

JSRI Discussion Paper Series

No.2026-02

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 「付随資産を含む特定の取引に対する開示の要求」

理事・主席研究員 若園 智明

May 2026

Clarity Act（上院銀行委員会版ドラフト）Sec.102 の主要項目

Sec.102 「Disclosure requirements for certain transactions involving ancillary assets」 （付随資産を含む特定の取引に対する開示の要求）

上院銀行・住宅・都市問題委員会（上院銀行委員会）の Clarity Act の最重要条項である Sec.102 について、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（Tillis-Alsobrooks 修正）により修正された箇所と比較・補填を行っている。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。執筆の構成や形式の不統一や乱れについてはご容赦願いたい。

Sec.102 は、1933 年証券法（Securities Act of 1933）に新設される「Sec. 4B」を規定している。（Sec. 4 は Exempted Transactions、Sec. 4A は Requirements With Respect to Certain Small Transactions）

デジタル・トークン（network token / ancillary asset）を証券登録させ規制する代わりに、オリジネーター（originator、発行体）等に対する開示を求め、証券登録よりも軽量のディスクロージャー規制を課す仕組みを定める。

1. 基本コンセプト（制度の趣旨）

network token 自体については一定条件の下で非証券として扱う一方、originator による募集・売出し等については investment contract involving ancillary asset として規律する構造を採用している。（ハウイーテストによる証券該当性の判断を適用しない。）

トークンのオリジネーター（ancillary asset originator）とその関係者に開示義務を課す。（細部を定める新たな暗号資産向け規則体系として、SEC の Regulation Crypto が想定されている。）

2. 「(a) In General」に列挙される主要定義

(a) In General は、1933 年証券法に新設される Sec.4B の(a)Definitions を記載。

※5 月草稿では foreign originator の定義は削除された。certification covered party は 1 月草稿では「(d)(3)(A) Termination of Requirements」で記述されていたが、5 月草稿では 33 年証券法の Sec. 4B(a)の定義に加えられている。

①ancillary asset とは network token に該当し、その価値がオリジネーターの起業家的努力や経営努力（entrepreneurial / managerial efforts）に依存している段階のトークンを指す。

※ancillary asset は、この法案の先立ち第 118 会期に上院で提案された S.2281「Lummis-Gillibrand Responsible Financial Innovation Act」に出てくる。同法案は 2023 年 7 月に提案されたが廃案。

※典型的な例としては ICO 型トークンやプロジェクト主導型トークン、だと思われる。

②ancillary asset originator とは初期販売・配布・実質支配する主体（実質的な発行体）であり、実質的な最大保有者や支配者も joint/several で オリジネーターに認定される。

※過去 12 か月で判断、SEC が規則で定める。SPV での分散などの逃げ道を防止する。

5 月草稿は、「(2) Ancillary asset originator」に「(B) Joint and Several Liability」を追加して、最初の発行・流通を事実上コントロールした者で、最も多くの当該 asset を受け取った者が ancillary asset originator でない場合、両者は連帯して ancillary asset originator とみなしている。この規定により、表面上の発行者を他者にして、実質的な支配者が責任を逃れる行為への対応が行われている。1 月草稿では「(B) Joint and Several Consideration」であった。

③certification covered party

ancillary asset originator、その子会社、ancillary asset originator に関連する者 (related person)、ancillary asset originator と共通の事業体を直接または間接的に支配する、あるいはその支配下にあるあらゆる事業体。

※5 月草稿の修正で、関連会社を迂回した規制の回避は困難に。

④decentralized governance system、digital asset intermediary、related person の定義は、Sec.2 の定義を使用。

⑤network token 「(7)Network token (B) Disqualifying Financial Rights」(1 月草稿の 21 頁、5 月草稿の 19 頁)」

network token という用語には、以下のいずれも含まない。

- (i) 投資契約、または利益分配契約における持分または参加権証書以外のいかなる証券。
- (ii) 委員会が規則で定める以下のいずれかを表し、保有者に付与し、または実質的に経済的・機能的に同等である投資契約、または利益分配契約における持分または参加権証書。

