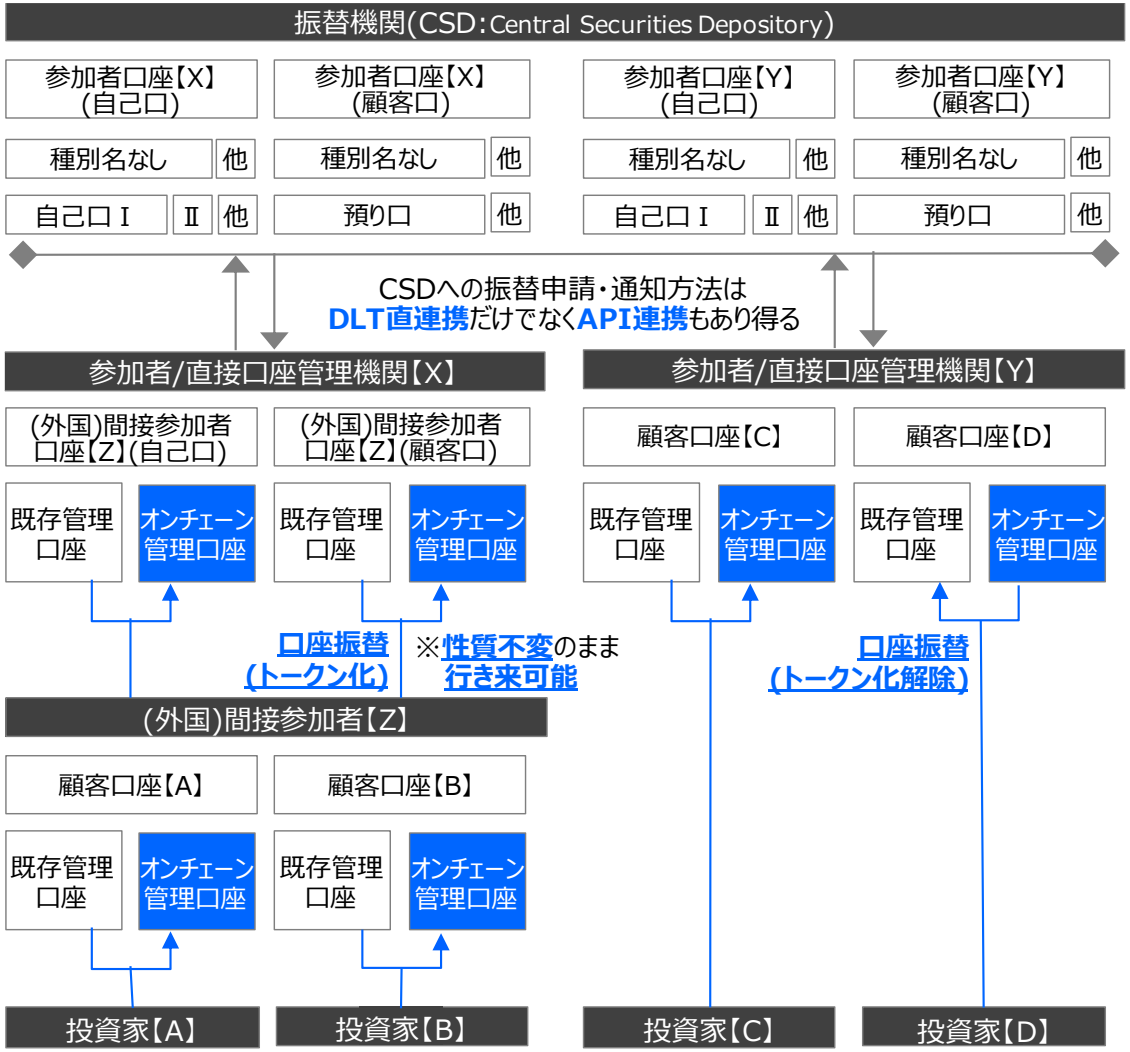
//「振替型トークン化投信」の並行検討

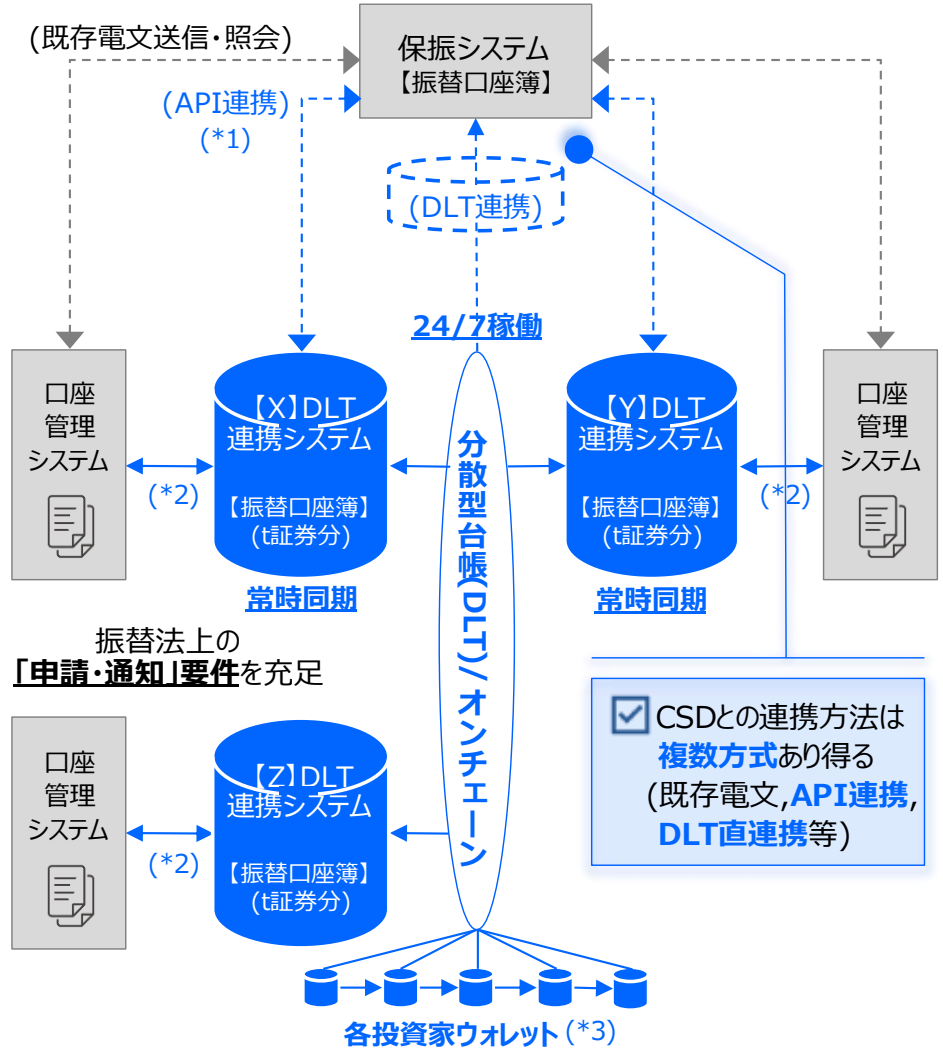
© Progmat, Inc.

CONFIDENTIAL / Discussion Purpose Only

#「振替制度×オンチェーン化」の全体像｜JGBと同様「振替型」を並行検討、CSDは日銀から保振に変わる

JGBと同様、「オンチェーン管理口座」の管理システムを各口座管理機関で具備する。振替法上の**「申請・通知」要件**を満たし、且つ**必要当時者範囲内**で、トークン移転情報を**DLT経由で常時同期**する。横方向で口座管理機関(又は自己口)を跨ぐ取引は**CSD連携を要し、CSDは保振**に変わる。





