

ICO の残照—「有価証券」と「暗号資産」の境界線の再設定に向けて

加 藤 貴 仁

要 旨

ビットコインや ICO は分散台帳又はブロックチェーンを用いた金融サービスの一事例に過ぎない。これらを契機として法改正が行われたが、その後も、分散台帳又はブロックチェーンを用いて新しい金融サービスが続々と開発されるという状況が続いている。本稿の目的は、このような状況に対してビットコインや ICO を念頭に置いて構築された規制が適切に対応できるかを検証することである。具体例として本稿は令和元（2019）年の改正を取り上げる。令和元（2019）年の改正は資金決済法と金商法の双方を対象とするものであったが、その目的の 1 つは ICO に関する規制を整備することであった。しかし、令和元年の改正は幾つかの課題を残している。これらの課題の検討を通して、ICO の規制における金商法と資金決済法の役割分担の合理性だけではなく、金商法と資金決済法の基本的な枠組みに再検討の余地があることが明らかになる。分散台帳又はブロックチェーンを利用した新しい資金調達の手段は ICO に限らない。本稿は、新たな資金調達手段が今後も登場することを念頭に置いて、我が国の法制度がそれらに対応可能な枠組みを有しているかを検討することを試みている。

キーワード：有価証券 暗号資産 トークン 金融商品取引法 資金決済に関する法律

目 次

- | | |
|---|--|
| <ol style="list-style-type: none"> 1. 問題意識 2. 令和元年改正が残した課題 <ol style="list-style-type: none"> 2.1 令和元年金商法改正の概要 2.2 令和元年改正が依拠する基本的な考え方 2.3 「支払・決済手段の販売」が「投資商品の販売」としての性質を有する可能性 | <ol style="list-style-type: none"> 3. 「投資商品の販売」と「有価証券の募集」 <ol style="list-style-type: none"> 3.1 ユーティリティトークンは投資商品か？ 3.2 金商法の規制対象となる ICO を拡大する場合の課題—SEC の法執行活動から得られる示唆 <ol style="list-style-type: none"> 3.2.1 SEC による法執行活動の特徴 |
|---|--|

ICOの残照—「有価証券」と「暗号資産」の境界線の再設定に向けて

- 3.2.2 連邦証券規制の規制対象とすべきユーティリティトークンの範囲
- 3.2.3 ICOを連邦証券規制の対象とすることの便益
- 3.3 「有価証券」と「暗号資産」の境界線の再設定に向けた課題
 - 3.3.1 ユーティリティトークンの発行を「有価証券の募集」として規制する必要性
 - 3.3.2 ユーティリティトークンの発行を金商法によって規制する場合に検討すべき事項
 - 3.3.3 「有価証券」と「暗号資産」の境界線を再設定する方法
- 4. 「投資商品の販売」と「暗号資産の販売」
 - 4.1 基本構造—資金決済法と金商法の組み合わせによる規制
- 4.2 暗号資産の販売による資金調達を対象とする規制の概要
 - 4.2.1 暗号資産交換業者と発行者の関係
 - 4.2.2 暗号資産交換業者による新規暗号資産の審査等
 - 4.2.3 新規暗号資産の販売に際しての情報開示等
- 4.3 「決済に関する規制」の見直しに向けた課題
 - 4.3.1 JVCEAによる審査の意義
 - 4.3.2 JVCEAによる審査の課題
 - 4.3.3 「投資に関する金融規制」による「決済に関する規制」の補完の必要性
- 5. 結論と課題

1. 問題意識

分散台帳及びブロックチェーンは、ビットコインに代表される仮想通貨（暗号資産）のシステムの基盤技術である。ビットコインは、その利用実態はともかく、中央銀行や民間銀行から構成される中央集権的な送金システムとは異なる別の送金（価値移転）システムとして発明されたように思われる¹。日本における仮想通貨（暗号資産）を対象とする規制は、平成28（2016）年の資金決済に関する法律（以下、「資金決済法」という。）の改正によって導入された。仮想通貨（暗号資産）が資金決済法の規制対象とされていることは、ビットコイン等が新しい送金又は決済の手段として利用される可能性を想定していたからであると思われる。しかし、分

散台帳及びブロックチェーンには以下のような特徴があるため、送金以外の金融サービスの提供にも利用可能である。

第1に、情報を記録・管理する手段としての信頼性である。ブロックチェーン技術は分散台帳の1つとして位置づけられ、両者は以下のような技術的特徴を共有している。①P2Pのネットワークによってノード間において同一台帳を共有することで、可用性・冗長性が確保される。②台帳をチェーン状のデータ構造とすることによって、一定の改竄耐性を有する²。この他、パーミッションレス型の分散台帳又はブロックチェーンを利用するビットコインやイーサリアムでは、台帳に記載される情報の更新は中央集権的な管理者者による認証ではなく参加者による相互認証によって行われている³。また、パーミッションレス型の分散台帳又はブロック

1 Nakamoto (2008).

2 加藤 (2018), 61頁。

3 加藤 (2018), 61-62頁。分散台帳又はブロックチェーンの分類として、「パーミッションレス型」とは「ネットワークへの参加に制約のない」ものをいい、「ネットワークへの参加に管理者による許可を要する」ものは「パーミッション型」という。デジタル・分散型金融への対応のあり方等に関する研究会 (2021年), 3頁。

チェーンでは、システムの24時間365日の稼働に加えて、Single Point of Failureの除去が実現されている⁴。

第2に、情報を更新する手段としてスマートコントラクトの利用が可能である。スマートコントラクトは分散台帳又はブロックチェーン上で動作するプログラムであり、予め定めた一定の条件を満たす場合に自動的に台帳に記載されていた情報の更新が行われる⁵。

代表的な「仮想通貨」であるビットコインの実態は、その設計思想に反し、送金的手段というよりも投資・投機的手段として利用される場合が多かったことに加えて、分散台帳又はブロックチェーンが送金以外の金融サービスの提供に用いられる可能性も踏まえると、令和元年改正が「仮想通貨」の呼称を「暗号資産」に改めたことは適切であったと思われる⁶。本稿では、分散台帳又はブロックチェーンを利用した金融サービスが資本市場法制、特に金融商品取引法（以下、「金商法」という。）に与えている影響を確認し、資本市場法制の基本的な枠組みを見直す必要性の有無を検討する。その理由は、以下のとおりである。

分散台帳又はブロックチェーンを利用した金融サービスとして、ビットコインなどの仮想通貨に続いて広く認識されたものはICO (Initial Coin Offering) であったように思われる。ICOとは、「企業等がトークンと呼ばれるものを電

子的に発行して、公衆から法定通貨や仮想通貨の調達を行う行為を総称するもの」である⁷。「トークン」という用語には様々な定義が存在するが、本稿では「分散台帳又はブロックチェーン上に記録されている財産的価値を有する情報又は当該財産的価値自体」を意味するものとして用いる⁸。ICOでは、トークンの保有者は何らかの地位又は権利を取得することが想定されている。

このようにICOは分散台帳又はブロックチェーンを利用した新しい資金調達的手段である。資金調達を対象とする規制として、我が国では金商法が重要な役割を果たしている。令和元(2019)年の改正は資金決済法と金商法の双方を対象とするものであったが、その目的の1つはICOに関する規制を整備することであった⁹。しかし、令和元年の改正は幾つかの課題を残している。これらの課題の検討を通して、ICOの規制における金商法と資金決済法の役割分担の合理性だけでなく、金商法と資金決済法の基本的な枠組みに再検討の余地があることが明らかになる。分散台帳又はブロックチェーンを利用した新しい資金調達的手段はICOに限らない。本稿の目的は、ICOの規制の合理性自体を論じることにあるのではなく、新たな資金調達手段が今後も登場することを念頭に置いて、我が国の法制度がそれらに対応可能な枠組みを有しているかを検討することであ

4 デジタル・分散型金融への対応のあり方等に関する研究会（第3回・2021年10月6日開催）における松尾真一郎メンバーの発言。

5 加藤（2018）、68頁注33、加藤（2020b）、197頁注11。

6 加藤（2021）、134頁。以下では、令和元年改正以前の状況を参照する場合を除き、「仮想通貨」ではなく「暗号資産」との呼称を用いている。

7 仮想通貨交換業等に関する研究会（2018）、19頁。

8 加藤（2021）、136頁。

9 金商法と資金決済法は令和4（2022）年6月3日に再び改正された。令和4年改正は未施行であるが、以下では、特段の断りがない限り令和4年改正後の金商法と資金決済法の条文を引用する。

ICOの残照—「有価証券」と「暗号資産」の境界線の再設定に向けて

る。

2. では、令和元年改正以前に存在していたICOに関する問題を明らかにした後に、令和元年改正はその全部に対処するものではなかったことを指摘する。令和元年改正により、ICOの規制は、トークンの発行が「投資商品の販売」といえる場合には金商法が、「支払・決済手段の販売」といえる場合には資金決済法が適用される形に整理された。しかし、現行法における「投資商品の販売」と「支払・決済手段の販売」の分類に従うと、「投資商品の販売」の性質を有する取引が「支払・決済手段の販売」として取り扱われてしまう可能性が生じる。

3. では、このような特徴を有する取引を「投資商品の販売」と位置付けて金商法の「有価証券の発行」に関する規制を適用する場合の課題を検討する。4. では、現行法は「投資商品の販売」としての性質を有する取引を「支払・決済手段の販売」、特に資金決済法の「暗号資産の販売」として規制していることを明らかにした上で、その限界を指摘する。5. では、本稿で提案した改善策を整理した上で、今後の課題を述べる。

2. 令和元年改正が残した課題

2.1 令和元年金商法改正の概要

前述したようにICOは分散台帳又はブロックチェーンを利用した新しい資金調達の手段である。そのため、当然ではあるが、金商法の諸規定はICOを前提とするものではなく、令和元年改正前、以下のような問題を抱えてい

た¹⁰。

第1に、ICOの中には、集団投資スキーム持分の取得勧誘に類似するものが含まれていたが、トークンと仮想通貨が交換されているのであり金銭の出資が行われたとはいえず、有価証券の定義（金商法2条2項5号、金融商品取引法施行令〔以下、「金商令」という。〕1条の3、金融商品取引法第2条に規定する定義に関する内閣府令5条）を充たすことができないので、金商法の集団投資スキームに関する規制を適用できない可能性があった。第2に、集団投資スキームに関する規制は持分の流通性が高くはないことを前提としているが、トークンの流通がビットコインのようにブロックチェーン等を利用した記録の更新によって行われる場合、その流通性は一般的な集団投資スキーム持分と比べて格段に高くなる可能性があった。第3に、ICOは多種多様であり、海外の事例を参照すると、取得の対価が金銭であったとしても金商法の有価証券の定義を充たさないトークンが投資対象として販売されていた事例が存在した。

令和元年の金商法改正により第1と第2の問題への対処はなされたが、第3の問題への特段の対応はされなかった。すなわち、第1の問題に対しては、「暗号資産は、前条第2項第5号の金銭、同条第8項第1号の売買に係る金銭その他政令で定める規定の金銭又は当該規定の取引に係る金銭とみなして、この法律（これに基づく命令を含む。）の規定を適用する。」（令和元年改正後金商法2条の2）との規定が新設された¹¹。第2の問題に対しては、金商法2条2項各号の権利の中でトークンに表示されるもの

10 加藤（2020b），191-192頁。

を電子記録移転権利とし（金商法2条3項括弧書）、有価証券の募集を対象とする規制において、株券（株式）等と同じく流通性の高い有価証券として取り扱うこととされた。第3の問題への特段の対応がなされなかった理由として、以下に述べる令和元年改正が依拠する基本的な考え方を挙げるができるように思われる。

2.2 令和元年改正が依拠する基本的な考え方

令和元年の金商法改正は「ICOの性格に応じて、投資商品の販売と認められるものについては投資に関する金融規制を、支払・決済手段の販売と認められるものについては決済に関する規制を、それぞれ参考としながら、必要な対応を行うことが適当と考えられる。」との考え方に基づき行われた¹²。投資に関する金融規制とは金商法を指し、決済に関する規制は資金決済法を指す。

