

Token Offering を巡る SEC の規制的対応

若 園 智 明

要 旨

本稿は、DXにより変化が予想される資本市場取引の中でも DLT 上で発行される Digital Token による調達行為 (Token Offering) を分析対象とする。米国国内の Token Offering に対する米証券取引委員会 (U. S. Securities and Exchange Commission, SEC) の規制的対応を整理するとともに、その機能が類似している投資型クラウドファンディングを例に、2012年の JOBS 法に基づき SEC が導入した Reg. CF を参照しながら、これまでの Token Offering を巡る SEC の規制対応の評価を試みる。わが国でも、金融庁が2020年8月に公表した「令和2事務年度金融行政方針」の第2節の第1項「市場の国際競争力」において、「金融テクノロジーの分野における、分散化やクラウド等の技術進歩」が国際的な金融ビジネスで観察されると指摘されており、SEC の対応の検討はわが国でも有益となるろう。

金融・資本市場では、これまで FinTech と呼ばれる新技術の適用による付加価値の創出が試みられてきたが、DX は市場の基盤機能の再構築も可能とするため、市場の根幹からの効率化や多様化が期待される。DX の中でも分散型台帳技術 (DLT) や人工知能 (AI) 等の本格的な導入により、①既存の市場機能の代替 (新技術による部分代替がもたらす効率化) や②従来の市場の境界が撤廃されることで産み出される新市場、などが予想される。金融・資本市場の学術分析にとって、DX により部分・完全代替が予想される市場機能の特定と代替による機能改善や、新市場による経済成長の促進などの検討は必須となるろう。

目 次

- | | |
|---------------------------------|---|
| I. はじめに | ング |
| II. 先例としての投資型クラウドファンディング規制 | 2. JOBS 法 と Regulation Crowdfunding (Reg. CF) |
| 1. Token Offering と投資型クラウドファンディ | |

Token Offering を巡る SEC の規制対応

3. Reg. CF の評価

Ⅲ. Token Offering を巡る SEC の規制対応

1. 連邦議会の対応

2. SEC の規制対応

Ⅳ. まとめ

I. はじめに

COVID-19パンデミックにより DX (Digital Transformation) が加速しているように見える¹⁾。金融・資本市場では、これまでも FinTech と呼ばれる新技術の適用による付加価値の創出が試みられてきたが、DX は市場の基盤機能の再構築も可能とするため、市場の根幹からの効率化や多様化が期待される。DX の中でも分散型台帳技術 (Distributed Ledger Technology, DLT) や人工知能 (AI) 等の本格的な導入により、①既存の市場機能の代替 (新技術による部分代替がもたらす効率化) や②従来の市場の境界が撤廃されることで産み出される新市場、などが予想される。これからの金融・資本市場の分析にとって、DX により部分・完全代替が予想される市場機能の特定と代替による機能改善や、新市場による経済成長の促進などの検討は必須となろう。

金融庁が2020年8月に公表した「令和2事務年度金融行政方針」でも、DX を巡る方針が含まれている。第2節の第1項「市場の国際競争力」では、「金融テクノロジーの分野における、分散化やクラウド等の技術進歩」が国際的な金融ビジネスで観察されると指摘されている。また第4項「資本市場の改革」では、取引所外において「成長資金の円滑な供給を図る観点から、クラウドファンディング制度や非上場有価証券の取引等の改善についても検討を行う」との行政方針も示されている。わが国は経

済成長の底上げが喫緊の課題であるが、特に資本市場においては DX を活用した成長資金の供給ルートの確立が重視されよう。

本稿は、DX により変化が予想される資本市場取引の中でも DLT 上で発行される Digital Token による調達行為 (Token Offering) を分析対象とする。若園 [2021] では、米国内で2017年から2018年にかけて多額の資金が調達された Initial Coin Offering (ICO) を題材として、Token Offering による調達の特性や米国内での規制適用において考慮すべき問題等について議論している。若園 [2021] を受けて本稿は、米国内の Token Offering に対する米証券取引委員会 (U.S. Securities and Exchange Commission, SEC) の規制対応を整理することを目的とする。特に、その機能が類似している投資型クラウドファンディング (SEC は Securities-based Crowdfunding と呼称) を比較対象とし、Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS 法) の Title III が投資型クラウドファンディングによる調達行為に対して導入した規制を参照しながら、これまでの Token Offering を巡る SEC の規制対応の評価を試みる。

II. 先例としての投資型クラウドファンディング規制

COVID-19パンデミックにより企業の資金調達は大きなダメージを受けた。しかしながら CB Insights のデータによると、グローバルで

の VC-backed フィンテック企業の資金調達額は2020年第2四半期には増加に転じている²⁾。また同四半期において、メガラウンド (Mega-Round, 1億ドル以上の調達) の件数が過去最高の28件であった点は注目される³⁾。その一方で VC-backed フィンテック企業の調達件数をみると、2019年第4四半期の502件と比べて2020年第2四半期は397件に留まっている。スタートアップ段階の資金調達は比較的規模の大きな企業から回復傾向にあると言えよう。

若園 [2019] で報告したように、テック系企業を中心とする未公開企業の調達額の多さは米国資本市場の特徴の1つであるが、(特に COVID-19 パンデミックのようなストレス時の調達において) 単なる金額の大きさだけでなく、その調達手法にも注目すべきである。

1. Token Offering と投資型クラウドファンディング

詳細は若園 [2021] を参照願いたいだが、米国国内で一時期隆盛を誇った ICO のような Token Offering による調達は、①発行体がスタートアップ段階⁴⁾、②比較的少額の資金調達 (コストをかけた調達が困難)、③ SNS やプラットフォームを通じた情報拡散 (一般広告や募集行為に該当)、④投資家が小口で分散化している、などが特徴となる。このような調達時の特徴は投資型クラウドファンディングとも共通しており、それ故に Token Offering は DLT 版の投資型クラウドファンディングとも呼ばれている。規制の分類を扱った Henderson and Raskin [2019] でも、クラウドファンディングから Token Offering までを同系列に扱った分析が行われている。今後の技術的進歩の影響を考慮する必要があるが、将来的にこのような投資型

クラウドファンディングは DLT を活用した Token Offering に部分・完全代替されることも予想される。

本節で述べるように、米国内での投資型クラウドファンディングによる調達行為には、JOBS 法に従い SEC が整備した Regulation Crowdfunding (以下、Reg. CF) が定める規制が適用される。対するに、共通の特徴を持つ Token Offering (ICO) に関する SEC の規制態度は、原則としてセキュリティとして扱うことで登録と既存の開示規制等の対象とする判断が示されているに留まる (第3節)。Token Offering に対する規制的対応を予見するためにも、比較対象として現行の投資型クラウドファンディングに関する規制を整理することは意義があろう。

2. JOBS 法と Regulation Crowdfunding (Reg. CF)

JOBS 法は、その序文で示すとおり、新興成長企業の資本市場へのアクセスを改善することにより雇用の創出と経済成長を増進することを目的としている。当時の Barack Obama 政権は政策の柱の1つとして小規模企業や起業家の資本形成の促進を掲げており、JOBS 法の検討を進める連邦議会に対して①発行体による調達金額の上限を100万ドル、個人投資家の投資上限を1万ドルまたは年収の10%とする条件の下で、投資型クラウドファンディングを SEC への登録除外取引とする新たな規程の制定とともに、②ミニ IPO と呼ばれる Regulation A (Reg. A) の上限を500万ドルから5,000万ドルに引き上げることが提案していた⁵⁾。

当時の SEC においても、Mary Schapiro 委員長が連邦議会下院の Committee on Oversight and Government Reform (現在は Committee on

Token Offering を巡る SEC の規制対応

Oversight and Reform) の Darell Issa 議長に宛てた書簡 (2011年 4月 6日) において、クラウドファンディングを New Capital Raising Strategies と呼び、スタートアップ企業や小規模企業にとっての新たな資本調達手法として SEC 内で検討中であったことが記されている⁶⁾。

その一方で、JOBS 法は2012年 4月 5日の大統領署名によって成立したが、Title III「Capital Raising Online While Deterring Fraud and Unethical Non-Disclosure Act」を受けて SEC が Reg. CF のプロポーズド・ルールを公表したのは2013年10月23日であり、さらにファイナル・ルールの公開はその2年後であったことを考えると⁷⁾、JOBS 法を実効性のある規則に落とし込むことが容易ではなかったことがわか

