

アメリカ SEC のエンフォースメントによる暗号資産規制

大 崎 貞 和

要 旨

アメリカの SEC は、2017年以降、ハウイ基準と呼ばれる判例法理を援用しながら、新たなデジタル・トークンを発行して資金を集める ICO を無登録の証券公募として摘発するなど、積極的な暗号資産規制に乗り出した。当初の SEC の姿勢は、詐欺的な事案には厳しく対処する一方、一定の合理性を有する資金集めには民事制裁金を課さないなど、柔軟性を感じさせるものだった。しかし、2019年以降、暗号資産業界を代表する著名企業による ICO が次々に摘発の対象となり、暗号資産のインサイダー取引やステーキング・サービス、NFT 発行といった新しい事象へも規制の網が広がられた。こうした SEC の暗号資産規制は、経済活動の予測可能性を低下させる、不当な「エンフォースメントによる規制」だとして、暗号資産業界の反発と SEC 内部を含む各方面からの批判を呼ぶこととなった。エンフォースメントによる規制には、正式な規則制定プロセスでは不可欠なパブリック・コメント募集が行われずビジネスの現場の声が反映されないことなど、様々な問題点が伴う。最近では、SEC のエンフォースメントによる暗号資産規制は、政治（立法）と司法の両面から、変化を迫られることになっている。

キーワード：情報通信技術（ICT）、フィンテック、暗号資産、SEC、エンフォースメント

目 次

- | | |
|--------------------------|-----------------------|
| 1. はじめに | 3.1 登録規制の回避をめぐる対応 |
| 2. 証券法上の暗号資産の位置づけ | 3.1.1 容認された規制回避策 |
| 2.1 ハウイ基準の適用 | 3.1.2 閉ざされた規制回避の道 |
| 2.2 柔軟性を示した SEC | 3.2 暗号資産のインサイダー取引への対応 |
| 2.2.1 詐欺的事案とそれ以外との区別 | 3.2.1 コインベース元社員らの訴追 |
| 2.2.2 ヒンマン講演とその影響 | 3.2.2 SEC の対応への批判 |
| 3. エンフォースメントによる暗号資産規制の展開 | 3.3 ステーキング・サービスへの対応 |

- 3.4 NFT への対応
 - 3.4.1 二つのエンフォースメント事案
 - 3.4.2 SEC 内からの異論
- 4. エンフォースメントによる暗号資産規制の意義と問題点
 - 4.1 エンフォースメントによる規制の積極的意義
 - 4.2 エンフォースメントによる規制の問題点
 - 4.2.1 事業者を委縮させる効果
 - 4.2.2 放置される領域の存在
 - 4.2.3 過剰規制・過少規制の発生
- 5. 今後の展望
 - 5.1 政治による変化の可能性
 - 5.1.1 暗号資産規制立法の動き
 - 5.1.2 大統領選挙の影響
 - 5.2 司法判断の影響
 - 5.2.1 暗号資産現物 ETF の上場承認
 - 5.2.2 最近の判例の動向
- 6. おわりに ～日本法の場合～

1. はじめに

筆者は、2022年9月の本誌「テクノロジーと金融革新に関する研究会特集号」に寄せた論稿において、情報通信技術（ICT）の革新と証券取引における ICT 利活用の進展に対応するための法規制の見直しには、大きく二つの類型があると述べた¹。

一つは、ICT の革新によって可能となる証券取引の新たな手法を広く活用できるようにするための先取り型の法規制見直しである。もう一つは、ICT の革新によって実際に利用されるようになった証券取引の新しい手法に伴って懸念される市場の信頼を損なうような現象や投資家保護を危うくするような問題に対処するための後追い型の法規制の見直しである。

そして筆者は、アメリカでは2017年7月以降、証券取引委員会（SEC）が暗号資産をめぐる詐欺的行為の取り締まりに乗り出し、後追い型の規制見直しが進められていることを指摘した²。

その後アメリカでは、暗号資産規制に関する議会による立法や SEC 規則の制定を通じたルール整備が行われないうまま、SEC による法執行（エンフォースメント）だけが強化されていった³。アメリカの暗号資産規制は、後追い型で整備されるどころか、適用されるルールの内容が事前に明示されず、個別事案に対するエンフォースメントの結果から規制の射程を推測せざるを得ない「エンフォースメントによる規制（Regulation by Enforcement）」の様相を呈したのである。

以下、第2節では2018年までの状況を簡潔に振り返り⁴、第3節では2019年以降本格化したエンフォースメントによる暗号資産規制の具体的な姿を紹介する。第4節ではエンフォースメントによる規制の意義と問題点を検討し、第5節では今後の展望を試みる。第6節ではアメリカで問題となった諸事象の日本法上の評価について簡単にコメントしてみたい。

1 大崎（2022）、14頁参照。

2 大崎（2022）、14～15頁参照。

3 若園（2020）13頁は、2018年末頃から詐欺行為を認めないケースにも民事制裁金が課され、かつエンフォースメントの対象が拡大しているようにみえる」と指摘していた。

4 詳しくは、大崎（2018b）参照。

2. 証券法上の暗号資産の位置づけ

2.1 ハウイ基準の適用

暗号資産の先駆けとなったビットコイン (BTC) は、2010年頃から送金や商品・サービスの購入などに使用されていた。多くのデジタル・トークン組成の基盤となったイーサリアム上の「仮想通貨」であるイーサ (ETH) は、2014年7月から8月にかけて初めて分売された。

この当時 SEC は、BTC や ETH といった暗号資産は、証券ではなく通貨に類似した商品 (commodity) の一種だと考えていたようである。例えば、2013年7月、SEC は、1日当たり1%の利息を支払うとうたって投資ファンドへのBTCでの払込みを呼びかけた行為が、証券法上の一般的な不正取引禁止規定に違反するとして不当利得の没収や民事制裁金の支払いを求める訴訟を提起したが、その訴状では、BTCは「仮想通貨 (virtual currency)」であると述べていた⁵。

2017年以降、ETHなどの払込みを受けて新たなデジタル・トークンを組成して資金調達を行うICO (Initial Coin Offerings) が活発化した。中には少なからぬ数の詐欺的事案もみられ、SECとしても、投資家保護の観点から、ICOへの証券法適用の可能性を検討することとなった。

その結果を明らかにしたのが、2017年7月に

公表された The DAO に対するサイバー攻撃事件に関する調査報告書である⁶。同報告書では、ドルなどの法定通貨や ETH などの暗号資産の払い込みを受けて行われる新たな暗号資産の組成が、証券法上、SEC への登録届出を必要とする有価証券の公募 (public offering) にあたり得るという考え方が、初めて明確に打ち出された。

同報告書で SEC は、The DAO が発行しようとした DAO トークンは、1946年のハウイ (Howey) 事件連邦最高裁判決で示された判断枠組みである「ハウイ基準」に照らして、証券法上の有価証券の一類型である投資契約 (investment contract) に該当すると指摘した。

ハウイ基準とは、①資金の拠出、②共同事業、③収益獲得の期待、④収益獲得がもたら (あるいは主として) 他者の努力によること、の4つの要件が満たされる場合には、証券法の規制対象である投資契約に該当するという法理である⁷。多数の投資家を相手とする投資契約の締結 (発行) が行われるのであれば、法定の除外事由にあたらぬ限り、証券公募に必要な SEC への登録届出などの手続きを踏むことが求められる。

SEC は、DAO トークンの発行について、①投資家による DAO トークンの取得が ETH という形態の資金の拠出によったこと⁸、② The DAO が投資プロジェクトという共同事業を遂行しようとしたこと、③ DAO トークンを購入した投資家には The DAO の投資プロジェク

5 SEC v. Shavers, Complaint, July 23, 2013. (<https://www.sec.gov/files/litigation/complaints/2013/comp-pr2013-132.pdf>)

6 SEC, Release No. 34-81207, Report of Investigation Pursuant to Section 21 (a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO, July 25, 2017. (<https://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf>)

7 SEC v. W.J. Howey Company, 328 U.S. 293 (1946). 同基準について詳しくは、黒沼 (2004) 21~24頁参照。

8 前掲注5・SEC v. Shavers 事件において、テキサス東地区連邦地方裁判所の裁判官が、BTCの払込みはハウイ基準における資金の出資に該当し得るという判断を示していた。See, SEC v. Shavers, Memorandum Opinion Regarding the Court's Subject Matter Jurisdiction, August 6, 2013.

