

金融商品取引法研究会
研究記録第 67 号

仮想通貨・ICOに関する 法規制・自主規制

公益財団法人 日本証券経済研究所
金融商品取引法研究会

仮想通貨・ICOに関する法規制・自主規制

(平成30年11月21日開催)

報告者 河村 賢治
(立教大学大学院法務研究科教授)

目 次

I. はじめに	2
II. 仮想通貨・ICOの社会的意義と制度整備に関する総論	2
III. ICOについて	9
IV. 仮想通貨・ICOトークンの公正な価格形成に関連して	17
V. 仮想通貨デリバティブ取引に関連して	20
討 議	21
報告者レジュメ	49
資 料	84

金融商品取引法研究会出席者(平成30年11月21日)

会 長	神 作 裕 之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
会長代理	弥 永 真 生	筑波大学ビジネスサイエンス系 ビジネス科学研究科教授
委 員	飯 田 秀 総	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
〃	大 崎 貞 和	野村総合研究所未来創発センターフェロー
〃	尾 崎 悠 一	首都大学東京大学院法学政治学研究科 法学政治学専攻准教授
〃	加 藤 貴 仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	河 村 賢 治	立教大学大学院法務研究科教授
〃	後 藤 元	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
〃	武 井 一 浩	西村あさひ法律事務所パートナー弁護士
〃	中 東 正 文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	松 井 智 予	上智大学大学院法学研究科教授
〃	松 井 秀 征	立教大学法学部教授
〃	松 尾 健 一	大阪大学大学院高等司法研究科准教授
〃	松 尾 直 彦	東京大学大学院法学政治学研究科客員教授・弁護士
オブザーバー	岸 田 吉 史	野村ホールディングスグループ法務部長
〃	森 忠 之	大和証券グループ本社経営企画部担当部長兼法務課長
〃	鎌 塚 正 人	S M B C 日興証券法務部長
〃	陶 山 健 二	みずほ証券法務部長
〃	本 井 孝 洋	三菱UFJモルガン・スタンレー証券法務部長
〃	内 田 直 樹	日本証券業協会自主規制本部自主規制企画部長
〃	塚 崎 由 寛	日本取引所グループ総務部法務グループ課長
研 究 所	増 井 喜一郎	日本証券経済研究所理事長
〃	大 前 忠	日本証券経済研究所常務理事
〃	土 井 俊 範	日本証券経済研究所エグゼクティブ・フェロー

(敬称略)

仮想通貨・ICOに関する法規制・自主規制

神作会長 まだお見えでない方もいらっしゃるかもしれませんが、定刻になりましたので、ただいまより第6回金融商品取引法研究会を始めさせていただきます。

財務省前財務総合政策研究所長の土井俊範氏が、今月より研究所のエグゼクティブ・フェローにご就任なさいました。今回から当研究会にもご参加いただけるということでございます。どうぞよろしく願いいたします。

土井エグゼクティブ・フェロー 土井でございます。よろしく申し上げます。

神作会長 本日は、既にご案内させていただいておりますとおり、河村先生から「仮想通貨・ICOに関する法規制・自主規制」というテーマでご報告をいただくこととなっております。

それでは、早速でございますけれども、河村先生、ご報告どうかよろしく願いいたします。

[河村委員の報告]

河村報告者 河村でございます。どうぞよろしく願いいたします。

まず、お手元に資料が2つあるかと思えます。「仮想通貨・ICOに関する法規制・自主規制」という、ちょっと長目の33ページぐらいあるものです。それから、拙稿としまして「ICO規制に関する一考察」というものがございます。それから、きょうの日経にも少し紹介されておりましたけれども、アメリカ等で動きがありましたので、追加のレジюмеを1枚用意しております。表裏ございます。

それでは、報告を始めたいと思えます。

I. はじめに

1-1、1-2

仮想通貨・ICO に関してはさまざまな議論がございますが、きょうの報告では、レジュメ 1 ページの下に図が書いてありますが、私の関心である国民経済の健全な発展及び社会の持続可能な発展という観点から、仮想通貨・ICO の社会的意義とか、公正な価格形成とか、デリバティブ等の多様な商品のあり方、また、法規制・自主規制のあり方について報告をさせていただければと思います。

II. 仮想通貨・ICO の社会的意義と制度整備に関する総論

2-1、2-2

例えば仮想通貨は法定通貨よりもマネーロンダリングに容易に利用されとか、ICO は既存の資金調達手段よりも詐欺に容易に利用されてしまうとして、これらの不正行為を防ぐことが不可能なのであれば、国民経済の健全な発展及び社会の持続可能な発展の観点からは禁止してしまうのも 1 つのあり方かとは思いますが、他方で、仮想通貨や ICO に関する不正行為を抑えつつ、その社会的な意義、例えば利便性の高い支払・決算手段となる可能性とか、魅力的な投資・資金調達手段となる可能性などを発揮できる制度的な仕組みを構築できる可能性も否定できず、現在は、この方向での制度整備が進められていると理解しておりますし、私自身も、まずはこの方向での制度整備を進めるべきでないかと考えています。

大ざっぱに言えば、利用者保護・マネロン対策（資金決済法・犯罪収益移転防止法）に、投資者保護・公正な価格形成の確保（金商法ないし金商法的規制）を加えた制度整備が、現在考えられていると理解をしています。

2-2-1

仮想通貨の将来性に関して、雨宮日銀副総裁は、「マネーの機能としては、通常、『価値尺度』、『価値保蔵』、『交換』の 3 つが挙げられますが、これら

全ての根幹となっているのが『信用』です。すなわち、マネーがマネーとして機能できるのは、将来にわたりそれが受け入れられると、皆が信じているためです、「発行者を持たず、ソブリン通貨単位を用いない暗号資産が、信用と使い勝手を備えたソブリン通貨を凌駕する形で、支払決済に広く使われていく可能性は低いように思います」と述べておられます。暗号資産は仮想通貨の最近の言い方です。

もっとも、あらゆる国のソブリン通貨の信用が常に高いわけではありませんし、仮想通貨の価格が安定するなどしていけば、仮想通貨がソブリン通貨を「凌駕」することはないとしても、両者が「競争・共存」する社会は十分に予想し得るのではないかと考えているところでもあります。

2-2-2

ICO に関して言いますと、ICO の利用を考えているのは民間の事業者だけではありません。内容については省略しますが、例えば岡山県西粟倉村などは、ICO を実施する計画があることを公表しているところでもあります。

2-2-3

日本仮想通貨交換業協会は、平成 30 年 10 月 24 日に、資金決済法上の認定資金決済事業者協会として認定を受けました。業者 16 社が会員となっています。同協会のウェブに掲載されている定款・諸規則は、レジュメ 4 ページにタイトルだけ挙げてあります。

レジュメ 3 ページの後半部分ですが、金融庁の仮想通貨交換業等に関する研究会第 5 回資料 4 によると、同協会は自主規制を「資金決済法及び犯罪収益移転防止法、事務ガイドライン等の既存の規制に係る自主ルールを策定することに加え、現状の仮想通貨交換業務の実態上、利用者保護の観点から必要と考えられる事項について、金商法及び金商業に関する自主規制規則などを参考に策定」しているとのこと。同協会は、資金決済法上の自主規制機関ではありますが、その内容には金商法的規制が既に数多く含まれていると言っているかと思えます。

私個人は、自主規制に期待しているわけですが、前提として、その自主規制の妥当性とか実効性を確保する仕組みが重要なのは言うまでもないことでもあります。

2-3

全体的な私見としましては、仮想通貨や ICO トークンの公正な価格形成や取引の透明性を高めるなどの制度整備を進めることができれば、仮想通貨・ICO の社会的な意義を高め得るほか、仮想通貨等デリバティブ・ETF などの商品開発にもつながり、国民経済の健全な発展及び持続可能な社会の発展に寄与し得るのではないかと思います。

現状では、仮想通貨や ICO トークンは、支払・決済手段やサービス利用手段などというよりも、投資対象となっている可能性が高いように思われますが、およそどんな金融商品であれ、投資性（とりわけ市場性）を有するのであれば、その取引の公正・円滑及び「資本市場の機能の十全な発揮による金融商品等の公正な価格形成等を図り、もつて国民経済の健全な発展及び投資者の保護に資すること」を目的とする金商法による対応が、まずは考えられてよいと思います。

もとより必要な規制が確保されるのであれば、金商法以外の規制による対応を一概に否定するものではありません。仮想通貨や ICO との関係では、資金決済法や自主規制などとの役割分担などのほか、国際的な規制動向との調和なども検討する必要があるかと思います。ただ、今後も新しい投資商品は登場するであろうことを考えますと、どんな投資商品であれ、詐欺的・市場阻害的な行為に対しては、金融規制当局が迅速に差止申立等の措置を講じ、金商法目的を確保することができるような仕組みになっていることが重要であると考えます。

2-3-1

ところで、仮想通貨・ICO トークンの取引においては、収益分配の権利があるものだけが投資対象となっているわけではありません。典型例はビットコインですが、収益分配の権利は与えられていないけれども仮想通

貨交換所で取引される ICO トークンも、転売狙いによる投資対象となり得るところであります。このような ICO トークンであっても、発行者は資金調達目的を果たし得るわけですから、金融機能は存在していると言っているかと思えます。

これに対し、法定通貨の価値との連動をうたうステーブルコインであれば、投資性がないと言っているのかという点ですが、ステーブルコインの代表例が、アメリカドルとの連動をうたうテザーというものです。1ドルにつき1テザーという形で発行されているもので、ドルによって裏づけられているということです。確かに1テザーはおおむね1ドルあたりで価格推移しているとはいえ、価格変動がないわけではありません。1年間のテザーのチャートがレジュメ5ページに載っていますけれども、やはり多少の価格変動はあるということが分かります。また、発行しているテザー分のドルをテザー社が本当に保有しているのか疑う声もありますし、実はテザーがビットコインの価格操作に使われているのではないかという疑いの声もあります。

ステーブルコインに対する規制のあり方については、なお考えてみたいわけですが、少なくとも法定通貨の価値との連動を確保する仕組みの透明性は確保される必要があるのではないかと、現段階では思っています。

2-3-2、2-4は飛ばします。

2-5

アメリカの状況を簡単にご紹介したいと思います。

日本とアメリカの証券・商品規制を比較してみますと、アメリカは包括規定をフル活用して、新しい投資商品に迅速に対応しており、少なくとも現時点の SEC や CFTC は、一般投資者相手の詐欺的行為を徹底的に抑え込み、悪貨が良貨（あるいは良貨が生み出される可能性）を駆逐しないように法執行をしているように見えます。

日本が包括規定活用型へ移行することについては賛否両論があり得るかと思えますけれども、現在の法規制について検討すべき点は多々あるように思われます。ICO、公正な価格形成、デリバティブについて少し考えていきた

と思います。

2-5-1

アメリカの状況については、SEC と CFTC を挙げてあります。

まず、SEC ですが、仮想通貨一般についてその証券該当性を否定する SEC の公式見解はないと思われますけれども、SEC 企業金融局長の見解によれば、ビットコインや現時点でのイーサは証券ではないと考えられています。ICO トークンについては、自称ユーティリティ・トークンであっても証券該当性が認められた事案があります。要するに、どんな名称であれ、どんな技術を使っていようが、証券規制の観点から重要なのは、それが証券（投資契約）に該当するか否かという点であります。

投資契約に該当するか否かに関しましては、先生方ご存じのとおり、Howey テストというものがございまして、レジюмеに4つの要件を挙げております。日本でも後ほど論点として取り上げますけれども、例えば、金銭の出資の要件に関しては、仮想通貨による出資であったとしても金銭の出資要件を満たすのだということで、既にアメリカは動いているところであります。

証券に該当するとしても、登録免除制度の利用は可能です。

最近関心が集まっているのは、ビットコイン ETF の話であるということです。

法執行等の事例をレジюме7～10 ページに細々と書いてありますけれども、最近の SEC の話は追加レジюмеをごらんいただければと思います。

最新動向の(2)として、2018年11月16日にSECが、Airfox と Paragon の ICO に関して、両社が民事制裁金を支払うことなどで SEC と和解した旨を公表しました。その内容は、連邦証券諸法を遵守しようとする ICO 実施会社にとって1つのモデルとなるとの指摘がされています。詐欺ではない登録義務違反の事例として、Munchee 社の事案があるのですけれども、同事案では民事制裁金は課されませんでした。これまで ICO で摘発されたケースは、登録していないこと、プラス、詐欺的な行為があったという形で摘発

されるケースがほとんどでありまして、そうでない登録義務違反の事案としては Munchee 社があったのですけれども、今回、Airfox と Paragon に関しては、登録義務違反ということで民事制裁金を課した初めてのケースだということで、SEC に紹介されているわけであります。

1つのモデルとなるとの指摘の部分なのですけれども、これが追加レジユメの(3)になります。同日にSEC企業金融局、投資運用局及び取引・市場局が公式声明を公表しまして、SECによる近時の法執行事例を、デジタルアセット型証券の募集に関する事例(今のAirfoxとParagon)、デジタルアセット型証券に関する投資ビークル・投資助言に関する事例、デジタルアセット型証券の流通市場取引に関する事例に分けて解説をしております。

モデルとなるという話は、追加レジユメの裏のページのAirfoxとParagonのケースのところですよ。まず、民事制裁金を支払うことのほかに、トークンを証券として登録して定期報告を行う。そして、投資家の請求に応じ補償することをSECと約束しているわけです。今まで無登録の形でICOをやってきた発行体があったとしても、AirfoxとParagonの場合のように、適法な形で進める道があるというようなことを、SECとしては言っています。

もともとのレジユメの6ページに戻って、CFTCは、ビットコインなどの仮想通貨は商品に該当するとの解釈のもと、法執行を行っています。商品の現物市場とデリバティブ市場のうち、CFTCはデリバティブ市場について規制権限を有しているわけですが、スポットマーケットについても、詐欺や相場操縦という限られた範囲でCFTCは法執行を行うことが可能であります。これは後ほどまた触れます。

2017年12月には、Cboe先物取引所とCMEにビットコインの先物が上場されています。

私が個人的に関心のあるものの一つとして、デリバティブ取引がまだ行われていない仮想通貨であっても、商品に該当するとしてCFTCは法執行を実施するののかという点があるのですが、これは実施するという形で今動いて

いるということです。具体的に、下のほうに My Big Coin というものがありますけれども、これが関連する事案になります。

2-5-3

My Big Coin は後ほどまた出てきますので、今触れてしまいますけれども、レジュメ 11 ページに My Big Coin の事案が書いてあります。

C F T C の主張によれば、被告らは My Big Coin (MBC) という名の仮想通貨が価値あるものとして取引されているように見せかけて、少なくとも 28 人から 600 万ドル集めたけれども、当該行為は詐欺禁止規定に違反するとして CFTC が民事訴訟を提起しました。これに対して被告らは、MBC は商品取引所法における商品 (Commodity) ではないなどと主張して、訴えを却下するように申し立てをしたのですが、2018 年 9 月に連邦地裁は次のように判示して、被告側の主張を退けました。

ポイントとして、①から⑤まで英文のまま引用してしまっていますが、①と②は、商品取引所法の詐欺禁止規定を適用するには、まず、そもそも対象が Commodity と言えなくてはいけないのだというような話があります。③から被告側の主張が始まるのですけれども、被告側の主張は、My Big Coin については、まだ将来の受け渡しに係る契約が存在していない。したがって、これは商品取引所法の商品ではない。あくまで商品取引所法の商品と言えるためには、当該品目に関して先物契約が存在しなくてはならないというものです。それに対して CFTC 側の主張は、商品取引所法の商品は、特定の品目ではなくて、もっと広い概念である。例えば本件だと、そもそもビットコインという仮想通貨については先物契約が存在していて、そうすると、既に仮想通貨について将来の受け渡しに係る契約が取引されているわけだから、My Big Coin という仮想通貨も商品取引所法の商品になるのだという主張をするわけです。

レジュメの 12 ページで、裁判所がどういうふうに判断したかということ、網線がかかっているところだけご紹介しますけれども、裁判所としては、特定の品目ではなくてカテゴリーに焦点を置くという考え方を支持すると。特

定のクラスの中で先物取引が存在しているのであれば、そのクラスに存在する全ての品目が商品取引所法の商品と判断される。My Big Coin は仮想通貨で、仮想通貨については既にビットコインの先物取引が行われている。したがって、My Big Coin は商品取引所法の商品に該当すると裁判所としては判断しました。特定の品目ではなくてカテゴリーで考えていくという考え方を示したわけでありませう。

Ⅲ. ICO について

また日本に戻りまして、レジユメ 13 ページから、ICO について少し触れております。

3-1

まず、金融庁の基本的な考え方としては、「ICO において発行される一定のトークンは資金決済法上の仮想通貨に該当し、その交換等を業として行う事業者は内閣総理大臣（各財務局）への登録が必要になります。また、ICO が投資としての性格を持つ場合、仮想通貨による購入であっても、実質的に法定通貨での購入と同視されるスキームについては、金融商品取引法の規制対象となる」とされています。主に仮想通貨該当性と集団投資スキーム持分該当性が問題になり得るわけですが、金融庁の仮想通貨交換業等に関する研究会で担当者が説明されていたのが、レジユメ 13 ページの下のように引用してあります。

まず、仮想通貨該当性に関する金融庁担当者の説明は、「ICO において発行されるトークンが二次流通をする場合。具体的には以下①または②を満たす場合、トークン自体も資金決済法上の仮想通貨に該当するというふうに考えられるところがございます。①は、不特定の者に対して代価の弁済に使用でき、かつ不特定の者を相手に法定通貨と相互に交換できること。②は、不特定の者を相手に仮想通貨と相互に交換できること」と述べておられます。

また、集団投資スキーム持分該当性に関しては、金融庁担当者の説明によりますと、「ICO において発行されるトークンが収益分配型であって、以下

①または②を満たす場合、トークンは金融商品取引法上の集団投資スキーム持分に該当するものと考えられます。①法定通貨で購入されること。または②仮想通貨で購入されるが、実質的には法定通貨で購入されるものと同視されること」と述べておられます。

以下、これを前提に少し考えていきたいと思います。レジュメの16ページに飛びます。

3-3-1

まず、ICOトークンの仮想通貨該当性ですが、日本仮想通貨事業者協会が「イニシャル・コイン・オファリングへの対応について」というものを出しまして、「トークンの発行時点において、将来の国内又は海外の取引所への上場可能性を明示又は黙示に示唆している場合はもちろん、そのような示唆が存在しない場合であっても、発行者が、本邦通貨又は外国通貨との交換及び1号仮想通貨との交換を、トークンの技術的な設計等において、実質的に制限していないと認められる場合においては、仮想通貨に該当する可能性が高いため、仮想通貨に該当しないとする個別具体的な合理的事情がない限り、原則として、トークン発行時点において、資金決済法上の仮想通貨に該当するものとして取り扱うことが適当と考えられる」との見解を明らかにしていますが、個人的には妥当であると考えています。

そのようなトークンは、現時点で上場されていなかったとしても、将来的に仮想通貨として取引されていく性質を内包しており、当該トークンの購入者は仮想通貨交換所で取引できるようになることを重視ないし期待していることが多いと思われ、そうであれば、当該トークン発行時点から仮想通貨の利用者保護規制などを定めた資金決済法を適用することが適切であると考えられるからであります。

また、かかるトークンの発行者は、トークンという仮想通貨を組成して、その販売・交換を行うというビジネスをしていると理解できることから、当該行為は資金決済法2条7項1号により仮想通貨交換業に該当すると考えられると思います。恐らく金融庁も同じような考え方ではないかと思うのです

けれども、後ほど確認できましたらありがたいなと思っています。

3-3-2、3-3-3

この考え方を前提としますと、①（仮想通貨である）ICO トークンの発行者は、（a）として仮想通貨交換業者として登録するか、（b）として仮想通貨交換業者に販売・交換を委託することが必要になると理解しています。これも正しいかどうか、後ほどご指摘いただければと思います。

②ただ、現状では、仮想通貨交換業者として登録することも、仮想通貨交換業者に販売・交換を委託することも難しいので、日本における ICO は事実上困難になっていると理解しています。

③しかしながら、日本仮想通貨交換業協会が ICO に関する自主規制案を公表するなどの動きがあり、今後は①(b)、すなわち仮想通貨交換業者に販売・交換を委託する形の ICO が、日本における ICO のメインルートになる可能性が高いのではないかと考えています。

この ICO に関する自主規制案ですが、少なくとも私が協会のホームページを見る限りにおいては、現段階では規則として表示されてないと理解しています。どうなっているのかというのは私もよくわからないのですが、少なくとも案として出てきているものとしては、レジュメの 17 ページに書いてありますように、「会員が、以下の行為を行う場合に関する自主規制を検討」するとして、（1）会員が自ら仮想通貨を発行し、利用者に対して当該仮想通貨を販売・交換する場合と、（2）会員以外の第三者が発行する仮想通貨について、当該第三者の依頼に基づき販売・交換をする場合が上っておりまして、先ほど申し上げたように、この（2）が恐らく日本における今後の ICO のメインルートになるのではないかと勝手に考えているわけでありませう。

具体的な自主規制の内容としては、第 1 に、審査として、対象事業の適格性や実現可能性などを審査する。第 2 に、情報開示として、販売開始時、販売終了時点、販売終了後の継続的な情報提供。第 3 に、安全確保として、自社仮想通貨に利用するブロックチェーン、スマートコントラクト、当該仮想

通貨を保管するウォレット等の安全性を検証。第4に、調達資金に関しては、利用者に情報開示した資金用途以外の用途に調達資金を使用することの禁止。第5に、販売価格に関しては、販売業務を行うに際し、必要に応じて投資需要の調査を行う等の合理的に算出し得る方法を用いて、販売価格の範囲等の妥当性を審査するとなっております。

大変恐縮ですが、レジュメ17ページの3-3-2の先ほどの続き、④のところに戻りまして、このICOに関する自主規制案の内容は、ICOに関する金融庁の問題意識——この金融庁の問題意識というのは、レジュメ15ページに、金融庁・仮想通貨交換業等に関する研究会第8回資料3の9ページ以降の内容を個人的に要約したものが載せてありますが、これによりますと、投資性を持つICOと株式のIPOとか、プロ市場とか、株式投資型クラウドファンディングとか、集団投資スキーム持分の募集とかと比較して、ICOに関する検討対象として、例えば、販売勧誘や自己募集に関する業規制の必要性とその内容であるとか、流通の場の提供者として誰がふさわしいかとか、事業の審査を行う第三者の必要性や、発行価格についてはその対応の必要性であるとか、発行開示、継続開示に関する必要性であるとか、不公正取引の問題であるとか、そのあたりを問題意識として掲げておられると思うのですが、協会のICOの規則案はこうした金融庁の問題意識をおおむねカバーしているのかなと認識しています。恐らくは金融庁と協会が議論しながら自主規制案をつくり上げているのではないかと思いますので、そういうことかなと理解しております。

レジュメ17ページに戻りまして、⑤国際的な規制動向も見据えながら現時点で制度設計していくのであれば、法律で細部を固め過ぎるよりも、法律に裏づけられた自主規制を活用するという方向性は理解できるところであります。

⑥もっとも、自主規制の内容・執行の妥当性や自主規制の実効性をいかに確保するか、自主規制だけで足りるか、自主規制の対象外となってしまう者の行為をどう規律するかという点などは、引き続き重要な課題として残って

いるわけであります。

3-3-4

具体的には、例えば、①審査等に関する自主規制が定められたとしても、仮想通貨交換業者ごとに審査等の質に違いが生じ得る可能性があるわけで、果たして同協会による会員の調査とか会員に対する処分等が適切に行われるのか。一定水準の質を確保するための仕組みとして、自主規制だけで本当に足りるのか。

②ICOの場合、ホワイトペーパーで情報開示されるわけですがけれども、そのホワイトペーパーに記載すべき内容は、国際的な動向を踏まえながら自主規制機関が定める。法律であれを開示しなさい、これを開示しなさいという形ではなくて、自主規制機関が定めるけれども、その虚偽記載等に対する刑事罰・課徴金・民事責任などの規定は法律が用意するという制度はどうか。

③プロ・アマの規制区分とかプロ向け市場のようなものは設けないのか。

④同協会の自主規制の対象となっていない者による風説の流布等に対応すべく、金商法157条、158条のような法規制を設けるべきではないかなど。

自主規制ができ上がっていくこと自体に関しては期待をしているのですが、それだけではまだまだ足りない部分があるのではないかと考えているわけであります。

3-4

次に、集団投資スキーム持分の該当性です。

3-4-1

ここでは2つのハードルがあるのだということが書いてあります。

まず1つ目のハードルとしては、ICOトークンは、「出資対象事業…から生ずる収益の配当又は当該出資対象事業に係る財産の分配を受けることができる権利」を与えない形で設計されるものが多いようでありまして、そうすると、この要件を満たさないということで集団投資スキーム持分に該当しないということになってしまいかねない。

2つ目のハードルとして、ICOの多くはイーサなどの仮想通貨で払い込

みが行われているので、「出資又は拠出をした金銭（これに類するものとして政令で定めるものを含む。）」、ここで金銭類似物として指定されているのは有価証券・為替手形・約束手形・金銭取得の競走用馬ということなのですから、仮想通貨は金銭・金銭類似物に該当しないのではないかと。

この2つ目について少し取り上げたいのですけれども、金融庁担当者の説明によりますと、「集団投資スキーム持分の定義の中の金銭出資、そしてその金銭と同視されるものとして政令で規定されているものの中に、神作先生ご指摘のとおり、仮想通貨というは入っておりません」という理解を前提とした上で、「仮想通貨という形をとるものの、法定通貨がそのまま仮想通貨になり、仮想通貨が隠れみののようにならされて、出資するといったような形になっているものについては…法定通貨で購入された場合と同視され得るケースがある」と整理されているところかと思えます。

3-4-2

実質を重視するこうした解釈論が示されたことについては支持できるわけですが、例えば、次のケースをどう考えればよいでしょうか。これは、ある座談会で提示されていた事例をそのまま引っ張ってきております。

L&T社では、投資家と匿名組合契約を締結した上で、世界中から資金を調達するため、出資を金銭ではなくビットコインで払い込んでもらうことを想定している。そして、出資してもらったビットコインをもって行う投資事業は、ビットコイン及び他の仮想通貨への投資、ビットコインその他の仮想通貨で購入できる資産への投資、ビットコインその他の仮想通貨で出資できるファンドへの投資などを考えている。配当もビットコインその他の仮想通貨で行うことを予定している。この場合に、これが集団投資スキーム持分に該当するかということです。

3-4-3

投資者が法定通貨を仮想通貨にかえて払い込みを行って、当該払い込みを受けた事業者が当該仮想通貨を法定通貨にかえて事業を行うのであれば、「隠れみの」認定はしやすいと思えます。しかしながら、上記のケースのように、

