

New York 州銀行法に基づく Limited Purpose Trust Company  
が発行するステーブルコインに対する規制と  
その仕組みにおける信託の活用

シテューワ法律事務所

弁護士 後藤 出

## はじめに

本報告は、米国 New York 州銀行法に基づく認可を受けた信託会社の一種である Limited Purpose Trust Company (LPTC) が発行する償還型ステーブルコイン<sup>1</sup>について、かかるステーブルコインの仕組みとその発行者に対する諸規制を明らかにするために行った調査の結果を報告するものであり、その仕組みに活用されている信託の機能について特に焦点を当てて報告するものである。かかる調査を行うこととした経緯について以下に簡単に述べる。

日本においては、本年、資金決済に関する法律（以下「資金決済法」という。）が改正され、海外で発行された償還型ステーブルコインも含む形で定義された「電子決済手段」を取り扱う電子決済手段等取引業者についての諸規制が新たに設けられたところ、海外発行ステーブルコインが電子決済手段等取引業者により国内で取り扱われるための諸条件は、来年の改正法施行に向けて現在策定が進められている関連政省令・ガイドラインにおいて定められることが想定されている。かかる取り扱いの諸条件を策定するにあたり特に重視されるポイントとして、権利移転に係る明確なルールがあること及び発行者破綻時における利用者保護が挙げられている<sup>2</sup>が、これは、国内で発行される電子決済手段が預金、未達債務又は信託受益権を用いた仕組みで発行されるもの<sup>3</sup>であるのに比し、海外発行のステーブルコインはその権利移転に係る仕組みが必ずしも明確ではなく、また発行者破綻時における利用者の保護も十分ではないものが多いのではないかと認識が背景にあるものと考えられる。しかしながら、現に海外において発行されている多種多様なステーブルコインについて、それぞれの仕組みや発行者破綻時の利用者保護の程度について十分な調査がなされているわけではない。そこで、報告者は、New York 州銀行法に基づく LPTC により発行されたステーブルコインを取り上げて、かかる調査を試みることにした。

本報告は、米国連邦法及び New York 州法に基づく仮想通貨取引に関する諸規制を概観した後、LPTC が発行するステーブルコインにおける発行、償還及び償還引当て資産の保管の仕組み（第 2 章）及びステーブルコインを発行する LPTC に適用される諸規制（第 3 章）を明らかにし、特に発行者破綻時における利用者保護に大きな影響を及ぼす償還引当て資産の保管における信託の機能を詳述することにより、国内発行の電子決済手段、特に信託受益権を用いた仕組みとの対比を可能ならしめることを目指している。

なお、本報告における第 1 章、第 2 章 1 及び 2 並びに第 3 章については、米国法律事務

---

<sup>1</sup> 本報告書において、「ステーブルコイン」は、金融安定理事会（FSB）が 2020 年 10 月 13 日に公表した『「グローバル・ステーブルコイン」に係る規制・監督・監視＝最終報告とハイレベルな勧告＝』における定義に従い、特定の資産、資産プール又は資産バスケットに連動して価値を安定させることを目的としたクリプトアセット（支払い又は投資の目的に使用される価値の電子的表象であって、主として暗号技術、分散台帳技術又はこれに類する技術に依拠したもの）を意味することとする。また、「償還型ステーブルコイン」とは、ステーブルコインの価値を法定通貨と連動させるための仕組みとして発行会社による法定通貨を以ってする償還の約束が採用されているものを意味することとする。

<sup>2</sup> 金融審議会 資金決済ワーキング・グループ「報告」（2022 年 1 月 11 日）22-30 頁参照

<sup>3</sup> 金融審議会 資金決済ワーキング・グループ「報告」（2022 年 1 月 11 日）23 頁

所 Pillsbury Winthrop Shaw and Pittman LLP に米国法に関する調査を依頼し、同事務所の Brian H Montgomery 弁護士及び David Oliwenstein 弁護士の協力を得て作成した。また、第 2 章 3 及び 4 の作成にあたっては米国法律事務所 Hughes Hubbard & Reed の助言を得た。さらに、本報告書の作成全般にあたって、報告者が所属するシティユーワ法律事務所の池辺健太弁護士の多大な協力を得た。かかる協力、助言をいただいた弁護士各位にあらためて謝意を表すものである。かかる協力、助言にかかわらず、本報告書の記載内容についての責任はすべて報告者が負うものである。

## 第 1 章 米国連邦法及び New York 州法に基づく仮想通貨<sup>4</sup>取引に関する規制の概要

### 1. AML / CFT に関する規制 - 銀行秘密法 (BSA) に基づく規制

#### (1) 銀行秘密法 (Bank Secrecy Act, “BSA”) とは

BSA は、金融機関がマネー・ロンダリング又はテロ資金供与に利用されることを防ぐことを目的とする諸規制を定めた連邦法である。

#### (2) BSA の規制対象となる金融機関

ア BSA の規制対象金融機関は、銀行、証券会社等の他、マネーサービスビジネス (MSB) を含む。

イ マネーサービスビジネス (MSB) は、両替業、小切手換金業、トラベラーズチェック等発行・換金業者の他、送金業者 (money transmitter) (送金サービス (money transmission service) 一通貨又は通貨に代替する価値を他人から受取り、また他人に送付すること一を営む業者) を含む。

#### (3) 送金業者 (money transmitter) に適用される BSA 上の規制

ア 規制当局

Financial Crimes Enforcement Network (FinCEN)

イ 主要な規制内容

- ① AML/CFT のためのプログラムの策定、実施
- ② FinCEN への登録義務
- ③ 所定の報告義務 (Currency Transaction Reports, Suspicious Activities Reports 等)
- ④ 所定の記録義務
- ⑤ 資金の送付 (transmittal of funds) に適用される Fund Transfer Rule (31CFR § 1010. 410 (e))
- ⑥ 資金の送付 (transmittal of funds) に適用される Fund Travel Rule

---

<sup>4</sup> 米国の規制法においては、資金決済法において定義される暗号資産とほぼ同様の概念が virtual currency と称されていることから、本報告書では、米国規制の文脈においては virtual currency の訳語として「仮想通貨」と表記することとする。

