

JSRI Discussion Paper Series

No.2026-01

Digital Asset Market Clarity Act (通称 Clarity Act、H.R.3633) 上院銀行委員会（ドラフト）の注目箇所 (Sec.102 と Sec.404 を除く)

理事・主席研究員 若園 智明

May 2026

Digital Asset Market Clarity Act（通称 Clarity Act、H.R.3633）法案

上院銀行委員会草稿（ドラフト）の注目箇所

※上院農業委員会では、CFTC 関連箇所のみ Digital Commodity Intermediaries Act が採択されている（上院本会議で1本化）。

上院銀行・住宅・都市問題委員会（上院銀行委員会）で審議された Clarity Act に関して、証券規制の観点から重要であると思われる条項を下記で取り上げる。ただし、同法案で最も重要であると思われる Sec.102 と Sec.104 は別紙にてまとめている。

特に、上院銀行委員会が 2026 年 1 月に公表した草稿（1 月草稿）と、上院銀行委員会におけるマークアップ（2026 年 5 月 14 日）の直前（5 月 12 日に公開、14 日のマークアップ前に修正）に公開された 5 月草稿により修正された箇所の比較・補填を行っている。

また末尾において、2025 年に連邦議会下院を通過した同法案と上院銀行委員会の法案の違いをまとめている。

本稿はあくまでも直近の法案の要点を記すディスカッション・ペーパーとして執筆している。執筆の構成や形式・用語の不統一や乱れについてはご容赦願いたい。

I. 最も注目すべき条項

Sec.2（定義、主な用語のみ記載）

注目すべき用語：①Ancillary Asset（付随資産）、②Ancillary Asset Originator（付随資産発行者）、③Network Token

(1) Ancillary Asset、Ancillary Asset Originator、Network Token は、本法が 1933 年証券法に追加した Sec. 4B(a)において定義が与えられている。（本法案の Sec.102 を参照。）

(4) Coordinated Control（1 月草稿では Common Control）

Sec.104(b)の規則制定に基づき SEC が定義する。

(5) Decentralized Governance System

(C) Legal Entities for Decentralized Governance Systems

(6) Digital Asset、Digital Asset Service Provider

Digital Asset（デジタル資産）および Digital Asset Service Provider（デジタル資産サービス提供者）は、Genius Act の Sec. 2 において定義されている。

Digital Asset とは

暗号技術で保護された分散型台帳に記録される価値のデジタル表現。

Digital Asset Provider とは

(A) 報酬または利益を得て、米国内（米国内の顧客またはユーザーに代わって行う場合を含む）において以下の業務に従事する者をいう

- (i) デジタル資産と金銭的価値との交換
 - (ii) デジタル資産と他のデジタル資産との交換
 - (iii) 第三者へのデジタル資産の移転
 - (iv) デジタル資産カストディアンとしての業務
 - (v) デジタル資産発行に関連する金融サービスへの参加を営む者
- (B) 次に掲げるものは含まない
- (i) 分散型台帳プロトコル
 - (ii) 分散型台帳プロトコルまたは自己管理型ソフトウェアインターフェースの開発、運営、またはその開発業務への従事
 - (iii) 不変性を持つ自己管理型ソフトウェアインターフェース
 - (iv) 取引の検証または分散型台帳の運営の開発、運営、またはその事業への従事
 - (v) ピアツーピア取引のための流動性供給を目的とした流動性プールその他の類似の仕組みへの参加

(7) Digital Asset Intermediary

Digital Asset Intermediary (デジタル資産仲介業者) とは、デジタル資産活動に従事し、CFTC または 1934 年証券取引法に基づいて SEC への登録を義務付けられている者をいう。

この他に重要と思われる用語

- (8) Digital Commodity
- (9) Distributed Ledger
- (10) Distributed Ledger Application
- (11) Distributed Ledger Protocol
- (12) Distributed Ledger System
- (15) Smart Contract

Sec.102 「Disclosure Requirements for Certain Transactions Involving Ancillary Assets」

※最も重要な条項。Sec.102 の詳細は別紙を参照。

Sec.103 「Exemption and Rulemaking for Certain Transactions Involving Ancillary Assets」

SEC に Regulation Crypto の制定を求める。一定の条件の下で Ancillary Asset 関連の投資契約の募集・販売に登録免除の枠組みを設ける。

1. Regulation Crypto の制定命令(a)

SEC は、1933 年証券法および 1934 年取引所法に基づき Regulation Crypto と呼ばれる新たな規制を制定し、本条の登録除外制度を実施することが義務に。

2. 投資契約募集に対する登録免除(b)

Ancillary Asset に関連する投資契約 (Investment Contract) の募集・販売・分配について、次の条件を満たす場合に登録規制は適用されない。(b)(1)