事業者が当該仮想通貨を法定通貨にかえることなく事業を行う場合はどう考えていけばよいのか。主な考え方としては、(a)としては、これはもはや金銭・金銭類似物を充てて行う事業ではないので、集団投資スキーム持分該当性を否定する。(b)としては、全体を見れば仮想通貨を法定通貨のかわりに使う「隠れみの」認定は可能であるとして、集団投資スキーム持分該当性を肯定する。(c)としては、そもそも仮想通貨もここでいう金銭に該当すると解釈することで、集団投資スキーム持分該当性を肯定する。(d)としては、解釈論では難しい、あるいは解釈論で可能だという立場に立ったとしても条文で明確にすべきだということで、立法的対応を図る。例えば仮想通貨を金銭類似物の中に含める、あるいは現物出資を正面から認めることで、集団投資スキーム持分該当性を肯定する。ほかにも考え方はあるかもしれませんが、このあたりが考えられるかなと思います。

ここでまた追加レジュメをごらんいただければと思います。裏のページに、日本の最近の話で、米国のファンド運営会社 SENER（セナー）への出資を募り、金融商品取引法違反（無登録営業）容疑で警視庁が摘発したという事案がありました。このグループは、「出資金の9割以上を現金ではなく仮想通貨ビットコインで集めて」おり、警視庁の捜査幹部によれば、「出資が全て仮想通貨であれば摘発は困難だった」。「金融庁によると、無登録で金融商品の対価として「金銭」を集めた場合は金商法の規制対象となるが、現時点で仮想通貨は金銭に含まれない。仮想通貨をすぐに現金化するなど、実態として金銭と同等と見なせる場合には金商法適用の余地もあるが、それ以外は適用できないという」と記事には書いてあります。

先ほど挙げた L&T 社のようなケースに関しては、金融庁の考え方としては (a) に立つのかなと思うわけですが、間違っているかもしれません。

3-4-4

個人的には、投資性があるにもかかわらず、法定通貨が仮想通貨に切りかわっただけで、規制の網から抜け落ちることを許容するのは妥当ではないよ

うに思われます。この方向で考えた場合、解釈論としては（b）が無難かもしれませんが、（c）の可能性も考えているところでもあります。立法論としては、仮想通貨を金銭類似物の中にも含めるというのも一理あるかと思えますけれども、現物出資を正面から認めることも検討の余地があるのではないかと考えているところでもあります。

3-4-4-1

ここで、そもそも「金銭」とは何か、あるいはまたデリバティブのところでも出てきますけれども、「通貨」とは何かということですが、恐らく当局の方が考えておられるのは、「通貨」＝「強制通用力のある法貨」＝「金銭」ということではないかと思えます。したがって、先ほどの金銭・金銭類似物に仮想通貨は含まれないというのは、この基本的な発想から出てくるのだと思えます。

政府答弁においても、通貨の意味については3-4-4-1に書いてあるとおりであって、ビットコインは通貨に該当しない、強制通用力が法律上担保されていないビットコインは通貨に該当しない、本邦通貨・外国通貨のいずれにも該当しないということになっているわけでもあります。

3-4-4-2

もっとも、「金銭」や「通貨」といった概念は、それぞれの法律の目的や規定の趣旨に照らし解釈の余地があり得るのだとすると、①仮想通貨は仮想通貨交換所を通じて容易に法定通貨と交換できること、②仮想通貨は集団投資スキーム規制の定義における金銭に該当すると解釈することが、集団投資スキーム規制の趣旨に反するようには思えないこと、③「隠れみの」論よりも、集団投資スキーム持分の定義という金銭との関係では、仮想通貨もここでいう金銭に当然包含されるのだという考え方のほうが規制適用の有無が明確になり、予測可能性が高まり得ることなどを考えると、3-4-3（c）、つまりここでいう金銭に仮想通貨は含まれるという解釈もあり得るように思うのですけれども、先生方のご意見は、いかがでしょうか。

念のため申し上げておくと、あらゆる法律における金銭の概念に仮想通貨

を含めよという主張ではありません。ここの金銭の場合にはこういうふう
に解釈できるのではないかということでもあります。したがって、他の場合はど
うかということ別途解釈していかなくてはならないということになります
ので、「通貨」＝「強制通用力のある法貨」＝「金銭」で統一したほうが明
確だという反論などはあるかもしれません。

Ⅳ. 仮想通貨・ICO トークンの公正な価格形成に関連して

4-1

ビットコインは、仮想通貨交換所によって、また、1つの仮想通貨交換所
の中でも取引の形態によって、その価格は異なり得るということでありまし
て、こうした価格差があることについての透明性の向上は必要であろうとい
うことでもあります。

4-2

仮想通貨やICO トークンについては、相場操縦が横行しているのが現状
でありまして、ここでは「ウォール・ストリート・ジャーナル」の記事を挙
げて、パンプ・アンド・ダンプがとても広範に行われているという具体例が
示してあります。

4-3

アカデミックな論文においても、パンプ・アンド・ダンプに関する研究が
あります。

4-4

ここに挙げてあるのはニューヨーク州の報告書ですが、取引所によって、
マーケットマニピュレーションのポリシーを持っているところと、持ってい
ないところがあるということが、レジユメ 24 ページの表のあたりに書いて
あることです。

4-5

アメリカの場合、SEC とか CFTC の対応として、仮想通貨のパンプ・ア
ンド・ダンプに関する取り締まりに関してはとりわけ CFTC が積極的かな

と思うのですけれども、当局に情報提供をして、それがエンフォースメントにつながれば報奨金を支払いますということまでやっています。こういう報奨金制度が、行政リソースの効率的使用や不正行為抑止効などにどの程度貢献しているのかというのは、今後検討していきたいと思っていますところです。

4-6

CFTC が、仮想通貨のスポットマーケットにおける詐欺とか相場操縦についても法執行権限を有するのは、デリバティブにやはり影響を与えてしまうからであります。レジュメ 25 ページに「ウォール・ストリート・ジャーナル」の記事を挙げておりますけれども、バンギング・ザ・クローズという手口でスポットマーケットの価格を操作することでデリバティブのほうでも不正が行われるので、スポットマーケットのほうについてもちゃんと見なくてはいけないというような話を書いてあります。

4-7

この点、既にビットコイン先物取引が行われているので、CFTC がビットコインの現物市場に関心を持つのはわかるのですが、まだ先物取引が行われていない仮想通貨の取引であったとしても、その詐欺や相場操縦については法執行を行うのか。答えは、先ほどの My Big Coin の話にあったとおり、現段階ではカテゴリー論に立って、これをやっているということです。

4-8

それでは、例えば、日本法で次のケースをどう考えるのか。これも、ある座談会からの引用ですが、L&T 社は、自社の新事業のための資金調達を目的として ICO を行うことを検討している。同社は、ICO の上場前に、新事業の開発途中なのに SNS 等で「開発が成功した」といった情報が流されたり、逆に、同社を根拠なく誹謗中傷する情報が拡散されることで、トークンの価格が乱高下し、トークン保有者に迷惑がかかってしまうことを懸念しているというケースです。

4-9

この点、①当該トークンが集団投資スキーム持分のような形で有価証券に

該当すれば、これは金商法 158 条の対象になるのだらうと思います。

②当該トークンが有価証券に該当しなかったとしても、当該トークンが仮想通貨に該当し、仮想通貨がデリバティブの原資産である金商法 2 条 24 項の金融商品に包含されるのであれば、上記行為はやはり金商法 158 条の対象となり得ると考えていいのかなとまずは思います。

というのは、レジュメ 27 ページに、金商法 158 条の条文を引用していますが、「有価証券等」の中には「デリバティブ取引に係る金融商品」が含まれていて、その相場の変動を図る目的をもつて風説の流布等をしてはならないということです。当該トークンが仮想通貨に該当し、仮想通貨が金融商品に該当するのであれば、158 条の適用可能性はあるのかなと思うわけです。ただ、レジュメ 26 ページの真ん中あたりにありますけれども、金商法 158 条には「デリバティブ取引に係る金融商品」とあって、同条に金融商品が含まれている趣旨もデリバティブ取引の公正確保にあると考えるならば、当該トークンについてデリバティブ取引が行われていない場合はどうなるのかといった議論はあり得るのではないかとともに思います。

ここで先ほどの My Big Coin の話が出てくるわけで、日本においてもカテゴリーで考えてよいのだという話を展開できるかどうかというところが、ちょっと悩んでいるところです。

③当該トークンが仮想通貨に該当したとしても、金商法上の有価証券にも金融商品にも該当しないとなると、現在の資金決済法では十分に対応できないということです。④ 157 条とか 158 条のような規制が適用されるようにすべきではないかと考えているところであります。

4-10

ここでは日本仮想通貨交換業協会の自主規制（不適正取引の防止のための取引審査体制の整備に関する規則等）を紹介していますが、内容の説明は省略します。

V. 仮想通貨デリバティブ取引に関連して

5-2

デリバティブ取引は一般にハイリスク・ハイリターンな取引であると言われますが、リスクヘッジ・資産運用・価格発見などの機能が発揮されるのであれば、デリバティブ取引には社会的意義が認められると思います。これは原資産が仮想通貨であっても同じではないかと思えます。仮想通貨デリバティブが適切に行われるのであれば（そのような制度整備がなされるのであれば）、仮想通貨の公正な価格形成の一助となる可能性があるのではないかと考えているところであります。

5-5

規制のうち、ここではレバレッジの規制を取り上げています。CME と Cboe の先物取引所（CFE）がビットコインの先物を上場しているわけですが、レバレッジは約2倍少し。レジユメ31ページにありますけれども、欧州はリテイル向けの仮想通貨 CFD のレバレッジは2倍。このあたりは前に FX で飯田先生がご報告されたときにも触れておられたところかと思いますが、それに対して後述する日本仮想通貨交換業協会の指定水準は4倍となっています。欧州のレバレッジの計算の仕方については、飯田先生のご報告のときにご紹介があったと思うのですが、計算方法は本来どうあるべきなのかみたいなところを、今悩んでおります。

5-7

最後に、レジユメ33ページ、仮想通貨デリバティブ取引が適切に行われることを確保するために、金商法のデリバティブ取引の原資産である「金融商品」に仮想通貨を含めて、法規制の対象とすることが考えられるわけですが、ここでいう金融商品には、レジユメにあるように①から⑤があります。

5-8

「ビットコインは通貨に該当しない」という政府答弁を前提とすれば、仮想通貨は上記金融商品の定義の③、すなわち通貨に該当せず、④で政令指

定すべきかどうかという方向で話が進むのではないかと思います。そうなれば、以下の議論は余り実益がないのかもしれませんが、仮に④の政令指定がない場合に、こういうことが考えられないか。

①通貨としての経済的機能を有するものとして社会に信用されるに至った仮想通貨であれば、通貨に含まれると解釈する余地はないか。これは当局の考え方だと、多分ないということだと思います。

②強制通用力が認められた中央銀行デジタル通貨であれば、③に含まれると解釈してよいか。これは恐らく強制通用力がメルクマールになっているようですから、③に含まれるということになるのではないか。

③として、ある国が自国通貨としてビットコインに強制通用力を認めた場合、ビットコインは通貨（外国通貨）に含まれると解釈してよいか。これも政府答弁を参考にしますと、強制通用力があるかどうかということが重要であって、その通貨をその国なり中央銀行が発行したということではなさそうなので、そうだとすると、これも含まれると解釈することになるのかなと考えているわけですが、自信があるわけではありません。

非常に早口でわかりにくい報告になってしまいましたが、以上で終わりたいと思います。いろいろご意見を頂戴できればと思います。どうぞよろしくお願いいたします。

討 議

神作会長 河村先生、大変貴重なご報告をどうもありがとうございました。

それでは、ただいまの河村先生のご報告につきまして、どなたからでも結構でございますので、ご意見、ご質問をお願いいたします。

大崎委員 大変包括的なご報告ありがとうございました。1点、私の感想を申し上げて、河村先生のそれに対する感想をお伺いしたいのと、もう1個、純粹に質問をしたいのです。

今の河村先生のご報告でも、再三にわたって通貨性とかビットコインの性質は何かという論点が出ていたように、日本では、いわゆるトークンとか仮

想通貨と言われるものを、現存する法定通貨との連想で議論することが非常に多いように思うのですが、現実には世界で今やられているさまざまなプロジェクトなるものの内容を見ていくと、昔のビットコインでピザを買ったとかいうような話とは全く違う使われ方が進んでいるように思う。日本は、世界最大のビットコイン取引所（マウントゴックス）がなぜかたまたま日本にあったという衝撃的事実をきっかけに法整備を非常に早く進めて、それはそれでよかったのでしょうかけれども、事態がそれを追い越してしまったところがあって、今や従来型の物品やサービスを購入するためにビットコインを使おうというのは、余り人の考えていないことのような気がするのです。この辺、通貨性ということにこだわり続けることの弊害はないのかと私は思っています、確かにビットコインに関しては送金で悪用されとかいろいろありそうですが、それ以外の、今幅広く用いられているトークンは全然違うような気がしております。そこについてどう思われるか。

例えば、全然違うものの1つの例でいきますと、河村先生からご紹介のあった最新のSECによるエンフォースメント事案のParagonなどは、大麻の合法化を目指して活動する人たちが共同オフィスをつくって、そこでいろいろなことをやって、その賃料はParagon coinで払うという仕組みで、非常に荒唐無稽と言えば荒唐無稽なのですが、現実には不動産を借りてオフィスは既に開所しているということなので、詐欺と断定はしにくいような気がするのです。そんなような世界と今までの日本の議論とはちょっとずれていないかということです。

もう1点は、17ページでご紹介のあったトークン発行をどう規制するか。1つの方法として、仮想通貨交換業者としての登録、あるいは仮想通貨交換業者に販売・交換を委託することが必要となるという理解。私も日本の現行法を前提にすると、そういうふうにはしか読めないように思っておるのですが、仮想通貨交換業者としての登録は、現実には登録審査が大変なことになっていて、前に金融庁が公表したベースで160社が審査待ちでしたか、全然進んでいないから現実的ではないし、仮想通貨交換業者に販売・交換を委託する

ことになる、技術的に限定されてしまう問題がないのかと思っています。

例えば、今 ERC20 ベースの仮想通貨が非常に多いわけです。時価総額でいうと 5 番目ぐらいに大きい EOS トークンなどは、従来型のイーサリアムとは全く別の世界で機能するものとしてつくられていて、それ (EOSIO) ベースの新しいトークンもまた生まれつつあるのです。そういうものの保管や移動に使うウォレットをサポートする仮想通貨交換業者がなかった場合、結局、委託と言っても技術的にできないわけですね。多分日本国内にはそういうものをサポートする仮想通貨交換業者は 1 社もないのではないかと思います。

そういう仮想通貨交換業者を基軸として制度を考えてしまうと、言ってみれば、彼らの後進性によって技術の発展なり事態の進歩が阻害されてしまうのではないかと。その人たちにまた自主規制をやらせるということも、これだけ変化のスピードが速い中で、一種の既得権益を持った人たちが古臭い考えで勝手なルールをつくることにつながるだけなのではないかと思っていますが、その 2 点についてお願いいたします。

河村報告者 まず 1 点目ですが、これは私が飛ばしてしまったところとも関連するかと思いますので、レジユメ 16 ページの 3-2 のところです。ICO のトークンが仮想通貨に該当すると、通貨という言葉が出てきてしまうわけですが、いろいろな性格のものがある、ペイメントトークンみたいな、本当に仮想通貨の名にふさわしい決済用のものがあったり、ユーティリティ型のトークンであったり、アセット型のトークンであったり、ハイブリッド・トークンなどもありますので、その性質に応じて適切な規制を適用するというのが基本的な考え方であるべきだと考えています。したがって、仮想通貨という用語の「通貨」という言葉に引きずられ過ぎるのはよくないと私は思っておりますので、そこは恐らく大崎先生と余り違いはないのかなとは考えております。

その上で、先ほどの集団投資スキーム持分の場合には、仮想通貨を金銭のかわりとして使っている場合があるのではないのかということで、同視して

いいのではないかという話をさせていただいたということになります。

17 ページのところは、先生のご懸念は本当にごもつともでありまして、難しいなと思うのです。新しい技術を育てていきたいと思いつつも、やはり現状の ICO とかを見ていると非常に詐欺的なものが多い。新しい技術と言いつつ、ただそう言っているだけにすぎないのかもしれない。本当はイノベーションでも何でもないのかもしれない。そうすると、そこについてその分野の技術に精通した人たちによる審査をある程度かける必要性が、少なくとも現段階ではあるのではないか。確かに本当に最先端の人たちからすると、もはや古臭い業者になっている部分もあるのかもしれませんが、現段階では仮想通貨交換業者をかませるとというのが妥当なのかなと私は思っているところでもあります。

ただ、繰り返しですけれども、自主規制の内容、執行の妥当性などをどう確保していくのかというところ、例えばトークンの上場の取り扱いが本当に中立公正に行われているかという透明性の確保とか、そのあたりは十分に見ていく必要があるのだろうとは思っています。現段階ではそういうふうを考えています。

大崎委員 今の点に関連して思ったのですが、仮想通貨交換業者は基本的に売買でメリットを得る人ですね、フィーという形をとるにしろ、スプレッドという形をとるにしろ。ICO によるトークンの組成は、必ずしもトークンが転々流通してほしいということは大いに期待している人ばかりではないので、そこには何となく利害の不一致があるような気もするのですけれども、その辺はいかがですか。つまり、既存の株式などの世界で言っても、上場して大規模に流通することを期待するものと、例えばベンチャーキャピタルも株式に投資するわけですけれども、その場合の審査基準は全く違いますね。その辺はどうなのですか。どうしてもたくさんの投資家が売買するのに適しているかどうかという観点になってしまうような気もするのですが。

河村報告者 それは、そもそも不特定の者との関係で代価の弁済に使用できないとか法定通貨や仮想通貨と交換できないとか、そういう制限がもしか

かっているのであれば、そもそも仮想通貨に該当しないことになりますね。

大崎委員 制限を技術的にかけているかどうかは、ちょっとわからない。

河村報告者 私の認識では、仮想通貨交換所で取引されることを予定しているものに関しては、仮想通貨の定義で言うところの、不特定の者を相手に代価の弁済に使用でき、不特定の者を相手として法定通貨と相互交換、あるいは1号仮想通貨と相互交換できるように設計されると思います。ですから、発行者による制限がかかっていないということがありますので、こういったものは仮想通貨として取り込んでしまっているのかなと思ったのですが、先生の言うようなトークンは、そもそも最初からそういう形で取引されることが設計されていないものになって、仮想通貨に該当しなくなるのではないですか。

大崎委員 設計されていないというか、技術的には何も限界はないのだけれども、ネットワークに参加する人たちは、そういう期待を持っていないというのはあり得ますね。それは株式が理論的には誰にでも譲渡できるけれども、みんな譲渡するはずがないと思って出資されている株式もあるのと同じようなことなのかなと思ったのです。

河村報告者 なるほど、取引はされるけれども、保有者は転売とかは別に望んでいないケースがあるのではないかということですか。ただ、そのケースの場合には、やっぱりそれはわからないということだと思うのです。さまざまな投資家がいて、ずっと保有を続ける人もいれば、取引を望む人たちもいる。だとすると、流通市場が存在する以上は、公正な価格形成の確保なりというものがやはり必要になってくるのではないかとは思いますが。

松尾（直）委員 いっぱい申し上げたいことがあります。まず私の考え方として、コインチェック事件が今年1月に起こる前の、2017年11月号の「ジュリスト」の「金融商品取引法の10年」という特集で、仮想通貨関連の立法が課題であると書いて、金融庁から別件のヒアリングを受けたときも主張したのですが、そのときの私の基本的な考えは、まず第一に、集団投資スキームについては金銭同等として仮想通貨を政令指定するべきであり、そ

れがもしできないのだったら、法改正して指定するべきであり、それによって集団投資スキームとして規制ができます。先生が解釈論としてまず「金銭」で「仮想通貨」を読むのは、内閣法制局の伝統的解釈からすると、ほぼ不可能だと思います。

あと、19 ページの 3-4-2 の事案については、私は、集団投資スキーム持分の該当性を肯定するのは解釈上困難だと思いますので、立法的対応を図るという考えです。なぜかというと、日本はシビルローの国なので、構成要件の明確性が重んじられます。ファンドが集団投資スキームに当たるかどうか、私も相談を受けたことがあります。金融庁が言うところの金銭出資と同視されるような場合と同じだと思うんですが、金銭を仮想通貨に交換して、仮想通貨を出資することが当初から想定されているような場合には当たるという解釈は、相談を受けたときに示していました。ただ、この解釈にも限界があります。当初から、金銭でなく仮想通貨出資が想定されていて、業者が金銭を仮想通貨に交換することについて一切関与しない、仮想通貨交換業者の紹介もしないというような場合には、この解釈論は困難があると思うので、立法的解決が期待されるということです。

2 点目は、ICO の規制とも関係します。第 1 項有価証券は「流通性」を求めるのでちょっと難しいので、仮想通貨を第 2 項有価証券として政令指定することを考えるんですけども、これは実は金融庁も多分悩んでいると思うんです。「権利」じゃないといけないので、権利性の認定が技術的に難しいでしょう。一般にはユーティリティと称して ICO が行われていまして、事実上困難ということではなく、日本の投資家相手に実際既に ICO が行われているようです。仮に有価証券にした場合、権利性のある ICO と権利性のないユーティリティとしての ICO を区別するのが実務的にそう簡単でないのは間違いなくて、結局、内閣法制局の壁があって、金融庁はこれもなかなか困難と考えているのでしょうか。

こう思ったのは、最近の「仮想通貨交換業等に関する研究会」の金融庁資料を見ていて、金商法の規制対象じゃなくて、仮想通貨交換業者として規制

しようとしているなというように読めるんです。この点、残念なんです。元金商法の立案担当者として言いますと、金商法による規制を諦めないでほしいということを申し上げておきます。

要は、資金決済法で規制するということは、大崎先生がおっしゃったとおりで、仮想通貨交換業者の枠組みでしか規制ができないということなんです。その範囲外のものが生じた場合どうするんだ。逆にメリットとしては、そっちのほうが広いので、無権利型あるいはユーティリティ型のものも規制対象に入ってくる可能性があります。過少規制と過剰規制の両方があり得ますが、利用者保護という目的からすると、端的に金商法の規制対象にしたほうがいいと私は思います。これが1点目です。この点についての先生のご意見をお聞きしたいです。

2点目は、協会の自主規制への期待というのはわからないでもないんですけども、まず第一に、私は仮想通貨交換業協会に一切関与していないことを申しあげました上で、この協会ではきたばかりなので、果たしてその自主規制の実効性があるのかという課題があります。日証協の場合は長い歴史があって、協会員の監査もします。私の実務経験からしても、日証協の監査でいろんな問題点が指摘されているわけで、日証協の協会規則違反を認定されると、「法令等」違反として「事故等」に該当して、協会だけではなくて、金融庁への届出も必要になるということで、日証協の場合はエンフォースメントのパワーがあります。きたばかりの仮想通貨交換業協会に、先生がまさに指摘された、実効性確保のための機能が果たしてあるのかという問題です。

3点目は大崎先生がおっしゃったことと関連するんですけども、自主規制団体の規制に委ねるということは、独禁法上の問題が生じ得ます。日証協もそうなんですけれども、業界団体は独禁法の適用除外になっていないのです。だから、日証協がCFDの規制を入れようとしたときに限界もあって、最終的に金融庁が法令で規制することになりました。それが独禁法上の問題だったかどうかはちょっと定かではないんですが、そういう経緯があったと

記憶しています。自主規制団体の規制については、大崎先生がおっしゃったとおり、競争の実質的制限に結びつくと独禁法上の問題が生じ得るという限界があるんですね。だから、個人的には、法令で規制して、その上で自主規制で具体的あるいは上乗せの規制をすることが適切だと考えているんですけれども、その辺の先生のお考えをお伺いしたいです。

まとめると、法令上の規制のあり方と自主規制のあり方の2点をお伺いしたいと思います。

河村報告者 最初に、集団投資スキームの件で19ページ3-4-2のケースは、やはり無理じゃないかというお話をいただいて、私としてはまだ頑張りたいところではあるんですが、その点の先生のご意見はわかりました。

2番目の、有価証券として取り込んでいくことの可能性ですけれども、レジユメの18ページの3-4-1で、ICOトークンを金商法の集団投資スキーム持分の中に取り込んでいくときに、「出資対象事業…から生ずる収益の配当又は当該出資対象事業に係る財産の分配を受けることができる権利」と書いてあって、これがハードルになってしまうという話をさせていただいて、仮想通貨一般についても、こことつながってくるのかなと思っているのです。私個人的には、この権利のところを、このレジユメではなくて拙稿のほうでも少し触れているのですが、もう少しここを緩めることはできないのか。また、内閣法制局の側では無理だという話なのかもしれないけれども、アメリカみたいに、権利ということではなくて、利益に対する期待みたいな形で緩めて、金商法の中に取り込んでいく仕組みを考えられないのかと思っています。そもそも私の出発点は、基本は金商法で対応すべきだということですので、そこは先生と恐らく変わらないところかと思っています。

それから、協会の実効性の話は確かに先生のおっしゃるとおりで、独禁法の話は私は完全に頭の中から抜け落ちていたところで、大変重要なお指摘だと思います。おっしゃるとおり、きちんと法律の制度の枠組みをつくった中でやらないといけないと思います。ありがとうございます。

松尾（直）委員 補足なんですけれども、日証協の中に自主規制に関する懇

談会というのがあって、僕はメンバーだったんですが、そこで日証協さんが独禁法上の論点を整理されたことがありまして、それは非常に参考になるということでございます。

もう1つ先生のおっしゃっているのは、結局、仮想通貨自体を有価証券として指定するのではなくて、要はICOについては金商法のファンド規制に対象にするという趣旨でしょうか。もしそうならば、論点が違うわけですし、仮想通貨自体を有価証券に指定すると、果たして仮想通貨の権利性はどうかやって——有価証券というのは権利じゃないといけないので、そこが難しいところです。だからファンド規制で対応するというのは1つの考えだと思うんですけども、ファンドというのはまた別の要件がありまして、金銭出資で出資対象事業というのがあって、分配をする。分配は金銭同等物に制限はされていないのですけれども、それが本当にファンドと言えるのかという実体を見る必要があって、ファンド規制だけで大丈夫か。ファンド規制で読めないものもあるのかもしれない。それを拾うために権利性のあるものを、できれば包括条項に基づく政令指定でできないかなということを私は模索しているので、技術的には論点がちょっと違うんですね。

河村報告者 私の説明が不十分だったと思います。おっしゃるとおりで、仮想通貨に関しては、ICO トークンのようなもので、発行者があってファンドとして捉えられるものもあれば、ビットコインとか現在のイーサのように捉えられないものもある。ところが、捉えられないような仮想通貨であったとしても、市場で取引されて非常に投資性、投機性があるものがあると認識しています。