ICOが規制対象となるかについて、金商法と資金決済法とでは着眼点が大きく異なる。金商法ではトークンに表示される権利、すなわち、トークンの保有者が有する権利の内容が基準となる。具体的には、トークンに表示されている権利が金商法の規制対象となる権利、すなわち、有価証券に表示されるべき権利又は有価

証券とみなされる権利（金商法2条2項）である場合、ICOは金商法による規制の対象となる。一方、資金決済法ではトークンが決済手段としての機能を有しているかが基準となる。すなわち、トークンであっても、決済手段としての機能が備わっていないものは暗号資産の定義を充たさない¹³。ただし、暗号資産の定義を充たすトークンに表示されている権利が金商法の規制対象となる権利である場合、資金決済法ではなく金商法の規制の対象となる（資金決済法2条14項但書）。すなわち、金商法の「有価証券」と資金決済法の「暗号資産」の定義規定は、前者が権利の内容に着眼し、後者が決済手段としての機能に着目したものとなっているため、両者は重なり合う¹⁴。

令和元年の金商法改正が第3の問題に特段の対応をしなかったということは、有価証券に表示されるべき権利又は有価証券とみなされる権利の範囲は改正されなかったことを意味する。すなわち、「投資商品の販売」と「支払・決済手段の販売」の区別は令和元年の金商法改正の前後で変わらない。しかし、ICOは「投資商品の販売」と「支払・決済手段の販売」の区別の在り方そのものについて再検討の余地があることを示しているように思われる。

11 令和4年改正により令和元年改正後金商法2条の2の「暗号資産」が「暗号等資産」に改められた。「暗号等資産」とは暗号資産（資金決済法2条14項）と資金決済法2条5項4号の電子決済手段（内閣府令で定めるものに限る）をいう（金商法2条24項3号の2）。電子決済手段とはいわゆるステーブルコインであり、令和4年の資金決済法改正によって関連する規定が整備された。資金決済法2条5項1号～3号の電子決済手段の保有者は、発行者から発行価額（「1コイン＝1円」等、法定通貨の価値と連動した価格）と同額で償還を受ける権利等を有しているため、そのような電子決済手段は「金銭」に含まれると解される。一方、資金決済法2条5項4号の電子決済手段は「前3号に掲げるものに準ずるものとして内閣府令で定めるもの」であり、このような電子決済手段が「金銭」に含まれるかの解釈上の疑義を払拭するため、金商法2条の2の改正がなされたものと思われる。

12 仮想通貨交換業等に関する研究会（2018）、22頁、小澤ほか（2019）、9頁。

13 不特定の者に対して移転できるという意味での流通性が備わっているトークンであれば当然に暗号資産の定義を充たすとは限らない。たとえば、NFT（Non-Fungible Token）は代替性がないため決済手段としての機能を有しないと評価されており、資金決済法の暗号資産ではないと整理されている場合が多いように思われる。加藤（2021）、138頁（注10）

14 荻野（2019）、62頁、加藤（2020b）、229-31頁。

ICOの残照—「有価証券」と「暗号資産」の境界線の再設定に向けて

2.3 「支払・決済手段の販売」が「投資商品の販売」としての性質を有する可能性

ICOを「投資商品の販売」と「支払・決済手段の販売」に区別して規制するためには両者の区別が明確であることが前提となる。このような区別は、現行法において、ICOのトークンに表示されている権利が有価証券に表示されるべき権利又は有価証券とみなされる権利（金商法2条2項）かによって行われる。有価証券に表示されるべき権利又は有価証券とみなされる権利の内容は金商法に明示されているので、一見すると「投資商品の販売」と「支払・決済手段の販売」の区別は明確であるように見える。しかし、このような区別がICOの実態に照らして適切であったのか、検討の余地がある。なぜなら、有価証券に表示されるべき権利又は有価証券とみなされる権利が表示されていないトークンが投資の対象とされている場合が存在するからである。

たとえば、ICOのトークンの中にはユーティリティトークンと呼ばれているものがある。ユーティリティトークンとは特定のデバイスやサービスの利用を可能とするトークンであり、有価証券に表示されるべき権利又は有価証券とみなされる権利は表示されていない¹⁵。このよ

うに定義されるユーティリティトークンには様々なものが含まれるが、その代表例としてイーサリアムを挙げることができるように思われる¹⁶。ユーティリティトークンは主に値上がり益の獲得を目的とした投資の対象とされることがあるが、ユーティリティトークンの発行には金商法は適用されない。一方、3.1で紹介するように、アメリカでは、投資商品としての性質（投資性）を有するユーティリティトークンの発行は金商法に相当する規制の対象とされている。

日本のICOの規制では、暗号資産の定義を充たすユーティリティトークンの発行は「投資商品の販売」ではなく「支払・決済手段の販売」であるから資金決済法の規制対象となる。しかし、ユーティリティトークンの発行の実態が「投資商品の販売」と評価される場合、その発行を金商法の規制対象とする必要がないか検討の余地がある。なぜなら、資金決済法は「支払・決済手段の販売」を対象とする規制であり、「投資商品の販売」を対象とする規制ではないからである。資金決済法に基づく規制に資金調達を対象とする規制が備えるべき要素が欠けているのであれば、それを補完する措置が必要となる。自主規制機関である日本暗号資産取引業協会（JVCEA）による暗号資産の発行に関する規制や、金商法の暗号資産の取引に関す

15 ICOのトークンの分類については、スイスの金融監査機関であるFINMA（the Swiss Financial Market Supervisory Authority）が2018年2月に公表したICOに関するガイドラインが著名である。同ガイドラインにおいてICOのトークンは、Payment tokens（決済用トークン）、Utility tokens（ユーティリティトークン）、Asset tokens（アセットトークン）に分類されている。本稿ではユーティリティトークンを同ガイドラインの定義する意味で用いている。なお、決済用トークンとは「決済手段として用いるトークン」、アセットトークンとは「企業や何らかの資金源に根ざした資産に相当するトークンや、保有していると配当や利子を得られるトークン」のことをいう。仮想通貨交換業等に関する研究会（第8回・2018年11月1日開催）の討議資料(3)（ICOに係る論点）3頁（注1）。

16 イーサリアムのブロックチェーンではスマートコントラクトを利用して様々な取引が行われているが、取引を実行するための手数料（ガス代）としてイーサリアムが必要となる。株式会社クニエ（2022）、10頁。すなわち、暗号資産としてのイーサリアムには、決済手段としての側面に加えて、スマートコントラクトの利用に必要であるという側面があるため、後者の点からはユーティリティトークンと評価できるように思われる。

る規制（金商法185条の22～185条の24）は、このような措置として位置付けられる¹⁷。しかし、これらの措置による対応に限界があるのであれば、実質的に「投資商品の販売」とも評価できる「支払・決済手段の販売」を金商法の規制対象とすることが検討されるべきであるように思われる。

3. 「投資商品の販売」と「有価証券の募集」

3.1 ユーティリティトークンは投資商品か？

ユーティリティトークンの保有者が有する権利が有価証券に表示されるべき権利でも有価証券とみなされる権利でもない場合、ユーティリティトークンは金商法の「有価証券」に該当しない。ユーティリティトークンの保有者が有する権利は金商法2条1項各号の証券又は証書に表示されるべき権利でもないし、信託の受益権（金商法2条2項1号2号）でも合名会社若しくは合資会社の社員権（金商法2条2項3号4号）でもない。したがって、ユーティリティトークンの保有者が有する権利を集団投資スキーム持分と解するか（金商法2条2項5号）、政令指定（金商法2条2項7号）しない限り、ユーティリティトークンは金商法の「有価証券」には該当しない。しかし、ユーティリティトークンの保有者は「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」（金商法2条2項5

号）を有していない。このことが、ユーティリティトークンに表示されている権利が集団投資スキーム持分に該当するとの解釈の妨げとなる。

しかし、以下のような事例では、ユーティリティトークンの取得者の中に投資商品としてユーティリティトークンを取得するものが存在し得るように思われる¹⁸。「Xトークンの発行者がICOによって調達した資金を用いて開発を計画しているプラットフォームにおいて、Xトークンの保有者はトークンと引き換えに何らかのサービスの提供を受けられるようになることが予定されているが、プラットフォームの運用開始前からXトークンを第三者に譲渡できる流通市場が用意されている。」という事例を考える。Xトークンの価値はトークンの発行者が開発予定のプラットフォームの価値によって決まり、ICO後に上記プラットフォームに対する期待が高まれば、トークンの保有者は取得価格を上回る価格でトークンを売却できる。したがって、Xトークンの取得者の中には、プラットフォームを通じてサービス享受するための手段ではなく、値上がり益を期待してXトークンを取得する者が存在するように思われる。

一方、アメリカの連邦証券規制では、ユーティリティトークンが“security”に該当し同規制が適用される場合がある。ユーティリティトークンの発行が投資契約（“investment contract”）に該当する場合、投資契約の締結の勧誘等は連邦証券規制（1933年証券法等）の適用される“security”の取得の勧誘等に該当する。ある商

17 令和元年の改正により、規制の対象が「暗号資産の取引等」から「暗号等資産の取引等」に改められた（金商法第6章の3）。しかし、令和元年の改正後も「暗号等資産」には暗号資産（資金決済法2条14項）が含まれるため（金商法2条24項3号の2）、暗号資産の取引が規制対象とされていることに変わりはない。

18 加藤（2020b）、235-236頁。

ICOの残照—「有価証券」と「暗号資産」の境界線の再設定に向けて

品が投資契約に該当するか否かは、合衆国最高裁判所がSEC v. W.J. Howey Co., 328 U.S. 293において示した基準（以下、「Howey基準」という。）によって判断されている。Howey基準に従えば、共同事業への資金の拠出が行われ、かつ、資金の拠出者が他者の努力から利益を得ることを期待しているといえる状況が存在する場合には投資契約が存在し、投資契約の締結の勧誘等は“security”の取得の勧誘等に該当することになる。そして、ユーティリティトークンの価値が他者の努力によって購入価格を上回ることへの期待が存在すれば、ユーティリティトークンの保有者が発行者から収益の分配を受ける権利を有していなくとも、Howey基準に従って投資契約の存在を認定することは可能と解されている¹⁹。実際にアメリカのSEC（U.S. Securities and Exchange Commission）は、1933年証券法2条(a)(1)の“security”であるにもかかわらず、未登録でユーティリティトークンの募集等を行ったことは同法5条(a)及び同条(c)に違反するとして、同法8A条に基づき排除命令(cease and desist order)を発令したことがある²⁰。

「投資に関する金融規制」の構造は各国で異なるので、ユーティリティトークンの募集等が1933年証券法の規制対象になることから、当然に、金商法の規制対象とすべきとの結論が導き出されるわけではない²¹。しかし、日本とアメリカの「投資に関する金融規制」におけるユーティリティトークンの位置づけの差異は、金商法の「有価証券」の定義のあり方を見直す契機

となり得るように思われる。

3.2 金商法の規制対象となるICOを拡大する場合の課題—SECの法執行活動から得られる示唆

3.2.1 SECによる法執行活動の特徴

ユーティリティトークンの発行を金商法の規制対象とすべきかを論じる学説は、アメリカの状況、すなわち、ICOを対象とするSECの法執行活動を参照している場合が多い。そこで以下では、このようなSECの法執行活動がアメリカにおいてどのように評価されているかを参照しつつ、金商法の規制対象となるICOを拡大する場合の課題を明らかにすることを試みる。具体的な課題の検討に移る前に、ICOを対象とするSECの法執行活動が、どのような状況において、何を目的として行われてきたかを確認する。

ICOによる資金調達が発急拡大する中で、調達した資金の持ち逃げなど詐欺を目的とするICOが目立つようになった。Howey基準に基づきICOのトークンを連邦証券規制の対象とするSECの法執行活動は、ICOを利用した詐欺の抑止に貢献したように思われる²²。詐欺禁止は連邦証券規制の目的の一つである。更にSECはこのような法執行活動を積み重ねつつ、かつ、ガイダンスの公表等により、ICOによるHowey基準の適用関係を明らかにすることを試みた。SECの法執行活動はHowey基準という一般条項に依拠するものであるため明確性

19 有吉（2018）、223頁、加藤（2019）、124頁・126頁。

20 Munchee, Inc., Securities Act Release No.10-445 (Dec. 11, 2017), available at (<https://www.sec.gov/litigation/admin/2017/33-10445.pdf>)