①年間募集額が過去 4 年以内において暦年で 5,000 万ドルまで、または②流通しているトークン総価値の 10%まで、のいずれか大きい方までの投資契約をともなう募集・販売・分配は登録免除。

ただし、1933 年証券法 Sec.12(a)(2) (目論見書および通信に関連して発生する民事責任。虚偽表示) および同 Sec.17 (詐欺的州際通商) は引き続き適用される。

3. 累積調達額上限(b)(2)

Regulation Crypto を利用した調達は総額で 2 億ドルを上限とする。

4. 金額基準の定期見直し(b)(3)

SEC は 2 年ごとに金額基準についてのレビューとインフレ調整を実施し、必要なら増額を行う義務を負う。(増額しない場合は、上下院の担当委員会へ増額しない理由を述べたレポートを提出する必要。)

5. 登録除外 (exemption) を使わないことの効果(b)(4) (5 月草稿で削除)

Regulation Crypto の登録除外を利用しない、または要件を満たさなかったとしても、その Ancillary Asset の募集や売付けが証券の募集や売付けであるという推定 (presumption) を生じさせない。

1 月草稿の「(b)(4) No Presumption Created」は 5 月草稿では独立した条項としては削除された。

6. 登録除外を受けるための条件。((c) CONDITIONS FOR EXEMPTION)

Regulation Crypto 登録免除を利用するための要件を定めた規定。

1) 初期開示義務

Regulation Crypto を利用して Ancillary Asset を募集・販売する場合、募集開始の 30 日前までに 1933 年証券法の 新設 Sec.4B(d) の開示情報を SEC に提出しなければならない。また、その後は半期ベースの継続開示が必要となる。

2) 共通支配下 DLT の場合の処分制限適用

Ancillary Asset が、共通支配 (common control) 下にある分散型台帳システムに依存する場合には、Sec.104 (related persons disposition restrictions) の売却制限が適用される。

3)利用できない発行体（不適格発行体）

次のような主体は **Reg. Crypto** の登録除外を利用できない。

①米国法に基づいて設立されていない会社、②具体的事業計画を持たない開発段階企業（development stage company）、③未特定企業との合併目的のみの SPAC 型企業、④投資会社（Investment Company）等

（その他不適格主体の列挙が続く）（自然人の要件が 5 つ）

Sec.103 は構造的に従来の **Regulation A**、**Regulation Crowdfunding** に該当（**Reg A** と **Reg CF** の中間的なイメージ）。トークンを用いた調達の一時的なセーフハーバーを定める条項。新たな **Sec.4B** を受けての資金調達段階（investment contract offering）専用の exemption regime を付与する。

7. 開示文書の法的性質(d)

1933 年証券法の **Sec.4B**（**Clarity Act** の **Sec.102** により追加）に従い開示された文書、もしくは **Regulation Crypto** に従う文書は、1933 年法の **Sec.12(a)(2)**に基づく目論見書（prospectus）とみなされ、かつ

1933 年証券法に追加される **Section 4B**（**Clarity Act** の **Sec.102** により追）に基づく開示および **Regulation Crypto** に基づいて提出されるその他の文書は、1933 年証券法 **Section 12(a)(2)**（虚偽記載等に関する民事責任）の適用目的および **Regulation Crypto** に依拠して行われた取引における購入者との関係に限る場合、目論見書（prospectus）と見なされる。また、1933 年法の **Sec.17(a)**、1934 年証券取引所法の **Sec.10(b)**、規則 **10b-5** の適用目的に照らして statement とみなされる。

※5 月草稿で 1933 年法の **Sec.17(a)**が追加された。

Section 4B に基づく開示または **Regulation Crypto** に基づいて提出されるその他の文書は、1933 年証券法 **Section 11** における **Registration Statement**（登録届出書）とはみなされない。（通常の有価証券登録届出書と同等には扱われない。）

1933 年法の **Sec.12(a)(2)** に基づく民事責任は、当該 disclosure または文書において実際に statements を行った者に対してのみ成立する。また、**Section 12(a)(2)** に基づく請求権を有するのは、**Regulation Crypto** に依拠した取引において ancillary asset を購入した者に限られる。

発行体の計画、開発マイルストーン、デジタル資産の効用、システム採用、市場環境などに関する将来予測に関する記述（forward-looking statement）については、それが将来予

測情報であると明示され、重要なリスク要因を伴う注意文言が付されていれば、原則として責任が生じない。

Sec.108 「Modernization of Securities Regulations for Digital Asset Activities」

既存証券規制をデジタル資産・DLT 環境に適合するよう SEC に包括的見直しを命じる条項。この Sec. 108 は規制の現代化の指針であり、機能的には、

✓Sec.4B Ancillary Asset disclosure regime

✓Sec.103 Regulation Crypto

✓Sec.104 related persons disposition rules

といった個別制度を、既存の市場インフラ規制（custody, clearing, ATS ,transfer agent 等）に整合させる。

1. 既存規制の手直し（tailoring）義務(a)