仮にそういう仮想通貨を有価証券と指定したときに、開示規制、業者等規制、不公正取引規制という規制がかかってくると思います。ただ、開示規制ということ考えた場合に、ファンド型じゃないものになってくると発行者がいなくなるので、誰が開示を行うのかという話が出てくると思いますし、業者等規制に関しては、既に資金決済法で対応されている。そこが十分だというふうに私は思っていないけれども、そちらのほうでカバー

できる部分もあるのかもしれませんが。

問題は不公正取引規制のところだと思っています。そこに関しては、私は、実は有価証券認定じゃなくて、金融商品認定してあげれば、先ほど申し上げたように、158条のところであまりかけられるんじゃないかと考えています。ただ、金商法158条の文言が、デリバティブ取引に係る金融商品であるとか、趣旨が「デリバティブ取引の公正のため」みたいなことでやられてしまうと、アメリカのMy Big Coinのケースみたいに柔軟には対応できないという部分があるかなと思っています。そうすると、金融商品指定してあげて、デリバティブ規制及び不公正取引規制をかけられる。できれば158条だけではなくて、157条も含めてかけてあげるようにしていくと、対応としてはできるんじゃないのかなと思っていますところでもあります。

松尾（直）委員 申しわけないんですけども、158条は、あくまで「デリバティブ取引に係る金融商品」なので、解釈上、「金融商品」全般が対象になるものではありません。「金融商品」全般は、金商法の規制対象ではないです。

河村報告者 恐らくそういう反論はあるかと思っていました。

松尾（直）委員 念のため申し上げておきますけれども、おそらく金融庁も同じ解釈だと思います。

河村報告者 わかりました。

松尾（直）委員 金融庁は、今回の最新の資料でも、金融商品取引所で扱うのはどうかと言っているのが、結局、金商法じゃなくて、資金決済法の改正で対応しようとしているのではないかという、根本的な疑問があります。そうすると、「金融商品」のところも手当てしないのではないかという懸念があります。

後藤委員 勉強になりましたと言うほど、まだ理解できていないということをもっと自覚した上で、基礎的なところをお伺いしたいのです。

今の松尾先生のご指摘とか、最初の大崎先生のお話もかかわるのかもしれないんですけども、きょうの河村先生のご報告の中で、通貨とか金銭をど

う解釈してこれをやるかみたいな話があると同時に、他方で、不公正取引規制などをかけるべきであるという、解釈論ではなくて、その前提となるポリシーをどうするかという話が大分まざっているようにも聞こえたんです。

私が認識している限りですと、去年ビットコインがすごく乱高下したときに、このままだとそれに投資して損をする人が出てきて、投機商品の規制としてこれでいいのかという話がある中で、金商法として投資商品としての規制をかけるべきであって、だとすると金商法が本筋だというのが、今の松尾先生のお話だと思うんです。

何法でやるかというのは技術的な側面もないではないとすると、まず前提として、投資商品としての規制をかけるべきであるということや、不公正取引規制もかけるべきである。デリバティブのところはレバレッジの規制とかが問題なのかもしれないんですが、規制の中身として何をどこまでかけるかという話が、こういう問題だと多分先に来たほうがよくて、それを解釈論としてどこまでいけるのかという話をし出すと、大分脱線していくおそれがあるんじゃないかなというのが、自分がわかっていないだけではあるんですけども、ちょっと感じたところです。感想めいていてすごく恐縮です。

そこまでについてまずお伺いしたいのは、投資商品としての規制と不公正取引規制とデリバティブのFXのような規制をかけるということについては、政策レベルでは意見の一致があるのか。それとも、そもそもビットコインとかそういうものは自由であるべきなんだという主張みたいなのがあって、それなりに有力なのか。金融庁の研究会などでの議論の動向というんですか、何法でやるかという以前に、何をどこまでやるべきかという次元で、どういう議論になっているんだろうかということ。

さらにICOは、そもそもこんなものを買うやつが何でいるのかというのが不思議でしょうがなかったりもするのですが、(笑) ICOはICOで、さらに一步引いた規制であるべきという主張があったりするのか、それとも、これも単純に株と同じようなことをしてしまえばいいということでみんなまとまりつつあるのか。そこの解釈論とか何法でやるのかという議論より、政策

レベルで今、どの単位で合意がとれているのかというのを、ちょっとご教授いただけますと大変ありがたいのですが、どうぞよろしく願いいたします。

河村報告者 金融庁の研究会でどのあたりが合意点なのかというのは、私にはちょっとわからない部分もあるのですが、少なくともまず私の考え方は、ポリシーとして一番根底にあるのは公正な価格形成の確保が必要だということです。そこがなければ、本来の仮想通貨の機能も発揮されないと思いますし、また、ICOにおいても不公正なことが行われてしまうと思っていますので、公正な価格形成を確保するという観点からさまざまなものを考えているというのが一番根底にあります。

そこに関しては、恐らく反対意見は余りないんじゃないかなと私は思っています。極端な自律分散型社会といますか、中央管理者がいない世界といますか、そういうものを信奉している方からすると、そういうものも拒否するという考え方があるかもしれませんが、恐らく多くの方はそういうふうには思っていないのかなと思います。

それから、ICOに関して多くの合意がとれているところと思われるのは、およそ投資性のあるものであるならば、投資性のある商品に規制される金商法等のルールと同じようなものが適用されるべきである。利用者にとって同じような投資性の性格のあるものであれば、同じような規制がかかるべきであるというところが、一般的に合意がとれている話ではないのかなと思います。

すみません、質問に対する回答になっていないかもしれません。

大崎委員 今の点についてですけれども、公正な価格形成が一番重要じゃないかというのは、少なくともビットコインとかリップルとかイーサとか、そういうのを見ていると、なるほどなという感じがするんですが、その他もろもろのトークンまで視野に入れて考えると、それはちょっと行き過ぎではないかなという感じもします。まして日本みたいに、仮想通貨交換業者という流通に専らかわる人たちを主軸にした規制を考えていくときに、公正な価格形成ということを余り言い過ぎると、結局新しいものが抑圧されるだけに

なってしまうような気もするんですけども、そういう懸念はないんですか。
河村報告者 例えば、先ほどレジュメの中でパンプ・アンド・ダンプの話を紹介しましたがけれども、あれが行われるのはICO トークンです。なぜかという、量が少ないから価格が動きやすいというのがあると思うんです。ですので、ビットコイン等、主要な仮想通貨だけではなくて、ICO トークンを含めて公正な価格形成を確保する仕組みというのは必要ではないのかなと思っています。本来向かうべきでないところに人々のお金が行ってしまうというのは、イノベーションの観点からよくないと思っているので、そこは規制すべきなのではないかと思います。

神作会長 仮想通貨交換業等に関する研究会のお話が出てきましたけれども、加藤先生と私が参加メンバーとして参加しております。加藤先生、コメントはありますでしょうか。

加藤委員 公正な価格形成という取引の透明性をいかにして確保するかという問題は、まずは仮想通貨について検討されたと記憶しています。ICO の公正な価格形成という話については、ICO の実体自体がよくわかっていないという問題があります。仮想通貨交換業等に関する研究会の第9回に、メンバーの方から「日本人が関与した主な ICO について」という資料をご提出いただきましたが、これはイーサリアムの ERC20 を使った ICO 案件を手作業で調査していただいたものです。

ご紹介いただいた事例については、ICO で発行されたトークンはイーサリアムのブロックチェーン上でそれほど流通していないというご説明がありました。ただし、イーサリアムのブロックチェーン上では流通していないけれども、トークンにも仮想通貨交換業者に相当する業者が存在しており、そのような業者と顧客の間で取引が頻繁に行われているという事例もあるようです。そのため公開されているブロックチェーン上の記録だけでは流通の実体分かりにくいところのご指摘もありました。

私も、1点、公正な価格形成についてコメントしたいと思います。河村先生が懸念されているのは、流通価格の形成が公正ではないと、例えば価格が

高くなったときに発行者が追加発行をするという事態が頻発し、そのような事態は効率的な資金配分という観点から問題となるのではないかということだと思います。ただ、私が少し調べた限りでは、ICO でトークンを追加的に発行した例は余りなくて、一回一回で独立しているような気がします。

そうすると、公正な価格形成を確保するような法制度を検討していく場合に、株式市場だったら、株価はファンダメンタルバリューを反映していて、それに従って資金調達が行われることが経済にとって効率的だということですが、ICO についても成り立つのかという問題が出てくるように思います。ですから、同じ者が、トークンの流通価格に基づき ICO を複数回行うようになると、価格形成の話がより重要になってくると思いました。

関連してもう1点、私は何度か仮想通貨交換業等に関する研究会で、相対取引で行われる場合が多い仮想通貨やトークンについて、その市場価格という取引の基準となる指標のような価格は存在するのか、または、どのように算出するのか、という質問をしたことがあります。仮想通貨や ICO を資金調達という観点から見た場合、指標となる価格の決まり方が非常に重要になってくるように思います。ICO については複数の取引所の価格をまとめたウェブサイトがあるようです。このような指標のような価格が存在する場合、相場操縦の対象になる可能性があると思いますが、そのような問題を河村先生がご提案するような形で規制することについては、そのような指標に従って資金調達が行われるという実態があると、より説得力が増すような印象を持ちました。

神作会長 今の点に関連して私からご質問させていただきたいと思います。

私も金融庁の仮想通貨交換業等に関する研究会に参加させていただいており、そこでどのようなコンセンサスがあるのかと言われると、第1に、証拠金取引など仮想通貨のデリバティブは何らかの形で規制をすべきであろうという考え方は強いと思います。

第2に、明らかに権利性がある集団投資持分に当たるようなものは、先ほどの金銭等のところに仮想通貨を明示的に含めるなどして、金商法上の有価

証券として扱い、金商法を適用する。ただし、ICO トークンを有価証券とする場合に、2 項有価証券にすると開示規制が原則適用されません。先ほどの価格の公正性や投資者保護との関係で、開示規制をかける必要があるという意見が強いと思います。そうすると、むしろ1 項有価証券的に扱うのが適当であると考えられます。1 項有価証券として扱うのか、それとも2 項有価証券にしたままで特則を考えるのか、といった問題があると思いますけれども、2 項有価証券として取り扱う場合には、恐らく河村先生のご報告はそのような立場を示唆されたように伺ったのですが、開示規制が抜けてしまうという問題があるように思います。2 項有価証券として扱うこととした場合に、価格の公正性との関係で、一体どのような手当てをしたらいいのかについてお聞きしたいと思います。

それから、そういった集団投資スキーム持分ではない、まさに仮想通貨自体は、私の理解では、公正な価格形成という議論は余りない。そもそもファンダメンタルバリューがあるのか、一物一価なのかどうかというところに疑いがあると思っている人が多いけれども、相場操縦規制などの不公正取引規制は適用すべきであるとの意見が強いと思います。内部者取引とか相場操縦とか、余りひどいものは規制の対象にすべきであると考えているメンバーが仮想通貨交換業等に関する研究会においては多数であったという印象を持っています。

大崎委員 今の神作先生のご質問に河村先生が答えていただく前に、1 個確認なんですけれども、先生がおっしゃる2 項有価証券でやる場合はというお話は、業規制ともセットというのが前提ですか。

神作会長 前提です。ただ、そこはさらに検討の余地があります。業規制のほうも、クラウドファンディング業務にかかる規制に近づくのではないかという意見も研究会では出されたりしていて、開示規制にしても業規制にしても、いずれにしても今までの1 項有価証券、2 項有価証券のいずれかに位置付け、その場合の現在の規制をそのまま適用すれば済むというわけではなさそうだというコンセンサスはあると思います。もっとも、具体的な各論にな

ると、どのような規制をすべきか現時点ではコンセンサスがあるようには見受けられません。

河村報告者 拙稿に関連する部分があるのかなと思います。「金融法務事情」の「ICO 規制に関する一考察」の 51 ページから、「トークンと仮想通貨・集団投資スキーム持分」ということで、仮想通貨に該当するとしても不十分だというのが書いてあり、52 ページに、集団投資スキーム持分、すなわち 2 項有価証券のほうで、現在「収益分配の権利」という形になってしまっているのがちょっとネックになっているので、ここを、「政令指定を待たなくても同法の規制対象とできるよう、集団投資スキーム持分概念をより包括的なものへと改正するなどの対応を検討すべきではないだろうか」。その後「仮に ICO のトークンが集団投資スキーム持分に該当したとしても、ICO の多くはいわゆる事業型ファンドに該当し、開示規制は適用除外されるのではないかと思われるが、市場性をもちうるトークンについてそれによいのか（ICO に適した開示規制を考えるべきではないか）」と考えています。「現行法上、事業型ファンドで開示規制が適用除外される場合であっても、契約締結前交付書面の交付といった業者規制はある」わけですが、開示規制と業者規制では違反時のエンフォースメントに違いがありますので、こうしたエンフォースメントの違いが合理的かといった点なども再検討すべきではないかと考えています。

したがって、2 項有価証券に該当してそれで十分であると考えているわけではなく、先生がおっしゃるとおり、適正な価格形成のために開示が重要であると考えていますので、そのあたりもあわせて検討していかなくちゃいけないだろうなと思っています。

大崎委員 今の点についてですけれども、1 項有価証券であると開示規制がかかるけれども、募集・売り出しを含めてみずから行うことができ、流通の場面では金融商品取引業者、しかも第一種の金融商品取引業者が関与しなきゃいけないということになるわけです。これもしかして、投資家同士が相対で売買すれば業者の介在は要らないですね。ところが、2 項有価証券だとい

う話になると、規制が緩い面がある一方で、最初に販売する段階で既に第二種金融商品取引業者が関与しなきゃいけない。これはもしかすると、新しくやろうとする人にとっては、よりハードルが高いような感じもするんですね。この辺をどう調整するのが一番いいのか、何かお考えがあれば。

河村報告者 そこはむしろ私が逆にお聞きしたいところではあるのですけれども、やはりハードルが高いものなんでしょうか。つまり、私の頭の中にある前提が、ICOは現状で本当に詐欺が多いという認識がすごくあるんですね。なので、例えば発行する人に、自己募集という形で業者規制をかけるというのはあり得るのかなと思っていたんですけれども。

松尾（直）委員 また口が悪いんですけれども、学会では証取法当時の議論として、規制の中心は開示規制と不公正取引規制であるとして、伝統的に業者規制が軽視されていまして、六法には業者規制の部分が省略されていることが多いです。そこは、私は前からこの研究会で申し上げたと思うんです。イギリスの金融サービス市場法もそうなんですけれども、金商法のときに業者規制にできるだけシフトした体系に移して、それは早稲田大学の上村先生に適切にご指摘いただいています。

大崎先生のおっしゃるとおりで、業者規制に入れたほうがエンフォースメントされますから、開示規制より強力なんです。これが金商法の考え方だと私は理解しています。なので、第2項有価証券の指定で十分ではないかと思えます。私は、投資信託を有価証券届出書を対象にしていることにも批判的なんですけれども、公衆縦覧じゃないと一般の人は見ることはできませんけれども、利用者保護には業者規制を通じたほうが効果的というのが実態という考えで、金商法というのはそういう考えでつくってあります。体系的な考え方がシフトしているわけです。

大崎委員 誤解があるといけないんですが、私がちょっと気にしたのは、例えば、ICOを1回やるだけでも第二種金融商品取引業者の登録を受けなければならないというのはどうなのかなという気がしています。逆に、詐欺が多いという河村先生のご指摘はそうかなと思う一方で、過去も詐欺師は、プ

口向けファンドの届出業者なんかはどんどん届け出をやっていたんですね。変な話ですけども、詐欺師とイノベーターだと、詐欺師のほうが法律に詳しくなかったりもするので、(笑) ある意味善意の IT オタクみたいな人が無登録業者だとか言われて捕まるというのは、余り建設的じゃないような気もするんですけど。

松尾(直) 委員 何を目的にするかで、今回の規制の中核は利用者保護でしょう。何法がどうかという後藤先生のご指摘ですけども、どういう目的で規制するかというのは、何法でやるかにかかわります。資金決済法の目的は、資金決済システムの安全性・効率性・利便性の向上に資するといったところで、合わないように思われます。立法技術的にもしあるとしたら、資金決済法から仮想通貨交換業者の規制を切り離して、新しく法律で規制するというのはあり得るかなとは思いますが、しかし、金商法という受け皿があるではないかと思うわけです。

大崎先生の指摘は、結局、金商法の業規制である自己募集・私募の対象にするかという論点でしょう。例えば株式発行は業規制の対象とされていないわけです。入れるんでしょうね。入れると金商業者でないと扱えなくする。でも、それは多分無理なんじゃないでしょうか。自問自答していて済みません。

河村報告者 今の資金決済法の目的の話は、私も全くそのとおりだと思っています。再び論文のほうの 51 ページの真ん中の右側に少し書いたんですけども、結局、トークンを仮想通貨に該当すると認定したとしても、それだけでは不十分だということです。「トークンを含めた仮想通貨市場の公正な価格形成を確保するという観点からは、現在の資金決済法による規制だけでは」不十分で、「同法で対応するとした場合、公正な価格形成の確保との関係を踏まえた同法の法目的」自体が、先生のおっしゃるように再検討すべき話になってくると思いますし、「自主規制を活かした ICO の開示規制の在り方、トークン等の取扱基準の公正性・透明性確保や取引審査体制などの整備、金商法 157 条や 158 条のような包括的な詐欺・市場阻害行為禁止規定の導入と活用、エンフォースメントの充実など」が、考えなくてはいけない話にな

るのだろうと思っています。

後藤委員 まず、今さっきの松尾先生のご指摘はおっしゃるとおりで、もちろんその点を否定するつもりじゃなくて、何法で規定するかは当然その目的にかかわるんですが、目的から先に決めるべきであって、何法かが先に決まるべきではないという趣旨で申し上げたお話で、考えていることは恐らく同じかと思います。

株式をどうするというお話があったんですが、逆に言うと、これを株式でやるのでは何がだめなのかというのが私はよくわからない。プロジェクト資金が必要なら、会社をつくって株式を発行すればいいだけであって、ICOという形をとることの意味がどこにあるのかがよくわからないんですね。もしくはクラウドファンディングだと、そのための仕組みもできたわけですので、それでやればいいような気もするんですが、ICOでやるということに、何かそこだけでブロックチェーンとかそういう技術は発展するのかもしれないんですけども、この方式をとることの独自の意味が何なのかということがわからないから、ないというふうに判断していいのかというのは、またそれ自体が問題です。そこをどれくらい評価するかによって、ICO法案はできるだけ厳しく規制すべきなのか、ほかに何か生まれてくるかもしれないから緩やかにしておいてやろうかというところが決まってくるような気がするので、先ほど、どこまでやるということのコンセンサスはどうなっているかということをご質問した次第です。

利用者保護をどこまでするかということですが、株だといろんな人が買っているんですけども、ICOのトークンを買っている人が世の中にどれだけいるのかというと、よほど新し物好きなのじゃないかなと、株すら買っていない私としては思ったりするところではあります。さらに怪しいということが大分わかった上で、ただ、それでもみんなばくちに手を出しているのだとすると、それはどこまでパターナリスティックな保護をする必要があるんだろうかという問題にもまたつながり得るところで、さっきの、規制がない社会がいいみたいな人たちがいるとすると、ある程度自覚的に野放しにして

おくという政策判断は、あり得ないのではないのかもしれません。

その覚悟の上で、ばくちには手を出すということをするのもあるのかもしれませんが。ただ、そこには賭博罪があるということはどう評価するかという話があって、デリバティブを解禁したときには、何かよくわからない理屈で解禁をしたわけですが、それなりの意味が社会に何らかの形であるんだっただけかということに、技術が発展するかもしれないからというのでいいんだっただけなら、それはそれで認めておくということもあるのかもしれない。

そうすると、価格形成は公正なほうがいいのか、不公正なことがないほうがいいのかという意味では、恐らく誰もそれ自体に反対することは難しいのだとは思いますが、決めなきゃいけない政策判断というのは、もっとおりたところというんですか、もっと具体的なレベルで、どれぐらいこういうのに厳しく規制をかけて禁圧的にいくのか、それとも一定程度の被害は発生してしまうかもしれないけれども、最低限の規制でイノベーションを促進するという方向にかじを切るのか、そこに多分あって、今までのお話を伺っていると、そこにはどっち側の路線の人もいて、コンセンサスがとれているわけではないのかなと感じた次第です。長々と済みません。

神作会長 河村先生、コメントがありましたら、お願いします。

河村報告者 ICO がなぜ行われるのかという点で言うと、恐らく資金調達というだけではなくて、ホワイトペーパーとかを読んでいるとよく出てくるのが、エコシステムをつくるというものなんです。ICO で集めたお金で、発行者が、そのトークンが使えるような経済の仕組み、経済圏をつくっていく。そこに参加することに意味を見出す人たちがトークンを買う。また、そのトークンが取引所で取引されることが可能になると、それを転売することもできるという形で、投資性も生まれるということで ICO を実施しているんだと理解をしています。

ただし、アメリカとかで今言われているのは、登録免除の仕組みを利用してしまうと、取得者がいわゆるプロに限定されてしまう。本来トークンエコノミーというのは別にプロだけで構成するわけではないにもかかわらず、普

通の人たちがトークンエコノミーに参加することが想定されているはずなのに、登録免除の仕組みを受けるにはプロを相手にせざるを得なくなってしまっている、本来のICOのトークンエコノミーという理念からは離れてしまっているんじゃないのかという話もあるところです。

クラウドファンディングはともかく、先ほどの西粟倉村みたいな例もあるわけですので、別にさまざまな資金調達手段なり、あるいはエコシステムの形成の仕方があってもいいのかなと個人的には思っているところではあります。

後藤委員 今のお話は、私も、それはそれでむしろいいんじゃないかなと思うんですが、そうすると、そこで価格形成の公正性の話がどうやって出てくるのかというのがよくわからない。西粟倉村のお話は、エコシステムと言うと格好いいのですが、その村でしか使えない商品券を発行しますというのとどれだけ違うのかということがよくわからなくて、これがもし商品券だとすると、手を出す人はそんなにいないんじゃないかなという気がするんですね。そこに行ったことがあって、観光地としていいのでサポートしたいとかというニーズはもちろんあるでしょうし、それは自由に買ってもいいような気はします。

もしそれでいくと、今度は前払い式支払い手段の話に多分なってきた、そうすると、確かに資金決済法かもねという気はするんですが、ビットコインとかとは大分違う話になってくるので、それを仮想通貨だから全部まとめてというのはちょっと乱暴かもしれず、そうすると、分離しようという先ほどの松尾先生のご指摘は、そういうところにも少し響いてくるのかなとは思ったりはします。

質問としては、そういうものについても価格形成とかという話はどこまで効いてくるのでしょうか。

河村報告者 西粟倉村が「商品券を配ります」では、こんなに注目されなかったと思うんですね。ICOをやる。集めたお金を、村で使えるだけではなくて、いろんな企業に村に来てもらって、その事業資金として使うということ

言っているわけで、そういう意味で商品券とは違う、広告効果と言ったら変なのかもしれませんけれども、アピールはできていると思うんですね。

ただ一方で、仮想通貨の話をする、やっぱり怪しい、ICOは詐欺が多いと、多くの方が思っていて、それは公正な価格形成というところでパンプ・アンド・ダンプが行われたりして、結局ICOというのはその一環じゃないか。西栗倉村のICOも、わかりませんが、別に擁護しているわけでも何でもないんですけど、怪しいものというふうに捉えられてしまうのがいかにももったいないと思っています。その意味で公正な価格形成をちゃんと確保する、不公正な取引はちゃんと禁止する、摘発するという仕組みをまず整えてあげる。ICOというのはそんなに変なものじゃないんだという形で、資金調達が行われ、エコシステムが形成され、新しい技術が展開していくという仕組みにするのが正しい道じゃないか。その意味で、公正な価格形成というのは非常に重要なものとしてかかわっていると私は思います。

松井（智）委員 今の点がさらにプリミティブな話になってしまっていて申しわけないのですが、西栗倉村の仮想通貨の話を中心に掘り下げますと、財、サービスと交換できるというオプションと、値上がりプラス議決権が得られるというオプションが1つに入っているというのがとても理解できない。財というものが金銭と等価で交換できるのだとすると、そこで交換をすることによって、企業が生み出したものが減るわけですよ。減ったということは、その企業の持っているアセットが減る、値下がりをするはずですよ。

仮想通貨を財と交換するというのは、会社の株価といいますか、仮想通貨の価値を押し下げる動きであるのに対して、値上がりを期待してずっと持っているという人たちもいたりする。そうすると、財と交換をしても、さらにまだそれをはね返すだけの収益性みたいなものを企業が持っていないといけないうら。そうだとすると、そんなにはっきり見てわかるような収益性があるビジネスを、何も仮想通貨みたいなものを発行してやらなくてもいいんじゃないかと思ってしまうので、そういう意味では、後藤先生の疑問を私も共有するところなんです。その点が1点。

ただ、日本では、そういう考え方に共感をして、零細な一般投資家が投資をたくさんしてしまっているというところが普通とは違うのかなと思います。秋にドイツのほうで話をする機会があったんです。そのときに聞いたのは、ドイツでは年間のICOの数は6件。そこで、トークンとはどんなものかというものに従って、バリバリに金融商品である。ICOでトークンを発行する業者も、例えばそれが交換手段として使えるかとかいったようなことを考えると、銀行法みたいなものの規制の対象になる可能性があるという形で、がちりとした、いいものしか入れない。ほかのものを買ってしまった人は、それはお気の毒ですね、と。流行に一番敏感なトップ層しかこれを投資しないという前提のもとに、それで割り切ってしまうと、ものすごく冷淡な社会なんですね。

そういうことを考えると、日本というのはそこから段階が進んでしまっていて、別のシステムを考えるべきなのかもしれないんですけども、その裏にある、そもそも何でこれを発行しているのかということについても、もう一回考えたほうがいいのかと思ってはいるところです。

神作会長 河村先生、コメントをお願いします。

河村報告者 私もう一度考えますという答えにならざるを得ないかなとは思いますが、(笑) トークン、ICOについて改めていろいろ見て、ちょっと考えたいと思います。西粟倉村の件に関しては、私は別に関係者でも何でもないのですが、実際にどういうふうトークンを仕組んでいるのかとか、そのあたりは私にもちょっとわからない。あくまで報道ベース、プレスリリースでご紹介しているだけですので、その点、申しわけありません。

その中で私なんかが思っているのは、最初のほうにお話がありましたけれども、まず法律の枠組みをちゃんとつくった上で自主規制をうまく活用することによって、いいICOが行われればいいなと思っているのですけれども、改めてICOの意義について考えたいと思います。ありがとうございます。

