

JSRI Discussion Paper Series

No.2026-04

暗号資産の証券法上の取扱いに関する
SEC の最終解釈
(2026年3月17日公表)

理事・主席研究員 若園 智明

May 2026

SECによる暗号資産の証券法上の取扱いに関する最終解釈

「Application of the Federal Securities Laws to Certain Types of Crypto Assets and Certain Transactions Involving Crypto Assets」(2026年3月17日)

2026年3月17日にSECとCFTCが共同で発表した解釈ガイダンスの要点をまとめた。

1. 全体の概要

SECがCFTCと連名で公表した解釈ガイダンス「特定の種類の暗号資産及び暗号資産に関連する特定の取引への連邦証券法の適用」は、暗号資産に連邦証券法がどのように適用されるかについての公式見解であり、市場参加者に明確な指針を提供することを目的としている。ただし証券規制においては、**Digital Asset Market Clarity Act**（通称 **Clarity Act**、**H.R.3633**）が連邦証券諸法の修正を企画しているが、本ガイダンスは当該法案が成立していない時点での解釈であることに注意願いたい。

2. 第2章 証券 (Security) の定義について

連邦議会は証券 (security) を広く定義しており、その定義は投資として売り出される広範な商品に適用が可能である。列挙される典型的な商品 (stock、bond、note) に加え、より可変的な性質を持つ投資契約 (investment contract) や持分証券 (certificate of interest)、利益分配契約への参加権 (participation in a profit-sharing agreement、日本の集団投資スキーム持分に類似) も含まれる。しかしながら、ガイダンスでは **Marine Bank** 判決の文言「すべての詐欺に広範な連邦救済を与えることを議会は意図しなかった」を引用して、定義は無制限ではなく、特に、消費等のために購入される物品 (物理的・デジタルを問わず) は一般に連邦証券法の対象外とされると説明されている。

経済実態 (Economic Reality) 優先の原則に関しては、連邦最高裁は一貫して、取引に付された経済的実態に基づいて証券 (security) の該当性を判断すべきとしている (**United Housing Foundation v. Forman**)。ただし、note や stock には既に最高裁が独自のテスト (**Reves** テスト、**Landreth** テスト) を確立しており、投資契約はその中でも新規・異形の手段に対して機能する概念である。

1946年の **SEC v. W. J. Howey Co.** 判決において、連邦最高裁判所は投資契約という用語について、他人の資金を利用し利益の約束によって資金を集めようとする者たちによって考案される、無数かつ多様な仕組みに対応できることを意図して定義した (**Howey** テスト)。

投資契約とは、ある者が共同事業 (common enterprise) に資金を投資し、かつ、他者の努力によって生み出される利益を合理的に期待するような、あらゆる契約、取引、または仕組みを意味する。下記の3つの要件が挙げられる。

① 金銭の投資

- ②共同事業 (common enterprise)
- ③他者の本質的な経営努力から生じる利益への合理的期待

他者の努力 (efforts of others) 要件については、投資の成否に実質的に影響する、不可欠な経営努力が必要であり、単なる管理的・事務的活動では足りないとの判例法理が引かれている。この本質的な経営努力 (essential managerial efforts) の概念は、後続の第 4 章から第 7 章で中心的な役割を果たす。

3. 第 3 章 暗号資産の 5 分類

暗号資産をその性質・用途・機能に基づいて以下の 5 種類に分類している。

①デジタル・コモディティ

(例：BTC、ETH、SOL、XRP など 16 銘柄を明示) 機能的なクリプトシステムのプログラムの運用から価値を得るもの。それ自体は証券ではない。

②デジタル・コレクティブル (例：Crypto Punks、ミームコインなど)

アート・音楽・ゲームアイテム等を表すもの。芸術的・文化的価値が主であり、それ自体は証券ではない。

③デジタル・ツール (例：ENS ドメイン名、NFT チケットなど)

会員証・資格証明・ID バッジ等の実用的機能を持つもの。それ自体は証券ではない。

④ステーブルコイン

Genius Act 上のペイメント・ステーブルコインは法律上明示的に証券の定義から除外。それ以外のステーブルコインは事実関係次第。

⑤デジタル証券 (トークン化証券)

既存の証券をオンチェーンで表現したものであり、証券として規制される。

4. 第 4 章 投資契約の対象となる暗号資産 (解釈ガイダンスで最も重要)