る。ここで Reg. CF の構成をみてみよう (図表 1)。

Reg. CF の Rule 100が定める諸条件 (後述) の下で、投資型クラウドファンディングの発行体は、JOBS 法の Sec.302が33年証券法に追加した Sec.4 (a) (6) (登録除外取引) の適用を受けることが可能となった。Token Offering と同様に投資型クラウドファンディングは調達金額が比較的少額であり (後述)、公募調達時の登録届出書 (Registration Statement) の SEC 登録やコンプライアンス・コスト等の負担は費用対効果的に困難であるため、前述の Obama 政権が要望していたように SEC への登録除外が求められていた。

また Rule 204により、別途定められた仲介

図表 1 Regulation Crowdfunding の構造

General Rule 100 Crowdfunding Exemptions and Requirements
Requirements for Issuers Rule 201 Disclosure Requirements Rule 202 Ongoing Reporting Requirements Rule 203 Filing Requirements and Form Rule 204 Advertising Rule 205 Promoter Compensation
Requirements for Intermediaries Rule 300 Intermediaries Rule 301 Measures to Reduce Risk of Fraud Rule 302 Account Opening Rule 303 Requirements with Respect to Transactions Rule 304 Completion of Offerings, Cancellations, and Reconfirmations Rule 305 Payments to Third Parties
Funding Portal Regulation Rule 400 Registration of Funding Portals Rule 401 Exemption Rule 402 Conditional Safe Harbor Rule 403 Compliance Rule 404 Record to be Made and Kept by Funding Portals
Miscellaneous Provisions Rule 501 Restrictions on Resales Rule 502~503

者が運営するプラットフォームを通じた場合に限り、潜在的な投資家に対して募集の広告が可能となっている。Reg. CFの導入以前でも、Regulation D (Reg. D) や Reg. A などの登録除外取引の規定はあったが、これら登録除外取引には投資家の制限や広告・勧誘で制限があるため、既存の登録除外取引が適用可能な投資型クラウドファンディングは限定される⁸⁾。このため Reg. CF は投資型クラウドファンディングの特徴に合わせた登録除外取引の規定と言える⁹⁾。

その一方で Reg. CF は、Rule 100の適用を受ける条件として、Rule 300によりセキュリティの募集と販売を担う仲介者 (Intermediaries) を SEC ならびに Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) に登録されたブローカー・ディーラーもしくはファンディング・ポータル (Rule 400で定義) に限定し¹⁰⁾、Rule 301でこれら仲介者に詐欺のリスクを軽減させる措置を求めている。この Rule 301は、JOBS 法以前の投

資型クラウドファンディングでは Twitter や Facebook などの SNS 上での広告や勧誘行為がみられ、また詐欺行為や非倫理的な行為が多数報告されていたことへの対応であるが、類似した不適切な行為は2017年から米国で多額の資金が調達された ICO (Token Offering) でも報告されている (若園 [2021])¹¹⁾。SEC [2019] によれば、Reg. CF の導入以降の3年間において投資型クラウドファンディングに関連する詐欺行為は報告されていない。

3. Reg. CF の評価

2016年から2018年までに Reg. CF の利用時に SEC へ提出された1,478件の Form C を調査した Schwartz [2020] によれば、Reg. CF の利用者 (発行体) は設立間もない法人企業がほとんどであり (その多くが LLC)、収益 (Revenue) がほぼ無く資産 (Asset) も少なく従業員も数人である (図表2)。SEC [2020] でも発行体の分類が掲載されており、設立から平均2.9年

図表2 Regulation Crowdfunding を利用した発行体の内訳

発行体の設立からの年数

平均が3年弱。中央値は1.5年。

40%が設立1年未満。80%が4年未満。

1ヶ月未満の発行体も多い一方で、20年以上の発行体は12社のみ。

発行体の従業員数

平均5人。

89%が10人以下。55%が3人以下

ただし、2018年に従業員が100人以上の発行体が1社あった。

発行体の年間収益 (Revenue)

平均で140,424ドル。(最も収益が高い発行体は約500万ドル)

32%がゼロ。58%が赤字。(黒字の発行体は10%ほど)

発行体の保有資産

38%が1ドルから10万ドルの間。21%が10万ドルから50万ドルの間。

14%が50万ドル超。(5社が1,000万ドル超の資産を保有)

発行体の形態

65%が Corporation。34%が LLC。

LLC が発行するのは Membership Interest もしくは Units。

[出所] Schwartz [2020] より作製。

Token Offering を巡る SEC の規制対応

(中央値1.8年), 従業員は平均5.3人 (中央値 3人), 総資産は平均45.5万ドル (中央値30万ドル), 総収益は平均32.5万ドル (中央値 0ドル) となっている。Reg. CF の利用者は JOBS 法の想定に沿って稼働していると言えよう。

その一方で SEC [2020] によれば, Reg. CF が施行された2016年5月から2019年末までに同登録除外取引を利用した調達金額は総額で1億7,000万ドル (795件, 平均で21万ドル) に過ぎない¹²⁾。岡田 [2020] のように, COVID-19パンデミックによる減少を経て, 2020年3月以降は投資型クラウドファンディングによる調達が増加傾向に転じているとの報告があるものの, 2019年の調達額を他の登録除外要件と比較した図表3からも明らかなように, Reg. CF による調達は少額に留まっている¹³⁾。

Reg. CF の利用が低迷している理由を, ①発行体, ②仲介者 (Intermediary), ③投資家の3面から整理してみよう。

第1に発行体からみて, Reg. CF が定める調達金額の上限が低い点を挙げることができる。Rule 100は33年証券法の Sec.4 (a) (6) が適用される条件として, ①募集・販売の金額が過去12ヶ月間で107万ドルを超えない, ②投資家

に対して販売されるセキュリティの金額に上限¹⁴⁾, ③ Rule 300が定めるブローカー・ディーラーもしくはファンディング・ポータルを通じての取引に限定, などを定めている。この内 Reg. CF が定める年間調達額の上限107万ドルは, スタートアップ企業の中でも Seed Stageでの調達に該当し, Early Stage (Series A) や Middle Stage (Series B) の企業にとっては上限が低すぎる (コスト高となる)。また潜在的な投資家に対する勧誘に関しても, 投資家が自衛力認定投資家に限定されるが, JOBS 法が Reg. D に加えた Rule 506 (c) であれば一般勧誘・広告が可能ならぬに調達金額に上限もない。投資家を限定することが可能な発行体にとって Rule 506 (c) は魅力的であり, より多くの資金調達を望む企業にとって投資型クラウドファンディング (Reg. CF) を選択するインセンティブは弱い (Hurt [2015])。

第2に仲介者に課される義務やコストの高さを指摘できる。公正性を担保する目的で Reg. CF が仲介者に課した義務は相当の負担になると言われている (Thompson et al. [2013], Hurt [2015])¹⁵⁾。例えば, Rule 301は仲介者が運営するプラットフォームを通じた取引に関し

図表3 登録除外取引別, 2019年調達額

	調達金額	平均
Rule 504 (Reg. D)	2億2,800万ドル	60万ドル
Rule 506 (b) (Reg. D)	1兆4,920億ドル	2,650万ドル
Rule 506 (c) (Reg. D)	660億ドル	1,700万ドル
Reg. A Tier 1	4,400万ドル	-
Reg. A Tier 2	9億9,800万ドル	-
Regulation Crowdfunding	6,200万ドル	-
Others	1兆1,670万ドル	-

(注) Reg. D は合計で1兆5,600億ドル (Reg. D の平均は2,540万ドル)。

[出所] SEC [2020], Table 1 および本文から作製。

て、発行体が別途定められた情報開示や記録保持等を適切に実行しているか否かを確認する義務を仲介者に課している。また Rule 303では、投資家から投資のコミットメントを受けた場合、仲介者は投資家が投資上限を遵守していることを担保する必要がある、さらに、投資家が投資により被る損失などについて認識をしていること等を確認することも求められている¹⁶⁾。仲介者の内、ファンディング・ポータルに関しては、Rule 400から Rule 404によって追加的な禁止行為や義務が記載されている。

第3に投資家にとって、投資金額の制限とともに取得したセキュリティの流動性の問題も付随する。上述したように Reg. CF の Rule 100 は、投資家の質による区別を設けず、投資家の所得や純資産のみで投資上限を設定している¹⁴⁾。この規定が定める投資金額の制限は自衛力認定投資家のような大口の機関投資家にとっては低すぎ、投資家としては主に個人投資家が想定されているように思える。Schwartz [2020] によれば、ほとんどの個人投資家にとっての投資上限は12ヶ月間で2,000ドルから5,000ドルの範囲に留まっている。また、調達金額そのものが低いことから発行されるセキュリティの数が少なく、流通市場で流動性を維持することが出来ない (Schwartz [2013])。さらには Rule 501 により、セキュリティの発行から1年間は特定のケースを除いて転売も制限されている¹⁷⁾。Token Offering も同様であるが、このような取得可能なセキュリティに関連する制約は、投資家の EXIT を困難とし、特に機関投資家の同市場への参入を阻む要因となっている。