(31CFR § 1010.410 (f))<sup>5</sup>

(4) CVC 送金業者への BSA 規制の適用

ア FinCEN ガイダンス (2019 年 5 月 9 日発行) による解釈

Convertible Virtual Currency (CVC) (通貨と同様に機能する決済手段で法定通貨の要件を満たしていないもののうち、通貨と同等の価値を有するか、通貨に代替する機能を有するもの) を他人から受取り、また他人に送付するサービスを営む業者 (以下「CVC 送金業者」という。) は、通貨に代替する価値を他人から受取り、また他人に送付するサービス (money transmission service) を営む業者として送金業者 (money transmitter) にあたると解釈される。

イ CVC 送金業者に適用される BSA 上の諸規制

送金業者 (money transmitter) に適用される BSA 上の諸規制 (上記 (3) イ) が CVC 送金業者に適用される。

ほとんどの米国の仮想通貨取引業者は、CVC 送金業者にあたり、登録義務を始めとする BSA 上の諸規制が適用されている。

2. 仮想通貨取引業に関する規制 ①- New York 州法 (23 NYCRR Part 200) に基づく規制

(1) 23 NYCRR Part 200 とは

仮想通貨取引業に関する規制は連邦レベルではまだ存在せず、23 NYCRR Part 200 は、2015 年に制定された米国で初の仮想通貨取引業に関する州レベルの規制法であり、New York 州金融サービス局 (NYDFS) が規制当局となっている。

(2) 仮想通貨・仮想通貨取引業の定義

ア “virtual currency” (仮想通貨)<sup>6</sup>

決済の手段又は価値の電子的保存形式として用いられる電子的単位であり、中央集権的な管理者又は保管機関の有無、創出の方法が計算によるか製造によるかを問わない。ゲームのプラットフォーム内のみで利用されるもの、

---

<sup>5</sup> Fund Travel Rule の概要

仕向送金業者は、3000 米ドル以上の送金指示を被仕向送金業者に送信する時に、当該送金指示に以下の情報を含めなければならない。

- (i) 送金人の氏名及び口座番号
- (ii) 送金人の住所
- (iii) 送金指示の金額
- (iv) 送金指示の日付
- (v) 被仕向送金業者を特定できる情報
- (vi) 以下の情報のうち送金人による送金指示から取得できる限りのもの
  - (a) 受取人の氏名及び住所
  - (b) 受取人の口座番号
  - (c) その他受取人を特定できる情報
- (vii) 仕向送金業者の名称及び住所又は当該業者を特定できる番号

<sup>6</sup> 23 NYCRR Part 200.2 (p)

法定通貨と交換できないもの、実物経済における商品、サービス等の決済に用いられないもの等は含まれない。

ステーブルコインの定義はなく、ステーブルコインは仮想通貨の定義に含まれると解されている。

イ “virtual currency business activity”（仮想通貨取引業）<sup>7</sup>

(a) 仮想通貨を他に送付するために受領すること又は仮想通貨を他に送付すること。ただし、“financial purpose”以外の目的で行われる場合、ごく少量の仮想通貨の移転しか伴わない場合は含まれない。

(b) 他人のために仮想通貨を貯蔵、保管、維持又は管理すること。

(c) 顧客のために仮想通貨の売買を行うこと。

(d) 仮想通貨を管理又は発行すること。

(3) 仮想通貨取引業を行うことができる者（以下「ライセンシー」という。）

ア NYDFS によるライセンス (BitLicense) を得た者

BitLicense は、仮想通貨取引業に係る業務に従事することのみを許諾するもので、法定通貨に係る業務（例えば、ステーブルコインの償還時等の仮想通貨の法定通貨への交換）にも従事するためには、送金業務の認可<sup>8</sup> (money transmitters license) も別途取得する必要がある。

イ New York Banking Law に基づく認可 (charter) を得た者（典型的には limited purpose trust company の認可を得た者）で仮想通貨交換業を行うことの承認を NYDFS から得た者

New York Banking Law に基づく認可 (charter) を得ている場合は、これにより送金業務に従事する権限が付与されているので、例えば、ステーブルコインの償還時等の仮想通貨の法定通貨への交換も行うことができる。

(4) ライセンシーに対する財務・行為規制

ア 規制法 (23 NYCRR Part 200) に定める一般的な規制

規制の項目については別紙参照。ステーブルコインのみに特に適用される規制はない。

イ ライセンシーと NYDFS が個別に締結する confidential supervisory agreement に基づく規制

(a) NYDFS が求める confidential supervisory agreement の締結が license 付与の条件となる。

(b) confidential supervisory agreement の内容は、ライセンシーの態様及び業務の内容に応じて異なるが、典型例は以下のとおりである。

① 資本に係る要件

---

<sup>7</sup> 23 NYCRR Part 200.2 (q)

<sup>8</sup> BSA とは別の New York 州法に基づく業規制である。

- ② シュアティボンド (surety bond) に係る要件
- ③ ライセンシーの当初のライセンス申請手続において承認されていない新規の業務に従事するにあたっては、改めて NYDFS の事前承認を得なければならないこと
- ④ 業務に関連する事項の専門知識を有するコンプライアンス担当者を含む特定の人員を雇用する義務
- ⑤ 包括的なコンプライアンスプログラムに求められる要件
- ⑥ 記録の保管場所を含む記録の保存に関する要件及び NYDFS に記録へのアクセスを与えること

### 3. 仮想通貨取引業に関する規制 ② - 2022年6月8日付 Virtual Currency Guidance<sup>9</sup>に基づく規制 -

(1) 2022年6月8日付け Virtual Currency Guidance (以下「Virtual Currency Guidance」という。) とは

Virtual Currency Guidance は、NYDFS が 2022年6月8日付でライセンシーに発出した米ドル建償還型ステーブルコインの発行に関する Industry Guidance である。