トを通じて利益が得られるという合理的な期待が存在したこと、④ The DAO の投資プロジェクトの成否は、その創業者や投資対象を選定するキュレーターなど、投資家にとっては他者である者の努力に依存していたことを指摘し、DAO トークンの ETH との交換は、投資契約という証券の公募であったと結論づけた。

2.2 柔軟性を示した SEC

2.2.1 詐欺的事案とそれ以外との区別

SEC は、DAO トークンに関する報告書の発表と同時に ICO のリスクについて投資家を啓発する複数の文書を公表する一方⁹、ハウイ基準を用いながら、多くの ICO について、募集行為の差し止めや民事制裁金の支払いを求めるエンフォースメントを進めた。その過程では、BTC のような決済手段ではなく、将来構築されるネットワーク上での商品やサービスの購入に利用できるユーティリティ・トークンも投資契約に該当するという SEC の考え方が明らかにされた。

新たなデジタル・トークンが、投資契約という証券だとすれば、それらのトークンと BTC や ETH といった既存の暗号資産、あるいはドルなどの法定通貨との交換取引を可能にする暗号資産交換業者は、SEC の登録が求められる取引所や代替取引システム (ATS) に該当する可能性がある。SEC は、2018年11月、そうした観点から暗号資産の取引プラットフォームであるイーサ・デルタ (Ether Delta) に対す

る排除措置命令を発出した¹⁰。

もっとも、この時期の SEC の姿勢は、明らかに詐欺的な資金集め行為には厳しく対処する一方で、ブロックチェーン技術という ICT 革新の産物を証券法上の位置づけに留意しながら正当に利活用しようとする動きに対しては、一定の配慮を払うものであった。

例えば、無登録の有価証券募集だとされた ICO についても、明らかに詐欺的と思われる事案では高額の民事制裁金の支払いを求める一方、資金調達目的として掲げられたプロジェクトに一定の合理性がうかがわれ、ICO の実施にあたっては証券法の観点からの検討も行い、SEC の介入後はトークン発行によって集めた資金を投資家に返還するなど、それほど悪質ではなかったと判断される事案では、民事制裁金の賦課を見送るといった柔軟な対応がとられたのである¹¹。

2.2.2 ヒンマン講演とその影響

当時の SEC の柔軟な姿勢を象徴するのが、ヒンマン (Hinman) 企業金融局長による2018年6月の講演である¹²。そこでは、多くの ICO が無登録の証券公募だと疑われるとの指摘がなされる一方で、BTC や ETH のような十分に分権化されたネットワーク上で機能する暗号資産は証券ではないという見解が示された¹³。

この講演は、規制機関としての SEC の公式見解を示したのではなく、幹部級スタッフの一人の個人的見解を示すものではあったが、と

9 See, SEC, Investor Bulletin, Initial Coin Offerings, July 25, 2017. See also, Investor Alert, Public Companies Making ICO Related Claims, August 28, 2017.

10 (<https://www.sec.gov/files/litigation/admin/2018/34-84553.pdf>) 詳しくは、大崎 (2018a) 参照。

11 大崎 (2018b) 180~187頁参照。

12 See, Hinman (2018).

13 大崎 (2018b) 193~196頁参照。

りわけETHについて、最初の組成が証券公募であった可能性を排除できないものの現在では証券ではなく、もはや証券法の規制対象ではなくなっているという評価がなされたことは、暗号資産業界に大きな影響を及ぼした。

ヒンマン氏の講演は、ハウイ基準に照らして証券だとされるデジタル・トークンであっても、当初、私募に関するSEC規則レギュレーションDなど公募登録規制の適用除外に依拠しながら組成し、その後、利用が拡大して追加的なトークンの組成などが十分に分権化された状態になり、資金の拠出者がハウイ基準にいう「他者の努力による収益獲得の期待」を抱かない状況に到達すれば、もはや証券登録を必要とされなくなることを示唆したものと受け止められた¹⁴。これを受けて、私募によるデジタル・トークン発行が活発化した¹⁵。

暗号資産の取引プラットフォームをめぐっても、前述のイーサ・デルタの摘発に先立つ2018年3月には、証券の定義に該当する暗号資産を取扱う場合には、取引所やATS、証券ブローカー・ディーラー（証券会社）としてSECの登録を受ける必要があるという注意喚起が行われていたが¹⁶、大手暗号資産交換業者コインベースが既存の証券会社の買収を検討しているとの報道がなされるなど¹⁷、業界の側にもSECが示した柔軟な姿勢に依拠してこうとする機運があった。

3. エンフォースメントによる暗号資産規制の展開

3.1 登録規制の回避をめぐる対応

3.1.1 容認された規制回避策

3.1.1.1 レギュレーションDとレギュレーションAの活用

いわゆるユーティリティ・トークンを含む様々なデジタル・トークンを証券として規制しようとするSECの姿勢が鮮明になる中で、規制負担が重くなるSECへの登録届出書の提出を避けつつ¹⁸、暗号資産プロジェクトを進める方策が模索されることになった。

最も現実的な方策と考えられたのが、前述のレギュレーションDに依拠した私募によるトークン発行である。とりわけ適格投資家 (accredited investors) 及び35名以内の一般投資家に販売対象を限定することで、金額の制限なしに資金調達を行える規則506の活用が図られた¹⁹。

レギュレーションDに依拠する私募では、デジタル・トークンの取得者には原則として1年間の転売制限が課される。この点を嫌って、SEC規則レギュレーションAに依拠する少額公募の適用除外を用いて公募規制を回避することも試みられた。2019年7月には、レギュレーションAの「第二区分 (Tier 2)」、通称「レギュレーションAプラス」を用いた初めてのデジ

14 柳 (2020) 18~20頁, 加藤 (2022) 168頁参照。See Dlexrer (2023)。

15 大崎 (2018b) 197~201頁参照。

16 大崎 (2018b) 187~191頁参照。

17 See Alexandre (2018)。

18 登録届出書を提出する場合、現行規制で株式や債券といった証券の発行者に対して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という問題もある。加藤 (2022) 170頁参照。

19 大崎 (2018b) 200~201頁参照。

アメリカ SEC のエンフォースメントによる暗号資産規制

タル・トークン発行が、ブロックスタック (Blockstack) によって実施された。

レギュレーション A プラスは、一定の情報開示と SEC への届出手続きが求められるが、適格投資家以外の一般投資家への証券の販売が可能で、最大5,000万ドルの資金調達を行える枠組みである²⁰。もっともレギュレーション A については、手続き書類の作成や監査などの費用負担が重いとの指摘が当初からあり、同種の事例はその後ほとんど見られない。

3.1.1.2 ノー・アクション・レターの取得

ユーティリティ・トークンへの資金の拠出者が、他者の努力による収益獲得の期待を抱かない仕組みをとっていることを示すことで、SEC が違法行為としての摘発を差し控えるという趣旨の書簡であるノー・アクション・レターの発給を求めることも試みられた。

2019年4月から2020年11月にかけて3通のノー・アクション・レターが発給されたが²¹、いずれの事案も①トークン発行によって得られた資金は発行者によるサービス提供を受けるための事前支払いであり、新たなシステム開発等に向けられるものではない、②既に発行者によるサービス提供が開始されており、トークンはすぐに使用可能である、③収益の獲得を目的としてトークンを転売することはできない、といった点が共通する²²。

もっとも、デジタル・トークンに付随させる

ことができる機能が多様であることを踏まえると、これらのノー・アクション・レターの示す要件が過度の制約となる可能性もある²³。ユーティリティ・トークンに係るノー・アクション・レターの発給がごく少数にとどまることは、そうした懸念の表れだろう。