これらの問題に対して、SEC が主催した2018年の Small Business Forum では Reg. CF の調達上限の低さを指摘し、個人投資家の投資

上限の増額や自衛力認定投資家の投資上限の撤廃などを SEC に推奨した。自衛力認定投資家の投資を Reg. A の投資家の扱いと同様にすべきとの指摘は、米財務省が2017年10月に公表した「A Financial System That Creates Economic Opportunities」でもみることができる。

SEC は、2020年3月4日に公開したプロポーザド・ルールにおいて Reg. CF を用いた調達上限を500万ドルまで引き上げる提案を行っている。また、Reg. CF における投資家の投資上限を Reg. A の Tier 2 に合わせ、①自衛力認定投資家には投資制限を設けない、②非自衛力認定投資家の投資は、所得か純資産額のどちらかの10%の大きい額（事業体の場合は、年度の収益 (Revenue) か純資産額のどちらかの10%の大きい額）へと引き上げることも提案した。

Ⅲ. Token Offering を巡る SEC の規制対応

本節は、これまでの Token Offering に対応した SEC の規制行動を分析の中心とする。

前節の投資型クラウドファンディングでみたように、Token Offering に対する抜本的な規制対応は、連邦議会による立法行動が不可欠である。米国が DX を推進し、Token Offering を新たな調達手段として整備するのであれば、若園 [2021] で示したように Token Offering の特徴を考慮した証券諸法の修正が必要であり、Reg. CF のように SEC へ権限を付与した新規則が求められよう。しかしながら本稿執筆時点で米国の連邦議会は SEC の方針等を確認するに留まっており、JOBS 法の Title III のような具体案は示されていない。

1. 連邦議会の対応

例えば上院の Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs は、2018年2月6日に Virtual Currency に関する公聴会を開催し、SEC の Jay Clayton 委員長と CFTC の Christopher Giancarlo 委員長（当時）に証言を求めている。この公聴会では Token Offerings (ICO) が議論の題材とされた。議会証言に望んだ Jay Clayton 委員長は「これまでの ICO のストラクチャーにはセキュリティの募集と販売が含まれており、証券諸法が定める登録要求や投資家保護の条項がそのまま適用される」との見解を公式に述べている¹⁸⁾。後述するように、SEC は Token Offerings (ICO) に対して原則としてセキュリティとしての登録を求めており、上院委員会でも現状の証券諸法下の規制を適用する姿勢が示されたことは注目される。

対して下院の Financial Service Committee 内の小委員会である Subcommittee on Capital Markets, Securities, and Investment は、2018年3月14日に「Examining the Cryptocurrencies and ICO Markets」を催し、4人の識者からヒアリングを行ったに留まる。Token Offerings 規制に関連して、Coinbase（仮想通貨取引所）の Mike Lempres はエンフォースメントではなくガイダンスの提供によって対応することを SEC に要望した。また Chris Brummer（Georgetown University Law Center）は、ICO 時にホワイト・ペーパーで開示すべき情報を提示し¹⁹⁾、これら技術関連の情報は現状の証券諸法下で求められる開示情報には含まれていないことを指摘している（若園 [2021] 参照）。また、Facebook が提唱する Libra の是非を議論した「Examining Facebook's Proposed

Cryptocurrency and Its Impact on Consumers, Investors, and the American Financial System」(2019年7月17日) では、SEC により Libra Investment Token（当時のスキーム）は Howey Test に照らしてセキュリティに該当する可能性が指摘されている（決済手段として使用可能な ETF との類似性より）。さらに SEC は、当該アセットの売買仲介は取引所やブローカー・ディーラーの機能であり、カスタディ機能も含めて投資家保護の観点から規制の対象となるべきとの考えを示している（後述²⁰⁾。同様に2019年9月24日の「Oversight of the Securities Exchange Commission」における質疑応答で、AI Green 議員が投げかけた Libra の有価証券性についての質問に対して、Jay Clayton 委員長が返答した「利益を生まないものは有価証券に当たらないという考えは、少し単純化しすぎだ。」「この点について多くの弁護士が時間をかけて精査している。」というコメントは注視すべきであろう。この他、下院委員会は、DLT と Digital Asset に関するパブリック・フォーラム（2019年5月31日開催）や、委員会内に2つのタスクフォースを設置している²¹⁾。

このように現時点で、Token Offering や Digital Asset に対する連邦議会の上院および下院の対応は、議会主導による証券諸法の見直しの検討ではなく、連邦法が与えた権限内で対処が SEC に一任されているようにみえる。

2. SEC の規制対応

これらを踏まえて、本稿執筆時点までの SEC の規制対応をみてみよう。

米国内における最初の ICO は、2013年7月31日に Mastercoin が Digital Token を売却して500万ドルを調達した行為だと言われている

(Mendelson [2019])²²⁾。上述したように投資型クラウドファンディングに対する規制が求められた背景には SNS 等での詐欺的な勧誘行為があったのと同様に、ICO の活発化に合わせて同手法を装った詐欺的な行為が急増したことも契機となり、下記でまとめるような SEC による対応が進められている²³⁾。

これまでの SEC の規制対応は、2017年7月の DAO レポートの公表を端として、リーガル・ガイダンスの発行や選択的なエンフォースメント・アクションの実施とその説明を流布しながら規制の地固めを行っているように見える²⁴⁾。その理由としては、株式や債券等の伝統的なセキュリティとは異なり、ICO や Digital Token Offering への米国証券諸法の適用が必ずしも明確ではなかったことがあろう。そのため SEC は、Digital Token を用いた資本調達に対する証券諸法の適用には経済的な要件を考慮するとともに²⁵⁾、発行後の流通においてもそれら要件の変化に注意するなど、慎重に規制の浸透を進めているように見える²⁶⁾。

これまでの対応は大きく①原則として登録を要求し (DAO レポート)、②ケースに合わせた排除措置命令等の発令 (Munchee など)、③セキュリティに該当するか否かのガイダンスの提示やノーアクションレターの発行 (TurnKey Jet や Pocketful of Quarters)、④投資家への注意喚起に分類することができる。

(1) **Report of Investigation Pursuant to Section 21 (an) of the Securities Exchange Act of 1934 : The DAO (2017年7月25日)**

当該調査報告書 (以降、DAO レポート) は 34年証券取引所法 Sec.21 (a) に基づき SEC の Division of Enforcement が公表した。2016年

6月の DAO 事件 (約360万 Ether のハッキング行為) を調査対象とするが、報告書の主旨は The DAO が実施した ICO の精査であり、ICO による資本調達に関してペナルティーを伴わない市場関係者への注意喚起と位置づけられる²⁷⁾。DAO レポートの公表と同日に、SEC は投資家向けの Investor Alerts & Bulletins において ICO スキームの概要と投資詐欺関連の注意喚起を掲載している。

The DAO とは、DLT 上に投資ファンド・スキーム (自律分散型投資ファンド) を構築するプロジェクトであり²⁸⁾、2016年5月に独自の Digital Token (DAO Token) を売却 (ICO) することにより、約1,200万 Ether (当時で約1億2,000万ドルに相当) を調達していた。ただし ICO 時には、DAO Token の保有者は利益の分配を受ける権利を得るが²⁹⁾、The DAO は自律分散型組織であるため Howey Test の要件の1つである「他人の経営的努力からの派生」(後述)には該当せず、SEC への登録が必要な投資契約 (セキュリティ) ではないとの説明 (The DAO の解釈) が行われていた (Park and Park [2020])³⁰⁾。

この DAO レポートにおいて SEC は、DLT を活用して Digital Token の募集と売出しを通じた調達 (ICO や Token Sales) に関しても、特定の事実 (Facts) や環境 (Circumstances) により連邦証券諸法が適用可能であること、および ICO 時のセキュリティ登録の必要性を初めての公式な意見 (Administrative Guidance) として表明したことで注目された。

DAO レポートの「Ⅲ. Discussion」は、主として①セキュリティとしての DAO Token、②セキュリティの募集・売付時の登録、③取引システムを国法証券取引所として登録、に関し