21 加藤（2020b）、238頁。なお、“security”については、1933年証券法に加えて、1934年取引所法も適用される。1934年取引所法は、発行者に継続開示義務を課す他、証券会社及び証券取引所等を規制対象とする。黒沼（2004）、5-6頁・20-21頁。

22 Rodrigues（2020）、at 147-49; Goforth（2021a）、at 309.

を欠くことはやむをえないが、ガイダンスの公表や個々の案件に関する事前相談等を介して、規制の内容及び必要性に対する事業者側の理解を醸成することに配慮がなされていた²³。連邦証券規制を遵守する形でICOが行われれば、いわゆる発行開示規制と継続開示規制によって比較可能性のある形で投資判断に必要な情報が投資家に提供される。その結果、詐欺禁止に加えて、資本市場を通じた資源の効率的な配分という連邦証券規制の別の目的も達成することが期待される²⁴。

ICOという新しい資金調達手段が急拡大し、かつ、詐欺的な行為等の問題が顕在化する中で、SECが連邦証券規制の下で利用可能な措置を駆使して種々の措置を講じたこと自体に対しては、肯定的に評価されているように思われる。しかし、SECの法執行活動の方法やその成果に対しては批判的な見解も存在する²⁵。以下では、連邦証券規制の規制対象とすべきユーティリティトークンの範囲とICOを連邦証券規制の対象とすることの便益の2点を題材にして、金商法の規制対象となるICOを拡大する場合の課題を明らかにすることを試みる。

3.2.2 連邦証券規制の規制対象とすべきユーティリティトークンの範囲

2019年4月3日にSECのStrategic Hub for Innovation and Financial Technologyが公表した

“*Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets*”を踏まえると、ユーティリティトークンを連邦証券規制の規制対象とすべき根拠は、以下のように整理できるように思われる²⁶。ユーティリティトークンは、その保有者が財・サービスを消費するために用いることを想定して設計されている²⁷。しかし、販売の態様及び流通市場の存在により、トークンを用いて消費できる財・サービスに興味がない者が値上がり益を得ることを目的としてユーティリティトークンを取得する²⁸。ユーティリティトークンの発行者、すなわち、事業推進者がトークンを用いて一定の財・サービスを消費できる仕組みを構築する前でも、流通市場が存在すればユーティリティトークンを高値で売却できる可能性がある。流通市場における取引による値上がり益の獲得を目的とするという点では、絵画や貴金属への投資とユーティリティトークンの取得は共通する。前者を連邦証券規制の対象外としつつ後者をその対象とすべき根拠は、絵画や貴金属の価値はそれ自体に由来するのに対して、ユーティリティトークンの価値は事業推進者の努力に依存する点にある。別の言い方をすれば、事業推進者の努力によってトークンの価値が変動するからこそ、事業推進者とトークン保有者の間に情報の非対称性が存在し、前者に後者に対する情報開示規制を課す意味が生じるのである。

23 Park and Park (2020), at 101-02, 111; Dell’Erba (2020), at 200-01; Guseva (2021), at 632-33. 事業者にとってSECに完全に敵対することはSECの法執行活動が実情に適合しないものになるため望ましくはない。Rodrigues (2020), at 150. そのためICOを対象とするSECの法執行活動に関して自主的な連邦証券規制の遵守を検討するなど協調関係を構築することは事業者にとっても利益になる。しかし、比較的最近のSECの法執行活動に対しては、両者の協働関係を崩しかねないものが含まれようになっているとの懸念が指摘されている。Guseva (2021), at 633.

24 Rodrigues (2020), at 137-38.

25 Goforth (2021a), at 273-274; Goforth (2021b), at 645-46; Guseva (2021), at 633; Guseva (2022), at 18-19.

26 加藤 (2019), 124-128頁。

27 Rohr and Wright (2019), at 493.

28 Rodrigues (2020), at 144.

このようにトークンの価値が事業推進者の努力に依存し、かつ、トークンの流通市場が存在する場合には、ユーティリティトークンの投資商品としての性質が強まるように思われる。ただし、このような考え方を突き詰めていくと、事業推進者がトークンを用いて一定の財・サービスを消費できる仕組みを構築し、かつ、そのような仕組みがブロックチェーンや分散台帳に基づき自律的に稼働するものであった場合、トークンの価値が事業推進者の努力に依存する割合が小さくなるとの解釈が成り立ち得る²⁹。たとえば、トークン保有者へサービスを提供するシステムの管理が発行者による中央集権的なものからトークン保有者自身による分権的なものへ移行した場合、トークンの価値が発行者の努力に依存するという関係は薄まる。トークンの価値と事業推進者の努力の関係が構造的に変化すると、その価値を評価するために必要な情報の内容が変わるように思われる。たとえば、連邦証券規制によって開示が強制される事業推進者の財務やコーポレートガバナンスに関する情報等はトークンの価値を評価する際に重要とはいえなくなるであろう。その結果、事業推進

者に情報開示規制を課す便益が小さくなるように思われる³⁰。

連邦証券規制の遵守に関して発生する費用を上回る便益が生じないのであれば、ユーティリティトークンの発行後に未だトークンの流通市場が存在するとしても、トークンの発行者を対象とする情報開示義務の免除等を可能にする仕組みが存在しても良いように思われる。このような仕組みの1つとして、Howey基準の「資金の拠出者が他者の努力から利益を得ることを期待しているといえる状況」が発行後に存在しなくなる場合、トークンは連邦証券規制の適用される“security”ではなくなる、との解釈が考えられる³¹。トークンの発行後に連邦証券規制の適用対象から外れる可能性の存在は、一見するとユーティリティトークンの発行者に便益をもたらすように思われる。しかし、このような仕組みでは、Howey基準における「資金の拠出者が他者の努力から利益を得ることを期待しているといえる状況」の存否の判断を誰が行うかが問題となる。たとえば、トークンの発行者が自ら行わなければならない場合、解釈を誤りSECの法執行活動の対象となるリスクを負

29 加藤 (2019), 129-30頁。この点を理由に、イーサリアムは少なくとも現時点では連邦証券規制の適用対象ではないと解されているように思われる。Hinman (2018); Guseva (2022), at 35. ただし、現在でもイーサリアム財団の活動がイーサリアムの価値に大きな影響を与えていること等を指摘し、このような解釈を批判する見解もある。Park and Park (2020), at 129-30. 一方、イーサリアムのブロックチェーンを基盤として第三者がスマートコントラクトを用いて様々なアプリケーションを構築していることに着目すると、このような第三者の活動こそがイーサリアムの価値を支えているとの評価も成り立ち得るように思われる。このような評価が妥当するトークンはイーサリアム以外にも存在する。Goforth (2021b), at 673 note148 (KINについて)。

30 連邦証券規制の適用を限定しつつトークンの発行による資金調達を行うことを意図する方法として、SAFT (Simple Agreement for Future Tokens) がある。SAFTとは、ネットワークを通して商品又はサービスの提供を受けるために使用可能なトークンを直接販売するのではなく、ネットワークの開発が完了した後にそのようなトークンの交付を受けることができる権利を販売することをいう。SAFTでは、第1段階目で販売する権利は“security”に該当することを前提として、その販売を連邦証券規制に基づく私募として行うが、第2段階目として、ネットワークの開発が完了した後に交付されるトークンは“security”に該当しないという整理が行われている。加藤 (2019), 140頁 (注3)。しかし、ネットワークの開発が完了したとはいえない段階で第2段階の取引が行われると、SAFTは“security”であるトークンを販売する一連の取引と評価され、第1段階目の取引を私募として行うだけでは連邦証券規制を遵守したとはいえなくなる可能性が高まる。実際に未登録のSAFTを対象としてSECが法執行活動を行った事案 (SEC v. Telegram Group Inc. and Ton Issuer Inc. と SEC v. Kik Interactive) は、第2段階目の時点でトークンが“security”に該当する可能性が否定できない事案であった。Goforth (2021b), at 688.

31 このような解釈の可能性はSEC内部でも認められているようである。加藤 (2019), 125-26頁。しかし、従来、いったん“security”と評価されたものは以後も“security”であるとの解釈が一般的であったとの指摘がある。Goforth (2021a), at 287.

担しなければならぬため、保守的な解釈がなされる可能性がある³²。その結果、費用を上回る便益を発生させない情報開示が継続されるといふ状況が発生する³³。

SEC が強調するように Howey 基準の適用は個別具体的な事情を背景として行われるものであるから、ユーティリティトークンに同基準を適用する際の考慮要素の列挙はできても、汎用性のある一般的かつ明確な基準の提示は難しいように思われる³⁴。これに対して、SEC による Howey 基準の適用とは別の形でユーティリティトークンへの連邦証券規制の適用関係を明確化する試みがなされている³⁵。しかし、ユーティリティトークンへの Howey 基準の適用に関する SEC の基本的な考え方に大きな変化は見られない。

3.2.3 ICO を連邦証券規制の対象とすることの便益

「ICO」を標榜する詐欺的な行為が横行すれば、ICO という資金調達手段自体の評判が毀損するため、誠実な事業者も不利益を被る³⁶。ICO が連邦証券規制の適用範囲に含まれることによって、このような詐欺的な行為の排除が期待できる。また、連邦証券規制を遵守しない ICO による資金調達が急増していた当時の状

況を踏まえると、誠実な事業者が実施する ICO が連邦証券規制を遵守して行われることによって以下のような一定の便益が生じる可能性があったように思われる。

連邦証券規制を遵守せずに ICO が行われる場合でも、トークンの発行者は自主的に一定の情報開示を行うという実務（いわゆるホワイトペーパーの公表）が存在していた³⁷。ただし、連邦証券規制の発行開示規制と比較すれば開示される情報は限定的であり、むしろ、コード等の技術情報を開示すれば十分であると考えられていたように思われる³⁸。特に、ブロックチェーンや分散台帳を用いてトークンが発行される場合、トークンの発行者と保有者の関係はスマートコントラクトによって処理されることが想定されているから、そのコードに関する技術情報の開示はトークンを取得するかの判断において重要な情報であることは明らかである。しかし、多くの投資家にとってコードの内容を理解するのは容易ではない。そのため投資判断に際しては、コード等の技術情報自体よりもコードが監査を経ていることやトークンの流通市場を開設する業者（日本の暗号資産交換業者に相当）による取扱いが予定されていること等が重視されてきたようである³⁹。すなわち、コードを監査する業者や流通市場を開設する業

32 Guseva (2022), at 35-36.

33 逆に当初は“security”ではなかったトークンが発行後に“security”に転化する可能性もある。Goforth, C. R. (2021a), at 287-88. 仮にこのような転化が発行者の把握できない事情によって生じるとされれば、連邦証券規制の適用範囲はより一層不明確になる。

34 加藤 (2019), 139頁 (注38), 久保田 (2022), 104頁。

35 加藤 (2019), 130頁。Goforth (2021a), at 313-17. このような試みの中には SEC の Commissioner である Hester Peirce による提案も含まれる。Peirce (2020)。その和訳として、若園 (2022) がある。

36 Guseva (2021), at 656-58.

37 Dell'Erba (2020), at 184, 188-190.

38 Guseva (2022), at 25-27. 本稿では十分に紹介できなかったが、ホワイトペーパーによる情報開示には、ホワイトペーパー同士の比較可能性の問題の他に、そこで示された事業内容と実装されたコードの間に不一致が存在する等の様々な問題が指摘されている。Cohney et al. (2019), at 634-39. 柳 (2021), 502頁。

39 Ofir and Sadeh (2020), at 584.

者がゲートキーパーの役割を果たすことが期待されていた。しかし、特に流通市場を開設する業者については、利益相反に加えてハッキングや不正取引へ対策が不十分であるため、ゲートキーパーとしての機能に疑問が呈されている⁴⁰。加えて、ICOの発展が急激であったため、業界内の自主規制による対応に改善の余地があるとの指摘もなされていた⁴¹。