(2) 規制対象

規制対象は、NYDFS の監督下で発行される (即ち、ライセンシーにより発行される) 米ドル建償還型ステーブルコインである。

(3) 規制内容

主に以下の項目に関し遵守すべき事項を定める。

- ① ステーブルコインの償還
- ② ステーブルコインの償還の引当て資産
- ③ 償還引当て資産の存在についての証明

上記①及び②の詳細については第2章2(2)イ及び(3)イにおいて、上記③の詳細については第3章4の該当箇所において述べる。

(4) 施行時期

ステーブルコイン発行者は原則として Virtual Currency Guidance の発行日 (2022年6月8日) から3か月以内に Virtual Currency Guidance の規定を遵守した状態となることが求められている。

---

<sup>9</sup> [https://www.dfs.ny.gov/industry\\_guidance/industry\\_letters/il20220608\\_issuance\\_stablecoins](https://www.dfs.ny.gov/industry_guidance/industry_letters/il20220608_issuance_stablecoins)

## 第2章 Limited Purpose Trust Company (LPTC) により発行されるステーブルコインの仕組み

### 1. Limited Purpose Trust Company (LPTC) とは

LPTC とは、一般的には、Trust Company (信託会社) が行い得る業務のうちの一部を行うことについて州から charter (認可) を受けた Trust Company を意味する。

New York 州において認可を受けた LPTC は、New York Banking Law に定める信託会社が行い得る業務から預金の受け入れと貸付を除いた業務を外延とし、個別の LPTC の organization certificate においてさらに限定された業務を行う<sup>10</sup>。

信託会社が行い得る業務は、New York Banking Law における信託会社の定義<sup>11</sup>において、「(New York Banking Law) Article III で定められるフィデューシャリー (受託者) としての権限 (fiduciary power) <sup>12</sup>及びそれ以外に Article III で特に定められる権限」と定められている。「Article III において定められるフィデューシャリーとしての権限」には、信託の受託者としての行為だけでなく、顧客から委託を受けて行う財産の管理・処分も含まれる<sup>13</sup>。

LPTC の認可を申請する法人の多くは、New York におけるプレゼンスを拡大しようとする州外又は米国外の金融機関、あるいは子会社を通じて様々な信託業務を行うことにより業務を補完しようとする保険会社又は証券会社である<sup>14</sup>が、近時、顧客向けカスタディ業務等を行おうとする仮想通貨関連企業もこれに加わっている<sup>15</sup>。LPTC が実際に行っている業務については、「(LPTCE は) フィデューシャリーとしての権限の範囲に入る様々な行為、例えば、被用者信託、個人信託、法人信託、移転代理人、証券決済、投資管理、保管サービス等を行い得る」が、「企業規模の問題から、一つないし二つの業務に専念する傾向がある。」と説明されている<sup>16</sup>。

### 2. 発行、償還及び償還引当て資産の保管の仕組み

LPTC により発行されるステーブルコインの発行、償還及び償還引き当て資産の保管は、発行者である LPTC (以下「発行者」という。) にユーザー登録して口座を開設した者 (以下「アカウントホルダー」という。) が発行者の提供するサービスを利用するに際し適用される利用規約 (発行者によって” Terms and Conditions”、” User

---

<sup>10</sup> Department of Financial Services “Organization of a Trust Company for the limited purpose of Exercising Fiduciary Powers” -Chartering Procedures and Restrictions-

<sup>11</sup> New York Banking Law §2(2)

<sup>12</sup> fiduciary power の一般的意義については、本報告書第2章3.(4)参照。

<sup>13</sup> New York Banking Law §100

<sup>14</sup> Department of Financial Services “Organization of a Trust Company for the limited purpose of Exercising Fiduciary Powers” -Background-

<sup>15</sup> Reuters “The trust company - an old tool for a new age” 2022.7.22

<sup>16</sup> Department of Financial Services “Organization of a Trust Company for the limited purpose of Exercising Fiduciary Powers” -Background-

Agreement”又は”Terms”等の名称が使用されている。以下「T&C」という。)に従って行われる。T&Cにおいて定められる発行、償還及び償還引当て資産の保管に関する定めはおおむね以下(1)ア、(2)ア及び(3)アに記載のとおりである<sup>17</sup>。

#### (1) 発行

##### ア T&Cにおける発行に関する定め

アカウントホルダーのみがステーブルコインを発行者から購入することができる。アカウントホルダーは、ステーブルコインの購入に先立ち米ドルを自らの口座に預託し当該米ドルを購入代金に充てることによってステーブルコインを購入する。発行者は発行したステーブルコインをアカウントホルダーの指定したウォレットに送付する。

##### イ 発行後の移転について

発行されたステーブルコインは、アカウントホルダーに限らずウォレットを保有する者であれば誰にでも移転される。

LPTCであるPaxos社が発行するPaxos DollarにかかるT&Cにおいては、Paxos Dollarはmonetary instrumentではないと明記されている。アカウントホルダーは第三者から取得したPaxos Dollarについて償還請求権を有するが、下記(2)アにおいて述べるとおり、それは当該第三者からPaxos Dollarと共に承継した権利ではなく、T&Cの当事者たるアカウントホルダーとしてT&Cに基づき発行者たるPaxos社に対して有している契約上の権利と解される。

#### (2) 償還

##### ア T&Cにおける償還に関する定め

アカウントホルダーのみが、ステーブルコインと引き換えに米ドルの償還を受けることができる。アカウントを有しないステーブルコインの保有者が償還を受けるためには、マネロン対応等のための所定の要件を満たした上で発行者にアカウントを開設することが必要となる。

ステーブルコインを保有するアカウントホルダーは、償還を受けるためにステーブルコインを償還用に設定されたアドレスに送付し、これに応じて、発行者は当該アカウントホルダーの口座に相当額の米ドルを入金する。

##### イ Virtual Currency Guidanceによる償還に関する規制

Virtual Currency Guidanceは、NYDFSが規制するステーブルコインの発行者に対して、NYDFSが事前に書面で承認した明確かつ明示の償還方針を採用することを求めている。この償還方針は、ステーブルコインの適法な保有者に対して、適時に発行者からステーブルコインのユニットを額面で、すな

---

<sup>17</sup> 以下の記載は、Paxos Dollar, Binance USD, ZUSD 及び Gemini Dollar 等の T&C を参考にしたものである。