SEC は、デジタル資産関連活動に適用される既存の規則・様式（Form）・解釈・その他の要件について、DLT の技術特性を踏まえ、時代遅れ、不要、過度に負担となっている部分を改訂・廃止・補完することが求められる。

対象分野の例として以下を挙げている。

①デジタル資産のカストディ（custody）

②transfer agent 規則

③帳簿・記録保存（books, records, recordkeeping requirements）

④クリアリング・決済規則

⑤ブローカー・ディーラー、ATS、取引所規則

⑥発行体開示（issuer disclosure）・継続開示制度

⑦vault、digital asset receipt、または類似の技術を用いたレシート、vault token、liquidity provider token の利用

また、将来新たな義務を課す場合も、同様の「デジタル資産適合型設計」を採る必要がある。

2. 不正取引執行権限の維持(b)

詐欺・相場操縦・欺罔的行為に対する SEC の執行権限を制限するものではない。

3. 既存権限の下での実施(c)

本条に基づく規則制定やプログラム実施は、1933年証券法 Sec.19(委員会の特別の権限)の既存規則制定権限の枠内で行われるものと整理されている。

4. 州の消費者保護法の継続適用法(d)

デジタル資産関連の exemption や活動について、1933年証券法 Sec.18（証券募集に関する州規制の適用除外）との関係を整理する規定が置かれている（連邦優先の整理）。

5. Network Token を Covered Security に（州法の適用除外）(e)

1933年証券法の Sec.18(b)（covered securities に関する州証券法の適用排除）を修正し、Section 4B(a) に定義される network token は、covered security として扱う。

※5月草稿で、1933年法 Sec.18(b)の改正がより詳細に。

6. 1933年証券法における Ancillary Asset 活動の優先的扱い(f)

1933年証券法の Sec.18(b)を修正し、Regulation Crypto に従って募集等が行われる Ancillary Asset を covered security に。

7. Ancillary Asset 活動の優先度（preemption）(g)

5月草稿で追加。Ancillary Asset 関連の州規制免除を規定。

Sec.404 「Preserving Rewards for Stablecoin Holders」

連邦議会での最大の争点。別紙にて。

II. 次に重要な条項

Sec.104 「Special Disposition Restrictions by Related Persons」

Ancillary Asset について、オリジネーターや関連者（related persons）による売却（disposition）を段階的に制限し、分散化が十分でない段階でのインサイダー的売却を抑制する。

Sec.104 の目的は、①インサイダー的ダンピングの防止、②分散化に対するインセンティブの付与、③公開市場が形成される前の価格の歪曲化の防止。これは従来の Howey 的な企業家の努力に依存する性格を数量制限という構造的な規律に転換した条文と評価される。

※1月草稿では「Common Control（共通支配）」であったが、5月草稿では「Coordinated Control（協調支配）」に修正されている。

1. 定義規定(a)

✓ Certification Covered Party

以下を含む広い概念。①オリジネーター、②その子会社、③その関連者（related person）、④付随的資産のオリジネーターと共通の支配主体を有する、直接又は間接に支配関係にあるいかなる主体（オリジネーターと同一の支配主体のもとにある関連会社）

✓ Covered Token

オリジネーター又はその代理人・引受人から取得した Ancillary Asset の単位。

✓ Distributed Ledger Control Person

分散型ガバナンス・システムを除き、DLT システムの機能・コンセンサス・ルールを一方的に変更できる者。

2. Coordinated Control (b) (1月草稿では Common Control)

SEC は、関連する ancillary asset とともに、分散型台帳システムが coordinated control (協調支配) の下にあるとみなされる状況を定義するための規則を制定しなければならない。その際に、①Open Digital System、②Permissionless and Credibly Neutral Digital System、③Distributed Digital Net Work、④Autonomous Distributed Ledger System、⑤Economic Independence について基準を考慮する必要がある。(基準は(2)項に記載されている。)

また5月草稿は、(b)(3)において3種類のセーフハーバーを追加的に記している。一般的に coordinated control の当事者とみなされないセーフハーバーについて SEC が規則を策定する義務を負い、その他のセーフハーバーとして、②分散型ガバナンス・システムは common control 下の者とはみなされない、③サイバーセキュリティに関する緊急措置は、一定の条件の下で、それ単独では common control または concerted action を構成するものとはみなされない。

※「coordinated control (協調支配)」の概念は本条の核心。

3. Special Restrictions on Disposition (特別売却制限) (c)

Sec.104 の核心部分。SEC に規則制定を命じる。

Ancillary Asset について関連者による売却に特別制限を課す。

①認証前 (Pre-Certification) 売却

当該カバード・トークンが本法の施行日後に取得されたものであり、かつ主として分散型台帳システムに依拠している場合には、当該 DLT システムが関連当事者 (related person) による共通支配の対象ではない旨の認証を受ける前であっても、当該カバード・トークンは関連当事者により売却することができる。(下記の条件がある)