松尾(健)委員 11ページのところで、CFTCの考え方を裁判所が認めてくれたというのが出ていまして、非常に興味深いのですけれども、もう少し

根拠といいますか、特にこのカテゴリーというのはどうやって判断しているのかということをお教えいただきたいです。

先物とかデリバティブ市場があるときに、同一の銘柄の現物市場のほうの詐欺的な行為ですとか不公正取引も取り締まるといのはわかります。しかし、先物として上場されているその銘柄以外にも、同じカテゴリーのものは規制できるということですね、これは。考え方としては、例えば同じカテゴリーにあるものを操作すれば、そのカテゴリー全体としても値下がりするとか、価格が連動するから、同一カテゴリーにあるものは同じように規制してよいのだということなのでしょう。

しかも相場操縦のような不公正取引だけでなく、ポンジスキームのようなものも詐欺として規制しているということなので、そうすると、価格操作だけではなくて、詐欺的な行為も規制できると考えているように思えます。これはちょっと飛躍があるようにも思うんですけども、このあたりについて、裁判所等がどういうふうな説明をしているのか教えていただけると大変ありがたいと思います。

河村報告者 おっしゃるとおりで、私も、CFTC はすごいところまでやってきているなと理解しています。My Big Coin のケースですと、先生が先ほどおっしゃったように、My Big Coin で詐欺が行われると、それが例えば連鎖してビットコインにつながって、ビットコインのデリバティブにつながるから、みたいな理由づけはしていないように思います。私が見落としている部分があるかもしれませんが、見ている限りではそういう話はないように思います。

My Big Coin のケースの場合、条文の文言やそれに関する連邦議会の意図をととても大切にしていると思うんですけども、それは結局、特定の品目じゃなくて、カテゴリーに焦点を置けばよいのだということであると。また、(この事案では包括的な詐欺禁止規定たる商品取引所法6条(c)(1)が問題になっているわけですが、証券取引所法10条(b)が問題となった事案において) そうした法の解釈は法目的(救済目的)の実効性を確保するために柔軟に解釈し

ていいとした最高裁の解釈も挙げています。

あと、ケースローとして、ナチュラルガスのケースを挙げて、具体的に〇〇のナチュラルガスじゃなかったとしても、ナチュラルガスであればコモディティーに入るんだみたいなことを裁判所が言っていて、仮想通貨も同じというような理由づけぐらいなんですね。それで今 CFTC は動いてしまっているというところがあるかと思います。

きょう、最初にお配りした「追加レジュメ」の1ページ目に、これもまだ細かいところまで読み切っていないので見落としがあるかもしれないんですけども、「最新動向」の「(1) 2018年11月9日、CFTCが、Joseph Kim に対し、同人が勤め先からビットコイン等を着服し取引を行っていたことなどを理由に100万ドル超の原状回復などを命じた」とあって、デリバティブ取引ではない、しかも、先生おっしゃるように、相場操縦とも関係のない、単に詐欺というところでどんどん摘発していているという状況があるかと思えます。

なので、先生がおっしゃった疑問は私も持っているところですが、十分な回答を、今、持ち合わせていないので、申しわけありません。

飯田委員 2点質問です。

1点目は、ICOに関して、国境は従来の考え方でいいのでしょうか。要するに、日本で行われるICOの規制は日本法、アメリカはアメリカ、ドイツはドイツという整理でやっていって本当にいいのでしょうか。将来、ICOが国境を越えて行われることがあるとすると、刑罰とかの規定は刑法の考え方でいいと思うのですがけれども、例えば投資家が発行体に対して何らかの損害賠償をするときなどに準拠法の考え方は従来のものをあてはめればいいのか、それとも新たな整理が必要になるのかというあたりについて、ご意見を伺えればというのが1点目です。

2点目はレバレッジ規制についてです。仮想通貨交換業協会の計算は、ビットコインをサンプルに計算したのだらうと思いますけれども、対象になっている仮想通貨のボラティリティーとしてビットコインが非常に安定的

なものなのか、それともボラティリティーが一番高いものなのかという点はいかがでしょうか。要するに、ビットコインの値動きを基準に4倍ということにしているようですが、仮想通貨の種類によってボラティリティーが違う可能性もあると思います。そのあたりはどうなっているのでしょうか。

河村報告者 済みません、両方とも現段階でお答えする力がございません。まず1番目は、私もまだよくわかっていません。準拠法に関しては、また考えさせていただきたいと思います。私は、国際的な調整はどうしても必要になってくるだろうというぐらいでしかまだ考えていませんでした。

2点目のレバレッジに関しては、おっしゃるように、コインによってボラティリティーの大きさは違うと思います。それこそ、例えば、一番最初に挙げたテザーのようにほとんど値動きしないようなものもあれば、ビットコインみたいに非常に大きく値動きするものもあると思います。

ただ、例えば、先生がご紹介されたようなFXみたいに、主要通貨とその他通貨で分けて考えると、そのあたりまで仮想通貨についても考える必要があるのかどうかというのは、仮想通貨それぞれのボラティリティーはどれぐらいずれがあるのか、そしてまた、一定のグループでくることができるのかというところで少し考えてみたいなと思います。

尾崎委員 先ほど来の議論にちょっと戻る部分もあり、私がお報告も議論も理解できていない部分がいっぱいあるのですが、少しお伺いできればと思います。

最初に話を伺ったときに、有価証券に似ているのだったら金商法の規制をかければいいじゃないかというのは、非常にシンプルでわかりやすい議論に思っていたんですけども、そうすると、レベルをどうするかは別として、業規制とか開示規制とか不公正取引とか、そういうものに全部規制がかかってくると思うのですが、それとは別に、先ほど、質疑の中で、詐欺とかが心配で、“いいもの”しか入れないようなことができないかという発想のことをおっしゃっていたと思います。“いいもの”しかないということを確認するために、いろんな規制を入れようという発想は、一方ではあると思うんで

すけれども、逆に一番極端なのは、詐欺以外は全部オーケーというあり方もあり得そうな気がしています。

詐欺以外は全部オーケーだというのは、ある意味では極端なのかもしれないんですけれども、もしそういう立場をとった場合、どういう法規制のあり方があるか。多分、業規制とか開示規制ではない形になると思うんですけれども、ミニマムでこういうものに対して入れるべき規制はどのようなものなのか。基本的な発想として、こういうものだけは絶対入れなくてはいけなくて、そこから上はどこまで上乘せするかという問題だと捉えたときの最低限はどのようなところになるのか、少し教えていただければと思います。

河村報告者 お答えになっているかどうかわからないんですが、金商法 157 条、158 条が最低限必要なルールだと私は考えています。そういう意味ではなくて、ですか。

神作会長 金融庁の仮想通貨交換業等に関する研究会で、権利性もないし、ユーティリティでもない、何が表章されているのかもわからない、そのような ICO トークンに対してはどのように規制するかが問題になっています。そのようなものは、権利性がないので、そもそも金商法の適用がないからです。研究会では、自主規制とタイアップして、問題がないと業者が判断したもの以外は取り扱ってはならないものとする方向で顧客の利益を保護する方向です。そのほか、ICO トークンに権利が表章されていないようなもの、詐欺的なものが全体にどれくらいあるか、そのような数字を具体的に出して警告させるとか、無条件の取消権、場合によってはクーリングオフ制度を導入して一定の期間内であれば取消しを認めるということなどが考えられるかもしれません。ユーティリティ型の ICO トークンについては、仮想通貨等交換業者に対し、発行者に関する情報、発行者が仮想通貨の保有者に対して負う債務の有無・内容等を顧客に提供する義務を課したり、発行者が作成した事業計画書や事業の進捗等の情報について顧客に提供する義務を課したりするなど、情報提供により対応することが考えられています。金商法が適用されない場合にはとくに、詐欺に該当しない場合であっても、私法的に対応し

ていく部分が大きいと考えられます。

時間が迫ってまいりましたけれども、ほかにいかがでしょうか。

松尾（直）委員 今の点に関連するんですけども、どうも海外の人たちは、ユーティリティ型は規制対象にならないと思込んでいるみたいです。でも、相談を受けるときは、「ユーティリティ型であっても、実質的に権利性があるときは当たりますからね」と申し上げて、そのこの区別が難しいところです。研究会のメンバー提出資料に出ていました。全部「ユーティリティ」と称している。「称している」の中には、本当にユーティリティの場合と必ずしもそうでない場合があり得ると思うんです。詐欺の人は最初から権利性があるとは言わないでしょう。それが実態だと思います。

神作会長 まだ議論が尽きませんが、もしよろしければ、そろそろお時間でございますので、本日の研究会の質疑を終了させていただきたいと思えます。

河村先生、大変貴重なご報告、どうもありがとうございました。

次回の研究会は、お手元の議事次第にございますように、来年1月29日の午後2時から、松尾直彦先生にご報告をいただく予定であります。会場は、本日と同じく、太陽生命日本橋ビル内の日証協の会議室となります。

それでは、本日の研究会はこれにて閉会とさせていただきます。

181121 金商法研究会

仮想通貨・ICOに関する法規制・自主規制

立教大学 河村賢治

- 本報告を行うにあたり、金融法学会第35回大会などでの議論から有益な示唆を得た。関連する拙稿として、河村賢治「ICO規制に関する一考察」金融法務事情2095号（2018年）44頁以下（なお同論文48頁に「MUM」とありますが、正しくは「MUN」です）。
- 仮想通貨については、仮想通貨・暗号通貨・暗号資産などの呼称もある。

1. はじめに

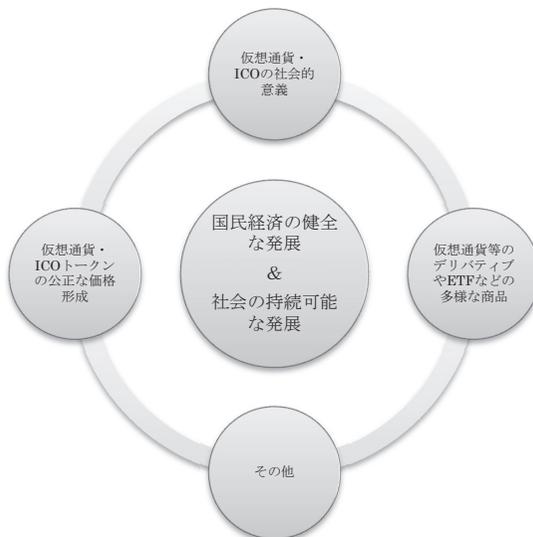
1-1

仮想通貨・ICOについては様々な議論。金融庁・仮想通貨交換業等に関する研究会第6回（平成30年10月3日）資料3で示された喫緊の課題は次のとおり。

ア) 交換業に係る規制（支払・決済手段、投機対象としての側面）、イ) 仮想通貨を原資産・参照指標とするデリバティブ取引に係る規制（投資・リスクヘッジ手段、投機対象としての側面）、ウ) ICOに係る規制（投資・資金調達手段、投機対象としての側面）

1-2

上記はいずれも重要な課題であるが、個人的には下記を達成する上での法規制・自主規制のあり方に関心あり。本報告もこうした関心を中心に構成。



2. 仮想通貨・ICO の社会的意義と制度整備に関する総論

2-1

例えば、仮想通貨は法定通貨よりもマネロンに容易に利用されるとか、ICO は既存の資金調達手段よりも詐欺に容易に利用されるなどして、これらの不正行為を防ぐ（100%防ぐことは不可能であるにせよ相応のレベルに抑える）ことが不可能なのであれば、国民経済の健全な発展および社会の持続可能な発展の観点からは、禁止してしまうのも一つのあり方（グローバルな活動は一国では止めようがないが）。

2-2

他方で、仮想通貨やICO に関する不正行為を抑えつつ、その社会的意義（例えば、利便性の高い支払・決済手段となる可能性や、魅力的な投資・資金調達手段となる可能性など。2-2-1 や 2-2-2 参照）を発揮できる制度的な仕組みを構築できる可能性も否定できず、現在は、この方向での制度整備が進められていると理解。大雑把に言えば、利用者保護・マネロン対策（資金決済法・犯罪収益移転防止法）に、投資者保護・公正な価格形成の確保（金融商品取引法ないし金商法的規制。2-2-3 参照）を加えた制度整備。

資金決済法の目的	金融商品取引法の目的
「この法律は、資金決済に関するサービスの適切な実施を確保し、その利用者等を保護するとともに、当該サービスの提供の促進を図るため、前払式支払手段の発行、銀行等以外の者が行う為替取引、仮想通貨の交換等及び銀行等の間で生じた為替取引に係る債権債務の清算について、登録その他の必要な措置を講じ、もって資金決済システムの安全性、効率性及び利便性の向上に資することを目的とする」（資金決済法1条）。	「この法律は、企業内容等の開示の制度を整備するとともに、金融商品取引業を行う者に関し必要な事項を定め、金融商品取引所の適切な運営を確保すること等により、有価証券の発行及び金融商品等の取引等を公正にし、有価証券の流通を円滑にするほか、資本市場の機能の十全な発揮による金融商品等の公正な価格形成等を図り、もって国民経済の健全な発展及び投資者の保護に資することを目的とする」（金商法1条）。

2-2-1

仮想通貨の将来性に関し、雨宮日銀副総裁は、「マネーの機能としては、通常、「価値尺度」、「価値保蔵」、「交換」の3つが挙げられますが、これら全ての根幹となっているのが「信用」です。すなわち、マネーがマネーとして機能できるのは、将来にわたりそれが受け入れられると、皆が信じているためです」と述べた上で、「発行者を持たず、ソブリン通貨単位を用いない暗号資産が、信用と使い勝手を備えたソブリン通貨を凌駕する形で、支払決済に広く使われていく可能性は低いように思います」とされる（雨宮正佳「マネーの将来」日本金融学会 2018 年度秋季大会における特別講演（2018 年 10 月 20 日））。

もっとも、あらゆる国のソブリン通貨の信用が常に高いわけではないし、仮想通貨の価格が安定するなどしていけば、仮想通貨がソブリン通貨を「凌駕」することはないとしても、両者が「競争&共存」する社

会は十分に予想しうるのではないかと（さらに要検討）。

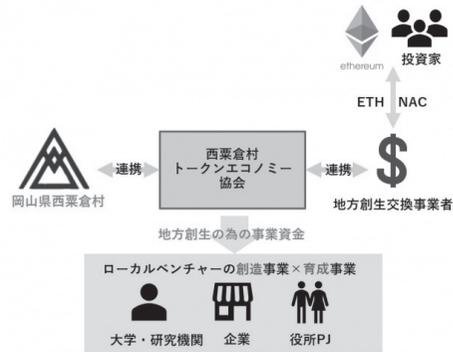
2-2-2

ICO の利用を考えているのは、民間の事業者だけではない。例えば、岡山県西粟倉村は、ICO を実施する計画があることを公表している。

岡山県西粟倉村「人口約 1,500 人の岡山県西粟倉村が行う新たな資金調達 日本初、地方自治体による地方創生 ICO の実施を決定～「地域」を創る仮想通貨、Nishi Awakura Coin (NAC) を発行予定～」

(2018 年 6 月 13 日) によると、「西粟倉村トークンエコノミー協会が発行する予定の Nishi Awakura Coin(NAC)は、NAC 保有者に投票権が付与され、西粟倉村で事業を立ち上げようとするロー

カルベンチャーに投票することができます。ローカルベンチャーはより魅力的な事業を考案し、NAC 保有者は地域づくりに参加することができます。ローカルベンチャーと NAC 保有者による、挑戦と応援の仕組みを整備することで、仮想通貨が創る経済圏「トークンエコノミー」を循環させていく予定です」とある（上図もこのリリースからの引用）。2018 年 7 月 25 日の日本経済新聞の記事「自治体初の ICO 岡山・西粟倉村、地方創生の財源に」によると、NAC の購入者には投票権や「村内での物品やサービス購入の決済手段としての機能も付与される見通し」であるほか、「NAC を購入する投資家のメリットは、投資した事業の成長に伴う NAC の値上がり益」であるとのことであり、「自主規制ルールなどの制度が整ってから ICO を実施する方針」とのことである。



2-2-3

日本仮想通貨交換業協会は、平成 30 年 10 月 24 日、資金決済法 87 条に規定する仮想通貨交換業に係る認定資金決済事業者協会として、金融庁より認定を受けた。仮想通貨交換業者 16 社が会員。同協会のウェブに掲載されている定款・諸規則は下記のとおりであるが、ICO の取扱いに関する規則は現段階では未制定のようである（同規則案については 3-3-3 参照）。

金融庁・仮想通貨交換業等に関する研究会第 5 回（平成 30 年 9 月 12 日）資料 4 によると、同協会は自主規制を「資金決済法及び犯罪収益移転防止法、事務ガイドライン等の既存の規制に係る自主ルールを策定することに加え、現状の仮想通貨交換業務の実態上、利用者保護の観点から必要と考えられる事項について、金商法及び金商業に関する自主規制規則などを参考に策定」したとのことである。同協会は、資金決済法上の自主規制機関であるが、その自主規制の内容には金商法的規制が数多く含まれているといえる。なお、自主規制の妥当性や実効性を確保する仕組み（リソースを含む）は重要。

日本仮想通貨交換業協会のウェブに掲載されている定款・諸規則

定款、定款の施行に関する規則、仮想通貨関連取引に係る自主規制基本指針、仮想通貨の取扱いに関する規則・ガイドライン、勧誘及び広告等に関する規則・ガイドライン、利用者の管理及び説明に関する規則・ガイドライン、利用者財産の管理に関する規則・ガイドライン、受注管理体制の整備に関する規則・ガイドライン、不適正取引の防止のための取引審査体制の整備に関する規則・ガイドライン、仮想通貨関係情報の管理体制の整備に関する規則・ガイドライン、証拠金取引に関する規則・ガイドライン、マネー・ローンダリング及びテロ資金供与対策に関する規則・ガイドライン、反社会的勢力との関係遮断に関する規則、苦情処理及び紛争解決に関する規則、「苦情処理及び紛争解決に関する規則」に関する細則、会員調査に関する規則、会員における倫理コードの保有及び遵守に関する規則、システムリスク管理に関する規則・ガイドライン、緊急時対応に関する規則・ガイドライン、情報の安全管理に関する規則・ガイドライン、従業員等のサービスに関する規則・ガイドライン、会員に対する処分等に係る手続に関する規則、会員に対する処分に関する考え方、不服審査会規則、財務管理に関する規則・ガイドライン、自主規制規則定義集。

2-3

現時点における私見の基本は次のとおり。

仮想通貨やICOトークンの公正な価格形成や取引の透明性を高めるなどの制度整備を進めることができれば、仮想通貨・ICOの社会的意義を高めうるほか、仮想通貨等デリバティブ・ETFなどの商品開発にもつながり、国民経済の健全な発展および持続可能な社会の発展に寄与しうるのではないか（マネロンなどについては国際的な対応が重要）。

現状では、仮想通貨やICOトークンは、支払・決済手段やサービス利用手段などというよりも、投資対象となっている可能性が高いように思われるが（2-3-1参照）、およそどんな金融商品であれ、投資性（とりわけ市場性）を有するのであれば、その取引の公正・円滑および「資本市場の機能の十全な発揮による金融商品等の公正な価格形成等を図り、もつて国民経済の健全な発展及び投資者の保護に資すること」を目的とする金商法による対応がまずは考えられてよい。もとより、必要な規制が確保されるのであれば、金商法以外の規制による対応を一概に否定するものではない（2-3-2参照）。仮想通貨やICOとの関係では、資金決済法や自主規制などの役割分担などのほか、国際的な規制動向との調和なども検討する必要がある。ただし、今後も新しい投資商品は登場するであろうことを考えると、どんな投資商品であれ詐欺的・市場阻害的な行為に対しては、金融規制当局が迅速に差止申立等の措置を講じ、金商法目的を確保することができるような仕組みになっていることが重要（なお平成30年5月29日のポートフォリオコインに関する差止申立）。

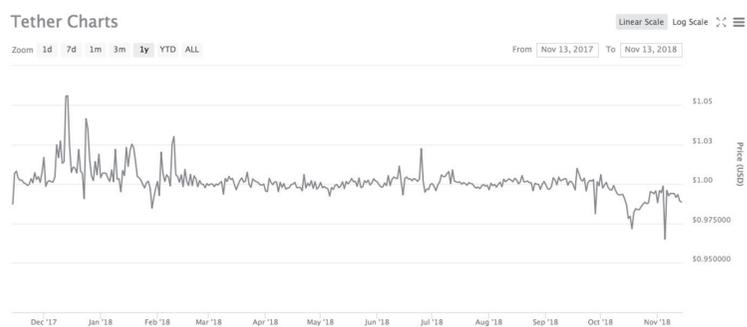
2-3-1

仮想通貨・ICOトークンの取引においては、収益分配の権利があるものだけが投資対象となっているわけではない。典型例はビットコイン。また、収益分配の権利は与えられていないが仮想通貨交換所で取引さ

れる ICO トークンも、転売狙いによる投資対象となりうる（このような ICO トークンであっても、発行者は資金調達目的を果たしうる）。

これに対し、法定通貨の価値との連動を謳うステーブルコインは投資性がないとあってよいのか。ステーブルコインの代表例が、米ドル（USD）との連動を謳うテザー（USDT）。テザー社いわく「Every tether is always backed 1-to-1, by traditional currency held in our reserves. So 1 USD is always equivalent to 1 USD」であり、「Our reserve holdings are published daily and subject to frequent professional audits. All tethers in circulation always match our reserves」。

もつとも、①1 テザーは概ね1米ドルあたりで価格推移しているとはいえ、価格変動がないわけではない（右図のテザーのチャートは



CoinMarketCap よ

り)、②発行しているテザー分の米ドルをテザー社が本当に保有しているのか疑う声もある、③テザーがビットコインの価格操作に使われているのではないかと疑う声もある。例えば、2018年6月に公表されたGriffin教授らの論文「Is Bitcoin Really Un-Tethered?」によると、「we find that purchases with Tether are timed following market downturns and result in sizable increases in Bitcoin prices」であり、「Tether seems to be used both to stabilize and manipulate Bitcoin prices」であるという。

ステーブルコインに対する規制のあり方についてはなお考えてみたいが、少なくとも、法定通貨の価値との連動を確保する仕組みの透明性は確保される必要がある（なお、金融庁「コメントの概要及びそれに対する金融庁の考え方」（平成29年3月24日）34頁によると、「仮想通貨の発行者及び発行者から委託を受けた者が、発行済みの仮想通貨の全てについて法定通貨による買取りを保証する場合、通貨建資産に該当する可能性があると考えられます。なお、仮に通貨建資産に該当した場合は、仮想通貨交換業に係る規制の適用を受けることはありません」とされている。）。

2-3-2

例えば、フランスのように（拙稿及び金融庁・仮想通貨交換業等に関する研究会第8回（平成30年11月1日）資料3参照）、ICOを対象とした特別法を作るという提案もあるかもしれないが、ICO法の対象とならない投資商品は今後も出てくるであろうことを考えると、基本法としての金商法が受け皿として十分なものになっているか検討することは引き続き重要。また、例えばICO法においてトークンの公正な価格形成を確保する規制を導入するのだとしても、ICO法の対象とならない仮想通貨の公正な価格形成を確保す

る仕組みも検討すべき課題。

なお、後述（3-3-2等参照）するように、日本のICOは仮想通貨交換業者にトークンの販売等を委託する方式のものがメインルートになる可能性があるように思われ、当面はこの方向での制度整備を進めていくことが考えられるのではないかと。

2-4

よく聞かれるのが、規制強化ないし過剰規制によってイノベーションを阻害すべきではないとの声。

確かに、規制には副作用がありうることに留意する必要はあるし、規制の重複等があれば調整する必要もあるが、基本的な考え方としては、「History also has proved that transparency, investor protection and market integrity are critical to ensuring that innovation continues」(SEC委員長とCFTC委員長が2018年1月24日にWSJに共同寄稿したオピニオン「Regulators Are Looking at Cryptocurrency」より)。
透明性を高め、投資者を欺くような行為を排除し、市場の公正さに対する人々の信頼を確保するような規制（こうした観点から首尾一貫した規制を提供できる制度）であれば、悪貨が良貨（or 良貨が生み出される可能性）を駆逐しないような環境を作り出すことができ、むしろイノベーションの促進につながるのではないかと。また、現在の金商法においても様々な工夫がされているように、仮想通貨やICOについても、例えばプロ・アマの規制区分や法規制・自主規制の役割分担などを考えることはできるし、近時では規制のサンドボックス制度の利用も可能となっている（海外では規制のサンドボックス制度を利用してICOを実施した事例あり）。

2-5

日米の証券・商品規制を比較してみると、アメリカは包括規定（investment contract・commodity・rule 10b-5・regulation 180.1など）をフル活用して、新しい投資商品に迅速に対応しており、少なくとも現時点のSECやCFTCは、一般投資者相手の詐欺的行為を徹底的に抑え込み、悪貨が良貨（or 良貨が生み出される可能性）を駆逐しないように法執行をしているように見える（2-5-1から2-5-3参照）。日本が包括規定活用型へ移行することについては賛否両論ありうるが、現在の法規制について検討すべき点は多々あるように思われる。以下では、ICO、公正な価格形成、デリバティブについて取り上げる。

2-5-1

アメリカ（ここではSECとCFTCのみ取り上げる）の概要は以下のとおり。

SEC	CFTC
○証券（投資契約を含む）。	○商品（デリバティブ）。
○①仮想通貨一般についてその証券該当性を否定するSECの公式見解	○ビットコインなどの仮想通貨は商品に該

<p>はないと思われるが、SEC 企業金融局長の見解によればビットコインや（現時点での）イーサは証券ではないと考えられている（一部の投資家がリップル（XRP）は証券に該当するとして提訴）。②ICO トークンについては（自称ユーティリティ・トークンであっても）証券該当性が認められた事案がある。要するに、名称や技術が何であれ、証券規制の観点から重要なのは、それが証券（投資契約）に該当するか否か。</p> <p>○Howey テスト：①金銭の出資、②共同事業、③利益に対する期待、④他人の努力（③と④を合わせて一つの要件と整理するものもある）。</p> <p>○証券に該当するとしても登録免除制度の利用は可（米国の認定投資家（accredited investor）は日本の適格機関投資家よりも広い概念。例えば、直近2年の年収20万ドル超または配偶者と合算して年収30万ドル超の個人で当該年度も同レベルの年収を合理的に期待できるものを含む）。</p> <p>○ビットコイン ETF（例えば VanEck SolidX Bitcoin Trust）が認められるか否かに関心が集まっている。</p> <p>例えば、</p> <ul style="list-style-type: none"> * Shavers：ポンジスキーム。BTCによる出資。「金銭」。 * The DAO：ICO。自称「自律分散型組織」の投資ファンド。 * Munchee：ICO。レストラン広告・評価アプリ。MUN (MUM) は自称「ユーティリティ・トークン」。 * REcoin/DRC (Zaslavskiy)：詐欺的 ICO の一例。 * EtherDelta：ICO トークンの取引プラットフォーム。 * その他 (SEC の Cyber Enforcement Actions に多数掲載。TokenLot などのケースも取り上げるべきだと思うが省略。SEC が投資教育用に作成した Howeycoins.com も興味深い)。 	<p>当するとの解釈。商品の①現物市場（spot markets）と、②デリバティブ市場（derivatives markets）のうち、CFTC は②について規制権限を有しているが、①についても詐欺や相場操縦という限られた範囲で CFTC は法執行を行うことが可能（SEC も CFTC も仮想通貨に関するポンジスキームを摘発）。例えば、BTC 現物市場の価格を操作することにより BTC 先物市場で利益を得るという不正行為のおそれ。</p> <p>○2017年12月に Cboe 先物取引所と CME にビットコイン先物上場。</p> <p>○デリバティブ取引がまだ行われていない仮想通貨（ICO トークン？）であっても商品に該当するとして法執行を実施。</p> <p>①に関する例として、</p> <ul style="list-style-type: none"> * Gelfman：ポンジスキーム。HFT。 * My Big Coin：MBC 発行（ICO?）。MBC を原資産とする先物取引はない。 * その他（McDonnell などのケースも取り上げるべきだと思うが省略）。
---	---