て検討と解釈を与えている（この他には、33年法 Sec.5の「登録届出書の効力に関する確認」など）。これらの中で最も重要であるのは、1946年の合衆国最高裁判所判決（いわゆるハウイー判決）との照合（Howey Test の要件は後述³¹⁾、ならびに、これまでの投資契約の認定に関連する複数の判例と照合しながら³²⁾、DAO Token をセキュリティと認定し、The DAO の ICO を SEC 登録が必要な行為と判断した点であろう。

米国の証券諸法において、セキュリティは33年法 Sec.2 (a) (1) および34年法 Sec.3 (a) (10) で主に列挙される形で示されている。しかしながら、現時点で証券諸法が定めるセキュリティの定義自体は必ずしも明確であるとは言えず³³⁾、そのため SEC は、投資判断に該当するか否かの判断にハウイー判決時のいわゆる Howey Test の要件を基準の1つとして用いてきた。

Howey Test における投資契約は、① An investment of money, ② In a common enterprise, ③ With the expectation of profit, ④ Solely from the efforts of others の4つの要素に基づく。また DAO レポートでは、これら4つの要素に関する複数の判例も投資契約の判断に使用されている（要素ごとの判例は Mendelson [2019] を参照。ICO への適用の検討は Sykes [2018] を参照）。DAO レポートはこれら Howey Test の要素のうち「In a common enterprise（共同事業への投資）」を所与として扱い、「Ⅲ. Discussion」で残る3つの要素に関する見解を示している³⁴⁾。

第1に「金銭の投資（An investment of money）」に関して。1991年の判決から投資に用いられるマネーはキャッシュである必要はなく、また2014年の判決も合わせて、DAO Token 取

得時に払い込まれる ETH（イーサリアム）が商品に分類されていてもこの要素に該当し、投資契約であると認定している³⁵⁾。

第2に「利益の期待をとまなう投資（With the expectation of profit）」に関して、2004年判決の「利益（Profits）は、配当や他の定期的な支払い、もしくは投資価値の増加を含む」を引用し、また The DAO が営利事業体であると通知されていたことなどを合わせて、DAO Token の購入者は利益を期待していると断じた。

第3に「利益はもっぱら第三者の努力（Solely from the efforts of others）」について。投資家の利益が、① Slock. it（トークンの販売者）およびその創業者、Slock. it が選出したキュレーター（Curators）の運営上の努力に由来していること（1973年判決³⁶⁾、ならびに② トークン保有者の投票権（Voting Rights）が限定されていることから Howey Test の要素に該当すると判断した。特にトークン保有者の投票権に関しては、①キュレーターを経由した提案のみに投票する（2014年判決）、②保有者が匿名（Pseudonymity）かつ分散（Dispersion）していることにより保有者全体で重要なコントロールの変更や実行が困難である点（1981年判決、2007年判決）を指摘している。

DAO レポートは、個々の取引にセキュリティの募集や売付が含まれているかの判断は取引の経済的実態を含む事実と環境に依存していることを前提としながら、「Ⅲ. Discussion」で加えた検討を踏まえて、DAO Token は33年法および34年法が定めるセキュリティに該当し、その募集や売付は連邦証券諸法に従う必要があり、SEC への登録か登録除外要件を満たさなければならないと結論づけた（岡田・木下

[2018])。また、上述した The DAO が自律分散型組織である点に関しても、Limited Partnership に近い形態であるとし、General Partner の努力に依存しており投資契約を伴うセキュリティと判断した³⁷⁾。

(2) Munchee の ICO に対する Cease and Desist Order (排除措置命令) (2017年12月11日)

Munchee は、自社のウェブに加えて SNS 等で、イーサリアム上で MUN Token を一般公衆 (General Public) 向けに発行し (ICO)、調達した資金でレストラン評価アプリの改善とエコシステムの構築する計画を掲示していた。ICO 時に公開したホワイト・ペーパーでは、エコシステムによりトークンの価値が上がることや、トークンを流通市場で取引可能とする計画が記載されていた。しかしながら Munchee のホワイト・ペーパーでは DAO レポートを引用して、Howey Test の要件に照らしても MUN Token は投資契約にあらず、連邦証券諸法の適用外となる Utility Token であると記載していた。

SEC は、Munchee の ICO は MNU Token の購入者に将来の利益を合理的に期待させる行為であり、同社およびそのエージェントの努力により利益を得ることを合理的に期待させる行為であるとし、Howey Test に照らして投資契約であるため MUN Token は33年法 Sec.2 (a) (1) 上の証券であると判断した。その結果、Registration Statement (登録届出書) の SEC への未登録や SEC の承認を経ない MUN Token の募集・売付行為は、33年法 Sec.5 (a) および 5 (c) への違反であり、Munchee に募集の停止および MUN Token の配布停止と、受領

した資金の投資家へ返却を命じた。ただし、Munchee に対して Civil Money Penalty (民事制裁金、課徴金) の納付は命じていない。従って、この排除措置命令は SEC の方針 (解釈) の浸透および投資家への注意喚起が主たる目的であったと思われる³⁸⁾。

この Munchee への排除措置命令と比較して、SEC は Unikrn が2017年6月から10月にかけて ICO により3,100万ドルを調達した行為を未登録と判断し (ただし1,600万ドル相当の調達は Reg. D の Rule 506 (c) を活用している)、2020年9月15日に排除措置命令とともに610万ドルの民事制裁金の納付を命じている。Unikrn は、主催する e-Sports のプラットフォームへのアクセス権や試合結果への賭け金として使用できる UnikoinGold を未登録で発行したものの、SEC はこの ICO に詐欺的な行為があったとは認めていない。

外部からみて、Munchee と Unikrn への対応の違いが何から生じているのかは解りにくい。この Unikrn への措置を受けて、SEC の内部からも依然として未登録での Token Offering が適法であるか違法であるかの境界が曖昧であることが指摘され、Token Offering に関する Regulatory Safe Harbor を設ける必要性が提言されている³⁹⁾。

(3) Engaging on Fund Innovation and Cryptocurrency-related Holdings (Staff Letter) (2018年1月18日)

Division of Investment Management の Dalia Blass 局長により公表されたスタッフレター⁴⁰⁾。1940年投資会社法の範囲でイノベーションを望む一方で、40年法に照らして、相当量の暗号資産や暗号資産関連の商品を保有する投資ファン

図表 4 5つの Questions

<p>1. Valuation</p> <ul style="list-style-type: none"> ・投資ファンドは暗号資産や関連商品を適正に評価するための情報を持っているのか？ (ボラティリティ、市場規制の分断化や欠如の度合い、先物市場の有無および取引高) ・投資ファンドはどの様にして関連商品の公正な価値をはかるための手段や手法を発展させ実行するのか？ ・投資ファンドの会計や評価手段は、どの様にして重大なイベントが生じた際の情報に対処するのか？ ・新しく組成された暗号資産に関して、投資ファンドはどの様な手段で認識し、その適格性や許容度を示すのか？ ・様々な暗号資産間の違いが、どの様に投資ファンドの評価や会計手段に影響をあたえるのか？ ・暗号資産の先物価格の決済価格の表示において、投資ファンドは引き受けられた暗号資産市場における市場情報や潜在的な操作 (manipulation) をどの様にして考慮するのか？
<p>2. Liquidity</p> <ul style="list-style-type: none"> ・投資ファンドは償還に応じるため流動性の高い資産の保有を維持する必要がある。 ・新 Rule 22e-4 (流動性規則) への対応。 ・投資ファンドは暗号資産や関連商品への投資時に、日々の償還に応じる十分な流動性をどの様にして確保するのか？ ・Rule 22e-4の目的に照らして、投資ファンドは暗号資産や関連商品の流動性をどの様にして分類するのか ・暗号資産の市場は高いボラティリティや市場分断 (fragmentation) にどの様にして対応するのか？
<p>3. Custody</p> <ul style="list-style-type: none"> ・投資ファンドは40年法が命じるカストディにどの様にして対応するのか？ ・投資ファンドは、秘密暗号通貨キーおよびその他の所有権レコードの存在、排他的所有権、およびソフトウェア機能をどの様にして検証するつもりか？ ・サイバーセキュリティの脅威やデジタル財布へのハッキングの可能性は、40年法に照らしたファンド資産の保管にどの程度影響を与えるのか？
<p>4. ETF に関する Arbitrage</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ETF は NAV から大きく乖離しない市場価格を維持することが求められる。 ・暗号通貨市場の細分化、ボラティリティ、取引量を考慮して、ETF はどの様に維持されるのか？ ・暗号資産取引市場のシャットダウンが、市場価格や裁定メカニズムにどの様に影響するのか？
<p>5. Potential Manipulation and Other Risks</p> <ul style="list-style-type: none"> ・暗号資産市場の詐欺行為 (fraud) や市場操作のリスクへの対応。