3.1.2 閉ざされた規制回避の道

2018年夏の時点では、デジタル・トークンの販売に対して SEC が求める証券としての公募登録規制を回避する方策として、前述の私募や少額公募に係る既存の適用除外ルールに依拠することのほか、SAFT (Simple Agreement for Future Tokens) や米国居住者によるトークン取得を排除した海外発行などの可能性が模索されていた²⁴。しかし、それらの試みをめぐっては、暗号資産業界の代表的プレーヤーとされた著名企業に対して、SEC によるエンフォースメントが相次いだ。

3.1.2.1 SAFT への対応

SAFT とは、ネットワークを通して商品やサービスの提供を受けるために使用可能なユーティリティ・トークンを直接投資家に販売するのではなく、ネットワークの開発が完了した後、そのようなトークンの交付を受ける権利を販売することである²⁵。SAFT の第一段階目で販売される権利自体、ハウイ基準に照らせば投資契約に該当し得るので、第一段階目を私募とし

20 詳しくは、大崎 (2021) 113-115頁参照。

21 See TurnKey Jet Inc., SEC No Action Letter (April 3, 2019), (<https://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/2019/turnkey-jet-040219-2a1.htm>)

Pocketful of Quarters, Inc., SEC No Action Letter (July 25, 2019), (<https://www.sec.gov/corpfin/pocketful-quarters-inc-072519-2a1>)

IMVU, Inc., SEC No Action Letter (November 19, 2020), (<https://www.sec.gov/corpfin/imvu-111920-2a1>)

22 TurnKey Jet Inc. へのノー・アクション・レターについて詳しくは、柳 (2020) 15頁参照。

23 若園 (2020) 15頁参照。

24 大崎 (2018b) 198-203頁参照。

25 加藤 (2022) 168頁注30参照。

て行う対応が講じられた。

SAFTをめぐるのは、前述のヒンマン氏の講演でも SAFT と名付けただけで登録届出規制を回避できるとは限らず、個別事案の事実関係に即した検討が必要だと指摘がなされていた²⁶。2019年には広範に利用されるインスタントメッセージ・アプリであるキック・メッセンジャーとテレグラムの運営企業を対象とする SEC による訴訟が相次いで提起された²⁷。

これらの事案については、ネットワークの開発が完了したとはいえない段階で第二段階目の取引が行われており、投資家に交付されたトークンが証券に該当することが否定できない事案であったとの指摘もある²⁸。とはいえ、著名企業に対する SEC によるエンフォースメント活動が、SAFT の活用意欲を全般的に低下させたことは否めない。

3.1.2.2 海外向け販売への対応

2019年9月には、当時最大規模の約40億ドルにのぼる ICO を行ったブロック・ドット・ワン (Block.one) に対して2,400万ドルの民事制裁金支払いが命じられた²⁹。

同社はケイマン諸島に本社を置き、2017年6月から1年間にわたってアメリカの証券法規制の適用を回避するためにアメリカ非居住者に対象を限定した ICO を実施した。同社は、アメリカ居住者によるトークンの取得は違法である

旨を明示するなど、アメリカ居住者の ICO 参加を抑止する措置を講じていたが、同時にアメリカ国内で PR 活動やトークンに関する説明などを行っていた。そこで SEC は、同社がアメリカ居住者を勧誘して無登録の証券公募を行ったものと判断した。

この事案に関しては、販売したトークンの投資家への資金返還が命じられなかったことや課せられた民事制裁金の金額が調達金額に比してそれほど大きなものでなかったことなどから、SEC が暗号資産規制のエンフォースメントを柔軟化させたことの表れではないかとの観測もなされた³⁰。

3.1.2.3 リップルに対する訴訟

デジタル・トークンの証券該当性をめぐる SEC の強硬ともいえる姿勢を象徴するのが、2020年12月のリップル (Ripple) に対する提訴である³¹。リップルが組成した暗号資産 XRP は、国際送金を効率化する手段として世界的に注目され、日本を含む世界各国の有力金融機関が同社と共同での実証実験に参加していた。SEC による提訴当時、XRP の時価総額は、BTC, ETH, アメリカ・ドルに連動するステーブルコインだとされるテザー (USDT) に次ぐ規模だとされていた。

リップルは、XRP はもっぱら決済手段として用いられる暗号資産であり、SEC が証券で

26 Hinman (2018).

27 *SEC v. KIK Interactive Inc.*, Complaint, June 4, 2019. (<https://www.sec.gov/files/litigation/complaints/2019/comp-pr2019-87.pdf>)

SEC v. Telegram Group Inc. and Ton Issuer Inc., Complaint, October 11, 2019. (<https://www.sec.gov/files/litigation/complaints/2019/comp-pr2019-212.pdf>)

28 加藤 (2022) 168頁注30参照。

29 SEC, Administrative Proceedings *in re Block.one*, September 30, 2019. (<https://www.sec.gov/files/litigation/admin/2019/33-10714.pdf>)

30 若園 (2020) 13頁参照。

31 *SEC v. Ripple Labs, Inc. et al.*, Complaint, December 22, 2020. (<https://www.sec.gov/litigation/complaints/2020/comp-pr2020-338.pdf>)

はないと判断している BTC に近い性質を備えているので証券法の適用は及ばないと考えたようである。しかし SEC は、XRP はハワイ基準に照らして証券だとして提訴に踏み切った。

この訴訟では、2023年7月、SEC が問題視した XRP の販売を機関投資家等に向けられたものと暗号資産交換業者を通じた一般投資家向けの販売とに分けて、後者はハワイ基準の三つめの要件であるもっぱら第三者の努力による収益獲得の期待があったとは言えないので、証券の公募にあたらぬとする裁判所の判断が示され、大きな注目を集めた³²。その後、2024年8月、証券公募にあたりと判断された XRP の機関投資家等向け販売について民事制裁金支払い等を命じる判決が下された³³。

3.2 暗号資産のインサイダー取引への対応

3.2.1 コインベース元社員らの訴追

SEC が幅広い暗号資産を証券として規制しようとすることを改めて印象付けたのが、2022年7月のデジタル・トークンをめぐるインサイダー取引の摘発である。

この事案は、SEC が大手暗号資産交換業者コインベースの元社員ら3名を被告とし、証券取引における一般的な不正行為禁止規定の適用を求める民事訴訟を提起したものである³⁴。同時に連邦司法省による刑事訴追も行われた³⁵。

SEC 及び司法省によれば、被告の1人はコインベースの資産・投資商品グループのマネ

ジャーだった2021年6月から22年4月にかけて、複数回にわたり、コインベースが新たな暗号資産の取扱いを開始する際に公表する「上場アナウンス (listing announcement)」の内容をその公表前に他の2名の被告に伝達した。情報を受領した2名は、上場される暗号資産を事前に買付けて上場後に売却するといった方法で利益を獲得した。

被告らが未公表の「上場アナウンス」情報を得た9種類の暗号資産には、ユーティリティ・トークンや特定のプロジェクトに関する意思決定に参画する権利として機能するガバナンス・トークンなど、様々なタイプのトークンが含まれていた。

SEC は、これらのトークンが、いずれもハワイ基準に照らせば投資契約に該当するとし、被告らの行為は、公表されれば証券の価格や取引状況に重要な影響を及ぼす未公表の情報を情報源（この場合はコインベース）に対する信認義務に反して入手・伝達したり、情報が信認義務に反して入手されたことを認識しつつ当該証券の取引を行った違法なインサイダー取引にあたりと主張した。

3.2.2 SEC の対応への批判

SEC による提訴を受けて、コインベースの最高法務責任者は、自社のブログに「コインベースには証券は上場されていない。お話はそれだけ。」と題する記事を投稿し、SEC の主張に対して真っ向から反論した³⁶。コインベース

32 大崎 (2023)、河村 (2024) 92~93頁参照。

33 *SEC v. Ripple Labs, Inc.*, Order 20 Civ. 10832 (S.D.N.Y. 2024). 但し、SEC は判決を不服として控訴し、本稿執筆時点では引き続き係争中である。

34 *SEC v. Ishan Wahi et al.*, Complaint, July 22, 2022, (<https://www.sec.gov/litigation/complaints/2022/comp-pr2022-127.pdf>)

35 *U.S. v. Ishan Wahi et al.*, Case 1:22-cr-00392-LAP.