※Security に該当するものは network token には該当せず。

該当するのは

✓ネットワーク利用価値 (utility)

✓分散型ガバナンス

✓プロトコル参加インセンティブ

(ガバナンストークン、ユーティリティトークン、ステーキング報酬型) ←要チェック

※ステーキングやエアドロップなどの現在の証券法に照らした解釈は SEC と CFTC が公開した最終解釈で検討されている。

現実には、DAO トークンのように、Decentralized Governance System ではなく、財団が事実上支配するようなケースもあり。判断が難しいケースは、SEC が規則で定める。

※Programmatic Staking Reward はネットワーク・トークンになるが、固定利回りとかがつくと Security 認定されるケースも (設計による)。

3. トークンの法的位置づけ (5月草稿で記述が変更) (最重要)

上記の「1933年証券法 Sec.4B の(a)Definitions」に続く「(b) Treatment of Network Tokens and Transactions」(5月草稿 22頁)。

5月草稿の(b)「(1) In General」は、ancillary asset originator による ancillary asset の募集 (offer)、売出し (sale)、分配 (distribution) は、投資契約 (investment contract) の募集、売出し、分配と記す。(無償配布、gratuitous distribution を除く)。

1月草稿の(b)(1)では、network token は本条の要件を実質的に満たす限り、非証券 (non-security) として扱うという原則が書かれていた。対して5月草稿では、originator による募集・売出し等を investment contract involving ancillary asset として整理する構成へと修正されている。5月草稿の「(b)(2) Treatment as Non-Security」は、原則として network token を非証券 (non-security) として扱い、1933年証券法、1934年証券取引所法、1940年投資会社法、1940年投資顧問法、1970年証券投資者保護法 (SIPA)、州のブルースカイ法の対象外とする。

※5月草稿により、開示義務の適用判断が明確になった。

1月草稿では、「(b)(2) Secondary Market Treatment」によりセカンダリーマーケットにおける取引 (募集や売出し) も証券規制の適用外とされていたが、5月草稿では、セカンダリーマーケットの扱いは新設した「(3) Secondary Market Treatment」で記述している。

この5月草稿の「(b)(3)(A) In General」は、(2)の記述と同じくセカンダリーマーケットでも、1933年証券法、1934年証券取引所法、1940年投資会社法、1940年投資顧問法、1970年証券投資者保護法 (SIPA)、州のブルースカイ法の対象外とされており、続く「(B) Limitation」では、セカンダリーマーケットでの非証券扱い (セカンダリーマーケットのセーフハーバー) に関して、当該 network token が ancillary asset originator または

underwriter による証券の募集・売出しの一環として流通している場合は適用しないという制限が加えられている（1月草稿にも類似の制限は存在したが、5月草稿では独立条文化されて明確化された。）。

4. 「(b) Treatment of Network Tokens and Transactions」何が証券募集行為にならないか
明示的な除外、①セカンダリーマーケットでの売買、②証券の募集・売出しではない gratuitous distribution（無償配布）、③Prior Certification、後述）。

Gratuitous Distribution（無償配布）の定義には、Self Staking、Self-Custodial Staking With a Third Party、Liquid Staking、Custodial and Ancillary Staking Services、Programmatic Automated Distributionsなどを列挙。

（一定のステーキング報酬やエアドロップを gratuitous distribution として扱う方向を示している。）（SEC と CFTC の最終解釈も参照。）

5. 「(c) Disclosure Requirements for Certain Transactions Involving Ancillary assets」開示義務（Disclosure regime）（SEC が規制で規定）

適用対象となる originator が、販売、配布、再販売の可能化を行う場合には originator に開示を義務化。初回の前に開示させ、その後半年ごと（semiannual）に開示を求める。

（過去12か月で、募集・売り出し分配が500万ドル以下の ancillary asset、国内のすべてのスポット市場で一日の売買高が500万ドル以下の ancillary asset は小規模として開示要求から除外。）