ドを個人投資家に対して募集する場合、投資家保護の観点から5つの点で注意することを求めている (図表 4)。

(4) SEC のエンフォースメントの変化

これまでのSECのエンフォースメントは「Cyber Enforcement Actions」で一覧表になっている。2020年9月末時点までに、SECはDigital AssetやICOに関連して総計61件のエンフォースメントを報告し、そのうち19件を詐欺的行為として摘発した。ICOに関連する対応として代

表的なのは、Makisim Zaslavskilyが主催するREcoin Group FoundationならびにDiamond Reserve Clubが2017年7月に実施したICOを証券詐欺行為であると断定し、裁判所に対して資産凍結の申し立てを行った例であろう (2017年9月29日)⁴¹⁾。2020年においては、3月20日に発令したMeta 1 Coinの販売差し止めを証券詐欺と認定した例など、9月末時点までに10件の詐欺的行為を認定している⁴²⁾。

このような明らかな詐欺行為を除くと⁴³⁾、前述したMuncheeのケースのように未登録での

ICOに対する当初のSECのエンフォースメントは警告や排除措置命令に留まり、民事制裁金(Penalty)は課していないケースが多かった。選択的なエンフォースメントを通じて、SECの方針を市場参加者へ周知徹底することが当時の目的であったと思われる⁴⁴⁾。しかしながら2018年の末頃より、Unikrnのように詐欺行為を認めないケースであっても民事制裁金による金銭的な処罰が加えられ、かつエンフォースメントの対象が拡大しているように見える⁴⁵⁾。

例えば2018年11月16日にSECが公表したステートメントによれば、Paragon Coin IncならびにCarrierEQ (AirFox)に対するエンフォースメントにおいて、それぞれに25万ドルの民事制裁金を課している(および調達した資金を投資家に返還)。当該ステートメントには、DAOレポートによりSECが未登録でのICOによる募集行為に関して警告した後に実施されたICOであることが強調されている。詐欺行為の摘発を除いて、この2社へのエンフォースメントは未登録ICOに対する初めての民事制裁金を伴う命令として注目された(Park and Park [2020])。

またSECは2018年9月11日付けで、ICO Superstoreを自称していたTokenLot LLCおよび、40%以上の資産をDigital Assetに投資するCrypto Asset Management LPに対しても、民事制裁金の納付等を命じたこと公表した。この内TokenLotへのエンフォースメントは、ブローカー・ディーラーとして未登録のままDigital Tokenを販売した行為が問題とされている。またCrypto Asset Managementは投資会社として未登録のままファンドの持分を公募し、さらに投資家向けの情報でSECの監督下(SEC登録)にあるかのような誤った情報を故

意に与えた点(1940年投資顧問法のAntifraud Provision違反)が理由に挙げられている。このようにICOの実行体のみならず、ICOに関連した仲介機関や投資会社に対してもSECのエンフォースメントの対象が広げられた。

その一方で、2019年9月30日に公表されたBlock.oneへのエンフォースメントは、民事制裁金の支払いを命じているものの、1934年証券取引所法上の登録やReg. AやReg. DのBad Actor Disqualification(資格剥奪)を要求していない。さらには売却したDigital Tokenに対する払い戻しも要求していない。また、納付を命じた2,400万ドルの民事制裁金に関しても、調達金額の僅か0.6%(過去の民事制裁金は、平均で調達金額の1.67%から2.07%)に過ぎず、Digital Tokenの規制が修正された可能性も指摘されている⁴⁶⁾。

このようにSECのエンフォースメントは、DAOレポート以降の取り組みの進捗に合わせて変化しているように見える。ただし明確な詐欺行為への対応を除き、現時点でエンフォースメントによる対応は必ずしも確立されてはいないようである。上述した2020年のUnikrnへの措置に対するSEC内からの指摘もあり、今後さらなるエンフォースメントの透明性の提供が求められよう。

(5) Statement on Potentially Unlawful Online Platforms for Trading Digital Assets (Public Statement) (2018年3月7日)

Division of Enforcement and Trading and Marketsによる意見の徴収および、インターネットを通じたトレーディング・プラットフォーム(いわゆる仮想通貨取引所)の利用者への注意喚起を目的として公表された⁴⁷⁾。

Token Offering を巡る SEC の規制対応

連邦法上の保護を受けるためには、投資家は SEC に登録された国法証券取引所、ATS (Alternative Trading System)、ブローカー・ディーラーを利用する必要があるが、「SEC 登録」や「規制された市場」と投資家向けに表示をしていながら未登録のトレーディング・プラットフォームが多く報告されていた。SEC はこのステートメントにおいて投資に際して投資家が注意すべき13のチェックポイントを提示している。同様な手法は、2019年に入り活発化した Initial Exchange Offering (IEO) に関して発せられた Investor Alert でもみることができる (2020年1月14日)。この Investor Alert でも、投資家がチェックすべき5つの項目を挙げている⁴⁸⁾。

(6) Digital Asset Securities の発行と取引 (パブリック・ステートメント、2018年11月16日)

Paragon Coin, CarrierEQ (AirFox) および TokenLot 等へのエンフォースメントを踏まえて、SEC の3つの局が合同で公表した Informal Guidance にあたる⁴⁹⁾。資本市場での Digital Asset Securities (Token) の扱いに関して① ICO 時の登録、②投資ビークルの投資、③流通市場の3分野において、これまでのエンフォースメントを引用しながら市場参加者が注意すべき事項をまとめている。

① ICO 時の登録に関しては連邦証券諸法上のセキュリティとなる時点 (DAO レポート) やセキュリティとして要求される SEC 登録について注意を促し、また②1940年 Investment Company Act が投資ビークルに定める登録や規制ならびに投資アドバイザーにかかる1940年 Investment Advisers Act の規制を Crypt Asset

Management のケースを挙げてまとめている。

当該パブリック・ステートメントで注目すべきは、③ Digital Asset Securities の流通市場に関する記述であろう。DLT (分散型台帳技術) を用いたプラットフォームであっても、セキュリティに該当する Digital Token の取引やその活動やサービスが国法証券取引所に該当するのかに注意する必要がある。

オンライン取引プラットフォームを提供していた EtherDelta および創業者に対して国法証券取引所として未登録 (登録除外要件に該当せず) を理由に民事制裁金の支払いを命じたケース (2018年11月8日) を例に挙げ、国法証券取引所登録 (1934年法 Sec.3 (a) (1)) および登録除外要件の判断は1934年法 Rule 3b-16の Function Test に照らし、Alternative Trading Systems (ATS, 代替取引システム) に該当する場合は Reg. ATS に従う必要があることを述べている。

また TokenLot のケースを引用して、ICO により Digital Asset Security の発行や流通 (Secondary Trading) を仲介する事業者はブローカーまたはディーラーとして SEC に登録・規制の対象となり、また FINRA の自主規制の対象となる可能性があることに注意を促している。

(7) Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets (2019年4月3日)

SEC の Strategic Hub for Innovation and Financial Technology (FinHub) により、市場参加者が Digital Asset が投資契約に該当するのか、また、その募集や売付がセキュリティの取引に該当するのかを判断する際の分析ツールとして公表された。DAO レポートと同様に

Howey Test の要件の適用を対象とするが、さらに一步踏み込んだ内容のガイダンスとなっている。当該ガイダンスは、特に「Reasonable Expectation of Profits Derived from Efforts of Others (第三者の努力から生じる利益に対する合理的な期待)」に関して、①第三者の努力への依存、②利益の合理的な期待、③その他に分類し、それぞれに複数のケースを提示している点が特徴である(ただし、必要な分析がこれらに限定されているわけではない)⁵⁰⁾。

このガイダンスの提示により、規制の不確実性が軽減されたとの評価もある(例えば Lee et al. [2019])。その一方で、複数のケースで示された基準のウェイト(重要性、影響度)や、それがどのように測定されるのかは説明がなく、実務上のセキュリティの判断において問題であるとの批判や、その商品の性格や募集や売付の方法についての分析を求める声もある⁵¹⁾。また、Digital Asset が流通市場かプラットフォームで取引可能、もしくは取引されている、あるいは将来に期待されているのであれば、「利益の合理的な期待」に該当するとした点(ガイダンスの6頁)は新たな解釈として注目される。ただし、DLT 上でトークン化することが可能な資産は多様であり(若園 [2021])、Digital Token の基本機能であることを鑑みるとセキュリティとして扱うことでこれらの機能が損なわれる可能性には留意すべきであろう。