一方、ICOが連邦証券規制を遵守して行われる場合、投資家には比較可能な形で詳細な情報が提供される。また、トークンの販売に携わる事業者も連邦証券規制の適用対象となり、投資家保護の機能を果たすことが期待される。このような便益は主に投資家に生じるものであるが、資金調達条件の改善等を伴うのであればICOを実施する誠実な事業者にとっても便益が生じることになる。ただし、連邦証券規制の遵守費用を上回る便益が期待できるのであれば、連邦証券規制を遵守する形でICOを行うことが事業者にとっても合理的な選択となり得る。

SECの法執行活動がICOの実施を計画していた事業者に与えた影響の評価は難しい。SECの法執行活動は詐欺を目的とするICOの数を減少させるだけでなく、誠実な事業者に連邦証券規制の遵守費用の負担を求めることにつながった⁴²。そして、連邦証券規制を遵守する方法として公募ではなく一般的に私募(Regulation D)が選択されているようであるが、この

ことは前者の場合には規制遵守費用を上回る便益が期待できないと事業者が判断したことを意味する⁴³。このような判断がなされた理由の一つとして、現行規制で開示が要求されている項目がICOの仕組みやトークンの技術的な特徴を十分に反映していないことが考えられる⁴⁴。また、私募(Regulation D)において一定の条件を満たす適格投資家(“accredited investors”)にトークンを取得させる場合には情報開示規制の緩和措置等がとられている⁴⁵。しかし、上記の投資家の条件は、トークンの取得に関する投資判断に欠かせない技術に関する知識や経験の有無を考慮したものとはなっていない。そのため、私募を介してトークンを取得する投資家の中には、自己防衛できない投資家が含まれる可能性が懸念されている⁴⁶。

アメリカの学説の中には、ユーティリティトークンは連邦証券規制の適用を避けるために設計されたものであるから、ユーティリティトークンという形ではなく、保有者が議決権や利益分配を受ける権利を有する形で設計されたトークンが連邦証券規制の適用を受けて発行される方が、一般大衆が革新的な技術発展の成果を享受できる点で望ましいと指摘するものがある⁴⁷。しかし、連邦証券規制の適用される形で資金調達を行うか否かを判断するのは事業者である。仮に連邦証券規制の内容がICOの特徴を十分に考慮したものとはなっていない場合、事業者が連邦証券規制の適用を受けない形での

40 Guseva (2022), at 54.

41 Dell'Erba (2020), at 219-20; Goforth (2021a), at 324-25; Guseva (2022), at 52-53.

42 Dell'Erba (2020), at 209-210.

43 Guseva (2022), at 13-19, 43.

44 Park and Park (2020), at 129 note155; Goforth (2021a), at 294 and 302; Guseva (2022), at 39-40.

45 黒沼 (2004), 55-58頁。

46 Guseva (2022), at 54.

47 Rodrigues (2020), at 152.

資金調達を選好することはやむを得ないと思われる。

3.3 「有価証券」と「暗号資産」の境界線の再設定に向けた課題

3.3.1 ユーティリティトークンの発行を「有価証券の募集」として規制する必要性

ユーティリティトークンが投資商品としての性質を有していたとしても、トークンの保有者が発行者から収益の配当を受ける権利等を有さないため、金商法の有価証券の定義（金商法2条2項5号）を満たさない。しかし、法的な意味での権利とはいえなくとも投資対象とされているものについては、形式的な理由で金商法の適用範囲から除くのは適切な政策判断とはいえない⁴⁸。そして、3.2.2. で検討したように、トークンの価値が発行者の努力に依存するという関係が存在するのであれば、金商法においてもユーティリティトークンの発行を有価証券の募集として規制することが合理的な場合が存在

するように思われる⁴⁹。ただし、ユーティリティトークンの発行を金商法の規制対象とする際に、有価証券の定義規定の改正だけで足りるかは慎重な検討が必要であるように思われる⁵⁰。3.2を踏まえると、3.3.2で挙げる点に関する金商法の対応の要否が問題となる。

3.3.2 ユーティリティトークンの発行を金商法によって規制する場合に検討すべき事項

第1に、有価証券の募集が行われた後にユーティリティトークンが有価証券の定義から外れる場合があることを、金商法に明文の根拠を有する制度として認めるか、である。特段の制度面の対応をせず有価証券の定義規定の解釈に委ねるという立場もあり得る⁵¹。しかし、このような立場では、解釈を誤って継続開示の停止等を行った発行者が金商法の法執行活動の対象となるリスクが過大になることが懸念される⁵²。また、有価証券に表示されるべき権利又は有価証券とみなされる権利が表示されなくなった時

48 神田 (2021), 128頁。

49 河村 (2018), 52頁, 黒沼 (2019), 10-11頁, 柳 (2020), 23-24頁。ところで、ユーティリティトークンを金商法の規制対象としない根拠として、購入型・寄付型クラウドファンディングが同法の規制対象とされていない点が挙げられることがある。松尾 (2019), 10頁。具体的な制度設計を検討する際には、ユーティリティトークンと特に特定の製品の開発等を目的とするクラウドファンディングとの区分が問題となり得る。後者については、製品開発の予定期間として明示されている期間が長期とはいえず、かつ、出資者としての地位の譲渡が想定されていないのであれば、特定の製品の消費又は利用を目的として出資するかの判断がなされる部分が大いといえるので、この点がユーティリティトークンとの区別を正当化するように思われる。ただし、譲渡によって利益を得る可能性がユーティリティトークンを有価証券として金商法の規制対象とする根拠として適切かについては、肯定的な見解と否定的な見解の双方がある点に注意を要する。否定的な見解は、暗号資産にも同様の可能性が存在することを挙げる。黒沼 (2019), 10頁。これに対して、このような可能性が企業家的努力によるトークンの価値上昇に由来するものである場合、有価証券性を肯定する根拠となるとの反論がなされている。柳 (2020), 23-24頁。確かに、資本市場における投資の対象（投資対象性）となるようなものであれば、市場における流通性がなくとも有価証券として金商法の規制対象とすべきである。神田 (2008), 8-9頁。しかし、トークンを用いて財やサービスの提供を受けることができない時期でも流通市場においてトークンを譲渡できる可能性の存在は、トークンの価値が発行者の努力に依存するという関係の存在を基礎付ける重要な要素となり得るように思われる。加藤 (2019), 129-30頁。

50 久保田 (2022), 89頁。

51 黒沼 (2019), 11頁, 柳 (2020年), 24頁。

52 なお、現行法でも資金調達後に金商法の適用関係が変化する可能性が存在している。たとえば「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」は有価証券（集団投資スキーム持分）から除かれているが（金商法2条2項5号イ, 金商令1条の3の2）、出資後に「出資者の全員が出資対象事業に関与する場合」に該当しなくなった場合、その時点から出資者の権利（既に生成されていた権利も含む）は有価証券（集団投資スキーム持分）になる。この事例では有価証券ではなかった権利が生成後に有価証券に転化するという現象が生じているが、このような現象が引き起こす実務上の問題については検討が不十分であるとの指摘がなされている。藤田 (2010), 22-23頁。

点で、ユーティリティトークンは暗号資産として資金決済法の規制対象となる。そのため、このようなユーティリティトークンの取扱いを継続する金融商品取引業者は、暗号資産交換業の登録を受けずに暗号資産の売買等を行っているとして資金決済法の法執行活動の対象となり得るように思われる。2.2で説明したように金商法の「有価証券」と資金決済法の「暗号資産」の定義規定は、前者が権利の内容に着眼し、後者が決済手段としての機能に着目したものとなっているため、両者は重なり合う。そのため資金決済法は有価証券に表示されるべき権利又は有価証券とみなされる権利が表示された暗号資産を「暗号資産」の定義から明文の規定によって除外している（資金決済法2条14項但書）。このような定義規定の構造を維持しつつ「有価証券」から「暗号資産」への転化現象を認める場合には、ある時点においてユーティリティトークンが何れに該当するかを確定するための一定の手続きが必要となるように思われる。

第2に、有価証券の募集に際しての発行開示及びその後の継続開示の双方において、ユーティリティトークンの特徴を反映した開示項目を設定する必要があるか、である。トークンの発行が金商法の規制対象とされることによ

て、投資家の判断を通じて社会的に意義のあるプロジェクトが選別される⁵³。情報開示と自己責任の原則の下で多くの投資家が資金を投下する価値があると判断する場合にしか資金調達は成功しないからである。令和元年の金商法改正に伴い、セキュリティトークンの募集が行われることを想定して開示項目の改正が行われた。セキュリティトークンは、ユーティリティトークンと異なり、有価証券に表示されるべき権利又は有価証券とみなされる権利が表示されたトークンのことをいう。すなわち、セキュリティトークンの保有者が有する権利の内容はトークンに表示されていない権利と大きくは変わらない。両者の差異は権利移転の仕組みにあり、セキュリティトークンについてはこの点に関する特別な開示項目が用意されている⁵⁴。セキュリティトークンの発行に適用される開示項目をユーティリティトークンの発行に適用すれば十分かを検討する必要があると思われる⁵⁵。

3.3.3 「有価証券」と「暗号資産」の境界線を再設定する方法

3.3.2で挙げた問題は、何れも「ユーティリティトークン」には様々な種類のトークンが含まれる点に由来するようと思われる⁵⁶。そのため金商法の規制対象とすべき範囲だけではな

53 黒沼（2019）、10頁。

54 特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令第6号の5様式記載上の注意(5)c(17)c(26)c(30/31)等。

55 柳（2021）、508頁。セキュリティトークンに表示される権利が集団投資スキーム持分等である場合、投資勧誘に用いるホワイトペーパーが有価証券届出書の添付書類とされている（特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令12条1項1号へ）。金融庁「令和元年資金決済法等改正に係る政令・内閣府令案等に対するパブリックコメントの結果等について」の「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」（2020年4月3日）158番（43-44頁）。ただし、ホワイトペーパーに記載すべき項目が法定されているわけではない。ユーティリティトークンを含むトークンの投資判断に資する開示項目の検討に際しては、Peirce（2021）で提案されている開示項目が参考になるように思われる。Goforth（2021a）、at 329。久保田（2022）、109-10頁・116頁。

56 たとえば、ICOのトークンを保有者の権利・メリットを基準に仮想通貨型、法定通貨型、ファンド型、商品券型、会員権型、期待権型に分類した上で、ユーティリティ・トークンはファンド型（「トークンの保有者は、発行者がトークンの対価により営むプロジェクトの収益の分配を受けることができる」）以外の類型に対応すると整理する見解として、有吉（2018）、213頁がある。

く、規制の具体的な内容についてもユーティリティトークンの多様性に応じた対応が必要となる。現在の有価証券の募集に関する規制をユーティリティトークンの発行にそのまま適用すると、費用を上回る便益の発生が期待できない場合が生じ得る⁵⁷。一方、ユーティリティトークンの発行を金商法に従って行うことに一種のシグナリング効果が認められる余地があるように思われる。しかし、ユーティリティトークンは金商法の有価証券ではないので、金商法に従ってユーティリティトークンを発行することは制度上、不可能である。仮に現在の金商法の規制を前提とした場合でも金商法に従ってユーティリティトークンを発行することに一定の便益が発生すると考える事業者が存在するのであれば、そのような選択肢が認められても良いように思われる。

一方、日本法とアメリカ法の重要な差異として、日本法ではユーティリティトークンの発行は暗号資産の販売による資金調達を対象とする資金決済法の規制対象となっている点に留意する必要がある。したがって、制度整備の方向性としては、ユーティリティトークンの発行を金商法の対象に含めるのではなく、資金決済法による規制の見直しも選択肢となり得る⁵⁸。また、資金決済法と金商法の組み合わせによって合理的な規制を整備していくことも選択肢から排除されるべきではない。既に、令和元年の改正により暗号資産の取引を対象とする不正取引規制が金商法の規制として導入されている。両法を所管する官庁は共に金融庁であることか