36 (<https://blog.coinbase.com/coinbase-does-not-list-securities-end-of-story-e58dc873be79>)

側は、自社の元従業員が不正行為を行ったこと自体は否定しなかったが、刑事訴追した司法省は、問題の暗号資産の法的性質を分析した結果、証券詐欺罪としての起訴は見送っていると指摘した³⁷。

暗号資産を原資産とするデリバティブ取引を所管する商品先物取引委員会 (CFTC) のキャロライン D. ファム (Caroline D. Pham) 委員も声明を発表し、この提訴は SEC のエンフォースメントによる規制の際立った事例であり、暗号資産規制のような重要な問題は、規制当局間の協力の下で進められる透明な規則制定プロセスを通じて解決されるべきだと、SEC を強く非難した³⁸。

SEC の主張通り、コインベースへの暗号資産の上場に関連して証券のインサイダー取引が行われたということになれば、コインベースは、投資契約である暗号資産の取引所を無登録で運営していることになりかねない。事実 SEC は、2023年6月、コインベースが無登録で取引所を運営していると主張する訴訟を提起し³⁹、本稿執筆時点では引き続き係争中である。

なお、このインサイダー取引事案は、2023年5月、被告らが不当利得の没収等に応じ、刑事裁判においても有罪を認めて24カ月の懲役等を科されることで終結した。

3.3 ステーキング・サービスへの対応

2023年2月には、大手暗号資産交換業者クラケン (Kraken) によるステーキング・サービス・プログラム (staking-as-a-service program) の提供が、無登録の証券公募にあたるとして、SEC によるエンフォースメントの対象となった⁴⁰。

ステーキング・サービスとは、投資家が自身の保有する暗号資産を暗号資産交換業者に預託し、業者がプルーフ・オブ・ステーク (PoS) によって承認される新たなブロック生成の承認者となって報償 (reward) としての暗号資産を獲得し、その一部を投資家に分配するものである。クラケンは、ステーキング・サービスで得られる利益の大きさを、予想分配率のような形で公表していた。

PoS とは、暗号資産の新たなブロックの生成を承認するコンセンサス・アルゴリズムの一種型である。暗号資産のコンセンサス・アルゴリズムとしては、BTC のマイニングがよく知られており、仕事量によって証明が行われることからプルーフ・オブ・ワーク (Proof-of-Work: PoW) と呼ばれる。これに対して PoS は、暗号資産の保有量や保有年数などに基づく係数を用いて承認者を決定するコンセンサス・アルゴリズムである⁴¹。PoS による報償獲得には多くの暗号資産を保有していることが有利に働くの

37 司法省による刑事訴追は、連邦法上の犯罪である「通信手段を用いた詐欺 (wire fraud)」を実行し、または共謀したことを理由とするものであった。

38 (<https://twitter.com/CarolineDPham/status/1550159347984044033/photo/1>)

39 *SEC v. Coinbase, Inc. and Coinbase Global, Inc.*, Complaint, December 22, 2020, (<https://www.sec.gov/files/litigation/complaints/2023/comp-pr2023-102.pdf>)

40 *SEC v. Payward Ventures, Inc. (D/B/A/ Kraken) and Payward Trading, Ltd. (D/B/A Kraken)*, Complaint, February 9, 2023, (<https://www.sec.gov/files/litigation/complaints/2023/comp-pr2023-25.pdf>)

41 PoS を採用する著名なブロックチェーン及びそこで機能する暗号資産としては、カルダノと ADA、イーサリアムと ETH、ボルカドットと DOT、コスモスと ATOM などがある。ETH は2022年にそれまでの PoW から PoS に移行した。

で、暗号資産交換業者が顧客の保有暗号資産をまとめた上で承認者となる。

この事案で SEC は、クラーケンの取り扱う暗号資産が投資契約であるか否かは問題にせず、同社の提供するステーキング・サービス自体にハウイ基準を適用し、当該サービスが投資契約だという判断を示した。すなわち、SEC によれば、投資家による同社への暗号資産の預託はステーキングという共同事業を行うための資金の出資であり、同社が高い利回りを約束することで投資家に収益の期待が生じ、PoS の承認者となって収益が獲得できるかどうかは同社の努力次第であって投資家は預託した暗号資産をコントロールすることができないことから、ステーキング・サービスの提供自体が、有価証券である投資契約の売付けだとしたのである。

3.4 NFT への対応

3.4.1 二つのエンフォースメント事案

2023年 8 月から 9 月にかけて、SEC は、NFT (non-fungible token, 非代替性トークン) の販売が無登録の証券募集にあたるとして、2 件のエンフォースメントを相次いで行った。

NFT とは、ブロックチェーン技術を用いて発行及び取引が行われる唯一性を有する電子データであり、デジタルアートやトレーディングカード、会員証、記念品などとして幅広く活用されている。ICO トークンの場合、代替可能性 (fungibility) を有するものが複数存在するのに対し、NFT には他に全く同一のものが存在しない。

2 件のエンフォースメントの第一の事案は、

インパクト (Impact Theory, LLC) が2021年 10月から12月にかけて行った NFT 販売に対する行政手続きである⁴²。

インパクトは、「ファウンダーズキー (Founder's Key, 創業者の鍵)」と名付けた NFT を販売した。それぞれの NFT には、デジタル画像データが含まれ、50種類のシンボルマークから4つが選ばれて特定の位置に表示されることで唯一性が保たれていた。同社は、NFT が様々な機能を備えるものとなると宣伝していたが、販売時点での実際の機能は明らかではなかった。

第二の事案は、ストーン・キャッツ (Stoner Cats 2, LLC) が2021年 7 月に行った NFT 販売をめぐる民事制裁金の支払いを命じられたものである⁴³。

同社は「ストーン・キャッツ」と題するアニメーションを制作しており、同社の NFT はウェブサイト上にアップされたアニメーション動画を視聴するための鍵として機能した。このアニメーションは、ミラ・クニス、アシュトン・カッチャー、ジェーン・フォンダといった著名なハリウッド俳優が声優を務め、映画『トイ・ストーリー』などの監督として知られるアシュトン・ブラノンが制作の中心となっていた。

ストーン・キャッツの NFT が販売された 8 日後にはアニメーションの最初のエピソードがアップされ、2022年12月までに各5分から7分程度の9本の動画が NFT 保有者にアクセス可能となった。NFT はアニメーションに登場するキャラクターの画像に紐づけられており、各 NFT に紐づけられる画像はすべて異なって

42 SEC, Administrative Proceeding, *In re Impact Theory, LLC*, August 28, 2023, (<https://www.sec.gov/files/litigation/admin/2023/33-11226.pdf>)

43 SEC, Administrative Proceeding, *In re Stoner Cats 2, LLC*, September 13, 2023, (<https://www.sec.gov/files/litigation/admin/2023/33-11233.pdf>)

いた。

3.4.2 SEC 内からの異論

3.4.2.1 SEC 内の党派的对立の構図

SECは合議制の独立行政委員会である。規則の制定・改廃、証券法違反者に対する訴訟の提起や行政審判の決定、和解の受入れなどのエンフォースメント活動を含む委員会としての決定事項は、5人の委員による投票で決まる。委員は議会上院の承認を得て大統領によって指名されるが、政治的中立性を確保するために4名以上の委員が同じ政党に属してはならないとされる(1934年証券取引所法4条(a))。

SECの委員長には、政権与党に所属する者が指名されるのが通例で、民主党のバイデン政権の下で就任したゲイリー・ゲンスラー(Gary Gensler)委員長は民主党所属である。近年、アメリカ社会では党派的な分断が深刻化していると指摘されるが、SECも例外ではない。ゲンスラー委員長の下では、共和党のヘスター・ピアース(Hester Peirce)委員とマーク・ウエダ(Marc Uyeda)委員の2名が反対にまわって3対2の多数決で委員会としての決定が下されることが少なくなかった。