(IV. Crypto Assets That Are Subject to an Investment Contract)

A. 非証券 (non-security) 暗号資産が投資契約の対象となる条件

非証券暗号資産 (digital commodity 等) は、それ自体は証券ではない。投資契約の対象となるのは、発行体 (issuer) が、購入者が合理的に利益を得られると期待しうる本質的な経営努力を行う旨の表明または約束を行い、共同事業への金銭の投資を誘引して当該暗号資産を提供する場合である。下記の 3 つの要件が挙げられる。

①共同事業への金銭投資を誘引し

②本質的な経営努力 (essential managerial efforts) を行うとの表明・約束をもって購入者に提示し

③それにより購入者が利益への合理的期待を抱く

※投資契約という包み紙が証券であり、対象資産は非証券のまま（注 47 の原則）。

Clarity Act の扱いと比較されたい。

購入者の合理的期待の形成要件（誰の・いつの・どのような表明か）。

合理的期待の有無は多面的な事実認定であり、以下の諸要素が考慮される。

①表明や約束の主体

- ✓発行体本人・その代理人・アフィリエイト。この場合は原則として形成要因となる。
- ✓発行体が授権し購入者に伝達した第三者。この場合も形成要因となる。
- ✓無関係な第三者（非提携プロモーター等）。原則として形成要因とはならない。

発行体が自ら定義する本質的な経営努力（essential managerial efforts）については、発行体の明示的な表明が合理的期待の根拠となる。第三者（非提携のシステムの支持者や既存保有者）の発言は、発行体が授権・伝達していない限り、購入者の合理的期待の根拠とはならない。

②表明や約束の伝達の時期

購入者の期待を形成するためには、販売前または販売と同時に購入者に伝達されている必要がある。販売後の表明は、過去の販売行為を投資契約とはみなさない。

③表明や約束の伝達手段

合理的期待が認められる伝達手段として下記が列挙されている。

- ✓書面または口頭による合意
- ✓発行体のウェブサイト・公式 SNS アカウント等の定期的な公開コミュニケーション手段
- ✓発行体と購入者間の直接的な私的コミュニケーション
- ✓購入者が閲覧可能な規制当局への提出書類
- ✓ホワイトペーパー等の発行体に明確に帰属可能である文書

これら以外の手段による表明については、広く流布されているか否か、具体的な伝達手段、発行体の通常の通信慣行等を総合して合理性を判断する。

④投資契約を成立させる表明・約束の具体的な内容

利益への合理的期待を生じさせやすい表明の特徴。

- ✓発行体が行う本質的な経営努力について明示的かつ明確であること
- ✓提案するプロジェクトを実施する能力を示す十分な詳細を含むこと

- ✓発行体の努力がどのように購入者の利益を生み出すかを説明していること
- 具体的に期待を生じさせる表明の例として挙げられているのは、
 - ✓非証券暗号資産の機能の開発・実現への約束
 - ✓関連する暗号システムの開発への約束
 - ✓具体的なマイルストーン、タイムライン、人員、資金調達、必要リソースを含む詳細なビジネスプランの提示
- ✓非証券暗号資産の保有者がどのように利益を得るかの説明
- 合理的期待を生じさせない表明の例としては、
 - ✓内容が曖昧で、実行可能なビジネスプランを欠くもの（マイルストーン・資金調達・リソース計画が存在しない）

セカンダリーマーケット（二次市場）への波及

プライマリーマーケット（一次市場）での投資契約に伴う表明・約束が、セカンダリーマーケットの購入者にも合理的に期待されると見込まれる場合、その非証券暗号資産はセカンダリーマーケットにおいても引き続き投資契約の対象となる。この場合、セカンダリーマーケットでの売買も証券取引として証券法上の登録または適用免除が必要となる。

投資契約は非証券暗号資産から分離するまで、その後の購入者に順次移転し続ける。

B. 非証券暗号資産が投資契約から分離する仕組み

一度投資契約の対象となった非証券暗号資産も、永続的に投資契約に縛られるわけではない。購入者が発行体の本質的な経営努力への表明・約束が当該資産と結びついていると合理的に期待し得なくなった時点で、非証券暗号資産は投資契約から分離し、以後は連邦証券法の適用外となる。

