

デジタル・アセットと資本市場③トークン・ オフリングへの規制的対応

若園 智明

一、はじめに

一〇月にIMFが公表した世界経済成長の予測値（ワールド・エコノミック・アウトLOOK）によると、二〇二一年のわが国の経済成長率は二・三％（実質GDP、年間増減率）に留まる。「先進国・地域」の成長率は三・九％と予測されており、先進国の中でもわが国の成長率は低いと言わざるを得ない。COVID-19が日本経済に与えた負の影響は国際的に比較すると小さいため、二一年

の経済回復の数値も低めになる点を考慮すべきであるが、この感染症の悪影響を克服できたとしても、経済成長が高まる兆しがみえないことは大変に憂慮される。

経済学的に述べると、わが国では中長期的に人口ボーナスが期待できないため、マクロ経済成長は資本の投入量と全要素生産性の向上によってもたらされる。では、どのようにすればわが国の生産性は高まるのか？その有力な解の一つが技術進歩を意味するデジタルトランスフォーメーション（DX）であり、生産性を飛躍的に向上させる手

法として注目されている。九月に発足した菅政権が最初の政策として打ち出したデジタル庁の新設は名案と言えよう。

論点を資本市場に移すと、DXは資本市場の基盤にも活用することができるため、資本市場のさらなる効率化と多様化をもたらすと期待されている。DXの中でも、ブロックチェーン技術に代表される分散型台帳技術(DLT)や人工知能(AI)等の本格的な導入により、既存の市場機能の効率化(新技術による部分代替)や従来の市場の境界が撤廃されることで創出される新市場、などが予想されている。資本市場の研究者にとっても、①どの市場機能が部分・完全代替されるのか、②その結果もたらされる機能改善ほどの程度か、③DXにより出現する新市場の効果などは、重要な学術的テーマとなろう。

本稿は「デジタル・アセットと資本市場」の第

三弾である。過去二本の拙稿において、DLT上でデジタル・トークンを発行し資金を調達する行為である「トークン・オフアリング」に注目し、特に米国での動向を踏まえながら基本概念や全体像を論じてきた。本稿は、米国内でのトークン・オフアリングに対する米証券取引委員会(SEC)の規制的対応を整理することを目的とする。このような分散型金融(DeFi)に対する規制アプローチは、これからの金融資本市場を考える上でも重要な課題と言えよう。

二、SECはどのようにトークン・オフアリングへの対応をすすめてきたのか？

詳細は第一弾の拙稿(二〇一九年二月号)を参照願いたいだが、米国では一七年から一八年半ば

にかけてICO（イニシャル・トークン・オフア
リング）により多額の資金が調達されてきた。後
述するように、現在ではほとんどのICOには投
資契約が含まれていると解釈され、SECにより
証券（セキュリティ）として登録が求められてい
る。証券として発行されるICOをSTO（セ
キュリティ・トークン・オフアリング）と呼ぶ。

ピーク時（一八年六月）には、ICOにより月
間で約六、〇〇〇億円もの巨額な資金が調達され
たと言われている。このようにICOが隆盛で
あった理由としては、①ビットコイン等のトーク
ンが急激に値上がりしていた、②テック系のス
タートアップ企業に対する過度の期待、③当時は
脱法的な手法であると流布され、極めて簡易な手
続で調達が可能であった、などを挙げることがで
きよう。しかしながら①詐欺的な調達行為が多
く、②ICOで提示されたプロジェクトの成功率

が低い（スタートアップ企業の事業成功率自体も
低い）、③本稿で報告するSECの規制態度が
次第に明確となってきたことから、従来のICO
による調達は激減した。現在では、STOや取引
業者が代行するIEO（イニシャル・エクステ
ンジ・オフアリング）による調達が幾ばくかみら
れる他、登録を求められない会員権に類似した
ユーティリティ・トークンの発行などに限定され
ている。

本節で報告するように、トークン・オフアリン
グに対するSECの規制対応は一七年七月のD
AOレポートの公表を端として、規制ガイダンス
の発行（ノーマクション・レターやスタッフ・レ
ターの発行）や、状況に合わせたエンフォースメ
ント（法執行）とその説明をもって慎重に規制の
地固めを進めてきたようにみえる。

このようなSECの姿勢は、当初はトークン・

オファリング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背景にあらう。拙稿第二弾（二〇年六月号）で検討したように、デジタル・トークンの特性は伝統的な証券である株式や債券とは相当に異なっている。それ故にSECは、デジタル・トークンを用いた資本調達に対する証券諸法の適用には個々の案件の経済要件を考慮するとともに、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みえる。

(1) DAO事件とDAOレポート（ICO時の登録の必要性）

DAO事件とは一六年六月に起きた約三六〇万イーサ（約六〇億円）のハッキング行為である。発行体であるThe DAOが実施したICOに乗じて発生したため、SECは当該ICOを精査し、