2-5-2 上記表のうち SEC 関連の補足

* **Shavers**：2013年7月、SEC が Trendon T. Shavers らに対し民事訴訟を提起。SEC の主張によれば、Shavers は同人が運営する Bitcoin Savings and Trust (BTCST) によるビットコインのアービトラージ取引により最大で週7%の利益が得られることなどを謳って投資者から少なくとも700,000ビットコインを調達したが、実際はポンジスキームであり、Shavers の当該行為は証券の登録規定違反（1933年証券法5条(a)、5条(c)）および詐欺禁止規定違反（1933年証券法17条(a)、1934年証券取引所法10条(b)、同法

規則 10b-5) に該当すると主張。これに対し、Shavers は、ビットコインは金銭 (money) ではないので BTCST への投資は証券には該当しないなどと主張。2013 年 8 月、Amos L. Mazzant 判事は、Howey 判決などを引用し、投資契約とは「any contract, transaction, or scheme involving (1) an investment of money, (2) in a common enterprise, (3) with the expectation that profits will be derived from the efforts of the promoter or a third party」をいうところ、(1)について、「It is clear that Bitcoin can be used as money. It can be used to purchase goods or services, and as Shavers stated, used to pay for individual living expenses. The only limitation of Bitcoin is that it is limited to those places that accept it as currency. However, it can also be exchanged for conventional currencies, such as the U.S. dollar, Euro, Yen, and Yuan. Therefore, Bitcoin is a currency or form of money, and investors wishing to invest in BTCST provided an investment of money」と述べてこれを肯定。(2)(3)も肯定し、「Therefore, the Court finds that the BTCST investments meet the definition of investment contract, and as such, are securities」と結論。この判断を踏まえ、2014 年 9 月、連邦地裁は、Shavers らに対し、違反行為の禁止、不当利益の吐出し、民事制裁金などを命じた。

***The DAO**：2016 年 4 月から 5 月にかけて、The DAO (Slock.it 社および同社の共同創業者らにより創設)がイーサを対価として DAO トークンを発行する ICO を実施(約 1 億 5 千万ドル相当のイーサを調達)。DAO トークンの保有者は The DAO におけるプロジェクトから生じる収益に与ることができるほか、プロジェクト(管理人(Curators)による審査あり)を選ぶ投票権もあり。DAO トークンの流通市場もあり。2016 年 6 月、外部攻撃により The DAO から約 3 分の 1 のイーサ流出。2017 年 7 月、SEC が DAO トークンの証券(投資契約)該当性について検討した報告書を公表。当該報告書によれば、①証券法 2 条(a)(1)および証券取引所法 3 条(a)(10)に基づき、証券には投資契約が含まれるところ、Howey 判決などを引用して、「An investment contract is an investment of money in a common enterprise with a reasonable expectation of profits to be derived from the entrepreneurial or managerial efforts of others」と指摘した上で；②「Investors in The DAO Invested Money」の点については、過去の判決や前述した Shavers などを引用して、「金銭 (money)」は「現金 (cash)」に限らず、「[T]he 'investment' may take the form of 'goods and services,' or some other 'exchange of value'」であるとして、イーサを利用した The DAO への投資も「Such investment is the type of contribution of value that can create an investment contract under Howey」としてこれを肯定；③「With a Reasonable Expectation of Profits」の点については、「[P]rofits" include "dividends, other periodic payments, or the increased value of the investment."」と述べた過去の判決を引用した上で、The DAO においても「a reasonable investor would have been motivated, at least in part, by the prospect of profits on their investment of ETH in The DAO」としてこれを肯定；④「Derived from the Managerial Efforts of Others」の点については、「The Efforts of Slock.it, Slock.it's Co-Founders, and The DAO's Curators Were Essential to the Enterprise」および「DAO Token

Holders' Voting Rights Were Limited」としてこれを肯定；⑤以上の検討の結果「Because DAO Tokens were securities, The DAO was required to register the offer and sale of DAO Tokens, unless a valid exemption from such registration applied」と結論付けた；⑥さらに「A system that meets the criteria of Rule 3b-16(a), and is not excluded under Rule 3b-16(b), must register as a national securities exchange pursuant to Sections 5 and 6 of the Exchange Act or operate pursuant to an appropriate exemption」であるところ、「The Platforms that traded DAO Tokens appear to have satisfied the criteria of Rule 3b-16(a) and do not appear to have been excluded from Rule 3b-16(b)」とも指摘。

*Munchee：2017年11月、SECがMunchee社のICOに対し行政手続に基づく停止命令（登録規定違反。Munchee社はICOを停止し投資者に資金を返還するなどしたためSECは制裁金を課さず）。SECによると、iPhone用のレストランレビューアプリを開発していたMunchee社は、2017年10月、イーサなどを対価としてMUNトークン（MUN）を発行しICOを行うことを公表。同社は、調達した資金でアプリを改良し、「recruit users to eventually buy advertisements, write reviews, sell food and conduct other transactions using MUN」ことを計画。「MUN token did not promise investors any dividend or other periodic payment」であるが、同社は「In connection with the offering, Munchee described the way in which MUN tokens would increase in value as a result of Munchee's efforts and stated that MUN tokens would be traded on secondary markets」であることを謳って勧誘を実施。同社はそのホワイトペーパーにおいて「the sale of MUN utility tokens does not pose a significant risk of implicating federal securities laws」と主張。これに対し、SECは、「the company and other promoters emphasized that investors could expect that efforts by the company and others would lead to an increase in value of the tokens. The company also emphasized it would take steps to create and support a secondary market for the tokens. Because of these and other company activities, investors would have had a reasonable belief that their investment in tokens could generate a return on their investment」（この部分はSECのプレスリリースによる本件命令の要約が分かりやすいのでこれを引用している）などとして、MUNトークンは証券（投資契約）であったにもかかわらず登録がされていないと判断。なお、SECは、「Determining whether a transaction involves a security does not turn on labelling – such as characterizing an ICO as involving a “utility token” – but instead requires an assessment of “the economic realities underlying a transaction.”」と念押し。

*REcoin/DRC (Zaslavskiy)：2017年9月、SECがMaksim Zaslavskiyらに対し民事訴訟を提起。SECの主張によれば、Zaslavskiyは2017年7月よりREcoin社およびDRC（Diamond Reserve Club）社を通じてICOs（DRCについては自称「IMO：Initial Membership Offering」）を実施するが、いずれも証券登録規定および詐欺禁止規定違反。その後、本件については刑事裁判が開始。ZaslavskiyはREcoinや

DRC で勧誘の対象となった仮想通貨は証券（投資契約）に該当しないなどと主張して訴えを却下するよう申立て。2018年9月、この刑事裁判において、Raymond J. Dearie 判事は、Howey 判決などを引用して、投資契約とは「contract, transaction, or scheme whereby a person [1] invests his money [2] in a common enterprise and [3] is led to expect profits solely from the effort of the promoter or third party」であるとした上で、①「(1) First, a reasonable jury could conclude that, if proven at trial, the facts alleged in the Indictment demonstrate that individuals invested money (and other forms of payment) in order to participate in Zaslavskiy's schemes」、②「(2) Second, the Indictment alleges facts that, if proven at trial, would allow a reasonable jury to find that both REcoin and Diamond constituted a "common enterprise." (In this Circuit, "horizontal commonality" is sufficient to establish a common enterprise)、③「(3) Third, and finally, the facts alleged, if proven, would enable a jury to conclude that investors were led to expect profits in REcoin and Diamond to be derived solely from the managerial efforts of Zaslavskiy and his co-conspirators, not any efforts of the investors themselves」と認定し、④「For these reasons, we find that the allegations in the Indictment, if proven, would permit a reasonable jury to conclude that Zaslavskiy promoted investment contracts (i.e. securities), through the REcoin and Diamond schemes」と述べ、⑤結論として「Zaslavskiy's motion is denied. The case will proceed to trial」と判示。

*EtherDelta : 「Washington D.C., Nov. 8, 2018 — The Securities and Exchange Commission today announced settled charges against Zachary Coburn, the founder of EtherDelta, a digital "token" trading platform. This is the SEC's first enforcement action based on findings that such a platform operated as an unregistered national securities exchange. According to the SEC's order, EtherDelta is an online platform for secondary market trading of ERC20 tokens, a type of blockchain-based token commonly issued in Initial Coin Offerings (ICOs). The order found that Coburn caused EtherDelta to operate as an unregistered national securities exchange」。

2-5-3 上記表のうち CFTC 関連の補足（仮想通貨デリバティブの話は後述する）

*Gelfman: 2017年9月、CFTC が Nicholas Gelfman らに対し民事訴訟を提起。CFTC の主張によれば、Gelfman らは、2014年1月から2016年1月にかけて、高頻度アルゴリズム取引戦略を利用してビットコイン取引を行うとして少なくとも80名の顧客から60万ドルを集めたが、実際はポンジスキーム；CFTC は、ビットコインなどの仮想通貨は商品取引所法の商品に該当するという従来からの立場を前提として、Gelfman らの当該行為は商品取引所法の詐欺禁止規定（商品取引所法6条(e)(1)および規制180.1 (a)）に該当すると主張。2018年10月、連邦地裁は、「Virtual currencies such as Bitcoin are encompassed in the definition of "commodity" under Section 1a(9) of the Act, 7 U.S.C. § 1a(9)」であり、「7 U.S.C. § 9(1) and

17 C.F.R. § 180.1 (a) make it unlawful for any person, in connection with contracts of sale of any commodity in interstate commerce, including virtual currencies such as Bitcoin, to intentionally or recklessly: (1) use or employ, or attempt to use or employ, any manipulative device, scheme, or artifice to defraud; (2) make, or attempt to make, any untrue or misleading statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made not untrue or misleading; or (3) engage, or attempt to engage, in any act, practice, or course of business, which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person」(7 U.S.C. § 9(1)=商品取引所法 6条(c)(1))と述べた上で、Gelfman らの行為は当該詐欺禁止規定に違反すると認定し、違反行為の禁止、原状回復、民事制裁金などを命じた。

*My Big Coin: 2018年1月、CFTCはMy Big Coin社らに対し民事訴訟を提起。CFTCの主張によれば、被告らはMy Big Coin (MBC) という名の仮想通貨が価値あるものとして取引されているように見せかけ2014年1月から2017年6月にかけて少なくとも28人から約600万ドルを集めたが(論者によってはこれをICOとして解説するものもあるが実際のところは不明)、被告らの当該行為は詐欺禁止規定に違反すると主張。これに対し、被告らは、MBCは商品取引所法における商品ではないなどと主張して訴えを却下するよう申立て。2018年9月、連邦地裁(Rya W. Zobel 判事)は次のように判示(下記の①②は前提。被告は③を主張、原告であるCFTCは④を主張。裁判所は⑤においてCFTCと同様に「カテゴリー」論に立ち被告の主張を退けた。なお⑤で引用されているように仮想通貨が商品取引法上の商品であることを前提としたCFTCの法執行は2015年から存在。CEA=商品取引所法)。

① 「As noted above, plaintiff alleges violations of CEA Section 6(c)(1) and CFTC regulation 180.1(a). Both provisions apply to the fraud alleged in this case if the conduct involved a “commodity” under the CEA. … Therefore, to state a viable claim, plaintiff must adequately plead that My Big Coin is a commodity.」

② 「“Commodity” is a defined term in the CEA. … It includes a host of specifically enumerated agricultural products as well as “all other goods and articles ... and all services rights and interests ... in which contracts for future delivery are presently or in the future dealt in.” 」

③ 「Defendants contend that because “contracts for future delivery” are indisputably not “dealt in” My Big Coin, it cannot be a commodity under the CEA. They take the position that in order to satisfy the CEA’s “commodity” definition, the specific item in question must itself underlie a futures contract.」

④ 「Plaintiff responds that “a ‘commodity’ for purposes of [the CEA definition] is broader than any particular type or brand of that commodity.” … Pointing to the existence of Bitcoin futures contracts, it argues that contracts for future delivery of virtual currencies are “dealt in” and that My Big Coin, as a virtual currency, is therefore a commodity.」

⑤裁判所としては、「The text of the statute supports plaintiff’s argument. The Act defines “commodity” generally and categorically, “not by type, grade, quality, brand, producer, manufacturer, or form.” … Thus, as plaintiff urges, Congress’ approach to defining “commodity” signals an intent that courts focus on categories—not specific items—when determining whether the “dealt in” requirement is met. This broad approach also accords with Congress’s goal of “strengthening the federal regulation of the … commodity futures trading industry,”… since an expansive definition of “commodity” reasonably assures that the CEA’s regulatory scheme and enforcement provisions will comprehensively protect and police the markets. … As the Supreme Court has instructed in an analogous context, such statutes are to be “construed ‘not technically and restrictively, but flexibly to effectuate [their] remedial purposes.’”… Finally, the scant case law on this issue also supports plaintiff’s approach. … Taken together, these decisions align with plaintiff’s argument that the CEA only requires the existence of futures trading within a certain class…in order for all items within that class…to be considered commodities. Here, the amended complaint alleges that My Big Coin is a virtual currency and it is undisputed that there is futures trading in virtual currencies (specifically involving Bitcoin). That is sufficient, especially at the pleading stage, for plaintiff to allege that My Big Coin is a “commodity” under the Act. See *CFTC v. McDonnell*, 287 F. Supp. 3d 213, 228 (E.D.N.Y. 2018) (“Virtual currencies can be regulated by CFTC as a commodity.”); *In re BFXNA Inc.*, CFTC Docket 16-19, at 5-6 (June 2, 2016) (“[V]irtual currencies are encompassed in the [CEA] definition and properly defined as commodities.”); *In re Coinflip, Inc.*, CFTC Docket No. 15-29, at 3 (Sept. 17, 2015) (same)」。最終的な結論として、「Defendants’ motion to dismiss … is denied.」と判示。

3 ICO について

3-1

ICO に関する金融庁の考えの概要は次のとおり。

<p>金融庁の基本的な考え方</p> <p>「ICO において発行される一定のトークンは資金決済法上の仮想通貨に該当し、その交換等を業として行う事業者は内閣総理大臣(各財務局)への登録が必要になります。また、ICO が投資としての性格を持つ場合、仮想通貨による購入であっても、実質的に法定通貨での購入と同視されるスキームについては、金融商品取引法の規制対象となると考えられます」(金融庁「ICO(Initial Coin Offering)について~利用者及び事業者に対する注意喚起~」(2017年10月27日))。</p>	
<p>仮想通貨</p>	<p>集団投資スキーム持分</p>
<p>仮想通貨の定義規定</p> <p>「5 この法律において「仮想通貨」とは、次に掲げるものをいう。</p> <p>一 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並びに通貨建資産を除く。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</p> <p>二 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」(資金決済法2条5項)</p>	<p>集団投資スキーム持分の定義規定</p> <p>「五 民法…第六百六十七条第一項に規定する組合契約、商法…第五百三十五条に規定する匿名組合契約、投資事業有限責任組合契約に関する法律…第三条第一項に規定する投資事業有限責任組合契約又は有限責任事業組合契約に関する法律…第三条第一項に規定する有限責任事業組合契約に基づく権利、社団法人の社員権その他の権利(外国の法令に基づくものを除く。)のうち、当該権利を有する者(以下この号において「出資者」という。)が出資又は拠出をした金銭(これに類するものとして政令で定めるものを含む。)を充てて行う事業(以下この号において「出資対象事業」という。)から生ずる収益の配当又は当該出資対象事業に係る財産の分配を受けることができる権利であつて、次のいずれにも該当しないもの(前項各号に掲げる有価証券に表示される権利及びこの項(この号を除く。)の規定により有価証券とみなされる権利を除く。)</p> <p>イ 出資者の全員が出資対象事業に関与する場合として政令で定める場合における当該出資者の権利</p> <p>…」(金商法2条2項5号)。</p>
<p>仮想通貨該当性に関する金融庁担当者の説明</p> <p>「ICO において発行されるトークンが二次流通をする場合。具体的には以下①または②を満たす場合、トークン自体も資金決済法上の仮想通貨に該当するというふうに考</p>	<p>集団投資スキーム持分該当性に関する金融庁担当者の説明</p> <p>「ICO において発行されるトークンが収益分配型であつて、以下①または②を満たす場合、トークンは金融商品取</p>

<p>えられるところでございます。①は、不特定の者に対して代価の弁済に使用でき、かつ不特定な者を相手に法定通貨と相互に交換できること。②は、不特定の者を相手に仮想通貨と相互に交換できることでございます」(金融庁・仮想通貨交換業等に関する研究会第1回(平成30年4月10日)議事録)。</p>	<p>引法上の集団投資スキーム持分に該当するものと考えられます。①法定通貨で購入されること。または②仮想通貨で購入されるが、実質的には法定通貨で購入されるものと同視されることでございます」(金融庁・仮想通貨交換業等に関する研究会第1回(平成30年4月10日)議事録)。</p>
<p>仮想通貨に該当する場合</p> <p>「仮想通貨に該当するトークンの売買又は他の仮想通貨との交換等を業として行うことは、仮想通貨交換業に該当し、資金決済法上の規制の対象となる」(金融庁・仮想通貨交換業等に関する研究会第8回(平成30年11月1日)資料3)。</p>	<p>集団投資スキーム持分に該当する場合</p> <p>「集団投資スキーム持分に該当するトークンについては、例えば、その自己募集を業として行うことは、第二種金融商品取引業に該当し、以下のような規制の対象となる。</p> <p>①登録義務(財務要件、人的構成要件など)が課される ②行為規制(広告規制、虚偽告知等の禁止、適合性の原則など)が課される ③当局による報告徴求、検査、業務改善命令等の対象となる」(金融庁・仮想通貨交換業等に関する研究会第8回(平成30年11月1日)資料3)。</p>

<p>金融庁・事務ガイドライン第3分冊16 仮想通貨交換業者関係</p> <p>I-1-1 … ① 法第2条第5項第1号に規定する仮想通貨(以下「1号仮想通貨」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、「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仮想通貨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。</p> <p>② 1号仮想通貨の該当性に関して、「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」ことを判断するに当たり、例えば、「発行者による制限なく、本邦通貨又は外国通貨との交換を行うことができるか」、「本邦通貨又は外国通貨との交換市場が存在するか」等について、申請者から詳細な説明を求めることとする。</p> <p>(注) 前払式支払手段発行者が発行するいわゆる「プリペイドカード」や、ポイント・サービス(財・サービスの販売金額の一定割合に応じてポイントを発行するサービスや、来場や利用ごとに一定額のポイントを発行するサービス等)における「ポイント」は、これらの発行者と店舗等との関係では上記①又は②を満たさず、仮想通貨には該当しない。</p> <p>③ 法第2条第5項第2号に規定する仮想通貨の該当性に関して、「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」ことを判断するに当たり、例えば、「発行者による制限なく、1号仮想通貨との交換を行うことができるか」、「1号仮想通貨との交換市場が存在するか」等について、申請者から詳細な説明を求めることとする。</p> <p>I-1-2 … (注1) 法第2条第7項に規定する「業として行うこと」とは、「対公衆性」のある行為で「反復継続性」をもって行うことをいうものと解される…。なお、「対公衆性」や「反復継続性」については、現実に「対公衆性」のある行</p>

為が反復継続して行われている場合のみならず、「対公衆性」や「反復継続性」が想定されている場合等も含まれる点に留意する。

金融庁・仮想通貨交換業等に関する研究会第8回（平成30年11月1日）資料3の9頁以降の概要（以下は当該資料を個人的に要約したものすぎないことに留意されたい）。

	投資対象・ 販売先	取扱者・販 売者	流通の場の 提供者	事業・財務 の精査等	発行価格の 設定	発行開示等	不正取引 規制等	継続開示等
株式IPO募 集	株式 一般投資家	幹事証券会 社	取引所 証券会社	引受審査・ 取引所審 査・監査	主幹事によ る仮条件、 ブックビル	有価証券届 出書 目論見書	不正行為禁 止・風説流 布等禁止・	有価証券報 告書等 適時開示
プロ市場 特定投資家 私募	株式 特定投資家	J-Adviser	取引所 証券会社	J-Ad 審査・ 取引所審 査・監査	発行者によ る評価額算 定書	特定証券情 報の公表	相場操縦禁 止・内部者 取引規制	発行者情報 の公表 適時開示
株式投資型 CF	株式 一般投資家 50万/1億円	CF 仲介業 者	証券会社	CF 仲介業 者	CF 仲介業 者による目 標額審査	CF 仲介業 者による重 要事項公表	不正行為禁 止・風説流 布等禁止	発行者によ る定期的な 情報提供
CIS 募集	収益分配権 持分 一般投資家	発行者自身 or 販売業者	通常流通し ない	-	-	契約締結前 交付書面 (証券投資 型は開示規 制あり)		原則なし (証券投資 型は開示規 制あり)
投資性 ICO	収益分配権 表章トーク ン 一般投資家	発行者自身 or ICO プラ ットフォー ム	ICO ブラッ トフォー m or 交換所	規律なし 仮想通貨に 該当すれば 自主規制案	規律なし 発行者が独 自決定	規律なし 通常はホワ イトペーパー	規律なし	規律なし
検討対象	-	販売勧誘や 自己募集に 関する業規 制の必要性 とその内容 (自主規制 の役割等)	誰がふさわ しいか	審査を行う 第三者の必 要性と審査 の内容	公正な条件 決定のため の対応の必 要性とその 内容	情報提供の ための対応 の必要性と その内容	取引の公正 確保等のた めの対応の 必要性とそ の内容 (な おアマへの 販売抑止)	情報提供の ための対応 の必要性と その内容

3-2

ICO のトークンには様々なものがあり（例えば、拙稿や金融庁の上記研究会で紹介されているスイス金融市場監督機構（FINMA）の ICO ガイドラインによれば、ペイメントトークン、ユーティリティトークン、アセットトークン。それぞれの性質を併せ持つハイブリッド・トークンもありうる）、その性質に応じて適切な規制を適用するというのが基本的な考え方。とりわけ投資性のある ICO トークンの規制のあり方が議論（なお収益分配の権利がなくても流通市場があることで投資者が転売狙いで ICO トークンを購入することはあり、その結果として発行者の資金調達が可能になるのであれば金融の機能を果たしうることになる）。

3-3 ICO トークンの仮想通貨該当性

3-3-1

日本仮想通貨事業者協会（現・日本仮想通貨ビジネス協会）は、「イニシャル・コイン・オファリングへの対応について」（平成 29 年 12 月 8 日）において、「トークンの発行時点において、将来の国内又は海外の取引所への上場可能性を明示又は黙示に示唆している場合はもちろん、そのような示唆が存在しない場合であっても、発行者が、本邦通貨又は外国通貨との交換及び 1 号仮想通貨との交換を、トークンの技術的な設計等において、実質的に制限していないと認められる場合においては、仮想通貨に該当する可能性が高いため、仮想通貨に該当しないとす個別具体的な合理的事情がない限り、原則として、トークン発行時点において、資金決済法上の仮想通貨に該当するものとして取り扱うことが適当と考えられる」との見解を明らかにしているが、妥当であると思う。そのようなトークンは仮想通貨としての性質を内包しており、当該トークンの購入者は仮想通貨交換所で取引できるようになることを重視ないし期待していることが多いと思われ、そうであれば、当該トークン発行時点から仮想通貨の利用者保護規制等を定めた資金決済法を適用することが適切であると考えられるからである（現在の資金決済法の規制が十分であるといっているわけではない。念のため）。

また、かかるトークンの発行者は、トークンという仮想通貨を組成して、その販売・交換を行うというビジネスをしていると理解できることから、当該行為は資金決済法 2 条 7 項 1 号により仮想通貨交換業に該当すると考えられる。

おそらく、金融庁も同じような考え方ではないか？

資金決済法 2 条 7 項 1 号・2 号・3 号

7 この法律において「仮想通貨交換業」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、「仮想通貨の交換等」とは、第一号及び第二号に掲げる行為をいう。

一 仮想通貨の売買又は他の仮想通貨との交換

- 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、利用者の金銭又は仮想通貨の管理をすること。

3-3-2

3-3-1 を前提とすると、

- ① (仮想通貨である) ICO トークンの発行者は、(a)仮想通貨交換業者として登録するか、(b)仮想通貨交換業者に販売・交換を委託することが必要となる (という理解で正しいか)。
- ②現状では①(a)も①(b)も難しいので、日本における ICO は事実上困難となっている (という理解で正しいか)。
- ③しかし、日本仮想通貨交換業協会が ICO に関する自主規制案を公表するなどの動きがあり、今後は①(b)が日本における ICO のメインルートになる可能性が高いのではないかと見られる。
- ④ICO に関する自主規制案の内容 (審査・情報開示・安全確保・調達資金・販売確保。3-3-3 参照) は、金融庁の問題意識 (3-1 の最後の表中における「検討対象」参照) を概ねカバーしているように見える。
- ⑤国際的な規制動向も見据えながら現時点で制度設計するのであれば、法律で細部を固めすぎるよりも法律に裏付けられた自主規制を活用するという方向性は理解できる。
- ⑥もっとも、自主規制の内容・執行の妥当性や自主規制の実効性をいかに確保するか、自主規制だけで足りるか、自主規制の対象外となってしまう者の行為をどう規律するかなどは、重要な課題となる (3-3-4 参照)。

3-3-3

日本仮想通貨交換業協会の ICO の取扱いに関する規則案は次のとおり (金融庁・仮想通貨交換業等に関する研究会第 5 回 (平成 30 年 9 月 12 日) 資料 4 より。同協会は平成 30 年 10 月 24 日に認定自主規制機関となったが、ICO の取扱いに関する規則案は現段階では規則になっていない模様)。