わち米ドルに対する 1:1 の交換比率で、通常の内容のかつ十分に開示された手数料を差し引いた額で、償還前にステーブルコイン保有者が発行者に確実に認証 (onboard) される状態にあることなど、いずれにせよ適用される法的又は規制上求められるような条件を含む合理的で負担のない条件に従って償還を受ける権利を付与するものであることが求められる。

かかる償還方針においては、「償還」の定義及び「適時」の償還たる償還時期を明確に開示しなければならない。かかる要件に従って自ら償還方針を定めるほか、発行者は以下の条件を採用することもできる。

- (a) 米ドルによる償還は、発行者が保有者の要請がある場合に保有者の金融機関又はその他の機関への資金の送金を完全に処理及び開始したとき、又は保有者の要請がある場合に発行者に開設した保有者の現金口座に資金を入金したときに発生したものとみなされる。
- (b) 「適時の」償還とは、発行者が「要件を満たした償還請求命令」を受領した営業日から 2 営業日 (「T+2」) が完全に経過するまでに償還することを意味する。かかる営業日とは、(A) 発行者が償還請求を受領し、(B) 保有者又は保有者によって指名された者が発行者に認証 (onboard) されたこと及びその他要件を満たした償還請求命令を可能にするために必要なその他すべての条件が満たされた営業日を意味する。
- (c) NYDFS が適時の償還を行うと償還引当て資産の資産裏付け要件又は償還引当て資産を滞りなく償還に充てることに支障をもたらす可能性があるると判断したような例外的な状況においては、必要に応じ、上記までのルールに照らせば適時とはみなされないような償還を実施することを要請し又は許可する権限を有する。

### (3) 償還引当て資産の保管

#### ア T&C における償還引当て資産の保管に関する定め

アカウントホルダーがステーブルコインの購入に先立ち自らの口座に入金した米ドルは、当該ステーブルコインの購入代金に充てられた後、連邦預金保険機構 (FDIC) の保険により一定額の限度で保護されている米国銀行の銀行口座 (但し、発行者の名義で、発行者の事業用預金とは別にアカウントホルダーのために開設されたもの) に預入れられ、また、米国連邦政府の完全な保証が付された債務証券の購入又はかかる債務証券からなるマネー・マーケット・ファンドに充てられる。

発行者は、かかる預金及び債務証券等 (以下「償還引当て資産」という。) を、ステーブルコインを保有するアカウントホルダー (以下「ステーブルコイン保有顧客」という。) の利益のために (for the benefit of the stablecoin customers) 保管する。

#### イ Virtual Currency Guidance による償還引当て資産の保管に関する規制

償還引当て資産の保管にも Virtual Currency Guidance の規制が及ぶ。Virtual Currency Guidance に規定される償還引当て資産の保管に係る規定の概要は以下のとおりである。

- (a) ステアブルコインは、各営業日の末日において、少なくともすべての発行済みのステアブルコインの銘柄の額面価額に等しい価値の償還引当て資産によって完全に裏付けられていなければならない。
- (b) 償還引当て資産は発行体の固有資産から分別管理されなければならない。
  - (i) 連邦預金保険公社（「FDIC」）によって付保された預金を有する米国の州又は連邦政府の認可を受けた預金取扱機関及び／又は(ii) NYDFS によって事前に書面により承認された資産保管機関に保管されなければならない。償還引当て資産は、ステアブルコイン保有者の利益のために、これらの預金取扱機関及び保管機関において、適切な口座名義のもとに保管されるものとする。
- (c) 償還引当て資産は以下のいずれかの資産としなければならない。
  - ① 満期日まで3ヶ月以内の時点で発行者が取得した米国財務省証券
  - ② NYDFS が承認した超過担保化に関する要件に従うことを前提に、全額につき米国財務省債券を担保とするリバースレポ取引、米国短期証券及び／又は翌日物米国財務省証券。リバースレポ取引については、(A) 三者間のもの、又は (B) 発行者が十分に信用力があると判断し、発行者の信用評価とともに、発行者が当該相手先との契約締結に入る少なくとも14日前までに、NYDFS に対してその身元が書面で提出され異議が出なかった相手先との二者間のもののいずれかとする。
  - ③ 政府のマナー・マーケット・ファンド。ただし、当該ファンドに保有される償還引当て資産の割合につき NYDFS が承認した上限、及び米国政府の直接の債務や当該債務に関するリバースレポ取引を含める最低割合の配分など、NYDFS が承認した当該ファンドに対する制限に従うことを条件とする。
  - ④ 米国の州又は連邦政府が認可した預金取扱機関の預金口座。ただし、(A) 所定の預託機関に預託される資産の準備率又は絶対額でのドル価格の上限、及び／又は (B) 予想される償還需要を満たすために預託機関で保有するために合理的に必要な金額を考慮した、特定の預金取扱機関のリスク特性に関する NYDFS の検討結果に基づく制限など、NYDFS が承認した制限が適用される。

### 3. 償還引当て資産の保管の信託としての性質

本項においては、償還引当て資産の保管の法的性質について、信託としての側面から検討を行う。

米国の信託法の法源は州法・判例法であるところ、州によって細部の異なる判例法を全体として理解するために、また法の統一に資するために判例法を再記述する目的で作成されたものが米国信託法リステイメントである。リステイメントは厳密には法源ではないとされているが、実際には判例で引用されることも多く、法源に近い権威を付与されている<sup>18</sup>。

以下の論述は原則として米国信託法リステイメントに依拠するものであるが、必要に応じニューヨーク州判決の判示内容も引用している。

#### (1) 信託 (trust) の定義

第三次リステイメントは、信託を、「「復帰」(resulting) 又は「擬制」(constructive) という文言による限定が付されていない限り、property に関する信認関係 (fiduciary relationship) で、かかる信認関係を設定し、property の権限 (title) を有する者をして、その property を、慈善 (charity) 又は一以上の者であって少なくともそのうちの一人は受託者自身ではない者の利益のために取り扱うべき義務に従わしめる意思表示に基づき発生するもの」と定義している<sup>19</sup>。なお、ニューヨーク州判決においては、信託を「ある財産権を保有する者をして、その財産権を他の者の利益のために管理・処分すべき衡平法上の義務に従わせる財産権に関する信認関係 (fiduciary relationship) であって、設定の意思表示に基づき発生するもの」と定義したものが<sup>20</sup>。