売却可能となる3条件。Sec.4B(d) の開示が提出済み、12か月以上保有されている、12か月間での関連当事者による売却数量が SEC 規則の上限内である (最低でも 10%)。

②認証後 (Post-Certification) 売却

DLT システムが related persons による共通支配にないと認証された場合に関連者は売却可能である (制限は大幅に緩和)。条件は、情報開示が完了し、カバード・トークンの保有

が6ヶ月以上であり、関連当事者による12ヶ月間の売却数量がSEC規則の上限内である（最低でも10%）。

③この法律の施行前に取得されたカバード・トークン（83頁、省略）

④分散型台帳支配者による取引の制限（Resale）

関連当事者による共通支配の対象ではない旨の認証を受けたDLTシステムに主として依拠するAncillary Assetの保有者が、当該分散型台帳システムに関して分散型台帳支配者に該当する場合には、当該支配者は、次の各号（4つの条件）のいずれかに該当するときに限り、当該Ancillary Assetを再販売することができる。

4. 分散化認証制度（Certification）「Certification of Non-Control by Related Persons」（d）

関連当事者は、①自らがもはや実質的な起業家・管理努力を行っていない、②価値形成が市場・ネットワーク要因に依拠している、③重要情報が公表済み等を証明するcertificationを提出可能。

5月草稿の(d)(2)の規定では、①SECが書面で意義なしを通知した日、または②SECが90日以内に拒否しなかった場合はその90日通過日のいずれか早い日に効力が発生する。

拒否の場合は、SECはカバードパーティーに対して10日間のnoticeを出す必要あり。（その他、最終的に拒否の場合のSECの手順あり）

※これはSec.102(d)(3)の開示終了認証と制度的に連動している。

5. 主として不適法な利益の返還（disgorgement）に関する規定(e)

6. 処分の制限からの免除（Exemption from Disposition Restrictions）(f)

分散型台帳関連資産に課される「処分（再販売）制限」からの一定の例外（免除）を定める規定。SECに規則制定を命じる。

5月草稿では4種類の免除が明示された。①Material Hardship Exemption（死亡・破産・合併・税負担等）、②Liquidity Provision Exemption、③Agency Exemption、④Exchange-Traded ProductおよびPassive Fund Exemption。4番目の上場投資商品およびパッシブ・ファンドに対する免除は重要。

7. 関連者に対する開示要求(g)

SECが規則で制定（重要）。related person（関連者）に対してトークンの保有や取引に関する追加的な情報開示義務を課す規定（支配関係の透明化義務）。

1月草稿では、①保有情報（Ancillary Assetの保有数量、実質的支配力（議決権、ガバナンスの権限）、ステーキング等による実質的支配力（影響力）、②支配・関係性の情報（分散型台帳システムに対する支配の有無（影響力）、コア開発者との関係（共通支配の有無）、

開発主体との関係、ネットワークの運営への関与（ガバナンス）③取引関連情報（resale（再販売）に関する重要情報、一定割合超の売却、市場に重大な影響を及ぼす可能性のある取引）が記述されている。

5月草稿では、より具体的かつSECが定める手続を含めた開示報告とし、①related personのステータス（10%以上保有者の開示）、②related personによる分散化の認証前の売却に関する四半期報告、③5%超を保有する related personによる分散化の認証後の売却に関する四半期報告、④法制化以前のトークンの5%超を保有する related personによる売却に関する四半期報告、について報告義務が記されている。また5月草稿では、Good-Faith Furnishing Standard とライフサイクルイベント（M&A、業務停止、契約終了）に関する規定も追加している。

Sec.105 Characteristics of Network Tokens（1月草稿からタイトルを変更）

（1月草稿ではSec.105のタイトルは「Financial Interests of Ancillary Assets」であった。）

Network Token は、その市場価値が分散型台帳システムおよび同システムの採用や利用から生じており、下記の4つの条件を含む場合は、本法により追加された1933年証券法Sec.4B(a)(7)(B)（1月草稿ではSec.4B(a)(6)(B)）に規定する、資格喪失事由となる金銭的利益関係を提供するものとみなされない。施行1年以内にSECが規則で明確化する必要。

（Network Tokenの資格を喪失させる disqualifying financial rights に該当しない例）

（A）プロトコル由来の手数料等

分散型台帳システムの仕組みが、分散型台帳システムの機能から対価を収集し、受領し、蓄積し、または分配する場合

（B）ガバナンスの権利

Network Token が、分散型台帳システム又は分散型ガバナンス・システムに関してガバナンス機能を提供する場合

（C）ネットワークの利用や成長に伴う価格上昇

Network Token の価値が、当該 Network Token に関連する分散型台帳システム又はその分散型ガバナンス・システムの利用により、またはそれらの努力、運営若しくは財務的業績に応じて上昇し又は下落する場合