1月草稿では、Regulation Crypto や Effective registration statement（登録届出書）に基づく発行を中心に開示要件が構成されていたが、5月草稿では Reg A・Reg CF・secondary market distribution 等にも対象が拡大された。

5月草稿は発動要件を大幅に拡大して、以下のいずれか早い時点で開示義務が発生する。下記の②③④は5月草稿で新規追加。①から④は(c)(1)(A)(i)で記述、⑤(c)(1)(A)(ii)で記述されている。

①Regulation Crypto に基づく発行

②effective な登録届出書に基づく発行

③1933年証券法 Sec. 3(b)(2)の募集届出書（offering statement）に基づく発行

④同 Sec. 4(a)(6)（Regulation CF）に基づく発行

⑤米国内での流通が公募（public offering）に該当するセカンダリーマーケットにおける最初の募集、売出し、分配。

5月草稿が追加した「(c)(4) Digital Asset Intermediaries」の「(B)(i) Originator filings」により、米国人の ancillary asset originator が自ら開示義務を負う場合、digital asset

intermediary がその代わりに開示義務を履行することを禁止した。1 月草稿のままなら、取引所等が代替的に開示を担うことが可能であった？

6. 「(d) Specified Initial and Periodic Disclosure Requirements」

初回・定期開示義務の概要（かなり包括的）（SEC が規制で規定）

✓ 初期段階では証券型に近い → 開示義務

✓ 成熟・分散化後、certification 提出 → 開示義務終了 → 商品扱い

という「disclosure-based transition regime（開示ベースの非証券化移行制度）」を具体化。Reg. A や Reg. CF と似た構造。（デジタル版の簡易登録規制と言えよう。）

開示義務の対象となる ancillary asset originator は、SEC が定める形式で重要で既知または合理的に把握可能な情報を SEC に提出しなければならない。

※SEC 規則は企業規模に応じて合理的に調整される。

開示情報の内容は 下記の(A) 発行体情報 と (B) トークン・技術情報、(C) 追加情報 に分けられている。

(A) 発行体・経営関連情報

主な項目：

- ①発行体・支配者の経験（i）、DLT 技術の利用の経験（v）
- ②過去に発行したトークンの履歴（情報が公開されていればその価格履歴も）（ii）
- ③トークン価値・利用・再販に関する促進活動の内容とその活動のコスト（iii と iv）
- ④経営陣・役員情報（属性と経験）（誰がトークンの開発や価値にとって重要な経験や機能を果たしているのかの情報）（vi）
- ⑤財務諸表（公衆に分配されるトークンの総額が 2500 万ドル以上は監査が必要）（vii）
- ⑥重要な訴訟（viii）
- ⑦リスク要因（オリジネーターの活動がトークンのユーティリティや流動性、投資家の需要、トークンの市場価格や価値を制限する）（ix）
- ⑧大口所有者・経営陣の保有状況（オリジネーターの持分の 10%以上）（トークンの 5%以上を保有する取締役や役員）（x）
- ⑨関係者との取引（オリジネーターと関係者との重要な取引に関する諸情報）（xi）
（情報開示前の 4 年間の、オリジネーターおよびオリジネーターを直接的・間接的にコントロールする者によるトークンの取引）（xii）
（オリジネーターおよびその関係会社によるトークンの購入・獲得（x iii）
- ⑩CFO による継続企業前提（going concern）声明（x iv）
- ⑪分散化達成までのロードマップ（x v）

(B) トークンに関する経済的・技術的情報

主な項目：

①トークンの概要・トークンの利用に適用される技術やシステム

(plain English で。トークンのガバナンス・コンセンサス方式など 6 つの条件あり)

(市場・競合資産、総供給量・発行メカニズム、ガバナンス・コンセンサス方式)

②オリジネーターによる配布先別のトークン供給状況(それぞれに提供・販売・配布されたアセットの数量。契約や取り決め等に基づく再販売制限(lock-up 等)の概要やその他の重要な義務)(ii)

③無償又は一定の条件を満たすことを条件として配布された場合の、配布の内容を総体で説明。当該配布により、総供給量の 5%を超える数量を受領した者がいる場合には、その受領者の身元(identity)を開示。(この 5%判定は配布時点の総供給量に対する割合で計算)