ら、規制の根拠が資金決済法にあるか金商法にあるかの差異は所管官庁が異なる場合と比較すれば大きくは無いように思われる。

4. 「投資商品の販売」と「暗号資産の販売」

4.1 基本構造—資金決済法と金商法の組み合わせによる規制

ユーティリティトークンの発行が「投資商品の販売」としての性質を有する場合でも、トークンに有価証券に表示されるべき権利又は有価証券とみなされる権利が表示されていないならば、「支払・決済手段の販売」として資金決済法によって規制される可能性があるに過ぎない。ユーティリティトークンが暗号資産である場合、その発行は暗号資産の売買の一類型（以下、「暗号資産の販売」という。）として規制される。資金決済法は暗号資産の売買又は他の暗号資産との交換（資金決済法2条15項1号。以下、「暗号資産の取引」という。）、暗号資産の取引の仲介（資金決済法2条15項2号）、暗号資産の管理（資金決済法2条7項3号）のいずれかを業として行うためには、暗号資産交換業者としての登録が必要であるとする（資金決済法2条16項・63条の2）。

ただし、暗号資産であるユーティリティトークンの取引に関して金商法の適用が問題となる場合がある。暗号資産に係るデリバティブ取引を業として行うためには、第一種金融商品取引

57 久保田（2022）、116頁。ユーティリティトークンの発行を金商法の規制対象とするべきであると主張しつつ、同時に金商法の遵守費用の軽減策を構想すべき可能性を指摘する見解がある。黒沼（2019）、10頁。同様の問題意識に基づき、SECのCommissionerであるHester Peirceはトークンの発行等を3年間は1933年証券法の適用除外とすること（ただし特別な情報開示規制と詐欺禁止規定の適用あり）等を提案している。久保田（2022）、109頁。

58 久保田（2022）、117-18頁。

業者としての登録が必要である（金商法28条1項2号・29条・29条の2第1項9号）⁵⁹。金商法には暗号資産に係るデリバティブ取引及び暗号資産の取引を対象とする不公正取引規制が存在する。暗号資産の取引は不正行為の禁止（金商法185条の22）、風説の流布等の禁止（金商法185条の23）、相場操縦行為等の禁止（金商法185条の24）の全ての対象となる⁶⁰。一方、暗号資産に係るデリバティブ取引については、各規制の対象となる取引が異なっている。ただし、暗号資産の取引及び暗号資産のデリバティブ取引に関する不公正取引規制は課徴金制度（金商法173条～174条の3）の対象外であり、かつ、証券取引等監視委員会の管轄外でもある⁶¹。

なお、ユーティリティトークンが暗号資産ではない場合、暗号資産に係るデリバティブ取引及び暗号資産の取引に関する金商法の規定は適用されないが、資金決済法も適用されないとは

限らない。本稿が定義するトークン（「ブロックチェーン上に記録されている財産的価値を有する情報又は当該財産的価値自体」）であっても、移転可能な範囲が技術的に制限されている場合等には資金決済法の暗号資産と評価されない可能性がある（資金決済法2条14項）⁶²。また、保有者が享受可能なサービス等の量が法定通貨によって定まっている場合、トークンは通貨建資産（資金決済法2条7項）となるから、同様に資金決済法の暗号資産ではない（資金決済法2条14項1号括弧書）⁶³。しかし、暗号資産ではないとしても、ユーティリティトークンは発行者又は第三者から商品やサービスの提供を受けるための支払手段として利用可能であるから、前払式支払手段（資金決済法3条1項）又は資金移動業（資金決済法2条2項）として規制される可能性がある⁶⁴。ただし、以下では検討の焦点を絞るため、ユーティリティトークンが暗号資産である場合を対象とする。

59 金融商品には暗号資産（資金決済法2条14項）が含まれるため（金商法2条24項3号の2）、暗号資産に係るデリバティブ取引は金商法のデリバティブ取引に含まれる（金商法2条22項1号等）。金商法には金融商品取引業者（金商法34条）が暗号資産関連業務を行う場合に適用される行為規制の特則が存在する（金商法43条の6、金商業等府令146条の3～146条の5）。暗号資産関連業務には、暗号資産に係るデリバティブ取引に関する行為のほか暗号資産に係るデリバティブ取引を投資対象とする信託受益等の取引に関する行為が含まれる。

60 不公正取引規制（金商法185条の22～185条の24）において、暗号資産の交換は暗号資産の売買に含まれる。なぜなら、「暗号等資産の売買」（金商法185条の22第1項括弧書）の解釈において、暗号資産は金銭とみなされるからである（金商法2条の2、金商令1条の23）。

61 暗号資産のデリバティブ取引は、金商法157条から159条の規制対象であるデリバティブ取引に形式的には含まれるが、適用除外されている（金商法185条の22第2項等）。暗号資産の取引及び暗号資産のデリバティブ取引に関する不公正取引規制は課徴金制度の対象外であることに加えて、罰則の根拠規定も別である（金商法197条1項6号）。暗号資産の取引及び暗号資産のデリバティブ取引に関する不公正取引規制の違反の調査は、金融庁から証券取引等監視委員会に委任される課徴金に関する調査のための処分に係る権限の対象に含まれていない（金商法177条・194条の7第2項第8号）。証券取引等監視委員会は犯則事件について調査等の権限を有しているが、犯則事件の中には暗号資産の取引及び暗号資産のデリバティブ取引に関する不公正取引規制の違反も含まれていない（金商法210条、金商令45条）。このように、暗号資産の取引及び暗号資産のデリバティブ取引に関する不公正取引規制と有価証券の取引及びデリバティブ取引等に関する不公正取引規制（金商法157条～159条）は別の規制として位置付けられていると理解すべきである（金商法185条の22第2項・185条の23第2項・185条の24第3項）。

62 有吉（2018）、217頁。ただし、技術的制限の事後的な解除等により移転可能な範囲が拡大する可能性のあるトークンは暗号資産と評価される可能性がある。河合ほか（2020）、124頁。

63 令和4年の改正により電子決済手段（いわゆるステーブルコイン）に関する規定が整備されたことに伴い、暗号資産に電子決済手段は含まれない旨が明文化された（資金決済法2条14項1号括弧書）。なお、電子決済手段の中には通貨建資産であるものも存在するため（資金決済法2条5項1号）、上記の規定の意義は通貨建資産ではない電子決済手段も暗号資産には含まれないことを明文化する点にある。

4.2 暗号資産の販売による資金調達を 対象とする規制の概要

4.2.1 暗号資産交換業者と発行者の関係

資金決済法は暗号資産の販売による資金調達を明示的な規制対象とはしていないように思われる。前述したように、暗号資産の販売は暗号資産交換業者としての登録が必要な行為である。資金決済法は、暗号資産交換業者による暗号資産の販売を、その目的が発行者による資金調達であるかを問わず一般的に規制する。一方、JVCEAの自主規制では、「新規暗号資産の販売に関する規則」（以下、「新規暗号資産販売規則」という。）によって、資金調達の目的で新たに発行される暗号資産（以下、「新規暗号資産」という。）の販売が行われることが念頭に置かれた規制が整備されている。暗号資産交換業者は、認定資金決済事業者協会であるJVCEAの規則に違反する行為（ただし利用者の保護に欠け、又は暗号資産交換業の適正かつ確実な遂行に支障を及ぼすおそれがあるものに限る）を行うことができない（資金決済法63条の9の3第4号。暗号資産交換業府令20条13号）。金融庁の事務ガイドライン（第三分冊：金融会社関係16暗号資産交換業者関係）（以下、「交換業ガイドライン」という。）において、暗号資産交換業者が資金調達を目的とする暗号資産の販売を行うことに関する監督上の主

な着眼点として挙げられている事項は、新規暗号資産販売規則と概ね重複している⁶⁵。したがって、ユーティリティトークンの発行については、JVCEAの規則が重要な役割を果たしている。

新規暗号資産の販売が行われる場合には、新規暗号資産を新たに発行して資金調達を行う者、すなわち、新規暗号資産の発行者が存在するケースが多いように思われる。暗号資産交換業者が自ら新規暗号資産の発行者となることは可能である。一方、新規暗号資産の発行者について暗号資産交換業者としての登録が必要か否かは、以下のとおり、新規暗号資産の販売の仕組みによって異なる。発行者が自ら新規暗号資産を販売すること及び発行者の依頼に基づいて新規暗号資産の販売を行うことは、暗号資産交換業に該当し得る行為である⁶⁶。一方、発行者が新規暗号資産の販売に全く関与しない場合、発行者は暗号資産交換業の登録が必要な暗号資産の販売を行っているとはいえないと解されている⁶⁷。JVCEAの規則もこのような整理に依拠しており、暗号資産交換業者自らが新規暗号資産の販売を行うことを自己販売業務、発行者の依頼に基づき新規暗号資産の販売を行うことを受託販売業務と定義している（新規暗号資産販売規則2条5号6号）⁶⁸。

新規暗号資産の販売では、自己販売業務と受託販売業務の差はあるが、暗号資産交換業者の

64 有吉 (2018), 228頁, 河合ほか (2020), 126-127頁。なお、暗号資産と前払式支払手段の区別については、以下のような問題がある。金融庁は「ある支払手段が、資金決済法第3条に規定する前払式支払手段に該当する場合は、資金決済法第2条第5項に規定する仮想通貨には該当しないものと考えられます。」との解釈を示している。金融庁「『銀行法施行令等の一部を改正する政令等（案）』に対するパブリックコメントの結果等について－コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」No.36 and 37 (34頁)。その結果、暗号資産の定義を充たすトークンの取引・仲介・管理を暗号資産交換業者としての規制を受けずに行うことが可能になっている。上記の解釈は暗号資産交換業者を対象とする規制を潜脱する手段として利用される危険があるため、見直しを検討されるべきである。有吉 (2018), 229-230頁。

65 交換業ガイドラインII-2-2-8-2 (57-58頁), 増島・堀 (2020), 183頁。

66 交換業ガイドラインII-2-2-8-1 (56頁)。発行者が暗号資産の販売を継続的に行うことを予定している場合には、「業として」（資金決済法2条15項）を充たすと思われる。

関与が求められている。そして、暗号資産交換業者による審査を経た場合のみ、新規暗号資産の販売が行われる。交換業ガイドライン及びJVCEAの規則を踏まえると、新規暗号資産の販売による資金調達を対象とする規制では暗号資産交換業者による審査が重要な役割を果たしているように思われる。そこで4.2.2では暗号資産交換業者による審査を取り上げる。資金調達を目的とする場合に限られるわけではないが、新規暗号資産を販売する暗号資産交換業者と新規暗号資産を購入しようとする者の間には情報の非対称性が存在する。そのため資金決済法には情報開示や新規暗号資産の販売の形態について一定の規制が存在する。そこで4.2.3では、新規暗号資産の販売を対象とする情報開示等に関する規制を取り上げる。

4.2.2 暗号資産交換業者による新規暗号資産の審査等

暗号資産交換業者が新規暗号資産の販売を行うためには、暗号資産の販売一般に必要な審査に加えて、新規暗号資産の販売に特有の審査が必要となる。前者について、暗号資産交換業者は取り扱う暗号資産の名称を登録しなければならない（資金決済法63条の3第1項第7号）。暗号資産交換業者が新たな暗号資産を取

り扱うためには登録事項の変更が必要となるが、そのためには事前の届出が必要である（資金決済法63条の6第1項）。取り扱う暗号資産を変更する場合の事前届出は令和元年の改正で導入されたが、金融庁とJVCEAが連携して暗号資産交換業者が取り扱うことができる暗号資産の範囲を規制していくことが想定されている⁶⁹。

新規暗号資産の販売に際して、暗号資産交換業者が審査しなければならない主たる項目は以下のとおりである。①新規暗号資産の発行によって調達された資金の用途となる一切の事業（以下、「対象事業」という。）の適格性、実現可能性及び持続可能性（新規暗号資産販売規則4条1項・15条1項1号）。②新規暗号資産に利用されるブロックチェーン及びスマートコントラクト並びに当該暗号資産を保管するウォレットその他当該暗号資産の品質に影響を与えるシステム（以下、「対象システム」という。）の安全性（新規暗号資産販売規則17条1項）。③新規暗号資産の販売価格又は販売価格の範囲等の妥当性（新規暗号資産販売規則18条1項）、である。この他に受託販売業務を行う暗号資産交換業者について、④発行者が新規暗号資産販売規則の定めに従って情報開示や調達した資金の管理を行うために必要な態勢等を有している