（D）発行体の努力による価値上昇

Ancillary Asset の定義を満たす Network Token について、その価値が、Ancillary Asset originator または関係者の努力により上下する場合

5月草稿は「(b)Effect of Rulings and Actions Before Date of Enactment」を追加。①施行前の米国裁判所の（終局）確定判決（non-appealable final judgment）で証券（security）でないと認定された場合、そのデジタル資産は本法のもとでも証券とみなされない、②2026

年1月1日時点でETF(1940年会社法の登録対象外)の主要資産であったNetwork Tokenは、Ancillary Assetでも証券でもない。

※後者はビットコインやEtherが該当するものと思われる。

Sec.110 Securities Investor Protection Corporation Applicability

(1月草稿ではSec.109)

1970年証券投資者保護法(Securities Investor Protection Act、SIPA)の定義規定の改正。SIPA Sec.16(14)の証券(security)の定義からDigital Commodity(デジタル商品)を除外する。(条文上の文言。“The term ‘security’ does not include a digital commodity.”)

デジタル商品(Network Token等)はSIPA上の証券に該当しない。ただし、証券でないデジタル資産であっても、例えば、登録ブローカー・ディーラーが顧客のために保有する場合などはSIPC保護の対象となる(SIPCによる最大50万ドルの保護)。

※5月草稿ではSec.109として「Application of Insider Trading Laws」が挿入されている。この5月草稿で追加されたSec.109では、本法により1933年証券法のSec.17(a)および1934年証券取引所法のSec.10(b)、Rule 10b-5のインサイダー取引規制の適用は制限されないことが明記されている。ただし、セカンダリーマーケットでのAncillary Asset取引にSec.10(b)が自動的に適用されるわけではない旨のrule of constructionも付されている。

III. 補助的な条項

Sec.301 「Rulemaking on Application of Existing Securities Intermediary Requirements and Existing Bank Secrecy Act Requirements to Non-Decentralized Finance Trading Protocols」

非分散型(non-decentralized) DeFi取引プロトコルに対して、①1934年証券取引所法の既存規制、②銀行秘密法(Bank Secrecy Act)の適用について明確化するための規則制定をSECに命じる。

5月草稿では、Sec.301(a)(2)「Non-Decentralized Finance Trading Protocol」の定義が詳細化されている。

5月14日のマークアップ(engrossed text)では、DeFiプロトコルを支配しているか否かの判断基準が修正されている。

①SECに対する規則制定の命令

SECは(財務省と協議した)規則により、誰が(個人・グループ)が非分散型DeFiプロトコルを実質的に支配・運営しているか、その機能が証券仲介業務(brokerage, dealing, execution, clearing, custody等)に該当するかを機能ベース(activity-based)で判断し、

1934年証券取引所法上の登録義務（開示、記録保持、監督等）を課すかを明確化する必要がある。重要なのは、技術形態や分散型とのラベリングに依拠せず、実際の機能に基づいて判断すること（formではなくfunction）。

②規則制定の原則

規則は、投資者保護、公正・秩序ある市場維持、公益との整合、憲法修正第1条（ソフトウェア開発者・コード公開の自由）の尊重、的明確性の確保を満たす必要がある。

③登録対象とされた場合の効果

SECの規則により登録義務ありと判断された者は、1934年証券取引所法の適用対象、既存法の範囲で銀行秘密法の適用対象となる。つまり、証券規制に加えてAML/CFT義務が連動して適用される。

④財務省の役割

財務省はSECと協議のうえ、銀行秘密法遵守の規則、AML/CFT義務の明確化、非分散型DeFiの支配者に対する適用を定める必要がある（Sec.301(b)(1)）。

⑤Activity-Based適用原則

規則は、技術形式・分散アーキテクチャ・「分散型」との自己主張に関係なく、証券関連活動を行っているかどうかで判断する。これはHowey型分析とは異なる仲介機能中心の制度的再構成と評価できる。

⑥解釈規定（Rules of Construction）

Sec.301は①ソフトウェア自体に登録義務は課さない、②分散型台帳アプリのローンチや運営を禁止しない、③SECの権限を拡張するものではない。

5月14日のマークアップ（engrossed text）では、5月草稿の「non-controllingな開発者」の証券仲介業への取り組みを防ぐ保護規定の一部が削除されている。

Sec.505 「Tokenization of Securities」

1月草稿ではタイトルが「Tokenization of Securities and Other Real-World Assets」であった。1月草稿から大幅に構成が変更されている。