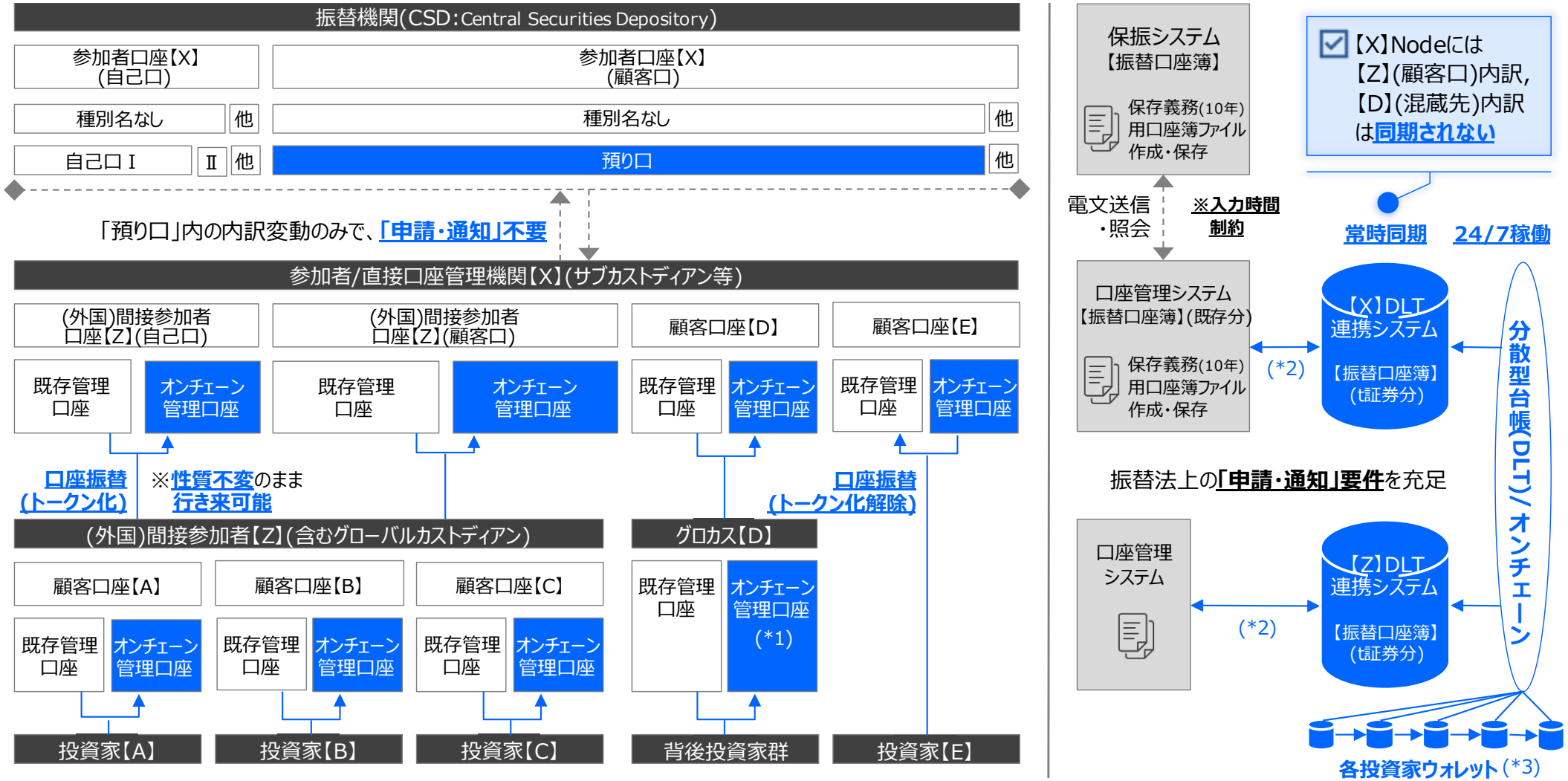
*1:必ずしもDLTNodeが無くても、24/7でデータ更新/通知可能なことが最低要件　*2:技術要件等を踏まえ「正本性」の在り方は複数オプション有り　*3:「鍵管理主体」は外部委託オプションもあり得る

© Progmat, Inc.

CONFIDENTIAL / Discussion Purpose Only

#「振替制度×オンチェーン化」の早期実現｜「単一の直接口座管理機関」以下のオンチェーン取引から開始

JGBと同様、**「単一の直接口座管理機関」以下**のオンチェーン化取引であれば、**CSD連携不要で振替処理が完結するため早期実現**が可能か。サブカス・グロカスを経由した海外投資家のJGB取引需要とは異なることから、実務的には**口座管理機関の最適な配置から再考**する必要はある。



*1:振替法上の枠外であり他のオンチェーン管理口座と法的位置づけは異なる　*2:技術要件等を踏まえ「正本性」の在り方は複数オプション有り　*3:「鍵管理主体」は外部委託オプションもあり得る

© Progmat, Inc.

免責事項

- 本資料は、ディスカッション用に作成されたものであり、個別の商品、サービスを勧誘することを目的としたものではありません。本ディスカッション或いは資料だけで契約が成立するものではありません。従って、当社はいかなる種類の法的義務、或いは責任を負うものではありません。

- 本資料は信頼できると思われる各種データ等に基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示したすべての内容は、当社の現時点での判断を示しているに過ぎません。また、本資料に関連して生じた一切の損害については、当社は責任を負いません。その他専門的知識に係る問題については、必ず貴社の弁護士、税理士、公認会計士等の専門家にご相談の上ご確認ください。

- 本資料は当社の著作物であり、著作権法により保護されております。当社の事前の承認なく、本資料の全部もしくは一部を引用または複製、転送等により使用することを禁じます。

- 商号等：Progmat, Inc.

© Progmat, Inc.

DCC | Digital Asset Co-Creation Consortium