67 集団投資スキーム持分の募集の場合も、その取得勧誘を第二種金融商品取引業者に依頼し自らは取得勧誘に関与しない発行者は、第二種金融商品取引業としての登録を受ける必要はない。金融庁「金融商品取引法制に関する政令案・内閣府令案等」に対するパブリックコメントの結果等について「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」（2007年7月31日）103番～110番（58頁）。交換業ガイドラインには「暗号資産交換業者がトークンの発行者の依頼に基づいて当該トークンの販売を行い、発行者がその販売を全く行わない場合には、発行者の行為は基本的には暗号資産交換業に該当しないと考えられる。…発行者の行為の暗号資産交換業該当性については、発行者と暗号資産交換業者との間の契約内容、販売行為の内容、発行者による販売への関与の度合い等を考慮の上、最終的には個別具体的に判断することに留意する。」との記載がある。交換業ガイドラインII-2-2-8-1（注1）（56頁）。

68 受託販売業務には、暗号資産交換業者が発行者から自己の計算で新規暗号資産を取得し、それを販売するという形態が含まれる（「新規暗号資産の販売に関する規則」に関するガイドライン第2条第6項関係）。

69 仮想通貨交換業等に関する研究会（2018）、10頁、加藤（2020a）、65頁。金融庁は交換業ガイドラインの「取り扱う暗号資産の適切性の判断基準」の箇所、JVCEAの「暗号資産の取扱いに関する規則」に留意することを明示している。交換業ガイドラインI-1-2-3（7頁）。

か（新規暗号資産販売規則15条1項2号～6号）が審査項目に加わる⁷⁰。

暗号資産交換業者は、①と④を対象とする審査により対象事業の実現可能性等が低いなど新規暗号資産の販売が適正かつ確実に行われないと判断した場合には、自己販売業務及び受託販売業務を行ってはならない（新規暗号資産販売規則4条5項・15条5項）。JVCEAは①と④を対象とする暗号資産交換業者による審査の結果を検証する（新規暗号資産販売規則4条4項前段・15条4項前段）。JVCEAから請求を受けた暗号資産交換業者は、検証に要する費用を支払わなければならない（新規暗号資産販売規則4条4項後段・15条4項後段）。そして、JVCEAが新規暗号資産の販売が適正かつ確実に行われないと判断した場合も、暗号資産交換業者は自己販売業務及び受託販売業務を行ってはならない（新規暗号資産販売規則4条5項・15条5項）。なお、暗号資産交換業者及びJVCEAによる審査を通ることに加えて、前述した金融庁への届出を行わない限り、暗号資産交換業者は新規暗号資産の販売を行うことはできない（資金決済法63条の6第1項）⁷¹。

①と③の審査は新規暗号資産の販売に際して

行えば足りる一方、②と④については、新規暗号資産の販売が終了した後も暗号資産交換業者によるモニタリングが求められている。②について、暗号資産交換業者は、定期的に又は必要に応じて適時に、対象システムの安全性を検証しなければならない（新規暗号資産販売規則17条2項）。対象システムに脆弱性が発見された場合等、新規暗号資産の保有者の利益が現に害される又は害されるおそれのある事象が発生した場合、暗号資産交換業者は、速やかに、当該事象を除去するための必要な措置を講じなければならない（新規暗号資産販売規則17条2項3項）⁷²。④について、暗号資産交換業者は、定期的に又は必要に応じて適時に、受託販売業務として販売した新規暗号資産の発行者が新規暗号資産販売規則15条1項2号～6号の定める態勢を適切に構築及び運用しているかのモニタリングをしなければならない（新規暗号資産販売規則16条1項）⁷³。モニタリングを通して上記の態勢の不備等が明らかになった場合、暗号資産交換業者は発行者に対して態勢の不備等を解消するための是正措置を講じ、それにも拘わらず態勢の不備等が解消されなかった場合には新規暗号資産の取扱いの中止等をしなければ

70 この他、受託販売業務を行う暗号資産交換業者については、審査部門の独立性の確保を目的とする体制の整備等（新規暗号資産販売規則9条～12条）が求められている。なお、自己販売業務として新規暗号資産を販売する暗号資産交換業者は、新規暗号資産販売規則の定めに従って情報開示や調達した資金の管理を行わなければならない（新規暗号資産販売規則5条・6条）。

71 暗号資産交換業者が取り扱う暗号資産の適切性を金融庁が判断する際に、①～④がどのように考慮されるかは必ずしも明らかではない。金融庁が上記の判断を行う際の考慮要素として「取り扱う暗号資産の仕組み（発行者、管理者その他の関係者や当該暗号資産と密接に関連するプロジェクトの内容等を含む。）、想定される用途、流通状況及び当該暗号資産に使用される技術」が挙げられていることを踏まえると、①～④が無関係とまでは言えないように思われる。交換業ガイドラインI-1-2-3（7頁）。

72 新規暗号資産の販売後の対象システムの安全性の検証等に係る義務は、自己販売業務、すなわち、暗号資産交換業者が発行者として新規暗号資産を販売した場合だけでなく、受託販売業務として新規暗号資産を販売した場合にも適用される。ただし、後者の場合に新規暗号資産の対象システムに生じた問題を是正するために暗号資産交換業者が講じなければならない措置は、対象システムの開発・運営に関与している場合等を除き、発行者に対する改善指示等で足りると解されている。増島・堀（2020）、54頁。

73 なお、暗号資産交換業者は、新規暗号資産の最終の販売期間が終了した時点から起算して5年が経過している場合又は対象事業が終了している場合には、④のモニタリングがなくとも利用者保護に欠けることがない旨の届出をJVCEAに行いJVCEAが異議を述べなければ、④のモニタリングを終了することができる（新規暗号資産販売規則16条1項但書）。

ICOの残照—「有価証券」と「暗号資産」の境界線の再設定に向けて

らない（新規暗号資産販売規則16条2項）。

4.2.3 新規暗号資産の販売に際しての情報開示等

暗号資産の販売一般を対象とする規制の中には、暗号資産の販売に関する広告や暗号資産を購入しようとする者への説明等に関するものがある。これらの規制は新規暗号資産の販売にも適用される。これらの規制は、広告や説明すべき事項を列挙するだけでなく、不適切な広告や説明を禁止する。

たとえば、広告や説明すべき事項の中には暗号資産の性質が含まれる（資金決済法63条の9の2第4号・63条の10第1項、暗号資産交換業府令18条・21条1項⁷⁴）。また、暗号資産の広告やその販売時の説明において、「暗号資産の性質等」（資金決済法63条の9の3第1号括弧書、暗号資産交換業府令19条）を誤認させる表示や「支払手段として利用する目的ではなく、専ら利益を図る目的で暗号資産の売買又は他の暗号資産との交換を行うことを助長するような表示」が禁止される（資金決済法63条の9の3第1号～第3号⁷⁵）。

新規暗号資産の販売に関する情報開示については、対象事業や新規暗号資産の発行者に関する情報が重要と思われる。しかし、暗号資産の販売一般を対象とする規制では、これら

に関して誤解を招くような説明が禁止されるほかは、少なくとも積極的な情報開示が必要な事項であると明示的に位置付けられてはいないように思われる⁷⁶。また、新規暗号資産の価値は販売後の対象事業の進捗等によって影響を受けるため、販売時の情報開示のみでは不十分な場合がある。そこで、このような新規暗号資産の販売に特有の事情に対応するため、新規暗号資産販売規則によって新規暗号資産の販売に関する情報開示等を対象とする以下のような規制が設けられている。

第1に、暗号資産交換業者が新規暗号資産を販売する際に提供しなければならない情報が拡充され、より具体化されている（新規暗号資産販売規則5条1項・15条6項）。開示すべき事項として、発行者の情報、新規暗号資産の情報、調達資金の情報、対象事業の情報、新規暗号資産の販売に関する情報が列挙されている。

第2に、新規暗号資産の販売時だけでなく、その後も定期的に、また、発行者及び対象事業に関する重要な事項であって、新規暗号資産の取引判断に重大な影響を及ぼす事象が発生した場合には速やかに、情報開示が行われることが予定されている。自己販売業務として新規暗号資産の販売を行った暗号資産交換業者は自ら上記の情報開示を行わなければならない（新規暗号資産販売規則5条3項4項）。一方、受

74 厳密にいうと、広告で表示すべき事項は「暗号資産の性質であって、利用者の判断に影響を及ぼすこととなる重要なものとして内閣府令で定めるもの」として「暗号資産の価値の変動を直接の原因として損失が生ずるおそれがあるときは、その旨及びその理由」と「暗号資産は代価の弁済を受ける者の同意がある場合に限り代価の弁済のために使用することができること」であり、暗号資産を購入しようとする者に対しては「暗号資産の性質に関する説明」として暗号資産交換業府令21条2項各号の事項の説明が求められている。

75 「暗号資産の性質等」には、暗号資産に表示させる権利義務の内容に関する事項（暗号資産交換業府令19条5号）や暗号資産の発行者、暗号資産に表示される権利に係る債務者又は暗号資産の価値若しくは仕組みに重大な影響を及ぼすことができる者の資力若しくは信用又はその行う事業に関する事項（暗号資産交換業府令19条6号）が含まれる。

76 なお、対象事業や新規暗号資産の発行者に関する情報は、前注⁷⁴で紹介した「暗号資産の性質に関する説明」の対象とされている事項の内「その他暗号資産の性質に関し参考となると認められる事項」（暗号資産交換業府令21条2項5号）に含まれると解する余地はある。

託販売業務として新規暗号資産を販売した暗号資産交換業者は、発行者が行う上記の情報開示に新規暗号資産の保有者が容易にアクセスできるようにするために必要な体制を整備しなければならない(新規暗号資産販売規則15条7項)

第3に、受託販売業務として新規暗号資産の販売が行われる場合、前述したように、暗号資産交換業者は発行者が新規暗号資産販売規則に従って情報開示を行うために必要な態勢を備えているかを販売時に審査するだけでなく、販売後も継続的なモニタリングを行わなければならない(新規暗号資産販売規則16条)。

第4に、暗号資産交換業者が新規暗号資産の販売を行う際には、「暗号資産交換業に係る勧誘及び広告等に関する規則」(以下、「暗号資産交換業に係る勧誘及び広告等規則」という。)や「暗号資産交換業に係る暗号資産関係情報の管理体制の整備に関する規則」(以下、「暗号資産関係情報規則」という。)等のJVCEAが定める他の規則も遵守しなければならない(新規暗号資産販売規則3条)。暗号資産関係情報とは、暗号資産交換業者が取り扱う又は取り扱おうとする暗号資産及び当該暗号資産交換業者に関する未公表の重要な情報であって、暗号資産の売買等に係る判断に影響を及ぼすと認められるものをいう(暗号資産関係情報規則2条1項)。暗号資産交換業者及びその役員は、暗号資産の販売に際して暗号資産関係情報を利用又は提供してはならない(暗号資産交換業に係る勧誘及び広告等規則10条、暗号資産関係情報規則12条)⁷⁷。暗号資産関係情報に該当しない

情報であっても、暗号資産交換業者がそれを一部の購入者にのみ提供する行為は許されないと解されている(「新規暗号資産の販売に関する規則」に関するガイドライン第3条関係)。そして、受託販売業務として新規暗号資産を販売した暗号資産交換業者によるモニタリングの対象となる事項として、新規暗号資産の販売に係る不適切な勧誘及び広告等を防止するために必要な態勢の有無及び新規暗号資産に係る暗号資産関係情報を利用した不適正な取引を防止するために必要な態勢の有無が列挙されている(新規暗号資産販売規則15条1項5号6号)。

4.3 「決済に関する規制」の見直しに向けた課題

4.3.1 JVCEAによる審査の意義

新規暗号資産の販売、すなわち、資金調達を目的で行われる暗号資産の販売は「投資商品の販売」としての性質を有している。しかし、暗号資産の販売は資金決済法、すなわち、「決済に関する規制」の対象であり、金商法、すなわち、「投資に関する金融規制」の対象ではない。資金決済法によって「投資商品の販売」としての性質を有するトークンの発行を規制する際の課題として、「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の再検討、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」を

77 暗号資産交換業者が自己または第三者の利益を図ることを目的として暗号資産関係情報を第三者へ伝達すること又は利用することは、資金決済法に違反する行為でもある(資金決済法63条の9の3第4号、暗号資産交換業府令20条11号)。本文で紹介したJVCEAの自主規制は、暗号資産関係情報の取扱いについて資金決済法に基づく規制を具体化及び拡張したものと評価できるように思われる。