さらに当該ガイダンスと同日に Division of Corporate Finance が公表した TurnKey Jet のケースでは、ICO (Token Sales) に関する初めてのノーアクションレターを発行し、同社の ICO を投資契約とせず、セキュリティに該当しないと判断を示した。この理由として、TKJ Token が特定のプラットフォームでのみ取引

可能であることや、転売ができない等(価格が固定され、TurnKey Jet が買い戻す際にはディスカウント価格となる)等が挙げられている。このケースは Digital Asset の投資契約に関する最初のノーアクションレターとして注目されたが、Digital Token に付随させることが可能な機能は多様であることを考えると、このガイダンスが過度な制約になる可能性も指摘される。

(8) その他：共同文書の公表

最後に、U. S. Commodity Futures Trading Commission (CFTC) や FINRA との共同で公表した文書を記す。

① Watch Out for Fraudulent Digital Asset and “Crypto” Trading Websites

2019年4月26日に SEC と CFTC により公表された Investor Alert (Digital Asset 関連の詐欺行為に関する警告)。

② Joint Staff Statement on Broker-Dealer Custody of Digital Asset Securities

2019年7月8日に SEC と FINRA により公表された仮想通貨(暗号資産)のカストディアンが遵守すべき規制についての共同声明。

SEC はこの共同声明で、顧客の Digital Asset Securities を業者が保管(Custody)する場合は、Consumer Protection Rule (Rule 15c3-3)に従って、SEC にブローカー・ディーラーとしての登録を求めている。この Rule 15c3-3はブローカー・ディーラーに対して顧客資産の払い戻しに十分な資産の保有を要求している。特に、既存のセキュリティの扱いと比べて Private Key の扱いに注意を促しており、ハッキング等のリスクを考慮すれば、ブローカー・ディーラーが単に Private Key を保管していれば良い

と言うわけでは無く、その代替手法や技術を求めている。さらに、Securities Investor Protection Act（証券投資者保護法）と連邦証券諸法のセキュリティのSecurityの定義が異なることから、Digital Asset SecurityはSIPAの保護を受けられない可能性を指摘している点は注目される。

IV. まとめ

本稿では、米国内でのToken Offeringに対するSECの規制対応を中心に扱った。特徴が似通った資金調達方法である投資型クラウドファンディングでは、JOBS法の下でReg. CFが導入されている。ブローカー・ディーラーの他に登録ファンディング・ポータルを仲介者とし、この仲介者を経由した間接的な規制の手法などはToken OfferingのIEOなどでも有効となろう。ただしReg. CFは、スタートアップ企業の資金調達として投資型クラウドファンディングを正当化した功績があるものの、必ずしも投資型クラウドファンディングを定着させたとは言えず、今後見直すべき点も多々含まれている。

Token Offeringに関しては、基本的には従来の公募と同様な扱いを求め、SECの方針をガイダンスやエンフォースメント等により浸透させてきた。しかしながら若園[2021]で論じたように、DLT上で扱われるDigital Tokenに由来する特性などを規制に加味する必要である。例えば、投資家にとって有用な情報開示は米国の証券規制の基盤であるが、Digital Tokenは伝統的なセキュリティとは差異があり、改めてToken Offeringに適した規制のあり方を検討する時期が来ると予想する。その際

には、本稿で検討したReg. CFとその修正議論は先例として有用となろう。

スタートアップ企業が成長するためには、資本等の円滑な調達環境が整備されることは必要条件となる。様々な経済活動でDXによる革新が始まっている。単なる調達規模だけではなく、その手段・手法についても新たな技術を活用する余地は大きい。米国ではCOVID-19パンデミックに対処して、SECがReg. CFの要件を時限的に緩和した(2020年5月4日)。わが国でも、スタートアップ企業の発芽をマクロ経済成長の糧とすべく、これら若い企業の調達手段の多様化をはかるべきであろう。

注

- 1) DXとは、デジタル技術を用いたビジネス価値の創出であり、わが国でも、経済産業省の「デジタルトランスフォーメーションに向けた研究会」が2018年9月に中間報告書「DXレポート：ITシステム「2025年の崖」克服とDXの本格的な展開」を公表して以降、DXの必要性が共有され始めたようにみえる。
- 2) CB Insights「The State of Fintech Q2'20 Report：Investment & Sector Trends to Watch」(2020年8月)。
- 3) このメガラウンドの中でも注目されるのは、資本市場業務関連の会社による調達が8社含まれている点であろう。最多額はRobinhoodがシリーズE+で調達した2億8,000万ドル(その後2020年9月に、同社はシリーズGで6億6,000万ドルを調達)。以下、Carta(2億1,000万ドル、シリーズE+)、Bio Catch(1億4,500万ドル、シリーズC)、Aspiration(1億3,500万ドル、シリーズC)、Collibra(1億1,250万ドル、シリーズE+)、Cross River Bank(1億ドル、シリーズC)、Onfido(1億ドル、シリーズD)、Payfone(1億ドル、シリーズE+)と続く。
- 4) ICOを実施した発行体(企業形態や技術者の集団)を調査したHowell et al. [2018]によれば、2018年11月末時点で発行体の従業員数は平均値が12.56人、中央値が3人であった。また、2019年7月末時点でも平均値は14.27人、中央値は4人であった。また、これら発行体の内、VCの投資が行われていたのは9%に過ぎない。
- 5) White House Fact Sheet and Overview(2011年9月8日)の「Help entrepreneurs and small businesses access capital and grow」。
- 6) 2010年11月にSECが開催したForum on Small Business Capital Formationにおいても、発行体の調達金額を上限10万ドル、個人投資家による投資額の上限を100ドルとして、クラウドファンディングによる調達行為を33年証券法の登録から除外する案が該フォーラムの参加者からSEC