ピアース委員は、暗号資産業界に対する理解が深く、「クリプトの母(CryptoMom)」の異名をとる。一貫してSECのエンフォースメントによる暗号資産規制に批判的で、前述のクラケンに対する事案でも、ステーキング・サービスを全面的に停止させるといった救済措置に疑問を呈する声明を公表した⁴⁴。一方、ウエダ委員も、パブリック・コメント募集手続を伴う

規則制定よりもエンフォースメントを優先する規制では、投資家など市場参加者の声が反映させないと、委員会の姿勢を批判している⁴⁵。

3.4.2.2 NFT 事案をめぐる反対論

NFTに関する二つのエンフォースメント事案では、ピアース委員とウエダ委員が、連名で委員会としての決定に反対する立場からの声明を公表した⁴⁶。その内容は、証券とされるべき暗号資産とそれ以外との境界線を考える上で示唆に富む。

両委員は、NFTの販売に投資家保護の観点からの懸念があることは否定できないものの、それだけでこの問題をSECの所管事項として良いのかどうかは疑問だとして、概ね次のように述べる。

SECはブランドを確立するといった漠然とした約束を掲げて、転売価値が上がると言って時計や絵画や収集品を売る人達を摘発の対象とするのだろうか。NFTという資産は多様な性質を持ち得る。NFTがどういった場合に証券となるのか、インパクトによるNFT販売の事案でSECが要求した発行者が保有するNFTの廃棄やロイヤルティ獲得に係るスマートコントラクトやプログラム・コードの修正といった措置が、どこまでの先例性を有するべきなのか、といった様々な疑問にSECとしてガイドラインを示して答えていくべきだ。

また、ストーン・キャッツのNFTへのハウイ基準の適用はアーティストやクリエイターの活動を不当に委縮させかねない。同社が行ったことは、ファンから資金を集めるクラウドファンディングに過ぎない。アーティストが販

44 (<https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/peirce-statement-kraken-020923>)

45 See Brummer, C., Yadav, Y., and Zaring, D. (2024), p.1316.

46 (<https://www.sec.gov/news/statement/peirce-uyeda-statement-nft-082823>)

(<https://www.sec.gov/news/statement/peirce-uyeda-statement-stonercats-091323>)

売する NFT だというだけで証券法の適用が全面的に排除されるわけではないが、アーティストが作品を販売して固定的なファンを獲得する機会を侵害してはならない。

4. エンフォースメントによる暗号資産規制の意義と問題点

以上のような SEC の暗号資産に係るエンフォースメントには、前述のファム CFTC 委員やピアース、ウエダ両 SEC 委員の見解に見られるように、明確な規則制定を避けるエンフォースメントによる不当な規制だという批判がある。これに対して SEC のグリウォル (Grewal) 法執行局長 (当時) は、暗号資産規制をめぐる SEC のエンフォースメントは、確立された法理の適用であり、批判は当たらないと反論する⁴⁷。いずれの見方が正しいにせよ、これまでの SEC による暗号資産規制には積極的に評価できる面も否定的な側面もある。

4.1 エンフォースメントによる規制の積極的意義

ICO という新しい資金調達手法が急拡大する中で、詐欺的な行為が頻発したことに對し、SEC が証券法の下で利用可能な既存の手段を駆使してエンフォースメントによる暗号資産規制を展開したことに對しては、概ね肯定的な評価がなされている⁴⁸。ICO を標榜する詐欺的行為が横行すれば、ICO という資金調達手法自体の評判が毀損し、誠実な事業者も不利益を被

るからである⁴⁹。

ICO 以外の分野においても、SEC のエンフォースメントによる規制は一定の効果を發揮した。例えば、一般的な不正取引禁止規定を活用することで、時間のかかる規則制定等のプロセスを経ずに暗号資産のインサイダー取引のような新しい事象にも迅速に対応することができた⁵⁰。これに對して日本では、後述のように同じようなインサイダー取引が行われたと指摘され、その後の法改正の要因とはなったものの、当該事案自体は事件化することなく、行為者への責任追及は行われなかった。

SEC のような規制機関側からすれば、エンフォースメントによる規制には、通常の規則制定プロセスでは不可欠な規則案に対するパブリック・コメントの受け付けや寄せられたコメントへの対応といった手続きを省略することが可能となるし、政治的な批判やメディアによるネガティブな反応も回避できるという利点がある⁵¹。もちろん、この点については、パブリック・コメントのプロセスを経ないことで、ビジネスの現場の声が規制内容に反映されないという問題点の裏返しに過ぎないと批判することが可能だが、少なくとも SEC がエンフォースメントによる暗号資産規制を続けるインセンティブの一つとなっていることは否定できない。

同様に、正式の規則制定とは異なって費用対効果の分析が求められない、規制内容を確定させた責任を司法裁判所に転嫁することができる、行政機関としての政策面の優先順位を議会やメディアに對して効果的に伝えることができ

47 See, Grewal (2021).

48 加藤 (2022) 166-167頁参照。

49 加藤 (2022) 169頁参照。

50 河村 (2024) 98頁参照。

51 See Brummer, C., Yadav, Y., and Zaring, D. (2024), pp.1318-1319.

るといった規制機関側にとってのメリットも指摘できる⁵²。

エンフォースメントによる規制を行うことで、規制目的をより迅速に達成できるという側面もある。例えば、SECが、ある暗号資産が無登録証券だと主張する訴訟を提起することで、裁判所の判断や当事者との和解を待つことなく、暗号資産交換業者が当該暗号資産の取引を自粛するといった事実上の効果が生じる。例えば、前述のSECによるリップルに対する訴訟提起の直後、暗号資産交換業者最大手のコインベースは、XRPの取引を停止した。また、暗号資産インサイダー取引の摘発は、問題の取引の対象となった暗号資産の発行者に対する訴訟を経ることなく、当該暗号資産は無登録証券だとSECが考えているというメッセージを市場参加者に対して発信し、取引の自粛を促す効果を生んだ。

4.2 エンフォースメントによる規制の問題点

4.2.1 事業者を委縮させる効果

エンフォースメントによる暗号資産規制の最大の問題点は、規制の内容が明確でないために規制の対象となる事業者や市場参加者にとっての予測可能性が低下し、誠実な事業者に萎縮効果(chilling effect)をもたらすことである。一方、最初から違法性を承知の上で行動する詐欺的な行為者は、自身がエンフォースメントの対象となるまでは、公然と違法行為を続けることになってしまう。

公平を期すために言えば、SECとしても暗号資産規制の内容の明確性を高めるための努力を全く払わなかったというわけではない。前述のようにSECは、ICOへのハウイ基準の適用を始める前にThe DAOのICOに関する報告書を公表した。2019年4月にもハウイ基準の適用に関する考え方をまとめた文書を公表している⁵³。また、前述のヒンマン氏の講演を初めとする様々な機会を通じて、公式見解とまでは言えないとしても、暗号資産規制に対するSECの考え方を発信してきた。

とはいえ、正式な規則制定を避け、半ば非公式な政策ツールに依拠する規制を行ってきたことが、パブリック・コメント手続きを通じた業界関係者等からの情報インプットの機会を失わせ、過剰規制につながったとの批判がある⁵⁴。このことは、結果的に暗号資産ビジネスをアメリカ国外に追いやり、アメリカの投資家による投資機会を失わせているとも指摘される⁵⁵。

前述のように、クラークの事案をめぐって、ピアース委員がステーキング・サービスを全面的に停止させるという救済措置に疑問を投げかけたが、同委員の意見の背景にも、ステーキング・サービスが提供してきた収益機会を投資家から奪ってよいのかという問題意識がある。

4.2.2 放置される領域の存在

エンフォースメントによる規制のもう一つの問題は、規制される行為の範囲が、半ば恣意的に規制機関によって選定されるため、投資家保

52 See Brummer, C., Yadav, Y., and Zaring, D. (2024), pp.1320–1321.

53 SEC, “Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets”, (<https://www.sec.gov/files/dlt-framework.pdf>) その内容については、加藤(2019)、加藤(2022) 167–169頁参照。