#### ア property とは

かかる定義における「property」は、一般的に、物についての権利 (interests in things) を意味する用語として用いられ、必ずしも物自体を意味するものではない<sup>21</sup>。

#### イ 権原 (title) とは

また、かかる定義においては、権利 (interest) を有する者を、その権利が自己の利益のために保有されるか他人の利益のために保有されるかを問わず、「その権利についての権原を有する者」と称する<sup>22</sup>。信託においては、信託の目的物についての権利が分離して受託者と受益者により有されており、受託者だけでなく受益者もかかる権利について権原を有する<sup>23</sup>。受益者の有する権利の内容は基本的に各信託の条件により定まるが、かかる権利は

<sup>18</sup> 大塚正民・樋口範雄編著「現代アメリカ信託法」・4頁

<sup>19</sup> Restatement (Third) of Trusts §2, at 17 (2003)

<sup>20</sup> *In re Ames Dept. Stores, Inc.*, 274 B.R. 600, 623 (Bankr. S.D.N.Y. 2002)

<sup>21</sup> Restatement (Third) of Trusts §2 cmt. c, at 20 (2003)

<sup>22</sup> Restatement (Third) of Trusts §2 cmt. d, at 20 (2003)

<sup>23</sup> Restatement (Third) of Trusts §2, id.

単なる受託者に対する債権ではなく信託の目的物についての権利であると解されている。

ウ 衡平法上の権原 (equitable title) と普通法上の権原 (legal title)

受益者の有する権原は衡平法上の権原 (equitable title) であり、受託者の有する権原は多くの場合普通法上の権原 (legal title) であるが、衡平法上の権原の場合もある<sup>24</sup>。衡平法上の権原とは、大法官裁判所により発達した原理や規準及び法準則に起源を持つような権利の保有をいう。普通法上の権原とは、大法官裁判所とは区別される普通法裁判所によって発展された発達した原理や規準及び法準則に起源を有するような権利の保有をいう<sup>25</sup>。

エ 信認関係 (fiduciary relationship) と信認義務 (fiduciary duty)

信託における受託者と受益者の信認関係は、多数ある信認関係のうちの一つであり<sup>26</sup>、信認関係は、それ以外にも、後見人・被後見人 (guardian-ward)、代理人・本人 (agent-principal)、弁護士・依頼者 (attorney-client) の関係及び組合関係 (partnership relationships) においても生じるものとされている<sup>27</sup>。

一般的な信認関係 (fiduciary relation) においては、当該関係にある一方の者は、当該関係の範囲内の事項について、当該関係の他方の者の利益のために行動する義務、当該他方を犠牲にして自己の利益を得てはならない義務、裁判所又は当該関係を生じさせた行為における諸条件によって認められる場合でない限り、当該他方の同意なく当該他方と競合関係に立たない (not to enter into competition) 義務を負うものとされている<sup>28</sup>。かかる義務を信認義務 (fiduciary duty) といい、信認義務を負う信認関係の当事者を受託者 (fiduciary) という。

信託における受託者の信認義務は、他の受託者が負う信認義務に比較してより厳格であるとされており<sup>29</sup>、その義務の内容については後述する。

(2) 信託成立のための要件

ア 信託を設定する意思表示があること

信託を設定するためには、上記のとおり定義される信託を構成する信認関係 (fiduciary relationship) を形成する意思表示がなされることを要する<sup>30</sup>。但し、信託を設定するにあたり、「trust」や「trustee」という用語を必ずし

<sup>24</sup> Restatement (Third) of Trusts §2, id.

<sup>25</sup> Restatement (Third) of Trusts §2, id.

<sup>26</sup> Restatement (Third) of Trusts §2 cmt. b, at 18 (2003)

<sup>27</sup> Restatement (Third) of Trusts §2, id.

<sup>28</sup> Restatement (Third) of Trusts §2, id.

<sup>29</sup> Restatement (Third) of Trusts §2, id.

<sup>30</sup> Restatement (Third) of Trusts §13, at 206 (2003)

も使用する必要はない<sup>31</sup>。

かかる意思表示の例として、あるボンド (bonds) の所有者である X が「Y のために」(又は「Y の使用のために」又は「Y の利益のために」) 当該ボンドを保有することを宣言する場合が挙げられており<sup>32</sup>、かかる場合、X が異なる意思を有していたことを示す証拠がない限り、X は Y のための信託として当該ボンドを保有していると解されている。

イ 信託を構成する 3 要素が備わっていること<sup>33</sup>

一般に信託には以下の 3 要素が必要であると解されている<sup>34</sup>。

- ① 受益者の指定
- ② 受益者自身でない者が受託者として指定されていること
- ③ 受託者にその権原を移転させることが可能な程度に十分に指定又は特定された資金若しくはその他財産

ウ 当該資金若しくはその他財産の現実の引渡し又は当該受託者に対して法的権原 (legal title) を移転させる意思をもってなされる受託者に対するこれらの法的譲渡 (legal assignment) <sup>35</sup>

エ 債務者の財産との混合がないこと

債務者が信託として保有している財産が債務者の財産と混合 (commingle) している場合には、債務者と債務者がその者のために財産を保有する当該第三者との間の関係は信託による法律関係とはみなされず、債務者と債権者の関係とみなされている<sup>36</sup>。

(3) 償還引当て資産の保管の信託該当性

ステーブルコインの発行者による償還引当て資産のステーブルコイン保有顧客のための保管は、上記本章の 2. (1) から (3) に記載した T&C の定め及び Virtual Currency Guidance による規制を前提とするなら、以下の理由により信託としての保管と認められると可能性が高いと解する。なお、本(3)に記載する見解は、当職の見解であり、米国弁護士による見解ではない。

ア 信託を設定する意思表示

T&C において発行者は償還引当て資産をステーブルコイン保有顧客の利益のために (for the benefit of the stablecoin customers) 管理・処分する旨が規定されており、償還引当て資産の保有について信託を設定するために

---

<sup>31</sup> *In re Dreier LLP*, 452 BR 391, 421 (Bankr. S. D. N. Y. 2011)