- にリコメンドされていた。
- 7) JOBS法のSec.302(c)はSECに対して2012年末までの規則提案を求めていた。SECのReg. CF下での投資型クラウドファンディングの運用は2016年5月より。
 - 8) Reg. DのRule 504では一般広告や勧誘を行うことが出来ず、Rule 506は投資家に制限があった(JOBS法のSec.201(a)を受けてSECはRule 506(c)を新設し、投資家が自衛力認定投資家に限定される場合に一般勧誘と広告を認めている)。Hazen [2012]によれば、JOBS法以前においても投資型クラウドファンディングにReg. Aを適用することは可能ではあったが、州規制が定める登録や情報開示から除外はされない。また連邦議会の立法行動(JOBS法)を抜きに、SECが投資型クラウドファンディングに関して既存の規制を変更する余地は無かった。
 - 9) JOBS法の施行以前における33年証券法上のクラウドファンディングの法的位置づけに関してはHeminway and Hoffman [2011]が詳細に検討している。
 - 10) JOBS法で新設されたファンディング・ポータルは、34年証券取引所法のSec.3(a)(80)で定義され、投資アドバイスや推奨行為、自身のウェブсайтやポータル上で募集(表示)されたセキュリティに関する勧誘行為、投資家の資金やセキュリティの管理等が禁止されており(Rule 402)、これらを行うためにはブローカー・ディーラーとしての登録が必要となる。
 - 11) Hazen [2012]によれば、JOBS法以前のRule 10b-5、33年証券法のSec.11やSec.12(a)(2)などでは、投資型クラウドファンディングにおける募集や販売時の重大なMisstatementやOmissionが発生しても投資家が民事責任を追及することは容易ではなかった。JOBS法は34年法のSec.12を修正している。またJOBS法を対象とするSchwartz [2013]では、投資家保護に関して、発行体の調達金額の制限と発行体に対する民事訴訟(Civil Action)の権限を明示的に導入されており、さらに発行体やブローカー・ディーラーと同様にファンディング・ポータルに関しても、JOBS法は検査やエンフォースメント、規則策定の権限をSECに与えた点を評価している。ともに2011年のWall Street Journal紙の「SEC Clampdown on Pabst Pitch Raises 'Crowd-Funding' Issue (6月8日)」や「Fizzled Beer Deal Prompts 'Crowd-Funding' Hearing (9月14日)」などは、Hazen [2012]でも引用されている。
 - 12) また、2019年6月18日に公表されたSECのスタッフ・レポート「Report to the Commission: Regulation Crowdfunding」によると、2016年5月から2018年12月末までにReg. CFを用いて1億800万ドルが調達され(1,351件が企画された中で、調達が完遂したのは519件)、この期間の平均調達額は213,678ドルと少額であった。ちなみに、同期間でのReg. Dによる調達の内、Reg. CFのリミットである107万ドル以下の調達は12,700件あり調達金額は45億ドルであった。
 - 13) ただし、North American Securities Administrators Association (NASAA)によれば2017年7月末時点で34の州およびコロンビア特別区が域内で実行されるクラウドファンディングの規程を定めている。SECの数字には州内で完結した投資型クラウドファンディングによる調達金額は含まれていない点に注意されたい。
 - 14) 過去12ヶ月間で、①投資家の所得または純資産額が10万ドル未満の場合は、上限が2,200ドルを超えない、もしくは所得の5%か純資産額の5%のうち大きい方の金額を超えない(ただし、10万7,000ドルを超えない)、②所得または純資産額が10万ドル以上の場合、所得の10%か純資産額の10%のうち大きい方の金額を超えない(ただし、10万7,000ドルを超えない)。
 - 15) 2020年9月時点で58のファンディング・ポータルがFINRAに登録されているが、稼働を確認できないポータルも多い。
 - 16) この他Rule 303では、仲介者に投資家に対してプラットフォーム上でのコミュニケーション・チャンネルの提供なども求められている。
 - 17) Rule 501は、①発行体への売り戻し、②自衛力認定投資家への転売、③公募としてSECに登録しての販売、④購入者の家族などへの転売は認めている。
 - 18) また民主党のElizabeth Warren議員の質問に対して、Clayton委員長は「私がこれまでみたICOのすべてはセキュリティであると信じている」と返答した。
 - 19) ① Promoter's Location and Contact Information, ② Problem and Proposed Technology Solution, ③ Description of Token, ④ Qualification of Technical Team, ⑤ Industry Risk Factorsおよび⑥ Blockchain Governanceの6項目。これらは、Brummer et al. [2019]でより詳細に検討されている。
 - 20) 現状のホワイト・ペーパーで示されている案ではLibraとCalibraはスイスを拠点とする。しかしながら、米国民へDigital Tokenを売却、もしくは、米国民により使用される場合は米国の証券法の対象となる。ただし、LibraのDigital Tokenを購入しても配当が無く、投資家には合理的な利益の期待が無い。そのためHowey Testに照らした判断には疑問が残る。Rohr and Wright [2019]が指摘するように、一部のInvestment TokenにHowey Testを適用することには困難性があろう。また、現在の登録除外要件の整備も必要となろう。
 - 21) 下院Financial Service Committeeは、2019年5月9日に超党派の議員によって構成される2つのタスクフォース① Task Force on Financial Technologyと② Task Force on Artificial Intelligenceを設立した。この内Task Force on Financial Technologyは、2019年6月25日に最初のヒアリング「Overseeing the Fintech Revolution: Domestic and International Perspectives on Fintech Regulation」を実施している。このヒアリングはSEC, Office of the Comptroller of the Currency (OCC), Consumer Financial Protection Bureau (CFPB)等の計5つの連邦機関を対象とし、SECからはFintechの促進を目的にSEC内に設置されたFinHubの活動内容についての説明が行われた。もう一方のTask Force on Artificial Intelligenceは、2019年6月26日に最初のヒアリング「Perspectives on Artificial Intelligence: Where We Are and the Next Frontier in Financial Services」を開催している。
 - 22) これまでもSECは、FoundersClub(およびFunders Club Management)(2013年3月26日)やAngel List(同28日)のテクノロジー系企業のシンジケーション組成等

Token Offering を巡る SEC の規制対応

- による調達に関して、No Action Letter の発行等を実施してきた。
- 23) 後述するように、詐欺行為と判断されてケースに対しては民事制裁金の支払いや裁判所による資産凍結命令等の手段を講じている。
 - 24) Henderson and Raskin [2019] によれば、デジタル・アセットに対する SEC の規制アプローチとしては、主に① Enforcement Action, ② Consent Orders (同意審決, 当事者自らが過失や不正を認めて是正するかわりに正式な民事訴訟等にもちこまない), ③ Informal Guidance を通じて行われている。また SEC の組織面での対応としては、インターネット上の不正行為に対応すべく、2017年9月に Division of Enforcement に Cyber Unit を創設している。その一方で、DLT を初めとした Fintech のスタートアップ企業に対する SEC の窓口として、2018年10月に Strategic Hub for Innovation in Financial Technology (FinHub) を開設している。
 - 25) Jay Clayton 委員長の Public Statement 「Statement on Cryptocurrencies and Initial Coin Offerings」(2017年12月11日)。
 - 26) Division of Corporation Finance の William Hinman 局長の Yahoo Finance All Markets Summit での講演「Digital Asset Transactions: When Howey Met Gary (Plastic)」(2018年6月14日)。この講演において Hinman 局長は、Digital Asset の募集時にセキュリティの募集に該当しても、将来的にセキュリティに該当し続けるとは限らない(十分に分散化されたネットワークであり、投資家が他者の努力等は合理的に期待していない場合など)。Simple Agreement for Future Tokens (SAFT) のような私募形式で登録除外要件 (Regulation D 等の適用) による募集の是非についても、経済的な事実により法的な対応が異なると述べている (公表されたスピーチの注15)。
 - 27) DAO については DAO レポートの「II. Facts」ならびに Mendelson [2019] 等を参照。DAO 事件 (The DAO Attack) については Mehar et al. [2019] が詳しい。
 - 28) DAO (Decentralized Autonomous Organization, 自律分散型組織) は Decentralized Autonomous Corporation (DAC) とも呼称される。分散型台帳技術を活用したプログラムによる組織的なコンセプトの名称である。The DAO は DAO を用いたプロジェクトの名称である。
 - 29) ただし、自律分散型組織による投資ファンド (VC) とされていたが、実際は Curators が取り仕切っており、DAO Token 保有者の投票は投資意思決定の中核ではなく、保有者には重要な管理運営の実行能力は与えられていない (Rohr and Wright [2019])。
 - 30) 33年法 Sec.2 (a) (1) および34年法 Sec.3 (a) (10) において、セキュリティの要件に投資契約 (Investment Contract) が含まれている。
 - 31) Securities and Exchange Commission v. W. J. Howey Co., 328 U.S. 293
 - 32) 投資契約の基準となるのは、起業家や他者の経営努力により生じる合理的に期待される利益を前提とする共同事業への投資の存在であるが、投資契約の判例 (1946年の Howey Co. 1975年判例, 2004年判例) は、あくまでも判断材料であり、これらの判例のみに依存した判断ではない。ちなみに、46年判決のハウイー判決後も、Howey Test の要件に関しては、67年判決「その形式ではなく (form should be disregarded for substance)」や75年判決「取引の経済的な現実 (be on economic realities underlying a transaction)」等が裁判所の判断として下されている。
 - 33) 例えば、SEC の Hester Peirce 委員のスピーチ (SUSS Convergence Forum, 2019年7月30日) 「何がセキュリティを構成しているのか、その定義は少し (a bit) ボンヤリしている。」
 - 34) Rohr and Wright [2019] によれば、Common Enterprise に関して1946年のハウイー判決において最高裁は詳細な説明を与えておらず、Howey Test を巡る他の判決により① Horizontal Commonality Test, ② Broad Vertical Commonality Test, ③ Narrow or Strict Vertical Commonality Test の3通りのアプローチが示されている。例えば、1994年の Revak v. SEC Realty Corp (18 F.3d, 81, 87-88), 2004年の In re Barkate, 57 S.E.C. 488, 496 n.13, 2004年の SEC v. Edwards, 540 U.S. 389等の判例を参照願いたい。
 - 35) ただし SEC のこの判断に関して、2018年3月14日に下院の Subcommittee on Capital Markets, Securities, and Investment で実施されたヒアリング (Examining the Cryptocurrencies and ICO Markets) において、Coin Center 社の Peter Valkenburg は「そのようなサービスの価値は不確かであるため、Howey Test の「金銭の投資」に該当するとは思われない」と批判している (Sykes [2018] の注92)。
 - 36) Rohr and Wright [2019] を参照。
 - 37) 投資契約に照らした General Partnership と Limited Partnership の違いに関する裁判例は、Masel v. Villarreal, 924 F.3d 734等 (Park and Park [2020] の note 67)。
 - 38) この排除措置命令の発令と同日に SEC の Jay Clayton 委員長は Public Statement (Statement on Cryptocurrencies and Initial Coin Offerings) を公表し、Fintech は資本形成を促進する等の価値があることを認めたとうえで、ICO ならびに仮想通貨への投資の際には適法性や開示される情報等に十分に配慮するよう注意を投資家に喚起している。
 - 39) 2020年9月15日の Hester Peirce 委員の Public Statement 「Statement on SEC Settlement Changing Token Issuer with Violation of Registration Provisions of the Securities Act of 1933」。
 - 40) Investment Company Institute (ICI) および Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA) から寄せられた暗号資産に関連する投資ファンドの投資家保護に関する質問への返答が含まれている。
 - 41) この ICO は不動産やダイヤモンドを裏付けとした Digital Token 等を発行し、投資家からおおよそ30万ドル (計画では200万ドルから400万ドル) を調達した行為であるが、裏付けとされた資産は虚偽であった。2019年11月18日に Eastern District of New York (地方裁判所) において18ヶ月の実刑判決が Makisim Zaslavskily に下されている。
 - 42) この Meta 1 Coin 販売は、元ワシントン州の上院議員 David Schmidt が共犯であったことから注目された。同