ICO の取扱いに関する規則

会員が、以下の行為を行う場合に関する自主規制を検討。

(1) 会員が、自ら資金決済法に定める仮想通貨を発行し、利用者に対して当該仮想通貨を販売する行為又は他の仮想通貨との交換を行う行為

(2) 会員が、会員以外の第三者が発行する仮想通貨について、当該第三者の依頼に基づき販売又は他の仮想通貨との交換を行う行為

例えば、下記のような項目の自主規制規則化を検討

審 査 : 対象事業の適格性、実現可能性及び実現可能性を審査

<p>情報開示 : 販売開始時、販売終了時点、販売終了後の継続的な情報提供</p> <p>安全確保 : 自社仮想通貨に利用するブロックチェーン及びスマートコントラクト、当該仮想通貨を保管するウォレット等の安全性を検証</p> <p>調達資金 : 利用者に情報開示した資金使途以外の用途に調達資金を使用することの禁止</p> <p>販売価格 : 販売業務を行うに際し必要に応じて投資需要の調査を行う等の合理的に算出しようする方法を用いて、販売価格の範囲等の妥当性を審査</p>

3-3-4

例えば、

- ①審査等に関する自主規制が定められたとしても、仮想通貨交換業者ごとに審査等の質に違いが生じる可能性がある。同協会による調査・処分等が適切に行われるか。一定水準の質を確保するための仕組みとして自主規制だけで足りるか。
- ②ホワイトペーパーに記載すべき内容は国際的動向も踏まえながら自主規制機関が定めるが、その虚偽記載等に対する刑事罰・課徴金・民事責任などの規定は法律が用意するという制度はどうか。
- ③プロ・アマの規制区分やプロ向け市場のようなものは設けないか（ちなみに同協会の「勧誘及び広告等に関する規則ガイドライン」には、「例えば他の交換事業者や資産運用の専門機関などいわゆるプロ相手の取引など、相手方が仮想通貨関連取引に関する専門的な知識を十分に有しているような場合には、適合性基準の適用を緩和あるいは適用外とすることなどの措置を講ずることは、利用者保護に反しない限り許容され得るものと考えます」とある）。
- ④同協会の自主規制の対象となっていない者による風説の流布等に対応すべく、金商法 157 条・158 条のような法規制を設けるべきではないか。
- ⑤その他。

3-4 ICO トークンの集団投資スキーム持分該当性

3-4-1

（そもそも流動性が低いことを念頭において作られた集団投資スキーム持分規制が仮想通貨交換所で取引される ICO トークンの規制として十分かという問題はあ）

ICO トークンは、「出資対象事業…から生ずる収益の配当又は当該出資対象事業に係る財産の分配を受けることができる権利」を与えない形で設計されるものが多いようであり、これが一つ目のハードル。

ICO の多くは、イーサなどの仮想通貨で払込みが行われているため、「出資又は抛出をした金銭（これに類するものとして政令で定めるものを含む。）」（金銭類似物として指定されているのは有価証券・為替手形・約束手形・金銭取得の競走用馬。金商法 2 条 2 項 5 号・金商法施行令 1 条の 3・定義府令 5 条）に該当しないのではないかというのが、二つ目のハードル。

金融庁担当者の説明によれば、「集団投資スキーム持分の定義の中の金銭出資、そしてその金銭と同視されるものとして政令で規定されているものの中に、神作先生ご指摘のとおり、仮想通貨というは入っておりません」という理解を前提とした上で、「仮想通貨という形をとるものの、法定通貨がそのまま仮想通貨になり、仮想通貨が隠れみもののように使われて、出資するといったような形になっているものについては…法定通貨で購入された場合と同視され得るケースがある」と整理されている（金融庁・仮想通貨交換業等に関する研究会第1回（平成30年4月10日）議事録）。

3-4-2

実質を重視する上記解釈論が示されたことは支持できるが、例えば、次のケースをどう考えるか（岩下直行・上原高志・沖田貴史・佐々木清隆・岩倉正和「座談会 仮想通貨・ICOをめぐる法規制」Law & Technology 80号（2018年）23頁の事例④）。

L&T社では、投資家と匿名組合契約を締結したうえで、世界中から資金を調達するため、出資を金銭ではなくビットコインで払い込んでもらうことを想定している。そして、出資してもらったビットコインをもって行う投資事業は、(a)ビットコインおよび他の仮想通貨への投資、(b) ビットコインその他の仮想通貨で購入できる資産（不動産等）への投資、(c) ビットコイン他その他の仮想通貨で出資できるファンド（DAO等）への投資、などを考えている。配当も、ビットコインその他の仮想通貨で行うことを予定している。

3-4-3

投資者が法定通貨を仮想通貨に変えて払込みを行い、当該払込みを受けた事業者が当該仮想通貨を法定通貨に変えて事業を行うのであれば「隠れみの」認定はしやすいかもしれない。しかし、上記ケースのように、事業者が当該仮想通貨を法定通貨に変えることなく事業を行う場合はどうか。主な考え方としては、

- (a)金銭・金銭類似物を充てて行う事業ではないとして、集団投資スキーム持分該当性を否定する。
- (b)全体を見れば仮想通貨を法定通貨の代わりに使う「隠れみの」認定は可能であるとして、集団投資スキーム持分該当性を肯定する。
- (c)そもそも仮想通貨もここでいう金銭に該当すると解釈することで、集団投資スキーム持分該当性を肯定する。
- (d)立法的対応を図る（例えば①仮想通貨を金銭類似物の中を含める、②現物出資を正面から認めるなど）ことで、集団投資スキーム持分該当性を肯定する。

3-4-4

投資性があるにもかかわらず、法定通貨が仮想通貨に切り替わっただけで規制の網から抜け落ちることを許容するのは妥当でないように思われる。この方向で考えた場合、解釈論としては、(b)が無難かもしれないが、(c)の可能性はないか（3-4-4-1から3-4-4-2参照）。立法論としては、(d)①にも一理あるが、(d)②も

検討の余地はあるか。

3-4-4-1

おそらく、当局の法解釈の基本は、「通貨」＝「強制通用力ある法貨」＝「金銭」というものではないか(3-4-1等のほか下記の政府答弁参照)。

平成26年3月7日の政府答弁書「参議院議員大久保勉君提出ビットコインに関する質問に対する答弁書」によると、「我が国において通貨とは、貨幣については通貨の単位及び貨幣の発行等に関する法律…第七条で額面価格の二十倍まで、日本銀行券については日本銀行法…第四十六条第二項で無制限に、それぞれ法貨として通用するものとされているところであり、ビットコインは通貨に該当しない。民法(明治二十九年法律第八十九号)第四百二条第一項及び第二項における「通貨」とは、強制通用の効力(以下「強制通用力」という。)を有する貨幣及び日本銀行券であって、これを用いた金銭債務の弁済が当然に有効となるものをいうと解されており、強制通用力が法律上担保されていないビットコインは、当該「通貨」には該当しない。また、外国為替及び外国貿易法…第六条第一項における「通貨」とは、強制通用力のある銀行券、政府紙幣又は硬貨と解されており、ビットコインは、これらのいずれにも該当しないため、日本円を単位とする通貨と規定する「本邦通貨」、本邦通貨以外の通貨と規定する「外国通貨」のいずれにも該当しないとされている。

平成26年3月18日の政府答弁書「参議院議員大久保勉君提出ビットコインに関する再質問に対する答弁書」によると、「強制通用の効力」とは、金銭債権の債務者が当該効力を有する媒体を用いて弁済した場合に、債権者がその弁済の受領を拒むことができず、当然にその弁済が有効となるとの効力をいい、貨幣については通貨の単位及び貨幣の発行等に関する法律…第七条により額面価格の二十倍まで、日本銀行券については日本銀行法…第四十六条第二項により無制限に、それぞれ法貨として通用することをいう。…強制通用の効力(以下「強制通用力」という。)を担保する主体は、主権を有する国家又はこれに準ずるものである。外国の通貨とは、ある外国が自国における強制通用力を認めている通貨をいい、我が国における強制通用力が認められているものではない。…外国の通貨とは、ある外国が自国における強制通用力を認めている通貨をいうことから、ビットコインについて強制通用力を認めている外国が存在しない限り、ビットコインが外国の通貨と同様の性質を持つと解することは困難であるとされている。

3-4-4-2

もともと、「金銭」や「通貨」といった概念は、それぞれの法律の目的や規定の趣旨に照らし、解釈の余地がありうるのだとすると、①仮想通貨は仮想通貨交換所を通じて容易に法定通貨と交換できること、②仮想通貨は集団投資スキーム規制の定義における金銭に該当すると解釈することが集団投資スキーム規制の趣旨に反するようには思えないこと、③「隠れみの」論よりも「(ここでいう金銭との関係では)当然包含」論のほうが規制適用の有無が明確になり予測可能性が高まりうることなどを考えると、3-4-3(c)の解釈もあ

りうるように思うが、どうだろうか（もっとも、あらゆる法律における「金銭」の概念に仮想通貨を含めよという主張ではないため、「通貨」＝「強制通用力ある法貨」＝「金銭」で統一したほうが明確であるなどの反論はあるかもしれない）。

4. 仮想通貨・ICO トークンの公正な価格形成に関連して

ある仮想通貨交換業者の例（2018年11月13日23時30分）

ビットコイン取引所（手数料あり）			ビットコイン販売所（手数料なし）	
Ask 数量 (BTC)	BTC/JPY	Bid 数量 (BTC)	<div style="border: 1px solid black; padding: 5px; text-align: center;"> 購入価格(BTC/JPY) 725,167 </div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; text-align: center; margin-top: 10px;"> 売却価格(BTC/JPY) 707,885 </div>	
1	716,200			
0.50000013	716,199			
1.00000013	716,197			
0.6166	716,195			
0.24	716,000			
0.19553091	715,962			
	715,954	0.47		
	715,953	0.5		
	715,757	1.71701291		
	715,696	0.0300015		
	715,596	0.50000013		
	715,595	0.3		

* 「ビットコイン取引所」と一般的に言われているが「取引所」という言葉を使うと金融商品取引所のよ
うな自主規制機能を発揮していると誤解されるのではないかと（ICO トークン「上場」という言葉も同じよ
う誤解を与える言葉ではないか）。

4-1

ビットコインは、仮想通貨交換所によって、また、一つの仮想通貨交換所内でも取引の形態によって、そ
の価格は異なりうる。国内外での価格差もあり、例えば、2018年6月9日の日経記事「仮想通貨「キムチ・
プレミアム」国内にも 投機誘う」によると、「ビットコインの価格が急騰した今年1月時点で日本は1ビ
ットコインが約200万円だったのに対し、韓国では約260万円」であったという。同記事は「交換業者に
よって取引価格が異なり、差益を狙う投機が荒い値動きを生む」と指摘するが、理屈の上では、アービト
ラージによって価格差は抑えられていくはず。価格差が収斂していかないのだとすると、アービトラージ
が機能しにくい環境があるのか（それは何か）。いずれにせよ、こうした価格差があることについての透明
性の向上は必要（金融庁・仮想通貨交換業等に関する研究会第6回（平成30年10月3日）資料3参照。
なお4-1-1も参照）。

4-1-1

金融庁・上記資料に「国内の各交換業者や海外の主要な業者が提供する「顧客間の取引のマッチングの場」

における約定価格や気配値を基に、認定協会等が算出する基準価格、及び自己の相対取引価格との差」の開示等の話がある。これは当該基準価格を参照指標とするデリバティブや、当該基準価格と連動する ETF などの商品開発にもつながりうるように思われ、興味深い。いずれにせよ、各業者のマッチングの場における公正な価格形成が重要。

4-2

仮想通貨や ICO トークンについては、相場操縦等が横行しているのが現状。例えば、2018 年 8 月 5 日の WSJ の記事「Traders Are Talking Up Cryptocurrencies, Then Dumping Them, Costing Others Millions」(日本語版は 2018 年 8 月 7 日の「仮想通貨を組織的に価格操作、その手口とは」。以下は日本語版を引用)によると、「WSJ が 1~7 月の取引データとオンライン上のトレーダーの通信記録を分析したところ、計 121 種類の仮想通貨が絡んだ「パンプ・アンド・ダンプ」が 175 件見つかった」という。例えば、「7 万 4000 人を超えるフォロワーを持つ「ビッグ・パンプ・シグナル」の場合、「7 月上旬のある日、ビッグ・パンプ・シグナルは取引の追跡ができない「クロークコイン」を買い始めるよう多くのフォロワーに指示した。開始時間は米東部時間午後 3 時、指定の取引所は「バイナンス」だった。テレグラムのチャットルームを管理する匿名のモデレーターが「皆さん、波に乗り遅れないように！」と促した。即座に猛烈な買いが入り、同取引所のクロークコインは 50% 高の 5.77 ドルをつけた後、2 分後に 1 ドル近く下落した。それまで 1 時間はほぼ取引が無かったのに対し、全部で 6700 件、170 万ドル相当の取引が実行された」。

4-3

Tao Li 准教授らが 2018 年 10 月に公表した論文「Cryptocurrency Pump-and-Dump Schemes」によると、仮想通貨に関する 500 ものパンプ・アンド・ダンプ (P&D) を分析した結果、「In the first 70 seconds after the start of a P&D, the price increases by 25% on average, trading volume increases 148 times」となることなどが確認できたという。また、同論文によると、2017 年 11 月 24 日に相場操縦を禁止 (口座凍結や当局報告等) する通知を顧客に送った Bittrex (仮想通貨交換所) では、「Although the ban was not able to eliminate P&Ds altogether, it is evident that there was a sharp decrease in the frequency of P&Ds on Bittrex」となったとし、「we find strong evidence that P&Ds are detrimental to the health of the cryptocurrency market. Specifically, banning P&Ds increased the prices and volumes of tokens listed on Bittrex to a greater extent than those of other tokens」と結論付けている。

4-4

NY 州司法長官事務局 (OAG) が 2018 年 9 月に公表した報告書「VIRTUAL MARKETS INTEGRITY INITIATIVE」によると、「The New York Department of Financial Services has directed virtual currency entities operating in New York to adopt measures to identify and investigate fraud and market

manipulation」であるが、OAG の調査によると、「While participating platforms expressed their commitment to combatting market manipulation, only a few reported having a formal policy in place, defining the types of conduct the platform believes to be manipulative or abusive, and outlining how such trading behavior is to be detected and penalized」であるほか（右図は同報告書からの引用）、「Several platforms also told the OAG that it was impossible to effectively surveil for manipulative activity taking place on more than one platform」とのことである。

FORMAL MARKET MANIPULATION POLICY	
FORMAL POLICY	NO FORMAL POLICY
BITTREX	BITFINEX
coinbase	bitFlyer
GEMINI	Bitstamp
HBUS	POLONIEX
	itBit
	TIDEX

4-5

SEC は、2017 年 8 月に「INVESTOR ALERT: PUBLIC COMPANIES MAKING ICO-RELATED CLAIMS」を公表し、その中で「These frauds include “pump-and-dump” and market manipulation schemes involving publicly traded companies that claim to provide exposure to these new technologies」と述べたが、これは例えば ICO への関与を謳って公開会社の株価を操縦する行為を対象にしたもの（ICO トークンが証券に認定されれば当該トークン自体の相場操縦等も証券規制の対象になると考えられる）。

CFTC は、2018 年 2 月に「Customer Advisory: Beware Virtual Currency Pump-and-Dump Schemes」を公表し、その中で「The U.S. Commodity Futures Trading Commission (CFTC) is advising customers to avoid pump-and-dump schemes that can occur in thinly traded or new “alternative” virtual currencies and digital coins or tokens」と述べたほか、右記のような形で情報提供を呼びかけ。こうした報奨金制度が、行政リソースの効率的使用や不正行為抑止効などにどの程度貢献しているのかは引き続き検討。

Blow the whistle on pump-and-dump schemers

Virtual currency and digital token pump-and-dump schemes continue because they are mostly anonymous.

If you have original information that leads to a successful enforcement action that leads to monetary sanctions of \$1 million or more, you could be eligible for a monetary award of between 10 percent and 30 percent.

For more information, or to submit a tip, visit the CFTC's whistleblower.gov website.

4-6

CFTC が仮想通貨の現物市場における詐欺や相場操縦についても法執行権限を有するのは、例えば次のような問題があるため（以下は WSJ の記事「Bitcoin Futures Manipulation 101: How ‘Banging the Close’ Works」（2017 年 12 月 16 日）の日本語版「ビットコインの新たなリスク、先物の不正は防げるか」（2017

年 12 月 19 日)からの引用)。なお、記事中に出てくる CME のビットコイン先物が参照する「4 つの取引所」は、Bitstamp、Coinbase、itBit、Kraken であるが、前述した NY 州司法長官事務所の報告書によると、これらの取引所の中には相場操縦に関する公式方針を持っていないところがあるようであり（他方で Gemini は当該方針を有している。4-4 参照）、また、CME とこれらの取引所における情報共有契約がうまく機能していないことを示す報道もある（5-4 参照）。複数の価格データを参照すればよいということではなく、各取引所における公正な価格形成を確保する仕組みが重要。

「ビットコイン先物相場における不正操作の仕組みは？」

最も多く指摘されているのが、先物契約が期限を迎える頃に、ビットコイン価格を操作する行為だ。これは期限間近で清算値を操作する目的で行われる典型的な手口で、「バンギング・ザ・クローズ (banging the close)」と呼ばれる。

例えば、Cboe で 1 月に期限を迎えるビットコイン先物契約 100 枚を購入したとしよう。これらの先物契約の清算値はビットコインのスポット取引所であるジェミニで米東部時間午後 4 時に毎日行われる入札結果によって決まる。ジェミニが入札を行う背景には、多くの買い手、売り手を集めてその日のビットコインの指標価格を決めるという意図がある。

だが、1 月 17 日のジェミニの入札で、大口の買いを入れ、異様に高い買い値を提示したとする。こうした行為により、その日の指標価格はつり上げられ、購入した先物契約 100 枚の価値も押し上げる。…ジェミニの取引は薄い。…そのため、比較的小規模な取引が入札価格を動かすとの懸念が出てくる。…

CME の先物はどうか？ 不正操作が行われる可能性は？

おそらくある。だが CME の対策を回避するには、多大な努力を要する。CME の先物は、英ロンドン時間午後 3~4 時におけるビットコインのスポット取引所 4 カ所の平均取引価格から日々算出される指数が決定する。…つまり、CME でバンギング・ザ・クローズを行うには、先物期限を控え、その 1 時間の間に複数の取引所で集中的に売買する必要がある。CME に上場した最初の先物契約は来年 1 月 26 日に期限を迎える。CME は指数の正当性を担保するためには、単独の取引所ではなく、4 つの取引所の価格データから算出することが望ましいと説明している。

では、ビットコイン先物相場が不正操作される確率は？

分からない。大きな不透明要因は、ビットコインのスポット市場が不透明性を欠き、その大半は規制当局による監視が行き届いていないことだ。

次のシナリオを考えてみよう。仮想通貨のベテランによると、少数のいわゆる「鯨」と呼ばれる投資家は、ビットコイン価格がまだ安かった早い段階で投資を始めたため、流通するビットコインを多く保有している。こうした投資家が先物でビットコインをショートにし、先物の期限直前に大量のビットコインを売れば、世界的なビットコイン急落を招き、空売りで利益を得る一方、数年に及ぶビットコイン投資で利益を得ることができる。

4-7

すでにビットコイン先物取引が行われていることから、CFTC がビットコインの現物市場に関心を持つのは分かる。個人的に関心があるのは、CFTC は、まだ先物取引が行われていない仮想通貨の取引であった

としても、その詐欺や相場操縦については法執行を行うのか。これを肯定すれば、仮想通貨の現物市場における CFTC の役割は相当に重要なものとなる。この点、My Big Coin の事案においては、カテゴリー論に立ってこれを肯定 (2-5-3 参照)。

4-8

日本法において、例えば、次のケースをどう考えるか (岩下直行・上原高志・沖田貴史・佐々木清隆・岩倉正和「座談会 仮想通貨・ICO をめぐる法規制」Law & Technology 80 号 (2018 年) 25 頁の事例⑥)。

L&T 社は、自社の新事業のための資金調達を目的として、ICO を行うことを検討している。同社は、ICO の上場前に、新事業の開発途中なのに SNS 等で「開発が成功した」といった情報が流されたり、逆に同社を根拠なく誹謗中傷する情報が拡散されたりすることで、トークンの価格が乱高下し、トークン保有者に迷惑がかかってしまうことを懸念している。

4-9

①当該トークンが有価証券 (集団投資スキーム持分等) に該当すれば、上記行為は金商法 158 条の対象。

②当該トークンが有価証券に該当しなかったとしても、当該トークンが仮想通貨に該当し、また、仮想通貨が金商法 2 条 24 項の金融商品に含まれるのであれば、上記行為はやはり金商法 158 条の対象となる (金商法 158 条の「有価証券等」の定義参照)。

ただし、金商法 158 条は「デリバティブ取引に係る金融商品」とあり、同条に金融商品が含まれている趣旨もデリバティブ取引の公正確保にあると考えるならば、当該トークンについてデリバティブ取引が行われていない場合はどうなるかといった議論はありうる (カテゴリー論を日本でも採用できるか)。

③当該トークンが仮想通貨に該当したとしても、金商法上の有価証券にも金融商品にも該当しないとなると、現在の資金決済法では十分な対応できず (後述する自主規制 (4-10 参照) だけでは十分とは言い難い)。

④より一般的に仮想通貨・ICO トークンの取引について金商法 157 条や 158 条のような規制が適用されるようにすべきではないか。

金商法 157 条

何人も、次に掲げる行為をしてはならない。

- 一 有価証券の売買その他の取引又はデリバティブ取引等について、不正の手段、計画又は技巧をすること。
- 二 有価証券の売買その他の取引又はデリバティブ取引等について、重要な事項について虚偽の表示があり、又は誤解を生じさせないために必要な重要な事実の表示が欠けている文書その他の表示を使用して金銭その他の財産を取得すること。
- 三 有価証券の売買その他の取引又はデリバティブ取引等を誘引する目的をもって、虚偽の相場を利用すること。

金商法 158 条

何人も、有価証券の募集、売出し若しくは売買その他の取引若しくはデリバティブ取引等のため、又は有価証券等（有価証券若しくはオプション又はデリバティブ取引に係る金融商品（有価証券を除く。）若しくは金融指標をいう。第六十八條第一項、第七十三條第一項及び第九十七條第二項において同じ。）の相場の変動を図る目的をもって、風説を流布し、偽計を用い、又は暴行若しくは脅迫をしてはならない。

4-10

日本仮想通貨交換業協会の「不適正取引の防止のための取引審査体制の整備に関する規則」等は次のとおり。こうした自主規制が整備されることは評価できるが、会員でない者による風説の流布等を含めてより実効性のある対応をしていくには、法律を整備する必要があるのではないか（利用者の取引を停止するだけでは不十分ではないか）。

不適正取引の防止のための取引審査体制の整備に関する規則

第 5 条 会員は、第 2 条で定めた社内規則に基づき取引審査を行わなければならない。

2 取引審査は、次の各号に掲げる事項を定めて行うものとする。

- (1) 取引審査の対象となる利用者又は取引の抽出基準
- (2) 取引審査の対象とする仮想通貨(仮想通貨の指数を含む。)の価格の変動率及び数量に係る定量基準
- (3) 取引審査の対象とする取引状況の定性基準
- (4) 内部者(「仮想通貨関係情報の管理体制の整備に関する規則」第 2 条第 2 項に定める意味をいう。以下同じ。)が仮想通貨関係情報(「仮想通貨関係情報の管理体制の整備に関する規則」第 2 条第 1 項に定める意味をいう。以下同じ。)をその者の内部者としての地位に関して知って行う当該仮想通貨関係情報に係る仮想通貨関連取引(以下「内部者取引」という。)に関する事項
- (5) その他会員が取引審査において必要とする事項

3 会員は、前項に定める取引審査を行った結果、不適正取引につながるおそれがあると認識した場合には、当該取引を行った利用者に対し注意喚起を行い、その後も改善が見られない場合には、当該利用者との取引の停止その他の適切な措置を講じなければならない。

第 8 条 会員は、次の各号に掲げる取引を不適正取引の対象として、取引審査を実施しなければならない。

(1)仮想通貨の売買等のため又は仮想通貨(仮想通貨の指数を含む。以下、本条において同じ。)の価格の変動を図る目的のために行う次に掲げる行為

- イ 行為者が直接経験又は認識していない、合理的な根拠のない事実を不特定多数の者に流布すること。
- ロ 他人を錯誤に陥れるような手段を用いて詐欺的な行為を行うこと。徒に他人の射幸心をあおるような言動を行うこ

と。

ハ 暴行又は脅迫を用いること。

(2)仮想通貨の価格に人為的な操作を加え、これを変動させる行為として、次に掲げる取引

イ 仮想通貨の売買等について他人に誤解を生じさせる目的をもって行われる権利の移転、金銭の授受等を目的としな
い仮装の取引

ロ 仮想通貨の売買等について他人に誤解を生じさせる目的をもって行われる第三者との通謀取引

ハ 仮想通貨の売買等を誘引する目的で、当該売買等が繁盛であると誤解させ、又は仮想通貨の価格を変動させるべき
一連の仮想通貨の売買等に係る現実の取引

ニ 仮想通貨の売買等を誘引する目的で、仮想通貨の価格が自己又は他人の市場操作によって変動する旨を流布させ、
又は重要な事項につき虚偽又は誤解を生じさせる表示を故意に行う取引

ホ 仮想通貨の価格を釘付けし、固定し、又は安定させる目的をもって行う一連の仮想通貨の売買等に係る取引

(3)架空の名義又は他人の名義など本人名義以外の名義で行う取引

(4)内部者取引

(5)その他不適正な取引として会員の定める取引

2 会員は、前項各号に掲げる取引のほか、会員及びその役職員が行う「**受注管理体制の整備に関する規則**」第7章に定
める禁止行為についても、取引審査の対象としなければならない。

* 「**受注管理体制の整備に関する規則**」第7章に定める禁止行為とは、架空名義取引等の禁止、虚偽・偽計・偽装の禁
止、ノミ行為の禁止、無断取引の禁止、利益供与等の禁止、遅延行為等の禁止、不正取得の禁止、空売りの禁止、名義
貸しの禁止、自己の計算による不正取引の防止、合理的根拠の無い事実の流布等。

5. 仮想通貨デリバティブ取引に関連して

5-1

平成 29 年度における、仮想通貨交換業者を通じた国内の仮想通貨取引全体のうち、仮想通貨デリバティブ取引は約 8 割（金融庁・仮想通貨交換業等に関する研究会第 7 回（平成 30 年 10 月 19 日）資料 2 等）。現在の資金決済法上、仮想通貨の先物取引等のうち決済時に現物の受渡を行わない「差金決済取引については、法の適用を受ける「仮想通貨の交換等」には該当しない」とされている（金融庁・事務ガイドライン第 3 分冊 16 仮想通貨交換業者関係 I-1-2）。