<sup>32</sup> Restatement (Third) of Trusts § 13, at 208 (2003)

<sup>33</sup> Restatement (Third) of Trusts § 2, at 21。なお、ニューヨーク州判決 (*In re Ames Dept. Stores, Inc.*, 274 B. R. 600, 623 (Bankr. S. D. N. Y. 2002)) においては、次項ウを合わせた 4 要素が信託の要素とされている。

<sup>34</sup> *In re Ames Dept. Stores, Inc.*, 274 B. R. 600, 623 (Bankr. S. D. N. Y. 2002)

<sup>35</sup> Restatement (Third) of Trusts § 10, at 147 (2003)

<sup>36</sup> *In re Ames Dept. Stores, Inc.*, 274 B. R. 600, 623 (Bankr. S. D. N. Y. 2002)

必要な、償還引当て資産を保有する発行者をしてステーブルコイン保有顧客の利益のために償還引当て資産を管理・処分する義務に従わせる旨の意思表示がなされている。従って要件(2)アを満たすと考えられる。

イ 信託を構成する 3 要素

信託に必要な 3 要素（要件(2)イ）は以下のとおり満たしていると考えられる。

- (a) 発行者がステーブルコイン保有顧客の利益のために償還引当て資産を保管する旨が規定されており、ステーブルコイン保有顧客が受益者として指定されていると解される。なお、信託設定時に受益者が存在しなくとも、永久権禁止則の要件のもとでの条件に従って受益者が確定できる限り信託は設定できるものとされており<sup>37</sup>、ステーブルコイン保有顧客は信託設定時には確定できないが償還時には確定できるので、要素①を満たすと考えられる（なお、ステーブルコイン保有顧客がステーブルコイン発行者の帳簿に記録され特定しうることを前提とする）。
- (b) 発行者を trustee と指定するものとして要素②を満たすと考えられる。
- (c) 償還引当て資産は連邦預金保険機構（FDIC）の保険により一定額の限度で保護されている米国銀行の銀行口座（但し、発行者の名義で、発行者の事業用預金とは別にアカウントホルダーのために開設されたもの）に預入れられ、また、米国連邦政府の完全な保証が付された債務証券の購入又はかかる債務証券からなるマネー・マーケット・ファンドに充てられる旨が T&C に定められており、Virtual Currency Guidance の要請でもあることから、かかる T&C 及び Virtual Currency Guidance に従った運用がなされている限り償還引当て資産は受託者にその権原を移転させることが可能な程度に十分に指定又は特定されているといえる。従って要素③を満たすと考えられる。

ウ 当該資金若しくはその他財産の現実の引渡し又は当該受託者に対して法的権原（legal title）を移転させる意思をもってなされる受託者に対するそれらの法的譲渡（legal assignment）

上記 2（1）に記載のとおり、ステーブルコインの発行と引き換えに、対応する米ドルの資金が現に発行者に交付されるので、要件(2)ウを満たすと考えられる。

エ 債務者の財産との混合がないこと

上記 2（3）イに記載のとおり、Virtual Currency Guidance の規制により償還引当て資産は発行体の固有資産から分別管理されなければならないとされており、かかる状態が NYDFS の監督下で現に遵守され、発行者による償還

---

<sup>37</sup> Restatement (Third) of Trusts § 2, at 22 (2003)

引当て資産の流用等が行われていない限り、償還引当て資産と発行者の資産との間の混合 (commingle) は生じない。従って要件(2)エを満たす可能性が高いと考えられる。

以上より、ステーブルコインの発行者による償還引当て資産のステーブルコイン保有顧客のための保管は、上記2. (1)から(3)に記載したT&Cの定め及びVirtual Currency Guidanceの規制を前提とする場合には、要件(2)ア乃至ウを満たすと考えられ、また、要件(2)エについても満たす可能性が高いと考えられるので、信託としての保管と認められる可能性が高いと考えられる。

#### (4) 発行会社の信認義務

一般に、受託者の信認義務は、忠実義務 (duties of loyalty) 及び注意義務 (duties of prudence) を主要な義務として、さらにその他の例えば適切な記録を保持し信託に係る情報を受益者に開示する義務といった一連の義務から構成されると解されている<sup>38</sup>。

忠実義務は、信託の管理運用をするに際し、受益者の利益だけを図る義務である<sup>39</sup>。

注意義務は、受託者の客観的な注意義務を設定するものであり、統一信託法典 (Uniform Trust Code) 804条では、受託者は、信託の目的、信託条項、収益の分配として求められている事項、その他当該信託に関するすべての状況を考慮に入れたうえで、合理的な人ならするような方法で、信託の管理運用を行わなければならない。この注意義務の基準を満たすにあたって、受託者は、合理的な注意・能力・配慮を行使する義務を負うと規定している<sup>40</sup>。

なお、受託者は、法令又は信託の条項による制限を除き、信託財産を管理し信託の条項及び目的を達成するための包括的な権限 (comprehensive powers) を有しているが、同時にかかる権限の行使は上記の fiduciary duty に服するものとされており、上記の信託における信認義務 (fiduciary duty) はかかる権限へのセーフガードとして機能するものとされている<sup>41</sup>。

ステーブルコインの発行者は償還引当て資産を信託として保管する受託者として、上述の義務を含む信認義務に服するものと考えられる。

## 4. 償還引当て資産の倒産隔離

### (1) 償還引当て資産の破産財団への帰属

#### ア 米国倒産法 (Bankruptcy Code) の規定

---

<sup>38</sup> Robert H. Sitkoff, Jesse Dukeminier, Wills, Trusts, and Estates Tenth Edition (Aspen Publishing) 588

<sup>39</sup> George Gleason Bogert, Dallin H. Oaks, H. Reese Hansen, Stanley D. Neeleman, Cases and Text on the Law of Trusts Ninth Edition (Foundation Press) 353

<sup>40</sup> Robert H. Sitkoff, Jesse Dukeminier, Wills, Trusts, and Estates Tenth Edition (Aspen Publishing) 611

<sup>41</sup> Restatement (Third) of Trusts §70, at 6 (2003)