挙げる見解がある⁷⁸。令和元年の改正は、暗号資産の取引を対象とする不公正取引規制を金商法に導入しつつ、資金調達目的で行われる暗号資産の販売をJVCEAの自主規制に委ねるという形で、このような課題の解決を試みたと評価できる。

令和元年の改正の立法過程では、IPOや株式投資型クラウドファンディングに倣って、ICOについても第三者が発行者の事業・財務状況を審査する枠組みを構築する必要があるとの指摘がなされていた⁷⁹。JVCEAの自主規制では、このような第三者の役割を暗号資産交換業者とJVCEAが担うことが予定されている。JVCEAの自主規制ではJVCEAから異議を受けると暗号資産交換業者は新たな暗号資産を取り扱うことができないとされている（暗号資産の取扱いに関する規則5条2項3項）。したがって、新規暗号資産の審査の枠組みは、JVCEAの自主規制の中で異例なものではない。また、IPOでも元引受人である主幹事証券会社に加えて上場先の証券取引所の審査が予定されているので、暗号資産交換業者とJVCEAの双方が新規暗号資産の販売を審査する仕組みはIPOに倣ったものであるようにも見える。しかし、新規暗号資産の場合に流通市場を開設するのはJVCEAではなく暗号資産交換業者であることを踏まえると、新規暗号資産の販売において暗号資産交換業者とJVCEAの双方の審査が必要となる理由はIPOとは異なるように思われる⁸⁰。

まず、自己販売業務の場合、暗号資産交換業

者が新規暗号資産の発行者であるから、新規暗号資産を販売する暗号資産交換業者による審査は第三者による審査とは言い難い。したがって、JVCEAによる審査が第三者による審査として必要となることは理解しやすい。

一方、受託販売業務の場合、暗号資産交換業者は新規暗号資産の発行者ではないから、新規暗号資産を販売する暗号資産交換業者による審査は、IPOにおける主幹事証券会社による審査と同じく、形式的には第三者による審査であるように見える。交換業ガイドラインやJVCEAの自主規制は、暗号資産交換業者が主幹事証券会社のようにゲートキーパーとしての役割を果たすことを期待しているように思われる⁸¹。しかし、暗号資産交換業者は新規暗号資産の販売後も当該暗号資産の取引の媒介等を行うという形でその流通市場を開設する可能性があるので、新規暗号資産の販売後に行われる取引の媒介等から得られる利益を優先して、販売に際しての審査が厳格に行われない可能性がある。また、IPOの主幹事証券会社には厳格な民事責任（金商法21条1項4号等）を課す規定が金商法に存在する。このような規定によって主幹事証券会社のゲートキーパーとしての機能が強化される⁸²。一方、資金決済法には新規暗号資産の審査を行う暗号資産交換業者に適用される類似の規定は存在しない。したがって、受託販売業務を行う暗号資産交換業者による審査は、実質的には第三者による審査とは評価できない。そのため、暗号資産交換業者による新規暗号資産

78 河村（2018年）、51頁。

79 仮想通貨交換業等に関する研究会（2018）、24頁。

80 なお、4.2.2で説明したとおり、JVCEAの自主規制においてJVCEAは暗号資産交換業者による審査の結果を検証するとされているが、JVCEAが認めない場合、暗号資産交換業者は新規暗号資産の販売を行うことはできない。そのため、JVCEAによる検証は実質的には新規暗号資産の販売の審査であるから、以下の本文では「審査」という用語を用いることにした。

81 佐野（2021）、383頁。

82 岸田ほか（2021）、345頁。

の審査が適切に行われたことを第三者が確認する仕組みが必要となり、そのような役割をJVCEAが果たすことが想定されているように思われる。

4.3.2 JVCEAによる審査の課題

JVCEAの自主規制に基づき新規暗号資産の販売が行われた事例は多くはないため、その規制の実効性を判断するには時期尚早であるとの評価もあり得る⁸³。しかし、新規暗号資産の審査の基準及びJVCEAのインセンティブ構造に着目すると、制度の基本的な枠組み自体に改善の余地があるように思われる。

新規暗号資産の販売では、有価証券の発行と比較すると、対象事業に何らかの問題が生じた場合の発行者と新規暗号資産の所有者との間のリスク負担の規律に不明確な点が残っているように思われる。有価証券の場合、金商法に従った情報開示がなれる限り、発行者ではなく有価証券の所有者がリスクを負担すべきとの規律が確立しているように思われる。一方、新規暗号資産の場合、対象事業の実現可能性等のリスクについて、情報開示に基づき新規暗号資産の購

入者が行う投資判断に委ねるという規律が未だ確立していないように思われる。別の言い方をすれば、JVCEAの自主規制は、有価証券の発行の場合よりも第三者による審査の段階でのスクリーニングが厳格に行われるべきとの規律に依拠して制度設計がなされているのではなからうか。それにも拘わらず、暗号資産交換業者やJVCEAによる審査においてどの程度のスクリーニングが行われるべきかについて、明確な基準は確立されていないように思われる⁸⁴。

そして、スクリーニングの基準の不明確さにJVCEAのインセンティブ構造が加わると、JVCEAの審査が過度に厳格化することが懸念される。まず、JVCEAは新規暗号資産の販売の審査に必要な費用を暗号資産交換業者に請求できるが、新規暗号資産の販売を認めることによって直接的な経済的利益を享受するわけではない。この点はJVCEAによる審査が客観的に行われることの確保という点では肯定的に評価される。しかし、新規暗号資産の販売においてJVCEAが審査を行うという仕組みは、販売後に対象事業の実現可能性に疑問が提起される事態が生じた場合に、この点について審査を行っ

83 暗号資産を利用した資金調達が少ない理由として、税法上の問題が考えられる。暗号資産の税法上の取扱い、資金調達を目的とするかに関わらず、暗号資産を用いた新しいサービスの構築一般の問題である。たとえば、法人税法上、期末時点で保有する「市場暗号資産」（活発な市場が存在する暗号資産）の時価評価と評価損益の計上が必要となる。国税庁（2021）、33頁。このような取扱いは発行者が保有する自己の暗号資産（分散台帳又はブロックチェーンを用いて発行済であるが第三者に移転されていない暗号資産を含む）にも適用されるため、「ブロックチェーン関連のスタートアップ企業が日本で起業せず海外に流出する要因となっている」との指摘がなされている。自由民主党デジタル社会推進本部 NFT 政策検討プロジェクトチーム（2022）、20頁。暗号資産がガバナンストークン（分散台帳又はブロックチェーンを利用したプロジェクトの運営に対する発言権が付与されたトークン）である場合、発行者による自己の暗号資産の保有には合理性が認められる。初期の段階では発行者によるプロジェクトへの積極的な関与がその安定的な運営に寄与するが、制度設計上、そのような関与を可能にするためには発行者によるガバナンストークンの保有が必要となる場合があり得るからである。ガバナンストークンという仕組みに社会的な意義が見いだせるのならば、上記の法人税法上の取扱いは見直されるべきということになるうか。また、暗号資産の販売が「投資商品の販売」としての性質を強く有する場合には、税法上、他の投資商品と異なる取扱いをすることに合理性があるか検討されるべきである。

84 交換業ガイドラインは、ICOの問題点として「トークン保有者の権利内容が明確でなかったり、資金調達の目的となる事業…の実現可能性等のスクリーニングや必要な情報開示が行われず、詐欺的な事案や事業計画が杜撰な事案が発生したりするなど、利用者保護が十分に図られない事態が生じ得る。」点を挙げる。交換業ガイドラインII-2-2-8-1（56頁）。しかし、JVCEAの規則の内容を踏まえると暗号資産交換業者とJVCEAによる審査の目的は「詐欺的な事案や事業計画が杜撰な事案」の排除を求めているように思われる。

ICOの残照—「有価証券」と「暗号資産」の境界線の再設定に向けて

たJVCEAを非難の宛先とする可能性を発生させる。このような非難により評判が毀損することをJVCEAが重視するのであれば、直接的な経済的利益をもたらすわけではない新規暗号資産の販売を認めることに対してJVCEAが消極的な立場をとる可能性があるように思われる。

4.3.3 「投資に関する金融規制」による「決済に関する規制」の補完の必要性

新規暗号資産の販売は「投資商品の販売」としての性質を有するから、「投資に関する金融規制」の対象とすべきとの考え方も成り立ち得る。しかし、令和元年の改正は、資金決済法と金商法の組み合わせによる規制を選択した。ただし、新規暗号資産の販売についてはJVCEAの自主規制による対応が中心であり、資金決済法の本体において特段の対応はなされていないように思われる。しかし、4.3.2で検討したように、JVCEAの自主規制についてはその根幹であるJVCEAの審査という基本的な枠組みに課題が存在する。

このようなJVCEAの自主規制に委ねるといふ基本方針に代替するものとして、資金決済法の本体に新規暗号資産の販売を念頭において「投資に関する金融規制」を組み込んでいくことが考えられる。具体的には、「特定預金等契約」の締結等について金商法の規定を準用する銀行法13条の4に倣い、暗号資産の発行について金商法の規定を準用する旨の規定を資金決済法に置くことなどが考えられる⁸⁵。ただし、3.3.2の検討を踏まえると、「投資に関する金融規制」、特に金商法の有価証券の募集に関する

規制を新規暗号資産の販売にそのまま適用することが望ましいとはいえない場合が生じ得る。また、JVCEAの自主規制に委ねた方が、ユーティリティトークンの特徴に応じた柔軟な規制を設計できる可能性もある。たとえば、新規暗号資産の販売後に発行者や対象事業に関する情報開示義務が一定の条件を満たす場合に終了する仕組みは、ユーティリティトークンを対象とする情報開示規制として合理性を有する。

そのためJVCEAの自主規制に委ねることを基本方針としつつ、その改善を図っていくことが妥当であるように思われる。具体的な改善策としては、まず、4.3.2で挙げたJVCEAの審査の位置付けの見直しが検討されるべきであるように思われる。自己販売業務の場合とは大きく受託販売業務の場合には、新規暗号資産を販売する暗号資産交換業者がIPOにおける主幹事証券会社と同様の役割を果たすことができるような制度整備が考えられる。具体的には金商法の民事責任に関する規定を資金決済法に導入すること又は暗号資産の取引を対象とする公正取引規制の法執行活動を新規暗号資産の販売に限り証券取引等監視委員会に担わせること等が考えられる。このような制度整備がなされるのであれば、JVCEAによる審査を簡素化することが可能になるのではなかろうか。

5. 結論と課題

ビットコインやICOは分散台帳又ブロックチェーンを用いた金融サービスの一事例に過ぎない。これらを契機として法改正がなされた

85 「特定預金等契約」とは「金利、通貨の価格、〔金商法〕第2条第14項に規定する金融商品市場における相場その他の指標に係る変動によりその元本について損失が生ずるおそれがある預金又は定期積金等として内閣府令で定めるものの受入れを内容とする契約」を指す。

が、その後も、分散台帳又ブロックチェーンを用いて新しい金融サービスが続々と開発されるという状況が続いている。本稿の目的は、このような状況に対してビットコインやICOを念頭に置いて構築された規制が適切に対応できるかを検証することであった。

本稿による検証の結果は以下のとおりである。現行法の基本的な枠組みは、トークンの発行を「投資商品の販売」と「支払・決済手段の販売」に分類した上で、前者には金商法を中心とした「投資に関する金融規制」を、後者には資金決済法を中心とした「決済に関する規制」を適用するというものである。このような枠組みが機能するためには、「投資商品の販売」と「支払・決済手段の販売」を明確に区別できる必要がある。しかし、ユーティリティトークンのように「投資商品の販売」と「支払・決済手段の販売」の双方の性質を有する事例が既に存在する。このような性質を有する取引を「投資に関する金融規制」又は「決済に関する規制」の何れかによって規制することが適切とはいえない可能性がある。たとえば、現行法においてユーティリティトークンの発行は資金決済法による規制の対象となり得る。しかし、資金決済法には「投資に関する金融規制」の要素が十分に備わっていない。さらに、ユーティリティトークンの発行を「投資商品の販売」として規制するために必要な要素を現在の金商法が備えていない可能性もあるため、ユーティリティトークンの発行を金商法の規制対象とすることが妥当であるか検討の余地がある。