日本の業者はレバレッジ 25 倍以下におさえてきたようだが、例えば、海外業者 BitMEX は、レバレッジ 100 倍のビットコイン差金決済取引を日本語で提供（海外業者が日本向けに無登録で仮想通貨交換業を行うのであれば資金決済法違反で警告等の対象だが、BitMEX の当該行為は対象外？）。

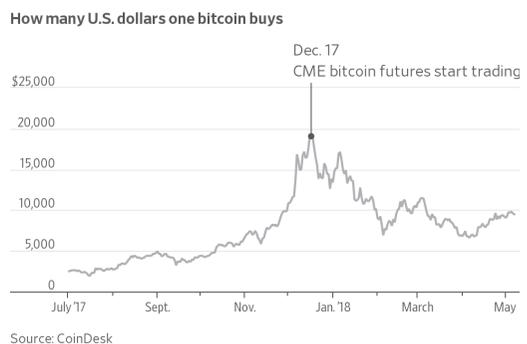
仮想通貨それ自体のボラティリティの大きさ（ビットフライヤーの説明によると「ビットコインはドル円の 3 倍～5 倍程度のボラティリティがあり、ドル円よりもボラティリティが大きい」）に鑑みると、仮想通貨の高レバレッジ取引は賭博（刑法 185 条・186 条）となる可能性も否定できないのではないかと。

5-2

デリバティブ取引は一般にハイリスク・ハイリターンな取引であるといわれるが、リスクヘッジ・資産運用・価格発見などの機能が発揮されるのであれば、デリバティブ取引には社会的意義が認められる。これは原資産が仮想通貨であっても同じではないか。仮想通貨デリバティブ取引が適切に行われるのであれば（そのような制度整備がなされるのであれば）、仮想通貨の公正な価格形成の一助となる可能性があるのではないかと。

5-3

例えば、CBOE 先物取引所（CFE）や CME におけるビットコイン先物取引が、ビットコインの価格にどのような影響を与えたかは興味深い論点（右図は WSJ 日本語版「ビットコインの急落、先物導入が引き金か」（2018 年 5 月 9 日）より）。例えば、CME は 10/31 に計画を発表、12/17 に取引を開始したが、ビットコイン価格はこの時点ピークとして下落。この点について、サンフランシスコ連銀のエコノミックレター（2018 年 5 月 7 日）は、「The rapid run-up and subsequent fall in the price after the introduction of futures does not appear to be a coincidence」と指摘。CME の担当者は、「Many factors influence price, and it is worth noting that the futures market is



still trading a fraction of the cash bitcoin market each day」と指摘。2017年12月18日の日経記事「米CME ビットコイン先物、取引開始 一時2万ドル超え」によると、CMEのビットコイン先物取引は、「1ビットコイン当たり2万ドルを超えて始まったが、その後は売りに押されて伸び悩んだ」という。取引量が少なくとも、先物市場における売りの存在自体が現物市場における投機熱を冷ました可能性はないか。実証研究等の蓄積を期待。

5-4

CFTC Staff Advisory No. 18-14 (2018年5月21日)によれば、仮想通貨デリバティブ上場の際にCFTCスタッフが留意している点として、「(A) enhanced market surveillance; (B) coordination with CFTC staff; (C) large trader reporting; (D) outreach to stakeholders; and (E) DCO risk management」。以下では(A)と(E)の一部のみ紹介。なお、DCM=designated contract market、SEF=swap execution facility、DCO=derivatives clearing organization。

(A)→「DCMs and SEFs, as self-regulatory organizations (SROs), must establish and maintain an effective oversight program designed, among other things, to ensure that listed contracts are not readily susceptible to manipulation and to detect and prevent manipulation, price distortion, and disruptions of the delivery or cash-settlement process. Without adequate visibility into the underlying spot markets, an exchange has diminished ability to effectively identify and address risks in the trading of listed virtual currency derivatives. …Under existing CFTC regulations, DCMs and SEFs must be able to obtain from its traders information on the traders' activities in the reference spot market. However, Commission staff believes that a well-designed market surveillance program of an exchange (i.e., a DCM or SEF) for virtual currency derivatives includes an information sharing arrangement with the underlying spot market(s) that make up the cash-settlement price to facilitate the exchange's access to a broader range of trade data. …Such data may include, but not be limited to, information relating to the identity of the trader, prices, volumes, times, and quotes from the relevant market makers or traders」。もともと、情報共有契約については、CMEが四つの交換所(Bitstamp, Coinbase, itBit and Kraken)に情報提供を求めたところ、複数の交換所がこれを拒否したため、CFTCが情報提供を要請したとの報道(2018年6月8日)あり。アメリカでも十分ではない可能性。

(E)→「As a general matter, staff expects margin requirements for virtual currency contracts to exceed those of less volatile commodities」。マージン規制(レバレッジ規制)については下記参照

5-5

マージン規制(レバレッジ規制)について、CFTC Backgrounder on Oversight of and Approach to Virtual Currency Futures Markets (2018年1月4日)によると、「In the case of CME and CFE Bitcoin futures,

the initial margin was ultimately set at 47 percent and 44 percent, respectively. By way of comparison that is more than ten times the margin required for CME corn futures product」。CME=Chicago Mercantile Exchange、CFE=CBOE Futures Exchange。レバレッジは約2倍少し。

欧州はリテイル向け仮想通貨 CFD（差金決済取引）のレバレッジは2倍（5-5-1 参照）。

後述（5-6 参照）する日本仮想通貨交換業協会の指定水準(4倍)の根拠（計算方法）と何が違うのか？

5-5-1

ESMA は、Product Intervention の仕組みを使って、リテイル向け CFD の規制強化（2018 年 5 月 22 日 決定。8 月 1 日から 3 ヶ月間施行）。ESMA による Product Intervention の期間は更新可能であり、その後 ESMA は更新を決定（下記参照）。なお、某社の Risk Warning の例として、「CFDs are complex instruments and come with a high risk of losing money rapidly due to leverage. 83% of retail investor accounts lose money when trading CFDs with this provider. You should consider whether you understand how CFDs work and whether you can afford to take the high risk of losing your money」。

ESMA has carefully considered the need to extend the intervention measure currently in effect.

ESMA considers that a significant investor protection concern related to the offer of CFDs to retail clients continues to exist. It has therefore agreed to renew the restriction from 1 November.

Renewal of restriction on CFDs

The renewal was agreed by ESMA's Board of Supervisors on 26 September 2018 and includes renewing the following:

1. Leverage limits on the opening of a position by a retail client from 30:1 to 2:1, which vary according to the volatility of the underlying:
 - 30:1 for major currency pairs;
 - 20:1 for non-major currency pairs, gold and major indices;
 - 10:1 for commodities other than gold and non-major equity indices;
 - 5:1 for individual equities and other reference values;
 - 2:1 for cryptocurrencies;
2. A margin close out rule on a per account basis. This will standardise the percentage of margin (at 50% of minimum required margin) at which providers are required to close out one or more retail client's open CFDs;
3. Negative balance protection on a per account basis. This will provide an overall guaranteed limit on retail client losses;
4. A restriction on the incentives offered to trade CFDs; and

5. A standardised risk warning, including the percentage of losses on a CFD provider's retail investor accounts.

5-6

日本仮想通貨交換業協会の「証拠金取引に関する規則」4条2項等は次のとおり。

証拠金取引に関する規則

第4条

2 会員は、当面の間、次のいずれかの方法により証拠金率を定めるものとする。

(1)協会が別に定める値

(2)当該仮想通貨価格又は仮想通貨指数の変動状況及び利用者が生じた預託証拠金額を上回る損失(以下「未収金」という。)の発生状況等を検証し、未収金の発生防止に適う値

附則 第1条

協会は、本規則の施行後1年以内に、第4条第2項第2号によることを選択した会員における未収金の発生状況を勘案し、第4条第2項第1号への統合に向けた改正を行うものとする。

証拠金取引に関する規則に関するガイドライン

第4条第2項第1号関係

本号における協会が別に定める値については、当面の間、証拠金率を25%以上(証拠金倍率4倍以下)とします。

日本仮想通貨交換業協会の説明(金融庁・仮想通貨交換業等に関する研究会第5回(平成30年9月12日)資料4)によれば、

証拠金倍率：協会指定水準=4倍(証拠金率25%)又は会員自身が決定する水準の選択利用(1年限りの暫定措置)

1年以内に会員における未収金の発生状況を勘案し、協会指定水準に統一

※自ら倍率を決定する会員の利用者において1年以内に未収金が生じた場合には、その時点で当該会員は未収金が発生することのない水準に速やかに倍率を切り下げなければならないことを規定。

※協会指定水準(4倍)の根拠

2018年3月31日を起点にその前3か月、1年、3年を対象期間とし、主要な仮想通貨であるビットコインの日次価格変動率をサンプルとした。未収金の発生を予防する観点からサンプルの99.5%が収まるラインを適正値とし、いずれの期間でもこのラインに収まる値を抽出。この結果、変動率約25%という値が得られたため、証拠金倍率を4倍に設定

5-7

仮想通貨デリバティブ取引が適切に行われることを確保するために、金商法のデリバティブ取引の原資産である「金融商品」（金商法 2 条 24 項）に仮想通貨を含め、法規制の対象とすることが考えられる。

ここでいう金融商品とは、要約すると、**1** 有価証券、**2** 預金債権その他の権利等であつて政令で定めるもの、**3** 通貨、**3 の 2** 商品先物取引法 2 条 1 項に規定する商品（農産物等・鉱物等・政令指定物品・電力）のうち政令で定めるもの、**4** 「前各号に掲げるもののほか、同一の種類のものが多数存在し、価格の変動が著しい資産であつて、当該資産に係るデリバティブ取引…について投資者の保護を確保することが必要と認められるものとして政令で定めるもの…」、**5** ①②④のうち内閣府令で定めるものの標準物。

米国と異なり、包括的な規定とはなっていない。

5-8

「ビットコインは通貨に該当しない」という政府答弁（3-4-4-1 参照）を前提とすれば、仮想通貨は上記・金融商品の定義の **3** に該当せず、**4** で仮想通貨を政令指定すべきかどうかという方向で話が進むのではないか。以下の議論にはあまり実益がないものも含まれているかもしれないが、仮に **4** の政令指定がない場合、次のような解釈はできないか。

①通貨としての経済的機能を有するものとして社会に信用されるに至った仮想通貨であれば、**3** に含まれると解釈する余地はないか。

②強制通用力が認められた中央銀行デジタル通貨であれば、**3** に含まれると解釈してよいか。

③ある国が自国通貨としてビットコインに強制通用力を認めた場合、ビットコインは **3** に含まれると解釈してよいか（政府答弁 3-4-4-1 参照）。

以上

報告者レジュメ(追加)

181121 金商法研究会

仮想通貨・ICOに関する法規制・自主規制(追加レジュメ)

立教大学 河村賢治

最新動向

(1) 2018年11月9日、CFTCが、Joseph Kimに対し、同人が勤め先からビットコイン等を着服し取引を行っていたことなどを理由に100万ドル超の原状回復などを命じたことを公表。

(2) 2018年11月16日、SECが、CarrierEQ (Airfox)社のICOおよびParagon社のICOに関して、両社が民事制裁金を支払うことなどでSECと和解した旨を公表。その内容は、連邦証券諸法を遵守しようとするICO実施会社にとって、一つのモデルとなるとの指摘(下記②も参照)。なお、詐欺ではない登録義務違反の事案としてMunchee社の事案があるが、同事案では民事制裁金は課されなかった(レジュメ参照)。

Washington D.C., Nov. 16, 2018 —The Securities and Exchange Commission today announced settled charges against two companies that sold digital tokens in initial coin offerings (ICOs). These are the Commission's first cases imposing civil penalties solely for ICO securities offering registration violations. Both companies have agreed to return funds to harmed investors, register the tokens as securities, file periodic reports with the Commission, and pay penalties. ... "By providing investors who purchased securities in these ICOs with the opportunity to be reimbursed and having the issuers register their tokens with the SEC, these orders provide a model for companies that have issued tokens in ICOs and seek to comply with the federal securities laws," said Steven Peikin, Co-Director of the SEC's Enforcement Division. ...

(3) 2018年11月16日、SEC企業金融局、投資運用局および取引・市場局が、公式声明として「Statement on Digital Asset Securities Issuance and Trading」を公表。SECによる近時の法執行事例を、①デジタルアセット型証券の募集に関する事例(AirFoxとParagon)、②デジタルアセット型証券に関する投資ビークル・投資助言に関する事例(Crypto Asset Management)、③デジタルアセット型証券の流通市場取引に関する事例(TokenLotとEtherDelta)に分けて解説。以下では主に①。

... The Commission's recent enforcement actions involving AirFox, Paragon, Crypto Asset Management, TokenLot, and EtherDelta's founder, ... discussed further below, illustrate the importance of complying with these requirements. Broadly speaking, the issues raised in these actions fall into three categories: (1) initial offers and sales of digital asset securities (including those issued in initial coin offerings ("ICOs")); (2) investment vehicles investing in digital asset securities and those who advise others about investing in these securities; and (3) secondary market trading of digital asset securities. Below, we provide the Divisions' views on these issues. ...

Offers and Sales of Digital Asset Securities

…Today, the Commission issued settled orders against AirFox and Paragon in connection with their unregistered offerings of tokens. Pursuant to these orders, AirFox and Paragon will pay penalties and also have undertaken to register the tokens as securities under Section 12(g) of the Securities Exchange Act of 1934 ("Exchange Act") and to file periodic reports with the Commission. They have also agreed to compensate investors who purchased tokens in the illegal offerings if an investor elects to make a claim. The registration undertakings are designed to ensure that investors receive the type of information they would have received had these issuers complied with the registration provisions of the Securities Act of 1933 ("Securities Act") prior to the offer and sale of tokens in their respective ICOs. With the benefit of the ongoing disclosure provided by registration under the Exchange Act, investors who purchased the tokens from the issuers in the ICOs should be able to make a more informed decision as to whether to seek reimbursement or continue to hold their tokens. … These two matters demonstrate that there is a path to compliance with the federal securities laws going forward, even where issuers have conducted an illegal unregistered offering of digital asset securities. …

(4) 2018年11月14日、日本において無登録営業容疑で逮捕。以下は19日付けの日経新聞。

高配当うたい集金 ほぼビットコインで 金商法の「穴」突く狙い

2018/11/19 付日本経済新聞 夕刊

米国のファンド運営会社「SENER（セナー）」への出資を募り、金融商品取引法違反（無登録営業）容疑で警視庁が摘発した勧誘グループは、出資金の9割以上を現金ではなく仮想通貨ビットコインで集めていた。国内の法規制は仮想通貨の普及に追いついておらず、金商法の「穴」を突いて摘発を免れる狙いがあったとみられる。

「出資が全て仮想通貨であれば摘発は困難だった」。警視庁の捜査幹部はこう打ち明ける。

同庁によると、セナーへの出資を勧誘していたグループは、元本保証で月利3～20%を配当するなどうたい、全国でセミナーを開催。2017年2月からの約3カ月間で、延べ約6千人から総額約83億円相当を集めたとみられている。

その約83億円のうち、現金での入金約5億円のみ。残る約78億円相当（入金時のレートで計算）はビットコインで集めていた。グループは出資者に対し「できるだけビットコインで払ってほしい」と求めていたという。

金融庁によると、無登録で金融商品の対価として「金銭」を集めた場合は金商法の規制対象となるが、現時点で仮想通貨は金銭に含まれない。仮想通貨をすぐに現金化するなど、実態として金銭と同等と見なせる場合は金商法適用の余地もあるが、それ以外は適用できないという。…

金融庁の研究会では、金融商品の対価支払いに仮想通貨を用いた場合でも金商法の適用対象にすべきだとの意見もあるが、実現のメドは立っていない。…

以上

ICO規制に関する一考察

立教大学大学院法務研究科教授 河村賢治

世界中でICO (Initial Coin Offering) が広がっている。本稿では、ICOの状況や諸外国の規制動向を概観し、日本法（資金決済法）に関する法律（以下「資金決済法」という）・金融商品取引法（以下「金商法」という）における位置付けや規制・開示内容の在り方などについて、若干の考察を行う。

I はじめに

法律上の定義はないが、ICOとは、一般に、「企業等が電子的にトークン（証券）を発行し、公衆から資金調達を行う行為の総称」であるといわれる（トークンセールとも呼ばれる）¹⁾。例えば、A社が、あるプロジェクトを実施するための資金を調達すべく、仮想通貨2の1つであるイーサを払い込んだ者に対し、トークンを発行する旨のホワイトペーパー（当該ICOの内容を説明する資料）をウェブ上で公開する。トークンの内容はICOによって様々であるが、例えば、プロジェクトが提供することになるサービスを優先利用できる権利をトークンに付与するとともに、トークンが仮想通貨交換所で取引される（いわゆるトークン上場）³⁾ 交易所で取引される（いわゆるイーサ）と示唆するものであることを明示する。当該サービスを利用したい、あ

換所でトークン取引に至ったのは8%であったという（この調査でいう詐欺（scam）とは、要約すると、ウェブなどでICO投資が可能であることを表明しながら、プロジェクト開発義務を果たそうとする意図を有していない、ないし、オンライン上のコミュニケーションにより詐欺であるとみなされているプロジェクトのことをいうと定義されている）⁵⁾。Wall Street Journalによれば、調査対象とした1450件のICOのうち271件が危険と判断すべき案件（他社のホワイトペーパーのコピペ、経営チームが不明（他人の写真の流用等）、リスクなく利益を得られる旨の約束等がある案件）であったという⁶⁾。

EV⁷⁾によれば、ICO（トークン）の価値評価は、プロジェクトの開発予想とトークンの性質に基づきべきであるが、実際には、誇大宣伝、ホワイトペーパーの質およびトークンの販売テクニック（「見逃してしまおうことへのおそれ（FOMO (fear of missing out)）」）⁸⁾ を利用した手法）によって決まることが多いという（このEV⁷⁾の調査では、仮想通貨交換所で取引開始後のトークン価格の変動の大ききや、ICOによる調達額の増減におおむね応じる形でイーサの価格が増減していることなども図示されており参考になる）⁹⁾。

本稿では、こうしたICOという現象について、主要国の金融・証券規制の動向を概観し、日本法（資金決済法・金商法）における位置付けや規制・開示内容の在り方などについて若干の考察をしたいと思う。

2 諸外国の規制動向

【表1】は、主に金融・資本市場ないし投資者保護規制という観点から、主要国の金融・証券規制当局（とりわけアメリカの証券取引委員会（SEC））が、ICOや仮想通貨に對しどのような対応をしているのかをまとめたものである（注意点：①主要国といっても二つの国の一部の動きしか取り上げていない。②ICOに限らず仮想通貨まわりの規制動向も少し取り上げてい

る。③紙幅の関係上、原文資料等の引用は省略する）。

すべての国の規制動向を調査したわけではないが、【表1】にあるように、ICOを禁止する国もあるものの、少なくとも現段階では、ICOを禁止せず段階で証券規制の適用を及ぼそうとする国が多いように思われる（ICOに特有の規制を設けようとするフランスのようない国もある）。ICOを禁止しない国のうち、スイスやシンガポール（また【表1】にはないがエストニア）などは、ICOフレンドリーな国であるとわかれることが多い（日本企業がスイスに現地法人を設立しICOを実施すれば、法人設立国である）。ICORatingの調査によれば、法人設立国ベースで2017年のICOの所在地を分類してみると、アメリカ、シンガポール、スイス、エストニア、イギリスが多いとのことである⁸⁾（この種の調査はほかにもある）。この点、アメリカにおけるICOの数が多いいっても、「アメリカ

4) ただし、後者の点については、米国の起業家からICOの対象を個人投資家からプロ投資家にシフトさせており、個人から幅広く資金を募り顧客基盤を築くというICOの利点が失われつつあるとの指摘もある（「ICO プロ投資家への調達急増、個人向けは規制強化 顧客基盤作れぬ懸念も」2018年5月9日付日本経済新聞朝刊）。なお、ICOの実施主体は、スタートアップなどの民間企業に限られない。例えば、岡山県西粟倉村は、地方自治体による地方創生ICOの実施を決定したことを発表している（https://nishiwakura.org/pdf/20180613_news_release.pdf）。

5) ICO Quality: Development & Trading (Mar. 22, 2018) (<https://medium.com/satis-group/ico-quality-development-trading-e4fe284046>)。もっとも、この調査に対しては疑問を投げかける声もあるため、より詳細な調査内容の公表が期待される。

6) Buyer Beware: Hundreds of Bitcoin Wannabes Show Hallmarks of Fraud. The Wall Street Journal (May 17, 2018) (<https://www.wsj.com/articles/buyer-beware-hundreds-of-bitcoin-wannabes-show-hallmarks-of-fraud-1528573115>)。

7) Research: Initial Coin Offerings (ICOs) (Dec. 2017) (<https://www.ev.com/Publication/vwLUAsSETS/ev-research-initial-coin-offerings-icos.pdf>)。

8) ICORating Annual Report 2017 (https://icorating.com/ICORating_annual_report_2017.pdf)。

1) 金融庁「ICO (Initial Coin Offering) について～利用者に対する注意喚起～」(平成29年10月27日)。技術的には、ERC20 (イーサリアム上で利用されるトークンの技術仕様の一つ) が多く使われているといわれる。

2) 暗号通貨や暗号資産という呼び方もある（2018年3月の20代国財務大臣・中央銀行総裁会議説明では暗号資産という用語が使われている）。

3) CoinDesk ICO Tracker Summary Stats (<https://www.coindesk.com/ico-tracker/>)。

【表1】ICO・仮想通貨に対する主要国の対応

年月	主要動向
2013.7	アメリカ: SECがビットコイン建てのポンジスキームの運営者に対し差止め等要求する民事訴訟を提起するとともに(Shavers事件)仮想通貨を利用した不当な行為などについて注意喚起。なおSECによる仮想通貨関連の法執行事例は本表に掲載した以外にも複数あり。
2014.2	日本: マウントゴックス事件。
2014.5	アメリカ: SECが仮想通貨者に投資する際のリスクについて注意喚起。
2014.12	アメリカ: 商品先物取引委員会(CFTC)委員長が、仮想通貨デリバティブはCFTCの管轄に含まれる旨の議会証言。
2015.6	韓国: G15(アルマウ・サミット)で仮想通貨デリバティブの取引プラットフォーム事業者に対し停止命令(Comindip)を発する。CFTCが仮想通貨デリバティブの取引プラットフォーム事業者に対し停止命令(Comindip)を発する。なおCFTCによる仮想通貨関連の法執行事例等は本表に掲載した以外にも複数あり。
2015.9	中国: 改正P2P法による仮想通貨関連の法執行事例等に関する規制。
2017.4	日本: 改正資金決済法施行。決済手段としての仮想通貨に関する規制。
2017.7	アメリカ: SECが、DAOトークンが証券として証券法に該当する旨の調査報告書を公表するとともに、ICOのリスクについて注意喚起。
2017.8	アメリカ: SECが、ICOに関与する旨の正確な情報を公表して株主に影響を与えようとする公開会社に関する存在について注意喚起。[注]1: カナダ証券管理当局(GSA)が、ICOのトークン証券化に該当する可能性があること、レギュラトリーサンドボックス制度を利用する内容のリスクについて注意喚起。[注]2: 2017年8月と10月に計2件のICOがレギュラトリーサンドボックス制度を利用。
2017.9	アメリカ: CFTCがビットコイン建てのポンジスキームの運営者に対し差止め等要求する民事訴訟を提起(Gelfman事件)。SECが詐欺的なICOの実施者に対し差止め等要求する民事訴訟において、裁判所が緊急資産凍結命令(RECOIN/DRC事件)を発し、金融行為規制局(FCA)が、ICOがP2Pの規制対象となるかをケース・バイ・ケースであること、ICOのリスクについて注意喚起。[注]3: 中国人民銀行(PBC)等がICOを禁止し、なお、香港では証券先物委員会(SFC)がICOのトークンが証券とならう場合がある旨の声明を公表。[注]4: 金融委員会(FSC)がICOを禁止する方針を表明。
2017.10	アメリカ: CFTCが仮想通貨者に関するCFTCの役割などを説明した資料を公表。[注]5: 金融庁がICOについて「利用促進及び事業者に対する注意喚起」を公表。
2017.11	英国(MMAs): SECが、有名人名(セレブ)が主催するICO等について注意喚起。[注]6: ガボラール: 金融管理局(MMAS)がデジタルトークンオフリング指針を公表し、トークンの構造・特徴に応じて資本市場商品属性を判断する旨をケース・スタディを交えて説明。
2017.12	アメリカ: SECが詐欺的なICOの実施者に対し差止め等要求する民事訴訟において、裁判所が緊急資産凍結命令(PlexCorps事件)。SECがICOを開始した会社に対し停止命令(Munchee事件)。SEC委員長が仮想通貨やICOに関する声明を公表。Choe先物取引所とシンガポールの先物取引所(CME)にビットコイン先物市場。[注]7: 日本仮想通貨事業者協会が「インシヤル・コイン・オフリング」への対応についてを公表。
2018.1	アメリカ: SEC委員長とCFTC委員が仮想通貨者について新聞に共同登載。SECが詐欺的なICOの実施者に対し差止め等要求する民事訴訟において、裁判所が緊急資産凍結命令(AriseBank事件)を発し、コインチェック事件。
2018.2	アメリカ: SEC委員長とCFTC委員長が仮想通貨について議会証言。CFTCが仮想通貨やトークンに関する規制の適用に限り取り扱いは10%~30%の範囲が提供されること説明。SECがビットコイン建ての取引プラットフォームの運営者に対し差止め等要求する民事訴訟を提起(Montrou事件)。
2018.3	アメリカ: 連邦金融市場監督機構(FINRA)が、ICOが求めている取引所を分類した上で、どれが証券に該当するのかがケース・バイ・ケースで判断する旨の注意喚起。[注]8: SECが、ICOの市場結果を公表。
2018.3	アメリカ: SECが、証券の定義に合致するデジタル資産(トークンを含む)の取引所として機能する取引プラットフォームは証券取引所として登録するか適用免除を受けなければならない旨の声明を公表。
2018.4	アメリカ: SECが詐欺的なICOの実施者に対し差止め等要求する民事訴訟を提起(Centra Tech事件)。SECが、仮想通貨事業の取得に関する情報を公表し株主に警告したところを株式売却して利益を得た会社関係者に対し差止め等要求する民事訴訟において、裁判所が緊急資産凍結命令(Longtin事件)を発し、日本仮想通貨事業者協会が決定見直し。金融庁・仮想通貨交換業者等に関する研究発表開催。
2018.5	アメリカ: SECが、投資教育の一環として偽のICOサイト(howeycoins.com)を開発。SECが詐欺的なICOの実施者に対し差止め等要求する民事訴訟において、裁判所が緊急資産凍結命令(TBIS事件)を発し、アメリカ: 北米証券監督者機構(NASAA)が、「シリプト」操作事件として、詐欺的なICO等に対するアメリカとカナダの州証券規制機関による多数の法執行事例を公表。

る。そのため、DAOトークンがそうであったように、例えばイーサを払い込んでICOのトークンを受け取る行為も「金銭の出資」要件を充足しうることになる¹³。

次に、「共同事業」であるが、複数のトークン購入者から資金を集めてプロジェクトが実施され、これらの者が当該プロジェクトの成否の結果をともに受けようとするのであれば、「共同事業」要件を充足しようとする考えられる¹⁴。「利益に対する期待」要件については、トークンの内容が、プロジェクトから生じる収益の配当に与えることができるということにまず異論はない。問題は、トークンの内容が、プロジェクトが提供するサービスを利用できるということ(いわゆるユーティリティ・トークン。ICOにおけるトークンの多くがこれであるといわれる)であった場合に、当該要件を充足するかである。この点、ここでいう利益(profits)には、配当(dividends)や定期支払金(periodic payments)などのほかに、投資価値の増加(increased value of the investment)も含まれると解されている¹⁵。ICOにおけるトークンは、一般に、トークン発行後に仮想通貨交換所で取引されることを予定しているといわれており、このことはユーティリティ・トークンであっても同様である。そうすると、ユーティリティ・トークンの購入者は、サービスを利用す

(1) アメリカ

ICOで発行されるトークンが、連邦証券報知上の証券(security)に該当するのであれば、証券の登録義務をはじめとする各種の連邦証券規制が適用されることになる。証券には、株式会社債などのほか、投資契約(investment contract)も含まれる(1933年証券法2条(a)(1)、1934年証券取引所法3条(a)(10))。投資契約とは、判例法上、①他人の努力から生じる、②利益に対する期待をもつて、③共同事業に、④金銭を出資する仕組みを持つものをいう(Howeyテスト)¹⁶。

まず、「金銭の出資」であるが、ここでいう金銭(money)は、現金(cash)に限られず¹⁷、仮想通貨であってもよいと解釈されている

9 Dirk A. Zetsche, Ross P. Buckley, Douglas W. Arner & Linus Föhr, *The ICO Gold Rush: It's a Scam, It's a Bubble, It's a Shper Challenge for Regulators*, European Banking Institute Working Paper Series 18/2018, (Feb. 15, 2018) (<https://ssrn.com/abstract=3072989>).