5月草稿におけるSec.505は、Tokenizationは新たな資産クラスではなく、Tokenizationと証券化を同等とせず、Tokenizationによる規制回避を防ぐと同時に、UCC改正との連動、SECの規制の枠組み、トークン化証券に対する規制についての調査義務を記している。

①定義(a)

(1) Tokenization (トークン化)

トークン化とは、有形または無形の資産に関するすべての権利、義務、もしくは利益を、分散台帳 (distributed ledger) またはこれに相当する技術上においてデジタル表現として生成するプロセスをいう。

(2) Tokenized (トークン化された)

トークン化されたとは、資産に関して、当該資産がトークン化を経たことを意味する。

※1月草稿では、(a)の定義に、下記が含まれていたが5月草稿では削除されている。

✓ Financial Instrument

証券・デリバティブ・先物・オプション等を含む広い概念。

✓ Qualified Third-Party Custodian

独立した第三者保管者で、証券法上の適格カストディアン水準を満たし、実在資産の存在・権限を検証可能であること。

✓ Real-World Asset

不動産・動産・契約上の権利など。金融商品や預金は除外される。

✓ Tokenized Financial Instrument

金融商品のデジタル表象 (発行者自身が発行していなくても含む)。

② Sense of congress (議会の意見) (b)

州に対し、UCC (統一商法典) に基づくデジタル資産の所有・支配・執行可能性の明確化を促す Sense of Congress 規定。(州法による整備を促す内容。)

③ 本法の制定日から 360 日以内に、SEC はトークン化された証券の規制上の取扱いに関する包括的な調査を実施しなければならない。当該調査には、カストディ基準、省庁間の調整、国際的な越境調整、および消費者保護が含まれる。

※1月草稿では、「SEC・CFTC による共同調査 (c)」となっていた。

④ 規制上の取扱いの同等性 (Parity in Regulatory Treatment) (d)

原則として、Sec.106(a)や SEC の規制・規則・命令がある場合を除いて、トークン化された証券は、あらゆる規制上の目的において、当該トークン化された証券が表章する証券と同一に取り扱われる。2項にその要件が記されている。

※Sec.106 は Exemptive authority (免除権限)。SEC に既存の規制要件から免除する命令等を発出できる包括的権限を定めている。Sec.103 の Regulation Crypto や Sec.104 と連動している。

⑤不実表示の禁止(e)

トークン化された証券の募集、売付け、またはその他の表示に関連して、人が行う重要な事実に係る虚偽の陳述または不告知は、連邦証券法上の適用ある不正行為禁止規定または相場操縦禁止規定を含む、連邦証券法の適用を受けるものとする。

⑥トークン化証券に対する SEC の規制行動(f)・(g)

SEC は、Sec.106 および Sec.107 と整合する範囲において、原証券に適用される要件が、カストディ、帳簿・記録、振替代理人またはその他の記録管理者との照合、監査可能性、決済の確定性、チェーン再編成の取扱い、ならびに分散台帳技術またはこれに相当する技術の利用から生じるその他の業務上のリスクにどのように適用されるかを定めることができる。

本条のいかなる規定も、SEC がトークン化証券に関して連邦証券法上の不正行為禁止規定および相場操縦禁止規定、ならびに連邦証券法に基づき発出された規則を執行することを妨げるものと解釈されない。

⑦Savings Clauses(h)

- ✓ 連邦証券法上の証券は、分散台帳技術等を用いても証券として扱われる。
- ✓ 州法の不当なプリエンプション禁止。州の財産法・権利移転法を侵害しない。
- ✓ Sec.106 は、本条に基づく SEC のあらゆる規則制定、命令、またはその他の措置に適用される。
- ✓ 募集または売付けの能力の制限はできない。

Sec.701 「Customer Property Protections for Ancillary Assets and Digital Commodities in Bankruptcy」

ブローカー等が破産した場合に顧客が保有する Ancillary Asset および digital commodity を明確に customer property として扱うための連邦倒産法のチャプター7 のサブチャプターの改正条項。デジタル商品を一般債権ではなく顧客財産として優先的に扱うことを明文化。

Title11 の Chapter7

①Sec.741 (stockbroker liquidation) の改正

Ancillary Asset と digital commodity」を明示的に追加し、顧客がブローカーに預けたデジタル商品や証券口座で保有される Ancillary Asset が customer property の範囲に含まれることを明確に。

②顧客請求権の範囲拡張 (Sec. 746(b)の改正)

「cash or security」に限定されていた文言を、cash, security, Ancillary Asset, digital commodity へ拡張し、顧客の優先的返還請求の対象に明確に追加。

③技術的・整合的改正

他の関連条項 (Sec. 546(e), Sec. 561 等) についても、定義番号や参照条文の整合等の修正を実施している。

④明確化条項 (Clarification) (重要)