Bankruptcy Code § 541 (d) は、ある財産について破産手続開始時点において債務者 (debtor) が普通法上の権原 (legal title) を有するが衡平法上の権利 (equitable interest) を有するものではない場合には、当該財産はかかる普通法上の権原 (legal title) の限度でのみ破産財団を構成し、衡平法上の権利 (equitable interest) は破産財団に属さない旨を定めている。

イ Begier v. Internal Revenue Service, 496 U.S. 53 (1990)

連邦最高裁は、債務者 (航空会社) が源泉税として従業員への給与から差し引いた金額に相当する金額を内国歳入庁 (IRS) に支払った行為が Bankruptcy Code § 547 (b) に基づく偏頗行為の否認の対象となるかという点が争われた事案において、債務者の IRS への支払いは、「債務者の財産」の移転ではなく、「債務者が合衆国政府のために信託として保有する財産」の移転であるので、偏頗行為の否認の対象とはならないと判示した<sup>42</sup>。裁判所は、§ 547 (b) に定める偏頗行為否認の対象となる「債務者の財産」に含まれる財産は、手続き開始前に移転されなければ破産財団に含まれたであろう財産であると解されるべき旨述べた上でかかる判示を行っていることから、同判決は、債務者が信託として保有する財産は債務者の破産財団に含まれないということを明らかにしたものと解されている<sup>43</sup>。

Bankruptcy Code § 541 (d) の文言のあてはめから直接導かれる帰結は、受益者が有する衡平法上の権利が受託者の破産財団に含まれないということに留まるが、同判決によれば、受託者が有する普通法上の権原も、それが信託として保有されるものである限り、受託者の破産財団に含まれないということになる。もっとも、債務者が他人のために信託として保有する財産は破産財団に含まれないという一般的な考え方は、Bankruptcy Code § 541 (d) の制定時の米国下院司法委員会の報告書において既に示されており<sup>44</sup>、それが Bankruptcy Code § 541 (d) のもともとの意図であったことが窺われる。

ウ 償還引当て資産の破産財団への帰属

上記 3. (3) で述べたとおり、ステーブルコインの発行者による償還引当て資産のステーブルコイン保有顧客のための保管は信託としての保管とみとめられるので、Bankruptcy Code § 541 (d) 及び Begier v. Internal Revenue Service における連邦最高裁判決に照らせば、発行会社の破産財団には含まれないことになる。

(2) 償還引当て資産の取戻し

ア 米国倒産法の規定

<sup>42</sup> Begier v. Internal Revenue Service 496 U.S. 53, 110 S.Ct. 2258, 110 L. Ed. 2d 46. 22 C.B.C. 2d 1080 (1990)

<sup>43</sup> 5 Collier on Bankruptcy P 541.28,

<sup>44</sup> H. R. Rep. No. 595, 95th Cong., 1st Sess. 368



Bankruptcy Code § 362 (a) は、連邦倒産法による倒産事件が開始されると、債権者の個別的権利行使は自動的に停止される (automatic stay) 旨定める<sup>45</sup>。この場合、自動的止の影響を受ける第三者は、救済理由があれば、自動停止からの救済を裁判所に求めることができる<sup>46</sup>。債務者が財産を受託者として所有しているにすぎないことは、法 (Bankruptcy Code § 362 (d)) の列挙する救済理由<sup>47</sup>に含まれない救済理由として認められている<sup>48</sup>。

#### イ 償還引当て資産の発行者からの取戻し手続き

発行者による償還引当て資産の保管が信託としての保管とみなされる場合、当該償還引当て資産は、上記 4. (1) により発行者の破産財団に含まれず、ステーブルコイン保有顧客は上記アにおいて述べた倒産法の規定に基づき自動的停止からの救済手続きに従って破産財団からの取り戻しを請求することができる。

### 第 3 章 ステーブルコインの発行者である LPTC に対する規制・監督

#### 1. New York Banking Law に基づく規制

##### (1) LPTC の認可

ステーブルコインを発行する LPTC は、まず LPTC としての認可を得る必要がある。

かかる認可を得るための申請において求められる情報や財務基準は、最低資本金のレベルと FDIC の預金保険付保に関する点を除き、基本的に一般的な銀行又は信託会社と同様であり、申請がなされた後は、一般的な銀行又は信託会社と同じレベルの審査を受け、最終的に NYDFS の長の承認を得る必要がある<sup>49</sup>。

LPTC が行う業務については、organization certificate に基本的な制限が記載されるが、具体的な業務内容は申請時に提出された general charter of business (業務定款) に記載されているところ、認可の条件として、かかる業務定款は NYDFS の長の承認なくして変更できないこととされている<sup>50</sup>。

##### (2) LPTC に対する規制

ステーブルコインを発行する LPTC は、仮想通貨取引業に関する規制とは別に、LPTC として New York Banking Law に基づく一般的規制を受ける。かかる規制には以下のものが含まれる。

---

<sup>45</sup> 11 U.S. Code § 362 (a)

<sup>46</sup> 11 U.S. Code § 362 (d)

<sup>47</sup> 11 U.S. Code § 362 (d)

<sup>48</sup> 高木新二郎『アメリカ連邦倒産法』(商事法務研究会・初版)・74頁、H. R. Rep. No. 595, 95th Cong., 1st Sess. 344

<sup>49</sup> Department of Financial Services “Organization of a Trust Company for the limited purpose of Exercising Fiduciary Powers” -Chartering Procedures and Restrictions-

<sup>50</sup> Department of Financial Services “Organization of a Trust Company for the limited purpose of Exercising Fiduciary Powers” -Chartering Procedures and Restrictions-

- ① 最低資本の維持に関する規制 (New York Banking Law § 36)
- ② LPTC の取締役会による年に一度の財務状況に関する監査 (New York Banking Law § 122)
- ③ 年次報告書の NYDFS への提出と株主への開示 (3 NYCRR Part 24)

## 2. BSA に基づく規制

ステーブルコインを発行する LPTC は、money transmitter としてではなく、Trust Company (信託会社) として BSA 上の AML/CFT 規制に服する。