54 See Goforth (2022), pp. 143–145.

55 See Goforth (2022), p.145

護や市場の公正性といった高次の抽象的な観点からは問題が多い場合でも、規制対象とはされずに放置されてしまう領域が生じることである。

例えば、アメリカ・ドルなどの通貨と価値が連動することを標榜する、いわゆるステーブルコインについては、発行者による詐欺的な行動が指摘され、ニューヨーク州司法当局や CFTC といった機関によるエンフォースメントが行われたにもかかわらず、SEC は特段の規制を及ぼそうとしなかった。このことが、ステーブルコインの証券法上の位置づけを不明確にしたと指摘されている⁵⁶。

また、ビットコインのパロディだとされる柴犬をモチーフとした暗号資産 ドージコイン (DOGE) やそこから派生したシバイヌ (SHIB)、蛙をモチーフとしたペペ (PEPE) などのミーム・コイン (meme coin) は、BTC や ETH、各種の ICO トークンと同様に暗号資産交換業者の取引プラットフォーム上で活発に取引されているが⁵⁷、これまで SEC によるエンフォースメントの対象とはなっていない。

SEC は、発行者自らが実用的な価値のないジョークに過ぎないことを標榜するミーム・コインは、共同事業への出資ではなく、他者の努力による価値向上への期待もないので、ハウイ基準に照らして証券に該当するとは言えないと判断している可能性がある。

そうした SEC の姿勢は、何らかの有用な機能を提供する可能性を秘めた、一定の合理性を備えるプロジェクトのための資金調達を妨げる一方で、実用的な価値のないミーム・コインの

隆盛をもたらしていると批判される⁵⁸。

4.2.3 過剰規制・過少規制の発生

SEC はハウイ基準に照らして投資契約に該当する暗号資産は証券規制に服すると主張するが、そうした暗号資産に適用される情報開示等のルールは設けていない。しかし、暗号資産に対して株式や債券といった従来の証券と同じ規制を課すことが妥当かどうかは疑問である。河村賢治教授は、この点を「新しい酒を古い皮袋に入れてしまうことの弊害」と表現し、伝統的な開示規制の内容が新しい事象に適切に対応していないにもかかわらず無理に適用することで、過剰規制や過少規制の問題が生じると指摘する⁵⁹。

暗号資産の発行者に伝統的な開示規制が適用されれば、発行者の財務やコーポレートガバナンスに関する情報等の開示が強制されることになるが、それらは、投資家の投資判断に有用な情報なのだろうか。この点については、ユーティリティ・トークンの場合、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が薄まり、発行者に関する情報の有用性は低下すると指摘される⁶⁰。

また、SEC は、証券である暗号資産の取引を可能にする取引プラットフォームの開設・運営には、証券取引所や ATS としての登録が必要だと主張する。前述のように SEC は、2023 年 6 月、暗号資産交換業者では最大手のコイン

56 See Goforth (2022), pp.137-143.

57 ミーム・コインの取引は2013年頃から行われているが、とりわけ2024年に急拡大し、一時は時価総額が500億ドルを超えた。

58 See Dixon (2024)

59 河村 (2024) 99頁参照。

60 加藤 (2022) 168頁参照。

ベースが、証券取引所法に違反してSECの登録を受けずに証券の取引を行う取引所の運営、ブローカー・ディーラー（証券会社）としての営業、清算機関（clearing agency）の運営を行っているとして、民事制裁金の支払いなどを求める訴訟を提起した⁶¹。

しかしSECは、暗号資産の取引所に課される規制の具体的な内容を定めているわけではない。例えば、株式現物の取引を行う取引所であれば、自主規制機関として一定の事項について規則を定めることや取引対象証券の上場の際にSECによる承認を受けることなどが求められるほか、NMS（全国市場システム）銘柄の取引については気配情報や価格情報の公表なども義務づけられているが、仮に暗号資産交換業者が、証券の取引所を運営していることを認めてSECによる登録を受けようとしたとしても、どのような規制が課されるのかは明らかでない。

5. 今後の展望

5.1 政治による変化の可能性

5.1.1 暗号資産規制立法の動き

エンフォースメントによる暗号資産規制に伴う弊害を解消するために、議会による立法や自主規制機関の整備を通じた解決を提案する論者もある⁶²。SEC内部からも「クリプトの母」ピアース委員が、2020年以降、ICOに対して分権化したブロックチェーンの構築を進める期間として3年間の証券登録猶予期間を与えること

などを盛り込んだセーフハーバー規則の制定を提案している⁶³。

2023年7月にはグレン・トンプソン（Glenn Thompson）下院議員（共和党）が、分権化したブロックチェーン上で機能する暗号資産の現物取引等の規制をCFTCの所管とし、既に稼働しているが十分に分権化していないブロックチェーン上で機能する証券とされる暗号資産の規制をSECの所管とするといった内容を盛り込んだ「21世紀のための金融イノベーションとテクノロジー法案」(H.R.4763)⁶⁴を議会に提出した。

同法案に対しては、ゲンスラーSEC委員長が証券規制を混乱させるだけだとして立法に強く反対し、バイデン大統領も支持できないという見解を表明していたが、2024年5月の下院本会議での採決では、与党民主党の議員71名が賛成にまわり、279対136の賛成多数で下院を通過した。その後、民主党が多数を占める上院では、暗号資産規制に関する有力な法案の審議は進展を見せなかったが、民主党内にもSECによる暗号資産規制に批判的な議員が少なくないという事実が明らかとなったことの政治的な意義は小さくない。

2024年11月の議会選挙では共和党が上院多数派を奪還した。2025年1月に発足した第二期トランプ政権の下で、SECがどのような政策スタンスを示すのかにもよるだろうが、新たな会期に入った議会では、何らかの暗号資産規制立法が成立する可能性が高まっている。

61 See supra note 39.

62 See Goforth (2022), Guseva (2024).

63 (<https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/peirce-statement-token-safe-harbor-proposal-20>)

64 (<https://www.congress.gov/bill/118th-congress/house-bill/4763/text>)

5.1.2 大統領選挙の影響

SEC のエンフォースメントによる暗号資産規制につながったハワイ基準の暗号資産への適用という規制手法を始動させたのは、トランプ大統領によって任命された共和党のジェイ・クレイトン (Jay Clayton) 元 SEC 委員長である。同氏は、退任直前の2020年12月、前述のリップルに対する訴訟提起を主導したが、リッパルの CEO が「SEC は暗号資産業界に対する全面的攻撃を仕掛けた」と当局の姿勢を強く非難するなど⁶⁵、業界の強い反発を招いた。SEC 内部を含め、共和党が暗号資産業界に好意的で規制に消極的、民主党が積極的な規制強化を図るといった単純な図式化が成り立つわけではないことには注意が必要である。

しかし、最近では、2024年11月の大統領選挙で勝利し、大統領に返り咲くこととなったドナルド・トランプ氏を筆頭に、共和党が暗号資産業界の主張を支持する方向に急速に傾斜しつつあることは注目に値する。

もともとトランプ氏は暗号資産に懐疑的で、前回の大統領在任中の2019年には「自分はビットコインやその他の暗号通貨のファンではない。貨幣ではないし、価値は非常に変動が激しく、薄い空気のような根拠しかない。規制を受けない暗号資産は、麻薬の密輸やその他の違法な活動などの犯罪を助けるだけだ。」と主張していた⁶⁶。

ところが2024年7月の共和党全国大会で採択された大統領選挙へ向けた同党の公約には、「民主党の違法で非アメリカ的な暗号資産抑圧 (crackdown) を終わらせる。」という文章が盛

り込まれた。「ビットコインのマイニングを行う権利を擁護する」とも書かれている⁶⁷。第二期トランプ政権を支えるバンス副大統領は、多額のビットコインを保有する著名な暗号資産支持者として知られる。共和党政権の下で SEC のエンフォースメントによる暗号資産規制が大きく変化することは、ほぼ確実である。