(1) SIPA との切り分け

証券や現金については従来どおり 1970 年 Securities Investor Protection Act (SIPA) で処理。

(Sec.701 は SIPA を変更しない。)

(2) 銀行預金や商品契約への非適用。銀行預金・商品契約は従来の各法体系で処理。

(3) 清算手続における扱い。Chapter 7 Subchapter III or IV の清算では、Ancillary Assets と digital commodities を明確に customer property として扱い、倒産法の分配ルールに従って配分。

Sec.804 「Consultation with SIPC regarding mandatory broker-dealer disclosures to investors concerning the status of payment stablecoins and digital commodities」

Sec.804 は TITLE VIII (Customer Protection) に属し、ブローカー・ディーラーがペイメント・ステーブルコインおよびデジタル商品の法的地位について投資家に誤解を与えないよう開示を義務付ける。特に、SIPC (Securities Investor Protection Corporation) との協議を義務付ける点が特徴。

①SEC による開示義務設計

SEC は、ブローカー・ディーラーに対し、ペイメント・ステーブルコイン、デジタル商品についての SIPC 保護の有無、証券か否か、破産時の取扱いなどを明確に開示させる規則を制定する。この規則は、SEC が CFTC および SPIC と協議のうえ 270 日以内に制定される (5 月草稿の Sec.804(b))。

②SIPC との協議義務

SEC は規則制定にあたり、Securities Investor Protection Corporation (SIPC) と協議することが求められる。

(digital commodity は SIPA 上の証券 (security) に含まれない。SIPC の保護は及ばない。)

Sec.902 「Memorandum of Understanding」

SEC と CFTC の間で正式な覚書 (Memorandum of Understanding, MOU) を締結することを義務付ける。

(a) MOU 締結義務

SEC は CFTC と覚書を締結し、以下を確保しなければならない

①協調的監督・執行 (Coordinated Supervision and Enforcement)

SEC および CFTC の登録業者について、重複監督の回避と執行の整合性確保を図る。

特に明示が求められるのは、SEC の反詐欺・反市場操作権限（例えばインサイダー取引）および CFTC の市場整合性（market integrity）権限の調整。

②情報共有（Information Sharing）両委員会間で適切な情報共有を行う。

5 月草稿では、(b)で CFTC の商品取引に関する執行権限は MOU により制限されないこと、(c)で本法はインサイダー取引規制（Sec.21A 含む）の継続適用を妨げない旨の解釈規定が追加された。

IV. その他

Sec.401 「Permissibility of Digital Asset Activities」

連邦クレジット・ユニオンや金融持株会社、国法銀行、州法銀行等が、デジタル資産または分散型台帳システムを使用して、当該機関が別途許可されている活動・機能・商品・サービスを実施・提供・提供できる。

※※5 月 14 日のマークアップ（engrossed text）により、クレジット・ユニオンへのデジタル資産活動が拡張されている。

Sec.402 「Joint Rules for Portfolio Margining Determinations」

SEC と CFTC が、証券・証券ベーススワップ・先物・スワップ・デジタル商品を横断するポートフォリオ・マージンの計算を可能とする共同規則を制定する。

※5 月 14 日のマークアップ（engrossed text）により、機関投資家に対してより広い裁量が認められている。

VI. 下院本会議通過バージョンと上院銀行委員会バージョンの比較

最後に、2025 年 7 月に下院を通過した法案と上院銀行委員会の法案の違いを検討する。暗号資産の包括的な規制を目的とする Digital Asset Market Clarity Act（Clarity Act、H.R.3633）は、2025 年 7 月 17 日に下院本会議を 294 対 134 の超党派による賛成で通過した後、上院に付託されている。

上院での審議は、CFTC の管轄部分を中心とする関連法案が 2026 年 1 月 29 日に農業・栄養・林業委員会（上院農業委員会）を 12 対 11 で通過しているものの、銀行・住宅・都市問題委員会（上院銀行委員会）での審議は、公開されていた草稿を巡る委員会内での合意に時間がかかった。上院銀行委員会から 2026 年 1 月に草稿が公開され、この 1 月草稿をベースとして 1 月 15 日に上院銀行委員会でのマークアップが予定されていたが、報道によると暗号資産業界からの強い反発があり、1 月のマークアップは延期された。その後、5 月 12 日に新たな草稿（14 日のマークアップ前に修正あり）が公開され、この 5 月草稿をベースと