BSA 上の AML/CFT 規制においては、信託会社は銀行とみなされ、銀行に対する AML/CFT 規制が課せられる。かかる規制は 31 CFR Part 1020 に定められており、その内容は、上記第 1 章 1(3)イに記載した送金業者 (money transmitter) に対する規制と同様のものであり、AML/CFT のためのプログラムの策定・実施、Currency Transaction Report, Suspicious Activities Report 等の報告義務、Funds Transfer Rules, Funds Travel Rules 等が含まれる。

## 3. 23 NYCRR Part 200 に基づく規制

ステーブルコインの発行は、「仮想通貨の発行」として「仮想通貨取引業」にあたるため、LPTC がステーブルコインの発行を行うためには、仮想通貨交換業を行うことの承認を NYDFS から得る必要がある。

かかる承認を得てステーブルコインを発行する LPTC は、上記第 1 章 2(4)記載のライセンスに対する財務・行為規制の適用を受ける。

## 4. Virtual Currency Guidance に基づく規制

ステーブルコインを発行する LPTC は、Virtual Currency Guidance に基づき、償還の取り決め及び償還引当て資産の保管の方法について上記第 2 章 2(2)イ及び(3)イにそれぞれ記載する規制に服すほか、ステーブルコインの発行後の償還引当て資産の保管に関する証明について、以下の規制に服する。

- (1) 償還引当て資産は、米国でライセンスを取得し、米国公認会計士協会 (「AICPA」) の証明基準を適用している独立した公認会計士 (「CPA」) による、少なくとも月 1 回の検査を受ける必要がある。その際、当該 CPA 及び CPA への委任契約書は、事前に NYDFS によって書面で承認されていることを要する。かかる証明を実施する都度、CPA は、証明の対象期間の最終営業日及び当該期間から無作為に選択した少なくとも 1 営業日の時点で、次のことを証明しなければならない。
  - ① 合計及び資産クラス別の償還引当て資産の当該営業日終了時点の市場価額。
  - ② 発行済みステーブルコイン発行単位の当該営業日終了時点の数量。
  - ③ その時点で、償還引当て資産が、調整項目を含むすべての発行済みステーブルコイン発行単位を完全に裏付けるのに十分であったかどうか。

- ④ NYDFS が償還引当て資産に課したすべての条件が満たされているかどうか。
- (2) さらに、発行者は、米国で免許を取得し、AICPA の証明基準を適用している独立した CPA による年次証明報告書を取得しなければならない。当該年次証明報告書は、内部統制、体制及びかかる証明において要求される事項を遵守するための手続きが効果的に機能しているとの経営陣の見解を証明することを要する。当該 CPA 及び CPA への委任契約書は、事前に NYDFS によって書面で承認されていることを要する。
- (3) 発行者は、当該証明の対象となる期間の終了後 30 日以内に、CPA の報告書を一般に公開し、その写しを書面で NYDFS に提出しなければならない。
- (4) 発行者は、報告書の対象となる期間の終了後 120 日以内に、各年次証明報告書の写しを書面で NYDFS に提出しなければならない。

## 結語

本報告は、ステーブルコインの発行者たる LPTC が、LPTC として信託会社に一般的に適用される規制に服するほか、ステーブルコインの発行者として 23 NYCRR Part 200 及び Virtual Currency Guidance に基づくかなりきめの細かい規制・監督に服すること、その発行、償還及び償還引当て資産の保管等の仕組みが Virtual Currency Guidance に従って相当程度明確に定められていること、償還引当て資産の保管は信託としての保管とみなされ、発行会社が受託者としての信認義務を負うとともに、償還引当て資産が発行者の破産財団に属さず、受益者（ステーブルコインを保有するアカウントホルダー）は発行者の破綻時においてかかる償還引当て資産を取り戻すことができることを明らかにした。

かかる調査結果は、LPTC の発行するステーブルコインについて、「権利移転に係る明確なルール」及び「発行者の破綻時における利用者の保護」という観点から日本で発行される電子決済手段との比較を行うための判断材料となりうるものと考えられる。しかしながら、日本で発行される電子決済手段との比較において何らかの評価を行うためには、評価の観点を絞った上で、さらに詳細な調査が必要になる。特に、日本とは基本的に異なる法制度において確立した米国の信託制度を日本の信託と比較して何らかの評価を行うことは、評価の観点を「発行者の破綻時における利用者の保護」に絞ったとしてもかなり困難な作業であり、「発行者の破綻時における利用者の保護」という目的に照らし特に重要と考えられる具体的な権利義務又は手続きに焦点をあてて比較を行うといった工夫が必要になる。

以上

## 別紙 (23 NYCRR Part 200 に定める規制の項目)

New York Codes, Rules and Regulations

Title 23 - FINANCIAL SERVICES

Chapter I - Regulations of the Superintendent of Financial Services

Part 200 - VIRTUAL CURRENCIES

1. Section 200.1 - Introduction (導入)
2. Section 200.2 - Definitions (定義)
3. Section 200.3 - License (ライセンス)
4. Section 200.4 - Application (申請)
5. Section 200.5 - Application fees (申請料)
6. Section 200.6 - Action by superintendent (監督当局の行為)
7. Section 200.7 - Compliance (法令遵守)
8. Section 200.8 - Capital requirements (資本要件)
9. Section 200.9 - Custody and protection of customer assets (顧客資産の保管及び保護)
10. Section 200.10 - Material change to business (重要な事業の変更)
11. Section 200.11 - Change of control; mergers and acquisitions (支配権の変更: 合併及び買収)
12. Section 200.12 - Books and records (帳簿及び記録)
13. Section 200.13 - Examinations (検査)
14. Section 200.14 - Reports and financial disclosures (報告及び財務開示)
15. Section 200.15 - Anti-money laundering program (マネー・ロンダリング対策プログラム)
16. Section 200.16 - Cyber security program (サイバー・セキュリティー・プログラム)
17. Section 200.17 - Business continuity and disaster recovery (事業継続及び災害復旧)
18. Section 200.18 - Advertising and marketing (広告及びマーケティング)
19. Section 200.19 - Consumer protection (消費者保護)
20. Section 200.20 - Complaints (苦情)
21. Section 200.21 - Transitional Period (経過期間)
22. Section 200.22 - Severability (可分性)