- コインの販売時に、①10億ドルの美術品および20億ドルに金でコインの価値が担保されている、②会計事務所が金資産の監査を行っている、③同コインはリスクフリーであり、上限224,923%のリターンが期待できる、などの虚偽の広告が行われていたが、同コインは配布すらされず、集まった資金は215,000ドルのフェラーリ等の高級車の購入等にあってれていた。
- 43) 例えばSECは、Dominic Lacroix および PlexCoin による ICO を詐欺 (Scam) 行為と認定し緊急措置 (Emergency Action) を発令し (2017年12月4日)。2017年12月14日のNY 東部地区地裁の命令より資産凍結を行っている。また、AriseBank の創業者である Jared Rice Sr. および Stanley Ford が主導した ICO を詐欺行為であると認定し、2018年1月30日に裁判所に資産凍結等の措置を申し立て、刑事告発とともに約270万ドルの Penalty の支払い命令、公開会社の役員等への就業およびデジタル証券の募集行為への参加を禁止している。Jared Rice Sr. は11月28日に FBI に逮捕された。直近では、UnitedData が実施した未登録での ICO を詐欺行為 (調達した資金を予定のプロジェクトに使用していない) と判断し、同社ならびに創業者等に民事制裁金等の支払いを命じている (2019年12月11日) 他、CG Blockchain 等の ICO についても同様に詐欺行為であると認定している (2020年1月17日)。
- 44) 2019年10月11日に SEC は Telegram の Token Offering をセキュリティとして未登録 (33年法違反) であることを理由として Emergency Action を発動した。しかしながら、同社は2018年3月29日に Form D を SEC に提出し、自衛力認定投資家のみを対象とする Reg. D を活用していた。このケースは、ICO の衰退とともに2018年の半ばごろからみられる Simple Agreement for Future Tokens (SAFT) と呼ばれる手法の乱用への警鐘と指摘する声もある。
- 45) Park & Park [2020] によれば、2018年に州の証券当局も複数の ICO 事例についてエンフォースメントを行っている他 (Park & Park [2020] note 124)、自主規制機関である Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) も Digital Token を販売したブローカー・ディーラーを摘発している (同note125)。
- 46) 2019年10月26日の Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation における Robert Rosenblum 等の指摘 [Less Aggressive SEC Sanctions on Violations by Crypto Issuers]。
- 47) Wall Street Journal 紙「SEC Warns Investors on Cryptocurrency Exchanges」(2018年3月7日)によると、この時点で ICO 市場の業者やアドバイザーに対して100以上の情報の要求や召喚状 (Subpoenas) を出している。
- 48) ①その IEO はセキュリティの募集行為か、②プラットフォームが国法証券取引所として登録されているか (もしくは ATS として)、③プラットフォームがブローカー・ディーラーとして登録されているか、④その IEO が連邦証券法に従っているのか、⑤海外の IEO に投資することが可能か (オフショアのプラットフォームであっても米国内の投資家に募集された場合は連邦証券法の適用対象となる)、の5項目。

- 49) Division of Corporation Finance, Division of Investment Management および Division of Trading and Markets の3局。
- 50) このガイダンスにおいて、Investment of Money と Common Enterprise は簡潔に触れられているのみである。
- 51) 例えば Chamber of Digital Commerce の Chamber Blog など。

参 考 文 献

- 岡田功太・木下生悟 [2018] 「仮想通貨に対する米規制当局のスタンスと課題」『野村資本市場クォーターリー』野村資本市場研究所, Spring, ウェブサイト掲載版。
- 岡田功太 [2020] 「コロナ禍で注目を集める米国の株式投資型クラウドファンディング」『野村資本市場クォーターリー』野村資本市場研究所, Vol.24-1, 41-50頁。
- 若園智明 [2019] 「米国における資本形成の変遷：公開市場と私募市場」『証券経済研究』第107号, 9月, 1-19頁。
- 若園智明 [2021] 「資本市場のデジタル化：Token Offering を巡る規制環境」『現代金融資本市場の総括的分析』証券経営研究会, 日本証券経済研究所, 第12章 (1月出版予定)。
- Brummer, Chris et al. [2019], “What Should Be Disclosed in an Initial Coin Offering?,” *Cryptoassets Legal, Regulatory, and Monetary Perspectives*, Chap 7, Oxford University Press.
- Hazen, T. Lee [2012], “Crowdfunding or Fraudfunding? Social Networks and the Securities Laws—Why the Specially Tailored Exemption must be Conditioned on Meaningful Disclosure,” *North Carolina Law Review*, Vol.90, No.5, pp.1735-1770.
- Heminway M. Joan and Shelden. R. Hoffman [2011], “Proceed at Your Peril : Crowdfunding and the Securities Act of 1933,” *Tennessee Law Review*, Vol.78, Issue 4, pp.879-972.
- Heminway M. Joan [2013], “How Congress Killed Investment Crowdfunding : A Tale of Political

Token Offering を巡る SEC の規制対応

- Pressure, Hasty Decisions, and Inexpert Judgments that Begs for a Happy Ending,” *Kentucky Law Journal*, Vol.102, Issue 4, pp.865-889.
- Henderson, M. Todd and Max Raskin [2019], **A Regulatory Classification of Digital Assets : Toward an Operational Howey Test for Cryptocurrencies, ICOs, and other Digital Assets,**” *Columbia Business Law Review*, Vol.2019, No.2, pp.443-493.
- Howell, Sabrina et al. [2018], “Initial Coin Offerings : Financing Growth with Cryptocurrency Token Sales,” *NBER Working Paper*, No. w24774.
- Hurt, Christine [2015], “Pricing Disintermediation : Crowdfunding and Online Auction IPOs,” *University of Illinois Law Review*, Vo.2015, No.1, pp.217-263.
- Lee, Jongsub et al. [2019], “The Wisdom of Crowds in FinTech : Evidence from Initial Coin Offerings,” Western Finance Association 報告論文 (2019年6月18日)。
- Mehar, Muhammad et al. [2019], “Understanding a Revolutionary and Flawed Grand Experiment in Blockchain : The DAO,” *Journal of Cases on Information Technology*, Vol.21, Issue 1, pp.19-32.
- Mendelson, Michael [2019], “From Initial Coin Offerings to Security Tokens : A U.S. Federal Securities Law Analysis,” *Stanford Technology Law Review*, Vol.22, Issue 1, pp.52-94.
- Park, James and Howard Park [2020], “Regulation by Selective Enforcement : The SEC and Initial Coin Offerings,” *Washington University Journal of Law and Policy*, Vol.61, pp.99-132.
- Rohr, Jonathan. and Aaron Wright [2019], “Blockchain-Based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets,” *Hastings Law Journal*, Vol.70, Issue 2, pp.463-524.
- Schwartz, Andrew [2013], **“Crowdfunding Securities,”** *Notre Dame Law Reviews*, Vol.88, Issue 3, pp.1457-1499.
- Schwartz, Andrew [2020], “Crowdfunding Issuers in the United States,” *Washington University Journal of Law & Policy*, Vol.61, pp.155-171.
- SEC [2019], *Report to the Commission Regulation Crowdfunding.*
- SEC [2020], *Facilitating Capital Formation and Expanding Investment Opportunities by Improving Access to Capital in Private Markets*, Proposed Rule, March 8.
- Sykes, Jay [2018], “Securities Regulation and Initial Coin Offerings : A Legal Primer,” *CRS Report*, R45301.
- Thompson, Robert and Donald Langevoort [2013], “Redrawing the Public-Provate Boundaries in Entrepreneurial Capital Raising,” *Cornell Law Review*, Vol.98, Issue 6, Article 7, pp.1573-1628.

(当研究所主席研究員)