民主党のゲンスラー氏はトランプ大統領の就任直前に SEC 委員長を辞任した。新委員長就任までの委員長代行には共和党のウエダ委員が就任し、同氏は直ちに、ピアース委員を座長とする暗号資産規制見直しのためのタスクフォースを発足させた。今後、同タスクフォースが、証券規制の対象となる暗号資産の範囲の明確化などの課題に取り組むこととなる。

5.2 司法判断の影響

5.2.1 暗号資産現物 ETF の上場承認

SEC のエンフォースメントによる暗号資産規制は、一面では司法裁判所によって支えられてきたとも言えるが、他方で暗号資産業界には、SEC が暗号資産への厳しい姿勢を取り続けたとしても、司法裁判所がそれを容認しないのではないかという期待感もある。暗号資産現物 ETF (上場投資信託) の上場申請への SEC の対応をめぐる司法判断は、そうした期待感を高めることとなった。

5.2.1.1 BTC 現物 ETF の上場承認

BTC、ETH を初めとする暗号資産現物の取引は暗号資産交換業者が運営する取引プラットフォーム上で活発に行われてきたが、年金基金などの機関投資家の中には、リスク管理やコン

65 (<https://ripple.com/insights/the-secs-attack-on-crypto-in-the-united-states/>)

66 (<https://decrypt.co/240580/donald-trump-bitcoin-evolution-timeline-president>)

67 (<https://www.presidency.ucsb.edu/documents/2024-republican-party-platform>)

プライアンスの観点から連邦法上の規制機関による規制を受けていない暗号資産交換業者を通じた暗号資産への投資を躊躇する者も少なくない。そうした投資家の市場参加を促す観点から、暗号資産現物を裏付け資産とするETFの組成と証券取引所への上場が、早くから模索されてきた。

代表的な暗号資産であるBTC現物ETFの上場申請は、2015年9月のWinklevoss Bitcoin Trustを嚆矢として、2023年までに10数件行われたが、SECによってことごとく不承認とされていた⁶⁸。ところがグレイスケール・インベストメントが組成したBTC現物ETFであるGrayscale Bitcoin Trust (GBTC)の上場申請をめぐる訴訟で、2023年8月、ワシントンDC巡回区控訴裁判所が、GBTCの上場を不承認としたSECの決定を無効とする判決を下したのである⁶⁹。

GBTC事件判決で控訴裁判所は、SECがBTC現物ETFの上場を認めない理由として、十分に取引量の大きい規制された市場との間で取引監視に関する協定を結んでいないことを挙げる一方で、BTC先物ETFの上場申請の審査にあたっては、BTC先物を上場しているシカゴ・マーカンタイル取引所(CME)との間で取引監視協定が結ばれていることを承認の理由としたことなどが、恣意的で予測不能な(arbitrary and capricious)行政行為にあたり違法だと判示し、SECによる不承認決定を無効とした⁷⁰。

GBTC事件判決を受けてSECは、ビットコ

イン現物ETFの上場承認申請審査のあり方を改めた。BTC現物市場と価格の変動が十分な相関関係にあり、十分に取引量の大きい規制されたBTC先物市場と市場監視協定を結んだ証券取引所は、現物ETFを上場できるという基準に基づいて、それまでSECが不承認としてきたBTC現物ETFの上場承認申請に関する再審査が行われることになった。この結果、2024年1月には、11本のETFの上場に係る各取引所の規則改正が一括承認され⁷¹、BTC現物ETFの取引が始まった。

5.2.1.2 ETH現物ETFの上場承認

2024年5月には、BTC現物ETFの上場承認とほぼ同じような論理に依拠しながら、ETH現物ETFの上場に係る各取引所の規則改正がSECによって一括承認された⁷²。

SECは、各取引所が、いずれもETH先物を上場しているCMEとの間で取引監視協定を締結していることを踏まえ、CMEに上場されているETH先物取引と暗号資産交換業者の取引プラットフォーム上で行われているETH現物取引との価格の相関が継続的に非常に高くなっているという事実を確認した上で、過去にSECによる承認を受けたETF等に関するものと同等の価格の透明性やファンドの保有資産の情報開示、市場監視の手続き等が確保されているとして、ETH現物ETFの上場を認めることは投資家保護の観点から問題ないと結論づけた。ETH現物ETFの取引は、2024年7月に開始された。

ETH先物ETFの上場承認には、SECがまっ

68 詳しくは、岡田＝木下(2018)参照。

69 *Grayscale Investments, LLC v. SEC*, No.22-1142 (D.C. Cir. 2023).

70 詳しくは、関(2023)240~244頁参照。

71 (<https://www.sec.gov/files/rules/sro/nysearca/2024/34-99306.pdf>)

72 (<https://www.sec.gov/file/34-100224>)

たく触れなかった隠れた論点があった。それは、ETH は証券なのかどうかという問題である。先に現物 ETF が上場承認された BTC の場合、SEC は早くからコモディティに近いものだという認識を示していた。一方、ETH については、前述のヒンマン氏の講演で「現在の ETH は証券ではない」という見解が示されたものの、あくまで一スタッフの個人的見解に過ぎず、エンフォースメントによる暗号資産規制が先鋭化する中で、暗号資産業界には、ETH も証券だとされるのではないかといった見方もあった。事実2024年3月には、ETH が証券であることを前提としたかのような調査が SEC によって着手されたといった報道もなされていた⁷³。

しかし、SEC は、ETH 現物 ETF について、金（ゴールド）現物 ETF などのコモディティ ETF を規律する上場規則の改正手続きで上場させるという各取引所からの申請を承認した。ETF の裏付け資産である ETH 現物が証券ではなくコモディティであることを SEC が認めたものと解釈することも可能であり、暗号資産業界はひとまず安堵したのである。

5.2.2 最近の判例の動向

司法裁判所は、暗号資産以外の分野でも SEC による規制に厳しい目を向けており、今後、個々の事案において、SEC のエンフォースメントによる暗号資産規制に歯止めをかけようとする可能性は否定できない。

2024年6月には、SEC が前年8月に制定し

たヘッジファンドやプライベート・エクイティ・ファンドといった私募ファンドに対する規制を強化する規則⁷⁴を無効とする判決が、第五巡回区連邦控訴裁判所によって下された⁷⁵。同月の連邦最高裁判所の判決では、証券詐欺行為を行った者に対して SEC 内部での行政審判で民事制裁金を課したことが、陪審裁判を受ける権利を保障した合衆国憲法修正第7条の規定に違反して無効だとされた⁷⁶。

また、SEC に直接関係する事案においてではなかったが、同じ6月の連邦最高裁判所判決では、法律の規定の意味が曖昧な場合には、裁判所は行政機関の法解釈に従うべきだとする判例法理（シェブロン法理）が破棄された⁷⁷。シェブロン法理をめぐっては、以前から SEC を初めとする行政委員会の法解釈に疑問を抱く裁判所が、過剰な規制に歯止めをかけるために見直しに踏み切るのではないかといった指摘がなされていた⁷⁸。

この判決も、今後の SEC のエンフォースメントや意思決定をめぐる訴訟で、SEC 側に不利に働く可能性がある。例えば、前述の暗号資産現物 ETF の上場申請審査で、SEC が原資産の取引または原資産の先物取引における十分に大きな市場と監視協定を締結している取引所への上場しか認めないとしてきた根拠は、1934年証券取引所法6条(b)項(5)の規定に求められた。しかし、当該条項にそうした具体的な要件が規定されているわけではない。法律の規定は、取引所の規則について「詐欺的もしくは相場操縦

73 See Wright (2024). (<https://cointelegraph.com/news/sec-ether-security-classification>)

74 See SEC, Release No. IA-6383, Private Fund Advisers: Documentation of Registered Investment Adviser Compliance Reviews, August 23, 2023. (<https://www.sec.gov/files/rules/final/2023/ia-6383.pdf>)

75 *National Association of Private Fund Managers et al. v. SEC*, No.23-60471 (Fifth Cir. 2024).

76 *SEC v. George R. Jarksey, Jr. et al.*, No.22-859, June 27, 2024.

77 *Loper Bright Enterprises et al. v. Raimondo, Secretary of Commerce*, et al., No.22-451, June 28, 2024.