今後もユーティリティトークンの発行のように「投資商品の販売」と「支払・決済手段の販売」の何れかに割り当てることが適切ではない事例が登場する可能性は否定できない。このよ

うな事例に適切に対応するためには、まず、「投資に関する金融規制」と「決済に関する規制」を相互に独立したものと考えすぎないことが必要になろう。令和元年の改正により暗号資産の取引が金商法の不公正取引規制の対象とされたことは、このような考え方に基づく規制が既に存在することを示している。同様の考え方に従い更に制度整備を進めるのであれば、ユーティリティトークンの発行のように「投資商品の販売」と「支払・決済手段の販売」の双方の性質を有する取引に金商法が適用される途を開くべきである。ただし、金商法の適用の強制により費用を上回る便益を発生させるためには、金商法の側で開示項目の見直し等の相応の制度整備が必要となる。そこで、このような制度整備がある程度進むまでは、発行者が金商法ではなく資金決済法の規制対象となること及びJVCEAの自主規制に従うことを選択が認められてもよいように思われる。分散台帳又ブロックチェーンを用いた金融サービスの発展に対しては迅速かつ柔軟な対応の可能性という点に自主規制の意義が認められる。しかし、現在の新規暗号資産の販売に関するJVCEAの自主規制にも改善の余地がある。具体的には、新規暗号資産の販売に際して、暗号資産交換業者のゲートキーパーとしての役割の強化を前提として、JVCEAによる審査を簡素化することが検討されるべきである。

本稿はトークンの発行を対象とする規制の検討を中心に行ったが、発行後のトークンの流通を対象とする規制についても検討すべき課題がある。4.1で述べたように有価証券の取引と暗号資産の取引は共に金商法の不公正取引規制の対象であるが、後者はインサイダー取引規制(金商法166条等)及び証券取引等監視委員会に

ICOの残照—「有価証券」と「暗号資産」の境界線の再設定に向けて

よる法執行活動の対象外とされている点が異なる。この点に加えて、流通市場の開設という点でも、両者には大きな差異がある。まず、証券取引所として有価証券の流通市場を開設するためには、免許が必要である（金商法80条1項）。また、PTSの運営（金商法2条8項10号）は第一種金融商品取引業の一類型であるが（金商法28条1項4号）、第一種金融商品取引業の登録に加えて認可が必要である（金商法30条1項）。一方、暗号資産の流通市場について、資金決済法には証券取引所やPTSに相当する規定はなく、暗号資産交換業の一類型（暗号資産の取引の媒介）として規制される可能性があるに過ぎないように思われる（資金決済法2条15項2号）。

有価証券の流通市場の開設に厳格な規制が存在することは、金商法が適用されるとトークンを取引できる場が限定される可能性があることを意味する。そのため、現在の規制の状況を前提とすると、金商法の適用が強制か任意かを問わず、トークンの流通性を重視する発行者は金商法の適用を回避できる仕組みを選択するであろう。しかし、このような状況は変化する可能性があるように思われる。まず、現在、非市場有価証券等の流通を含む市場インフラの機能向上が政策的な課題として挙げられているが、その方向性として多様な有価証券の流通にPTSを活用することが示されている⁸⁶。また、暗号資産の流通市場に関する規制についても、暗号資産の取引が社会に浸透していくにつれて、現行法の基本的な枠組みを維持できるかが問題となる。ユーティリティトークンは暗号資産の中に投資商品としての性質を有するものが存在し

得ることを示している。そのような暗号資産については、その取引に関する規制が金商法の有価証券の取引に関する規制と大きく乖離することは望ましいとはいえないように思われる。

暗号資産の流通に関する規制については、既に金商法の不正取引規制による補完がなされている。有価証券の流通に関する規制の見直しを前提とした上で、この分野についても金商法による資金決済法の更なる補完の要否が検討されるべきであると考えている。

参 考 文 献

- 有吉尚哉（2018）「Initial Coin Offering（ICO）に対する金融規制の適用関係」神田秀樹責任編集・資本市場研究会編『企業法制の将来展望—資本市場制度の改革への提言—2019年度版』財務情報社、205-234頁。
- 荻野昭一（2019）「暗号資産に関する改正資金決済法・改正金商法について」『資本市場』資本市場研究会、第407号、54-64頁。
- 小澤裕史・奥田美希・増田雅史・岡村健史・澤井俊之・中条咲耶子（2019）「金融商品取引法の一部改正の概要—暗号資産を用いた新たな取引および不正な行為への対応—」『商事法務』商事法務研究会、第2204号、4頁-13頁。
- 仮想通貨交換業等に関する研究会（2018）「報告書」（<https://www.fsa.go.jp/news/30/singi/20181221-1.pdf>）
- 加藤貴仁（2018）「ブロックチェーンと金融商品の決済システム」『金融法務事情』金融財政事情研究会、第2095号、61-71頁。
- 加藤貴仁（2019）「SECによる“Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets”の公表」

86 金融審議会・市場制度ワーキング・グループ（2022年）、23-24頁。

- 『金融法研究』金融法学会, 第35号, 123-143頁。
- 加藤貴仁 (2020a) 「暗号資産に関する新たな法規制」『ジュリスト』有斐閣, 第1540号, 62-67頁。
- 加藤貴仁 (2020b) 「ICO (Initial Coin Offering) に関する規制の展開—2019年金融商品取引法及び資金決済に関する法律の改正の意義と課題」神田秀樹責任編集・資本市場研究会編『企業法制の将来展望—資本市場制度の改革への提言 [2021年度版]』財務詳報社, 189-238頁。
- 加藤貴仁 (2021) 「暗号資産の管理の委託と電子記録移転有価証券表示権利等の預託—トークンの管理を巡る顧客と業者の関係に関する試論」神田秀樹責任編集・資本市場研究会編『企業法制の将来展望—資本市場制度の改革への提言 [2022年度版]』財務詳報社, 133-193頁。
- 河合健・高松志直・田中貴一・三宅章仁 (2020) 『暗号資産・デジタル証券法』商事法務。
- 河村賢治 (2018) 「ICO 規制に関する一考察」『金融法務事情』金融財政事情研究会, 第2095号, 44-53頁。
- 神田秀樹 (2008年) 「金融商品取引法総論—法の構造と有価証券概念」『ジュリスト』有斐閣, 第1368号, 2-11頁。
- 神田秀樹 (2021年) 「会社法・金融法随想—立法事実からみる, 近況・課題(6) 金融・資本市場に関する法制 (その1)」『判例時報』判例時報社, 第2461号, 122-129頁。
- 金融審議会・市場制度ワーキング・グループ (2022年) 「中間整理」(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20220622/houkoku.pdf)
- 株式会社クニエ (2022) 「分散型金融システムのトラストチェーンにおける技術リスクに関する研究結果報告書」(https://www.fsa.go.jp/policy/bgin/ResearchPaper_qunie_ja.pdf)
- 久保田安彦 (2022) 「米国におけるデジタル資産・暗号資産と証券規制」『慶應法学』慶應義塾大学法科大学院, 第48号, 87-118頁。
- 黒沼悦郎 (2004) 『アメリカ証券取引法 [第2版]』弘文堂。
- 黒沼悦郎 (2019) 「ユーティリティトークンの有価証券性」『NBL』商事法務, 第1158号, 4-11頁。
- 岸田雅雄・神作裕之・弥永真生・大崎貞和 (2021) 『注釈金融商品取引法【改訂版】 [第1巻] 定義・情報開示規制』金融財政事情研究会。
- 国税庁 (2021) 「暗号資産に関する税務上の取扱いについて (FAQ)」(https://www.nta.go.jp/publication/pamph/pdf/virtual_currency_faq_03.pdf)
- 佐野史明 (2021) 『詳解 デジタル金融法務』金融財政事情研究会。
- 自由民主党デジタル社会推進本部 NFT 政策検討プロジェクトチーム (2022) 「NFT ホワイトペーパー Web3.0 時代を見据えたわが国の NFT 戦略」(https://jimin.jp-east-2.storage.api.nifcloud.com/pdf/news/policy/203427_1.pdf)
- 藤田友敬 (2010) 「有価証券の範囲」金融商品取引法研究会『金融取引法制の現代的課題』日本証券経済研究所, 1-28頁。
- 増島雅和・堀天子 (2020) 『暗号資産の法律』中央経済社
- 松尾元信 (2019) 「暗号資産に関する資金決済法, 金融商品取引法等の改正—『情報通信技術の視点に伴う金融取引の多様化に対応するための資金決済に関する法律等の一部を改正する法律』の概要」『金融法務事情』金融財政事情研究会, 第2119号, 6-10頁。
- デジタル・分散型金融への対応のあり方等に関する研究会 (2021) 「中間論点整理」(<https://www.fsa.go.jp/news/r3/singi/20211117/seiri.pdf>)
- 柳明昌 (2020) 「暗号資産の有価証券該当性—SECの所説を中心として—」『法学研究』慶應義塾大学, 第93巻6号, 1-30頁。
- 柳明昌 (2021) 「電子記録移転権利と情報開示」砂田太士 = 久保寛展 = 高橋公忠 = 片木晴彦 = 徳本穰『企業法の改正課題』法律文化社, 497-512頁。
- 若園智明 (2022) 「SECのパス委員が提唱する, デジタル・トークンを用いた資金調達行為に対する規制のセーフ・ハーバー案 [Token Safe Harbor Proposal 2.0] (仮訳)」(<https://www.jsri.or.jp/pub>)

- lish/discussion/pdf/2201_01.pdf)
- Cohney, S., Hoffman, D., Sklaroff, J., and Wishnick, D. (2019). "Coin-operated Capitalism," *Columbia Law Review*, Vol.119, No.3, pp.591-676.
- Dell'Erba, M. (2020), "From Inactivity to Full Enforcement: The Implementation of the 'Do No Harm' Approach in Initial Coin Offerings," *Michigan Technology Law Review*, Vol.26, No.2, pp.175-228.
- Goforth, C. R. (2021a), "Cinderella's Slipper: A Better Approach to Regulating Cryptoassets as Securities," *Hastings Business Law Journal*, Vol.17, No.2, pp.271-333.
- Goforth, C. R. (2021b), "Regulation of Crypto: Who Is the Securities and Exchange Commission Protecting?" *American Business Law Journal*, Vol.58, Issue 3, pp.643-705.
- Guseva, Y. (2021), "The SEC, Digital Assets and Game Theory," *The Journal of Corporation Law*, Vol.46, No.3, pp.629-679.
- Guseva, Y. (2022), "When the Means Undermine the End: the Leviathan of Securities Law and Enforcement in Digital-Asset Markets," *The Stanford Journal of Blockchain Law & Policy*, Vol.5, No.1, pp.1-60.
- Hinman, W. (2018), "Digital Asset Transactions: When Howey Met Gary (Plastic), Remarks at the Yahoo Finance All Markets Summit: Crypto." (<https://www.sec.gov/news/speech/speech-hinman-061418>)
- Nakamoto, S. (2008), "*Bitcoin: A Peer-to-peer Electronic Cash System*," pp.1-9. (<https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>)
- Ofir, M., and Sadeh, I. (2020), "ICO vs. IPO: Empirical Findings, Information Asymmetry, and the Appropriate Regulatory Framework," *Vanderbilt Journal of Transnational Law*, Vol. 53, No.2, 525-614.
- Park, J. J. and Park, H. H. (2020), "Regulation by Selective Enforcement: The SEC and Initial Coin Offerings," *Washington University Journal of Law & Policy*, Vol.61, pp.99-132.
- Peirce, H. M. (2021), "Token Safe Harbor Proposal 2.0." (<https://www.sec.gov/news/public-statement/peirce-statement-token-safe-harbor-proposal-20>)
- Rodrigues, U. R. (2020), "Embrace the SEC," *Washington University Journal of Law & Policy*, Vol.61, pp.133-154.
- Rohr, J., and Wright, A. (2019), "Blockchain-Based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets," *Hastings Law Journal*, Vol.70, No., pp.463-524.
- (東京大学大学院法学政治学研究科教授)