10 SEC v. W.J. Howey Co., 338 U.S. 293 (1946). 詳しくは、黒沼樹郎「アメリカ証券取引法【第2版】」(弘文堂、2004年)や、山本雅道「アメリカ証券取引法入門」(レクシスネクサス・ジャパン、2015年)等参照。

11 Uselton v. Shavers, No. 413CV416, 2013 WL 4028182 (2013) および2014 WL 4652121 (E.D. Tex. Sept. 18, 2014).

12 SEC v. Shavers, No. 413CV416, 2013 WL 4028182 (2013) および2014 WL 4652121 (E.D. Tex. Sept. 18, 2014). この点については、藤下哲朗「FinTech時代の金融法あり方に関する序論的検討」(京大法学部先生古稀記念「金融法の運路」788頁以下(有斐閣、2017年)や、山本・前掲10・42頁等参照。

13 SEC Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO, Release No. 81207 (July 25, 2017). The DAOについては、小出薫「分散型台帳」の法的問題、岸論 江崎浩希・前掲12・84頁等参照。

14 これは共同事業の意義について、いわゆる水平的共同性に関つた場合の説明であるところ、ユーティリティ・トークンも水平的共同性の要件を充足しうることをなすことなどについて、Jonathan Rohr & Aaron Wright, *Blockchain-Based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets*, *Cardozo Legal Studies Research Paper No. 527* (Oct. 4, 2017) (<https://ssrn.com/abstract=3048104>) 参照。

15 SEC v. Edwards, 540 U.S. 389 (2004).

行時点において投資目的を追加的にまたは当該目的のみを有する場合²⁶、トークンは、証券とみなされる。なお、ICOのうち、将来においてトークンを取得することができると請求権を付与するプレファンディングやプレセールの場合、こうした請求権は証券とみなされることになる(なお、以上はあくまでも要約であることに留意された)。

(3) フランクス

フランクスの金融市場庁 (AMF) は、2017年10月に、ICOに関する討議文書を公表し、規制の在り方などについてパブリックコメントを実施した²⁸。討議文書では、ICOに関する規制の在り方として、第1条(証券の募集等)に関する現在の規制を変更せず、ICOの実施者が利用するベストプラクティスを構築する)、第2条(証券の募集に関する目的見書規制の枠組みの中にトークンの募集を取り込むこと)によってICOを規制する)、第3条(ICOに合わせた特別規制を設ける。第3条はさらに、フランス国民が参加可能なICOについてAMFの事前承認を受け、承認を受ける(承認を受けないICOを禁止する)第3A条と、AMFの承認を受けるか否かをICO実施者が選択できるようにする(承認を受けないICOであっても禁止されないが、承認を受けない旨をICO実施者が明示することを義務付ける)第3B条に分かれる)が示された。AMFは、2018年2月に、パブリックコメントの結果を公表したが²⁷、それによると、第3B条に多くの支持が集まったこととあり、AMFは、「この枠組みは、良質で革新的なプロジェクトをフランクスに引き寄せつつ、国際的に増殖しているように思われる許

限的な募集を思いとどまらせると同時に、投資者を保護するものとなるだろう」と述べている。

3 若干の考察

(1) 基本的な考え方

ICOが社会的に意味のあるものかどうかの分析は引き継ぎなされるべきであるが²⁹、少なくとも、①不正行為への対応、②情報開示の充実、③投資者教育が必要である。ICOのトークンには様々なものがあるが(例:流通市場を多様な金融商品であれ、投資性(とりわけ市場性)を有するのであれば、その取引の公正・円滑および「資本市場の機能の十全な発揮による金融商品等の公正な価格形成等を図り、もつて国民経済の健全な発展及び投資者の保護に資すること」を目的³⁰とする金融法による対応がまずはずは考えられる(同法1条参照)。同法以外の法律でICOを規制するという方法を否定するものではないが、今後も新しい投資商品は登場するであろうことを考えると、どんな投資商品であれ詐欺的・市場阻害的な行為に対しては、金融規制当局が迅速に差止め申立て等の措置を講じ、同法の目的を確保する仕組みが同法の中に備わっていることが望ましい。ICOを1つの契機として、同法が、投資商品ないし資本市場の基本法として、その法目的を達成する仕組みを十分に備えているかどうかを再検討することは、有意義な作業であると思われる。もちろん、ICOに関しては、資金決済法や自主規制などの役割分担のほか、国際的な規制動向との調和なども検討する必要がある。

26 AMF, Discussion Paper on Initial Coin Offerings (ICOs) (Oct. 26, 2017).

27 AMF, Summary of replies to the public consultation on Initial Coin Offerings (ICOs) and update on the UNICORIN Programme (Feb. 22, 2018). ホワイトペーパーに記載すべき情報などに関するパブリックコメントの結果も紹介されている。

28 この点については、金庫庁「仮想通貨交換業者等に関する研究」(第1回)議事録(平成30年4月10日)に記載された議論が興味深い。

29 金融法の目的が公正な価格形成を確保し市場機能を確保することにあることは、上村進洋教授がかねてより主張されてきたことである。

(2) トークンと仮想通貨・集団投資スキーム 特分

金庫庁は、「ICOにおいて発行される一定のトークンは資金決済法上の仮想通貨に該当し、その交換等を業として行う事業者は内閣総理大臣(各財務局)への登録が必要になります。また、ICOが投資としての性格を持つ場合、仮想通貨による購入であっても、実質的に法定通貨での購入と同視されるスキームについては、金融商品取引法の規制対象となると考えられます」としている³⁰。

まず、仮想通貨(資金決済法2条5項)該当性について、金庫庁の担当者は、「ICOにおいて発行される、金庫庁が二次流通をする場合、具体的には以下①または②を満たす場合、トークン自体も資金決済法上の仮想通貨に該当するというふうによく考えられる」。①は、不特定の者に対して代価の弁済に使用でき、かつ不特定の者を相手に法定通貨と相互に交換できること。②は、不特定の者を相手に仮想通貨と相互に交換でき、かつ二次流通を可能にする」と述べ³¹。①と②に議論となっており、トークン発行時点において、仮想通貨交換所で取り扱われていないトークンであっても、二次流通する場合に当たらず、上記①も②も満たさないこととなる(仮想通貨に該当しないこととなる)のである。

この点、市場可能性を示唆しているトークンや、トークンの設計等において法定通貨や仮想通貨との相互交換を制限していないトークンについては、原則として、トークン発行時点において、仮想通貨に該当するものとして取り扱うことが適当との見解が日本仮想通貨事業者協会

より示されているが³²、妥当であると思う。そのようなトークンは仮想通貨としての性質を内包しており、当該トークンの購入者は仮想通貨交換所で取引ができるようになることを重視し期待していることが多いと思われ、そうであれば、当該トークン発行時点から仮想通貨の利用者保護規制等を定めた資金決済法を適用することが適切であると考えるからである³³。

もっとも、トークンを含めた仮想通貨市場の公正な価格形成を確保するという観点からは、現在の資金決済法による規制だけでは十分とはいえないであろう(同法で対応するとした場合、公正な価格形成の確保との関係を取扱えた同法目的の再検討、自主規制を設けたICOの開示規制の在り方、トークン等の取扱基準の公正性・透明性確保や取引確実性制などの整備、金融法157条や158条のような包括的な詐欺、市場阻害行為を禁止規定の導入と活用、エンフォースマメントの充実などが主な検討課題となる)。

次に、集団投資スキーム特分(金融法2条2項5号)該当性について、金庫庁の担当者は、「ICOにおいて発行されるトークンが収益分配型であって、以下①または②を満たす場合、トークンは金融商品取引法上の集団投資スキーム特分に該当するものと考えられます。①法定通貨で購入されること。または②仮想通貨で購入されるが、実質的には法定通貨で購入されるものと同視されること」と述べる³⁴。ここでは、集団投資スキーム特分の要件のうち、金庫等(金銀および政令で定める金銀類似物)の出資と、収益分配型という点が問題となっている。

30 金庫庁「前掲注1」。ICOを仮想通貨・法定通貨型・ファンド型・商品券型・会員権型・期待権型などに分類し、仮想通貨・集団投資スキーム特分、前払式支払手段などの該当性を詳細に検討したものととして、有吉尚敏「Initial Coin Offering (ICO) に対する金融規制の適用関係に関する一考察」NBL1111号4頁以下。

31 金庫庁「前掲注28(廣川齊金融庁総務企画局企画課信用制度企画室長発言)」。仮想通貨の該当性に関する金融庁の考え方については、金庫庁「事務ガイドライン(第三分冊:金庫会社関係16仮想通貨交換業者関係)11-1も参照。

32 日本仮想通貨事業者協会「インイニシャル・コイン・オフリングへの対応について」(平成29年12月8日)3頁。

33 このように考え方を示しているのは、日本におけるICOの規制を阻害し、インベションを促進させたいという趣旨の指図もあるようだが、筆者としては、現行法制のもとで評価的ないしICOを防止、後押しされるべきインベションに資金があるようにするところからこのように見ているのではないかと考えている。

34 金庫庁「前掲注28(廣川齊金融庁総務企画局企画課信用制度企画室長発言)」。

えるべきではないか)。また、現行法上、事業型ファンデで開示規制が適用除外される場合であっても、契約締結前交付書面の交付といった業者規制はあるが(同法37条の3)、開示規制と業者規制では課徴金などのエンフォースメントに違いがある。こうしたエンフォースメントの違いが合理的かといった点なども再検討すべきではないだろうか。

(3) ホワイトペーパーによる情報開示の内容

最後に、ホワイトペーパーによる情報開示の内容について考えてみたい。この点、①ICO実施者や関係者に関する情報、②プロジェクトに関する情報、③トークンに関する情報、④リスクに関する情報などを軸に、開示内容の充実に努めることが考えられる。根底にあるのは、ICOの犯罪利用を防ぐことが当然の前提として、トークンの価値を評価するために必要な情報は開示されなければならないという点である。

例えば、①については、実施者の身元(人の実在性)や経歴などを確認できるかが重要な点であろう(その他の情報の入先手の開示なども求められよう)。関係者の例としては、リーガルアドバイザーが一般にトークンの価値の源泉という点である。ICOの多くは、プロジェクトをロードマップで実施するの、プロジェクトを実施するためにどれぐらいの資金が必要になるのか、その資金調達をなぜICOで行うのか、ICOで集めた資金はどのようにプロジェクトに充当されていくのか、プロジェクトに充当されない資金の管理・使途はどうなっているのか、プロジェクト(とりわけソリジェーション)を提供するコンピュータプログラム(コード³⁵)の開発状況はどのようになっているのか、③については、

前者の問題について、ICOのトークンは仮想通貨で購入されるのが一般的であるところ、金商法上、仮想通貨は金銭には含まれないと考えられており金銭類似物にも指定されていないという点、形式的には金銭等の出資要件を満たさないではないかということとなるが、金銀行としては実質を重視し、上記②のような解釈を採ったものといえる。このように実質を重視する解釈が示されたことは支持できるし、仮想通貨を金銭類似物の1つとして政令指定するという対応もありうると思うが、そもそも金銭類似物の内容を政令で限定的に定めること自体が妥当なのか(この点に限らず法令でどこまで定めるべきか)という観点からの議論もあってよいと思う。

次に後者の問題であるが、金商法上、集団投資スキーム特分は、収益分配型の投資商品を念頭においた定義となっている。これに対し、ICOのトークンは、収益分配の権利は付与されないが、流通市場で転売益を狙えるものとして設計されることが多いといわれる。そうすると、現在の集団投資スキーム特分概念では、ICOのトークンの多くを捕捉できない可能性がある。これは、アメリカの投資契約と大きく違う点である。収益分配の権利はないが流通市場で取引される新しい投資商品(ICOのトークン以外にもこうした投資商品が出てくるかもしれない)について、政令指定を待たなくても同法の特分概念をより包括的なものへと改正するなどの対応を検討すべきではないだろうか。

また、仮にICOのトークンが集団投資スキーム特分に該当したとしても、ICOの多くはいわゆる事業型ファンデに該当し、開示規制は適用除外されるのではないかと思われる(金商法3条3号)、市場性を持つトークンについてそれぞれよいのか(ICOに適した開示規制を考

は、トークンに付与される権利、トークンの発行数や発行上限数(数が削減する可能性があればその手続等の説明も含む)、トークンの取引制限や仮想通貨交換所での取引予定(仮想通貨交換所で取り扱わないリスクの説明も含む)、私込通貨の種類やトークンの販売価格、最低・最大調達額、セール期間、購入条件などに関する情報などのほか、プレセールの内容やICO実施者等のトークン保有状況、取引制限などの開示が重要となる。なお、トークンの内容などを定めるコードについては、エラーが含まれること、ほか、コードには書かれていないが投資者には開示されておらず投資者に損害をもたらすものがあるとの指摘がなされている³⁶ことにかんがみると、コードをGitHubなどで公開し衆人環視の状態に置くほか、専門家の検証を受けることが非常に重要になるのではないか。④については、日本仮想通貨事業者協会が示しているリスク項目が参考にならう³⁷。

[追記]

本稿脱稿後に、岩倉正和(司会)ほか「(座談会)仮想通貨・ICOをめぐる法規制」Law & Technology 80号1頁以下に接した。

35 大規模なICOについては、ホワイトペーパーで示されるソリジェーション・数学上の原理に適合していることを確認する技術監査(technology audit)を受けることが望ましいことや、規模にかかわらず、すべてのコードをGitHubなどで公開することを指摘するものとして、Chris Brummer, *What Should Be in an ICO White Paper?*, Written Testimony before the House Committee on the Financial Services Subcommittee on Capital Markets, Securities and Investment. (Mar. 14, 2018).

36 EY・前掲注7・21-22頁等。
37 日本仮想通貨事業者協会・前掲注32・5頁以下。

金融商品取引法研究会名簿

(平成30年11月21日現在)

会 長	神 作 裕 之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
会長代理	弥 永 真 生	筑波大学ビジネスサイエンス系 ビジネス科学研究科教授
委 員	飯 田 秀 総	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
〃	大 崎 貞 和	野村総合研究所未来創発センターフェロー
〃	尾 崎 悠 一	首都大学東京大学院法学政治学研究科 法学政治学専攻准教授
〃	加 藤 貴 仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	河 村 賢 治	立教大学大学院法務研究科教授
〃	小 出 篤	学習院大学法学部教授
〃	後 藤 元	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
〃	武 井 一 浩	西村あさひ法律事務所パートナー弁護士
〃	中 東 正 文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	藤 田 友 敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	松 井 智 予	上智大学大学院法学研究科教授
〃	松 井 秀 征	立教大学法学部教授
〃	松 尾 健 一	大阪大学大学院高等司法研究科准教授
〃	松 尾 直 彦	東京大学大学院法学政治学研究科客員教授・弁護士
〃	宮 下 央	TMI 総合法律事務所弁護士
オブザーバー	小 森 卓 郎	金融庁企画市場局市場課長
〃	岸 田 吉 史	野村ホールディングスグループ法務部長
〃	森 忠 之	大和証券グループ本社経営企画部担当部長兼法務課長
〃	鎌 塚 正 人	S M B C 日興証券法務部長
〃	陶 山 健 二	みずほ証券法務部長
〃	本 井 孝 洋	三菱UFJモルガン・スタンレー証券法務部長
〃	山 内 公 明	日本証券業協会常務執行役自主規制本部長
〃	島 村 昌 征	日本証券業協会執行役政策本部共同本部長
〃	内 田 直 樹	日本証券業協会自主規制本部自主規制企画部長
〃	塚 崎 由 寛	日本取引所グループ総務部法務グループ課長
研 究 所	増 井 喜一郎	日本証券経済研究所理事長
〃	大 前 忠	日本証券経済研究所常務理事
〃	土 井 俊 範	日本証券経済研究所エグゼクティブ・フェロー

(敬称略)

[参考] 既に公表した「金融商品取引法研究会（証券取引法研究会）研究記録」

- | | |
|---|----------|
| 第1号「裁判外紛争処理制度の構築と問題点」
報告者 森田章同志社大学教授 | 2003年11月 |
| 第2号「システム障害と損失補償問題」
報告者 山下友信東京大学教授 | 2004年1月 |
| 第3号「会社法の大改正と証券規制への影響」
報告者 前田雅弘京都大学教授 | 2004年3月 |
| 第4号「証券化の進展に伴う諸問題(倒産隔離の明確化等)」
報告者 浜田道代名古屋大学教授 | 2004年6月 |
| 第5号「EUにおける資本市場法の統合の動向
—投資商品、証券業務の範囲を中心として—」
報告者 神作裕之東京大学教授 | 2005年7月 |
| 第6号「近時の企業情報開示を巡る課題
—実効性確保の観点を中心に—」
報告者 山田剛志新潟大学助教授 | 2005年7月 |
| 第7号「プロ・アマ投資者の区分—金融商品・
販売方法等の変化に伴うリテール規制の再編—」
報告者 青木浩子千葉大学助教授 | 2005年9月 |
| 第8号「目論見書制度の改革」
報告者 黒沼悦郎早稲田大学教授 | 2005年11月 |
| 第9号「投資サービス法(仮称)について」
報告者 三井秀範金融庁総務企画局市場課長
松尾直彦金融庁総務企画局
投資サービス法(仮称)法令準備室長 | 2005年11月 |
| 第10号「委任状勧誘に関する実務上の諸問題
—委任状争奪戦(proxy fight)の文脈を中心に—」
報告者 太田洋 西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士 | 2005年11月 |
| 第11号「集団投資スキームに関する規制について
—組合型ファンドを中心に—」
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士 | 2005年12月 |
| 第12号「証券仲介業」
報告者 川口恭弘同志社大学教授 | 2006年3月 |

- 第 13 号「敵対的買収に関する法規制」 2006 年 5 月
報告者 中東正文名古屋大学教授
- 第 14 号「証券アナリスト規制と強制情報開示・不公正取引規制」 2006 年 7 月
報告者 戸田暁京都大学助教授
- 第 15 号「新会社法のもとでの株式買収請求権制度」 2006 年 9 月
報告者 藤田友敬東京大学教授
- 第 16 号「証券取引法改正に係る政令等について」 2006 年 12 月
(TOB、大量保有報告関係、内部統制報告関係)
報告者 池田唯一 金融庁総務企画局企業開示課長
- 第 17 号「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」 2007 年 5 月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 18 号「金融商品取引法の政令・内閣府令について」 2007 年 6 月
報告者 三井秀範 金融庁総務企画局市場課長
- 第 19 号「特定投資家・一般投資家について―自主規制業務を中心に―」 2007 年 9 月
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
- 第 20 号「金融商品取引所について」 2007 年 10 月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 21 号「不公正取引について―村上ファンド事件を中心に―」 2008 年 1 月
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
- 第 22 号「大量保有報告制度」 2008 年 3 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 23 号「開示制度（Ⅰ）―企業再編成に係る開示制度および
集団投資スキーム持分等の開示制度―」 2008 年 4 月
報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
- 第 24 号「開示制度（Ⅱ）―確認書、内部統制報告書、四半期報告書―」 2008 年 7 月
報告者 戸田 暁 京都大学大学院法学研究科准教授
- 第 25 号「有価証券の範囲」 2008 年 7 月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 26 号「民事責任規定・エンフォースメント」 2008 年 10 月
報告者 近藤光男 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 27 号「金融機関による説明義務・適合性の原則と金融商品販売法」 2009 年 1 月
報告者 山田剛志 新潟大学大学院実務法学研究科准教授
- 第 28 号「集団投資スキーム（ファンド）規制」 2009 年 3 月
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士

- 第 29 号「金融商品取引業の業規制」 2009 年 4 月
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 30 号「公開買付け制度」 2009 年 7 月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 31 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2011 年 3 月
報告者 藤本拓資 金融庁総務企画局市場課長
- 第 32 号「金融商品取引業における利益相反
—利益相反管理体制の整備業務を中心として—」 2011 年 6 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 33 号「顧客との個別の取引条件における特別の利益提供に関する問題」 2011 年 9 月
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
松本讓治 S M B C 日興証券 法務部長
- 第 34 号「ライツ・オファリングの円滑な利用に向けた制度整備と課題」 2011 年 11 月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 35 号「公開買付規制を巡る近時の諸問題」 2012 年 2 月
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所弁護士・NY州弁護士
- 第 36 号「格付会社への規制」 2012 年 6 月
報告者 山田剛志 成城大学法学部教授
- 第 37 号「金商法第 6 章の不公正取引規制の体系」 2012 年 7 月
報告者 松尾直彦 東京大学大学院法学政治学研究科客員
教授・西村あさひ法律事務所弁護士
- 第 38 号「キャッシュ・アウト法制」 2012 年 10 月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 39 号「デリバティブに関する規制」 2012 年 11 月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 40 号「米国 JOBS 法による証券規制の変革」 2013 年 1 月
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
- 第 41 号「金融商品取引法の役員の責任と会社法の役員の責任
—虚偽記載をめぐる役員の責任を中心に—」 2013 年 3 月
報告者 近藤光男 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 42 号「ドッド=フランク法における信用リスクの保持ルールについて」 2013 年 4 月
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 43 号「相場操縦の規制」 2013 年 8 月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授

- 第 44 号「法人関係情報」 2013年10月
 報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
 平田公一 日本証券業協会常務執行役
- 第 45 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2014年6月
 報告者 藤本拓資 金融庁総務企画局企画課長
- 第 46 号「リテール顧客向けデリバティブ関連商品販売における民事責任 2014年9月
 —「新規な説明義務」を中心として—」
 報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
- 第 47 号「投資者保護基金制度」 2014年10月
 報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 48 号「市場に対する詐欺に関する米国判例の動向について」 2015年1月
 報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 49 号「継続開示義務者の範囲—アメリカ法を中心に—」 2015年3月
 報告者 飯田秀総 神戸大学大学院法学研究科准教授
- 第 50 号「証券会社の破綻と投資者保護基金 2015年5月
 —金融商品取引法と預金保険法の交錯—」
 報告者 山田剛志 成城大学大学院法学研究科教授
- 第 51 号「インサイダー取引規制と自己株式」 2015年7月
 報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 52 号「金商法において利用されない制度と利用される制度の制限」 2015年8月
 報告者 松尾直彦 東京大学大学院法学政治学研究科
 客員教授・弁護士
- 第 53 号「証券訴訟を巡る近時の諸問題 2015年10月
 —流通市場において不実開示を行った提出会社の責任を中心に—」
 報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
- 第 54 号「適合性の原則」 2016年3月
 報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
- 第 55 号「金商法の観点から見たコーポレートガバナンス・コード」 2016年5月
 報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 56 号「EUにおける投資型クラウドファンディング規制」 2016年7月
 報告者 松尾健一 大阪大学大学院法学研究科准教授
- 第 57 号「上場会社による種類株式の利用」 2016年9月
 報告者 加藤貴仁 東京大学大学院法学政治学研究科准教授

- 第 58 号「公開買付前置型キャッシュアウトにおける
価格決定請求と公正な対価」 2016年11月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 59 号「平成26年会社法改正後のキャッシュ・アウト法制」 2017年1月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 60 号「流通市場の投資家による発行会社に対する証券訴訟の実態」 2017年3月
報告者 後藤 元 東京大学大学院法学政治学研究科准教授
- 第 61 号「米国における投資助言業者（investment adviser）
の負う信認義務」 2017年5月
報告者 萬澤陽子 専修大学法学部准教授・当研究所客員研究員
- 第 62 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2018年2月
報告者 小森卓郎 金融庁総務企画局市場課長
- 第 63 号「監査報告書の見直し」 2018年3月
報告者 弥永真生 筑波大学ビジネスサイエンス系
ビジネス科学研究科教授
- 第 64 号「フェア・ディスクロージャー・ルールについて」 2018年6月
報告者 大崎貞和 野村総合研究所未来創発センターフェロー
- 第 65 号「外国為替証拠金取引のレバレッジ規制」 2018年8月
報告者 飯田秀総 東京大学大学院法学政治学研究科准教授
- 第 66 号「一般的不公正取引規制に関する一考察」 2018年12月
報告者 松井秀征 立教大学法学部教授

購入を希望される方は、一般書店または当研究所までお申し込み下さい。
当研究所の出版物案内は研究所のホームページ <http://www.jsri.or.jp/>にてご覧いただけます。

金融商品取引法研究会研究記録 第67号

仮想通貨・ICOに関する法規制・自主規制

平成31年3月20日

定価（本体500円＋税）

編者 金融商品取引法研究会
発行者 公益財団法人 日本証券経済研究所
東京都中央区日本橋2-11-2
〒103-0027
電話 03(6225)2326 代表
URL: <http://www.jsri.or.jp>

ISBN978-4-89032-683-9 C3032 ¥500E