して5月14日に上院銀行委員会でマークアップが実行され、15対9（民主党委員から2人の賛成）で通過し、上院本会議に送られている。

下院法案と上院銀行委員会草稿（以下、上院草稿）を比較すると、デジタルトークンの証券への該当性を法的に調整するという方向では共通しているが、デジタルトークンと投資契約（investment contract）との位置づけの設計において基本アプローチが異なっている。つまり、下院法案は投資契約とその対象資産を分離し、トークン本体を証券（security）の概念から離している。対して上院草稿は network token を法的には非証券（non-security）として扱い、一次発行取引については investment contract involving an ancillary asset として捉え、法案が SEC に命じる Regulation Crypto により登録義務を一定の条件の下で免除し、開示義務を中心とする制度に服させている。単に証券性を排除するか否かの違いではなく、デジタルトークンと投資契約取引との関係を扱う条文の構造にも違いがある。以下で、簡単に下院法案と上院草稿の違いをまとめる。

1. 証券性と投資契約の扱い

下院法案の Sec.201 は、1933年証券法、1934年証券取引所法、1940年投資顧問法、1940年投資会社法、1970年証券投資者保護法(SIPA)を改正し、投資契約の定義には investment contract asset を含まないと規定する。結果として、一定の要件を満たすデジタル・コモディティは投資契約から切り離され、そのトークン自体は投資契約の対象資産としては取り扱われず、少なくとも投資契約としては証券法上の証券には該当しないものと整理される。対して、上院草稿は投資契約の定義を改正しない。そのかわりに、1933年証券法に Sec.4B を新設して、network token を非証券として扱う (Sec.4B(b)(1))。また、network token のうち発起人等の起業家的努力や経営努力に価値が依存するものを ancillary asset と定義し、同資産を対象とする投資契約を investment contract involving an ancillary asset と記述し、デジタルトークンを投資契約の枠組みの中に留めながら、別途登録義務を免除する構造となっている。ここで上院草稿の Sec.4B(g) は、発行体が開示義務に違反しても、それだけでは ancillary asset が証券に該当しないと記している。

2. 一次発行の規制

下院法案の Sec.202 は、デジタル・コモディティの一次発行（募集行為）に係る投資契約について、1933年証券法上の登録を免除している。ただし、この免除には条件が付されており、①当該ブロックチェーンシステムが mature blockchain system であること、または発行後4年以内にそうなることを発行体が意図していること、②12か月間の調達額が7,500万ドル以下であること、③購入後に単一の投資家による保有割合が総発行量の10%を超えないこと、などが要件とされている。

上院草稿は、1933年証券法に新設する Sec.4B を中心に、ancillary asset を対象とする投資契約について登録免除と開示義務を組み合わせた特別制度を設け、Sec.103において SEC

に関連規則の制定を命じている。この免除の上限は年間 5,000 万ドル（または流通残高の 10%のいずれか大きい方）、累計 2 億ドルと定められており、下院法案の構造や条件とは異なる。

3. 二次流通の規制

発行体等以外による二次流通（secondary trading）について、下院法案は売出し（distribution）ではないと規定し、上院草稿は募集・売出しではないと規定する。

下院法案の Sec.203 は、投資契約をとまなうデジタル・コモディティであっても、発行体またはその代理人・引受人以外の者による売買は、当初の投資契約の売出しとはみなされないと明示し、1933 年証券法、1934 年証券取引所法、1940 年投資顧問法、1940 年投資会社法、1970 年証券投資者保護法（SIPA）等の適用を排除している。

上院草稿が新設する Sec.4B(b)(2) も同様に、ancillary asset の発行体等以外による network token の売買は、証券の募集・売出しを伴わないものと規定している。ただし、上院草稿では except as provided in this section という留保が付いており、下院法案の無条件的な規定とは扱いが異なるが、二次流通を証券規制の外に置くという方向性は一致している。

4. 市場インフラに関する規制

下院法案は、Title III・IV における市場インフラの包括的な制度設計に重心を置いている。具体的には、CFTC を主管とするデジタル・コモディティ取引所・ブローカー・カスタディアン登録制度、ATS との接続、州証券法の排除など、既存の証券市場構造に対応する制度が整備されている。また、Sec.309（SEC 管轄）および Sec.409（CFTC 管轄）では、ブロックチェーンシステムの運営や DeFi 取引プロトコルに関連する活動などの DeFi 活動を一定の条件下で規制の適用対象外とする。

一方で上院草稿にはこのような包括的な市場インフラ規制はなく、上院農業委員会が扱う余地となっている。その規制の重心は、証券法内部への新制度（Sec.4B）の挿入と、マネロン対策（Title II）、DeFi プロトコルへの適用検討（Sec.301）、サイバーセキュリティ基準（Sec.306・308）に置かれている。

5. 政策領域の違い

下院法案が主に市場構造の整備を意図しているのに対して、上院草稿の政策領域はより広範となっている。上院草稿の Title IV には、銀行持株会社・信用組合等によるデジタル資産業務の許容、連邦準備銀行による個人向けサービス提供の禁止および中央銀行デジタル通貨（CBDC）の金融政策利用を禁ずる規定、資本規制のネットワーキングに関するルール（Sec.403）などが含まれており、これらは下院版には見られない。