分離は投資契約の募集後にいつでも生じうるものであり、たとえば非証券暗号資産の購入者への引渡し直後に生じることもあれば、将来のある時点で生じることもある。

1. 発行体の表明・約束の履行による分離（本解釈ガイダンスで最も注目される箇所）

発行体の本質的な経営努力として表明・約束した事項を履行完了した場合、投資契約は消滅し、非証券暗号資産は投資契約から分離する。

その後、発行体の本質的な経営努力に該当しない活動を継続していても、分離には影響しない。

表明・約束の内容として想定されるものの例として挙げられているのは、

- ✓非証券暗号資産または関連暗号システムへの特定の機能・機能性開発
- ✓ロードマップ上の特定のソフトウェア開発マイルストーンの達成
- ✓関連コードのオープンソース化

履行の達成は、発行体自身が定義・説明した方法に従って判断される。例えば、発行体が分散化の達成を約束した場合、その判断基準は発行体がどのように分散化を定義したかであり、市場の一般的概念ではない。機能性についても同様である。

募集（オファリング）形態と分離のタイミング（2つの募集形態は区別される）。

①即時引渡し型（Initial Coin Offering 等）

投資家との合意時点で販売が成立し、非証券暗号資産は即時引渡される

②将来引渡し型（将来トークン受領権、SAFT 等）

合意時点で販売が成立するが、未生成の非証券暗号資産が後日引渡される

いずれの場合も、合意の時点で非証券暗号資産は投資契約の対象となる（引渡し時点ではない）。

引渡し時点において購入者が発行体の努力から利益を得る合理的期待を持たない場合は（例えば、発行体が本質的な経営努力を完了したと公開開示している場合）、引渡しと同時に投資契約は消滅する。逆に発行体が引き続き本質的な経営努力を継続し、完了を開示していない場合は、投資契約は継続する。

2. 発行体の表明・約束の不履行による分離

発行体の本質的な経営努力を履行できない、または、する意思がないことが購入者にとって合理的に明らかになった場合も、非証券暗号資産は投資契約から分離する。

具体的な場面としては、

①発行体が募集・販売後、相当期間が経過したにもかかわらず、約束した努力を何ら実施せず、今後実施する意思も示していないことが明確になった場合

②発行体が公開発表によって本質的な経営努力を今後行わない旨を宣言した場合（例えば、暗号システム開発の実質的な放棄）

ここで、放棄の意思表示は、広く流布され（widely disseminated）、かつ明確（unambiguous）なものでなければならない。

この場合も、非証券暗号資産は投資契約から分離し投資契約は消滅するが、発行体は不履行に関する虚偽表示・重要事実の不告知について連邦証券法（詐欺防止規定）上の責任を引き続き負いうる。

3. 解釈の適用範囲

これらの解釈は、あくまで投資契約が既に成立していることを前提として、その後の分離のみを扱っている。従って、投資契約の成立に関する Howey テストの適用には影響しない。

また分離の可能性は、投資契約存続中の法的義務を遡って消滅させない。

具体的には、

- ①投資契約の募集・販売は、証券法上の登録または登録免除が必要であり、これを怠った発行体の責任は、その後の分離によっても消えない。
- ②投資契約の存続中のいかなる時点における重要な虚偽表示・不告知も、分離後も詐欺防止規定の下での責任の根拠となりえる。

Clarity Act との関係。

本質的な経営努力と分離の法理は、Clarity Act の Sec.404 で設けようとしている「デジタル商品への転換 (maturation)」の要件 (特に分散化の達成による管轄移行) の前提となる連邦証券法上の基盤を構成する。SEC の解釈が発行体自身の定義による履行判断を採用している点は、同法下での SEC が CFTC との共同の規則制定において発行体が自ら転換時点を設計できる余地を示唆しており、実務上の論点として注目に値する。

5. 第5章 プロトコルマイニング・ステーキング

PoW マイニングおよび PoS ステーキング (ソロ、カストディアル、リキッドステーキングを含む) は、いずれも「他者の本質的な経営努力からの利益期待」を満たさないため、証券取引には該当しないと解釈される。

6. 第6章 ラッピング

非証券暗号資産の「ラッピング (Redeemable Wrapped Token)」も、一対一の交換・預託の受取証に過ぎず証券取引には該当しない。

7. 第7章 エアドロップ

受取人が対価を提供しないエアドロップは、Howey テストの第1要件 (金銭の投資) を満たさないため、証券取引に該当せず、登録不要。