(iii)

(エアドロップ等による大量取得者(large recipients)の透明性確保規定)

④発行体保有量(iv)

⑤開示の提出後の 12 か月の分散型台帳、分散型台帳システム、分散型台帳アプリケーションの現状と、今後の開発予定・計画(v)(4 つの条件)

(オリジネーターの利用・開発の計画、利用者やサービス提供者や開発者等のシステムに関する役割、システムまたはアセットに対して、どのようなメカニズムで支配・権限(control or authority)が行使されているか、システムや関連アセットの重要な運用上の依存関係)

⑥トークンの流動性、投資家の需要、トークンの市場価格や価値に影響を与える重大なリスク要因

⑦価格・取引情報(トークンが取引されている大きさと上位 3 つの取引所における過去 12 か月間の高値安値)

⑧コード監査情報

⑨カスタディ情報

⑩知的財産権

⑪ソースコード・技術仕様

⑫トークンの取引記録への独立したアクセス、調査、確認するためのステップ

(開示方法は Form S-1 および crypto whitepaper のハイブリッド版。)

(C) 追加情報義務(C)

上記 A と B に加え、オリジネーターは誤解を招かないために必要な追加重要情報も提出義務がある。(重要性の基準)

7. 「(d)(3) Termination of Requirements」 開示義務の終了

開示義務は、発行体等が次の内容を証明する **certification** が有効になると終了。

Certification covered party とは、オリジネーター、オリジネーターの子会社、オリジネーターに関連する者、オリジネーターと共通の主体により直接または間接に支配され又は当該共通主体を直接又は間接に支配するすべての主体（共通支配下にある事業体、関連会社のこと）。下記の「**(B)Certification**」(5月草稿、1月草稿は**(B)**)に記載されている条件を満たす必要)

Certification の内容は、

①直近の「1年間(1月草稿) 180日間(5月草稿)」、トークン価値に影響する起業家的・経営的努力が「名目的水準以下」である(SECが規則で定める)。そのような努力がトークンの価値の主要な要因ではないこと。

※1月草稿では「直近の1年間」であったが、5月草稿では180日間に短縮されている。

②**Certification** の対象となる主体が、新たな認証を不可能にするような事象の発生を合理的に予期していない旨を、善意で確認すること。

③トークンの価値に影響する重要情報は既に公開されている。

発行体が、トークンの価値がもはや発行体の努力に依存していない(十分に **decentralized** されている) と十分に証明できれば開示義務は終了。

注目すべきは、みなし承認があること。SECが90日以内に **objection** (異議)、**non-objection** (異議なし通知：明示的承認) のいずれも出さなければ自動的に承認された扱いになる (**decentralization safe harbor**) (5月草稿の「**(iv) Deemed approval**」)

8. (d)のその他の項目

任意開示「**(d)(4) Voluntary Disclosure**」。将来開示対象になる可能性がある場合、任意で事前開示することも可能。

SECの規則作成「**(d)(5)Rulemaking Considerations**」。コストベネフィット分析が必要と明記。

9. Sec.102のその他の項目で重要と思われる箇所

(e)Exemptions

SECは命令(**order**)により(e)の定める開示要求からオリジネーターを除外することが可能(公益や投資者保護に照らして。)

(f)Confidential Treatment of Certain Information

SECの規則に従い、オリジネーターは提出した情報の機密を要求することが可能。

(j) Safe Harbor for Forward-Looking State

将来見通しに関するセーフハーバー（免責事項）。

(n) Fiduciary Obligations（5月草稿、1月草稿では(p)で記載）

本条やその規則は、発行体やその役員等に課される州法上の **fiduciary duty** を制限・排除しない。また、顧客・クライアント・株主に対する **fiduciary duty** やその他義務も影響を受けない。

(q) Application of Regulation Best Interest to a Broker or Dealer（5月草稿で削除）

SEC の **Regulation Best Interest (Reg BI)** は、**ancillary asset** に関する勧誘にも適用される。