78 See Brummer, C., Yadav, Y., and Zaring, D. (2024), pp.1326-1328, p.1328 note 123.

的な行為を防ぐものでなければならず、(中略)証券取引に係る規制、清算、決済、情報処理に従事する者との協力と協調を進めるものでなければならない」といったやや抽象的な文言である。

仮に裁判所が、従来SECが求めてきた要件は、この曖昧ともいえる条文の恣意的な解釈だとして、例えば暗号資産現物の取引を行っている暗号資産交換業者と情報交換協定を結んでいるだけでも法律の求める要件を満たすと判断すれば、CFTCの登録を受けた先物取引所での先物取引が行われていない暗号資産現物を裏付け資産とするETFの上場が認められるといった可能性も開かれるだろう。

6. おわりに ～日本法の場合～

SECのエンフォースメントによる規制の対象となった諸事案と同様の事象は、日本でも現実に生じている。暗号資産をめぐる日本法の精密な検討は、筆者の力の及ぶところではないが、本稿で取り上げた様々な事象が、日本法上どう評価されるかについて、現時点の筆者の理解を記しておきたい。

ビットコイン、イーサ、リップルといった支払・決済手段としての経済的機能を有する暗号資産は、資金決済に関する法律(以下「資金決済法」という。)に規定される「暗号資産」(同法2条14項1号または2号)に該当するものと考えられる。

ICOで販売された様々なデジタル・トークンは、ユーティリティ・トークンやガバナンス・

トークンも含め、資金決済法上の「暗号資産」に該当するケースが多いだろう。トークンが、実質的には投資商品として販売されている場合には、金融商品取引法(以下「金商法」という。)の規制が及ぼされるべきとも考えられる。その場合、トークンが金商法上の集団投資スキーム持分(同法2条2項5号)と解されるかどうか焦点となるが、ユーティリティ・トークンやガバナンス・トークンは収益の配当や財産の分配を予定していないものが多く、集団投資スキーム持分には該当しない可能性が高い。この点については、本研究会における加藤貴之教授の立法論も視野に入れた詳細な検討がある⁷⁹。

暗号資産交換業者が運営する取引プラットフォームへの暗号資産の「上場」をめぐる「インサイダー取引」については、日本でも実際に類似の事案が指摘された⁸⁰。当該事案を踏まえて実施された2019年の金商法改正では、暗号資産のインサイダー取引を明示的に禁じる規制は設けられなかったが、これは多くの暗号資産には発行者が存在せず、存在する場合でも特定が困難であること、暗号資産の価格の変動要因についての確立した見解がない中で顧客の投資判断に著しい影響を及ぼす未公表の重要事実を予め特定することが困難であると考えられたためである⁸¹。SECがインサイダー取引だとしたような暗号資産の取引に対しては、同改正で設けられた暗号資産に係る一般的な不公正取引禁止規定(金商法185条の22)が適用される可能性が高い。

暗号資産のステーキング・サービスは、一部の暗号資産交換業者が顧客向けに提供してお

79 加藤(2022)参照。

80 金融庁(2018)11頁参照。

81 金融庁(2018)13頁。

り、得られた報酬の「利回り」といった情報も入手できる。暗号資産交換業者が業として行う暗号資産の管理の一部と位置づけられているようである。仕組みの作り方によっては、暗号資産の出資を受けて運用する集団投資スキームと解される余地もあるかも知れない。

NFT については、収益分配の受取機能が ある場合には、集団投資スキーム持分をブロックチェーンによりトークン化した電子記録移転権利（金商法2条2項3号）に該当する可能性を検討する必要があるとの指摘がある⁸²。もっとも、デジタルアートの NFT に見られるような転売時の利益配分機能を備えたとしても、当該 NFT の作成者が転売時の売却代金の一部を受け取ることができるのは、当該作成者が NFT を保有しているからではなく、NFT の作成者であることを根拠としているので有価証券には該当しないと考えられ⁸³、現存の NFT が金商法上の有価証券に該当する可能性は大きくない。

参 考 文 献

- 大崎貞和（2018a）「「無登録の仮想通貨取引所を摘発した米国 SEC」野村総合研究所ウェブサイト掲載コラム、（https://www.nri.com/jp/knowledge/blog/1st/2018/fis/osaki/1119_3）
- 大崎貞和（2018b）「仮想通貨の規制をめぐる米国 SEC の動向」神田秀樹責任編集『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』財経詳報社、175-204頁。
- 大崎貞和（2021）「米国における非登録証券市場をめぐる規制改革」神田秀樹責任編集『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』財経詳報社、104-131頁。

- 大崎貞和（2022）「情報通信技術（ICT）の革新と証券取引規制」『証券経済研究』第119号7-23頁。
- 大崎貞和（2023）「暗号資産 XRP をめぐる訴訟で米国 SEC が一部敗訴」野村総合研究所ウェブサイト掲載コラム、（<https://www.nri.com/jp/knowledge/blog/1st/2023/fis/osaki/0714>）
- 岡田功太 = 木下生梧（2018）「米国のビットコイン先物及び ETF 市場の整備を巡る課題と展望」野村資本市場クォーターリー 2018年冬号ウェブサイト版。
- 加藤貴仁（2019）「SEC による “Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Asset” の公表」『金融法研究』第35号、123-143頁。
- 加藤貴仁（2022）「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」『証券経済研究』第119号159-186頁。
- 河村賢治（2024）「アメリカにおける暗号資産規制の動向」金融商品取引法研究会編『金融商品取引法制の近時の展開（下）』日本証券経済研究所、86-99頁。
- 金融庁（2018）「仮想通貨交換業等に関する研究会報告書」。
- 黒沼悦郎（2004）『アメリカ証券取引法』[第2版] 弘文堂。
- 関雄太（2023）「ビットコイン現物 ETF の承認を巡る米国の議論 ～グレイスケール・ビットコイン・トラストのケースを中心に～」神田秀樹責任編集『企業法制の将来展望 資本市場制度の改革への提言2024年度版』財経詳報社、215-245頁
- 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』第93巻6号、1-30頁。
- 若園智明（2020）「Token Offering を巡る SEC の規制的対応」『証券経済研究』第112号、1-20頁。
- GVA 法律事務所 = 熊谷直弥 = 山地洋平編著（2023）

82 GVA 法律事務所 = 熊谷直弥 = 山地洋平（2023）154頁参照。

83 GVA 法律事務所 = 熊谷直弥 = 山地洋平（2023）154頁参照。

- 『Web3ビジネスの法務』技術評論社。
- Alexandre, A. (2018), "Coinbase Acquires Financial Services Firm to Become SEC-Regulated Broker Dealer" (<https://cointelegraph.com/news/coinbase-acquires-financial-services-firm-to-become-sec-regulated-broker-dealer>)
- Brummer, C., Yadav, Y., and Zaring, D. (2024), Regulation by Enforcement, *Southern California Law Review*, Vol. 96, No.6, pp.1297-1339.
- Dixon, C. (2024), "How Bad Policy Favors Memes Over Matter", (<https://a16zcrypto.com/posts/article/memecoins-tokens-regulation-policy/>)
- Drexler, P. K. (2023), "Token Wars: How the SEC Can Learn to Embrace Utility Tokens", *Duke Law Journal*, Vol.72, No.5, pp.1123-1161.
- Goforth, C. R. (2022), "Regulation by Enforcement: Problems with the SEC's Approach to Cryptoasset Regulation", *Maryland Law Review*, Vol.82, No.1, pp.107-159.
- Grewal, G.S. (2021), "2021 SEC Regulation Outside the United States", Scott Friestad Memorial Keynote Address, (<https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/grewal-regulation-outside-united-states-110821>)
- Guseva, Y. (2024), "Decentralized Markets and Decentralized Regulation", *George Washington Law Review*, Vol. 92, No.6, pp.1281-1342.
- 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>)
- Wright, T. (2024), "SEC is Attempting to Classify Ether as a Security: Report", *Cointelegraph*, March 20. (<https://cointelegraph.com/news/sec-ether-security-classification>)
- (野村総合研究所未来創発センター主席研究員・東京大学客員教授)