一七年七月に「DAOレポート」を公開するとともに投資家向けの注意喚起を行っている。

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る。一六年五月に独自のデジタル・トークン（DAOトークン）をICOによって売却し、約一、二〇〇万イーサ（約二〇〇億円）を調達していた。このICO時に、DAOトークンの保有者は利益の分配を受ける権利を得るが、The DAOは自律分散型組織であるため、ハウイー・テストの要件の一つである「他人の経営的努力からの派生」（後述）には該当しないとの解釈がThe DAOにより示され、結果としてSECへの登録が必要な投資契約ではないとの説明が行われていた。

ここでハウイー・テストとは、証券（セキュリティ）か否かの判断を行う際の投資契約の有無を

判定する要件の一つである。ハウイー・テストにおける投資契約は、①金銭の投資、②共同事業への投資、③利益の期待をともなう投資、④利益はもっぱら第三者の努力、の四つの要素に基づく。

DAOレポートでは、これら四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。

このDAOレポートは、SECがDLTを活用してデジタル・トークンの募集と売出しを通じた調達（ICOやトークン・セールス）に関して、特定の事実や環境により連邦証券諸法が適用可能であると断じ、さらにはICO時には原則としてSECへの登録が必要であることを初めての公式な意見として表明したことで注目された。

DAOレポートの「Ⅲ. デイスクッション」は、主として①証券としてのDAOToken、②証券の募集・売付時の発行体登録、③取引システムを国法証券取引所として登録、の三点に関して

検討と解釈を与えている。これらの中で最も重要であるのは、四六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、DAOTokenを証券と認定し、The DAOのICOをSEC登録が必要な行為と判断した点であろう。

「Ⅲ. デイスクッション」はハウイー・テストの要素のうち「共同事業への投資」を所与として扱い残る三つの要素に関する見解を示している。

第一に「金銭の投資」に関して。九一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、また一四年の判決も合わせて、DAOToken取得時に払い込まれるイーサ（暗号資産、仮想通貨）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。

第二に「利益の期待をともなう投資」に関して

も、〇四年判決の「利益は、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トークンの購入者は利益を期待していると断じた。

第三に「利益はもっぱら第三者の努力」について。投資家の利益が、①トークンの販売者であるStockitおよびその創業者、Stockit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(七三年判決)、ならびに②トークン保有者の投票権が限定されていることからハウイー・テスト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(一四年判決)、②保有者が匿名かつ分散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(八一年判決、〇七年判決)を指

摘している。

DAOレポートは、個々の取引に証券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、上記の検討を踏まえて、DAOトークンは三三年証券法および三四年証券取引所法が定める証券に該当し、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ぬと結論づけた(岡田・木下「二〇一八」)。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、リミテッド・パートナーシップに近い形態であると、ゼネラル・パートナーの努力に依存しており投資契約を伴う証券(セキュリティ)と判断した。

(2) I C O に対する排除措置命令

S E C は、一七年一月に Munchee の実施した I C O に対して排除命令を出している。

Munchee は、自社のウェブに加え S N S 等で、イーサリアム上で M U N トークンを一般公衆向けに発行し、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を構築する計画を揭示していた。この I C O 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が、上記の D A O レポートを引用して、ハウイー・テストの要件に照らしても M U N トークンは投資契約にあらず、連邦証券諸法の適用外となるユーティリティ・トークンであると記載していた。

S E C は、Munchee の I C O はトークン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、ハウイー・テストに照らして投資契約に該当すると判断した。その結果、公募時に求められる登録届出書が S E C に未登録であり、S E C の承認を経ない M U N トークンの募集・売付行為は三年証券法への違反となるため、Munchee に募集の停止およびトークン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 に対して民事制裁金の納付は命じていない。この排除措置命令は S E C の方針（解釈）の浸透および投資家への注意喚起が目的であったと思われる。

一方で Munchee への排除措置命令と比較して、S E C は Unkin が一七年六月から一〇月にかけて I C O により三、一〇〇万ドルを調達した行為を未登録と判断し、二〇年九月に排除措置命

令とともに六一〇万ドルの民事制裁金の納付を命じている。ただしUnikrnは、主催するeSports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トークン(Unikrn-Gold)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トークン・オフアリング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ている。また、これらの事例を比較してトークン・オフアリングに関する規制上のセーフ・ハーバーを設ける必要性もSEC内部から提言されている。

(3) 二つのパブリック・ステートメント

SECは複数のパブリック・ステートメントにより、SECの考えの浸透をはかっている。

第一に、一八年三月の「デジタル・アセット取引のオンラインプラットフォームに関する潜在的な違法性」は、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。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、代替取引システム（ATS）、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三つのチェックポイントを提示している。

第二に、一八年一月の「デジタル・アセット証券の発行と取引」では、資本市場でのデジタル・トークンの扱いについて、これまでのエンフォースメントを踏まえながら市場参加者が注意すべき事項をまとめている。このパブリック・ステートメントで注目すべきは、デジタル・アセット証券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、証券に該当するデジタル・トークンの取引や関連する活動やサービスは国法証券取引所に該当する可能性がある点を呼びかけている。例えば、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（二〇一八年一月八日）を例に挙げ、三四年証券取引法上の国法証券取引所登録や

登録除外要件の判断は三四年法規則3b16に照らす必要性や、ATSに該当する場合はレギュレーションATSに従う必要を指摘している。

さらに、ICOによりデジタル・アセット証券の発行や流通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。

(4) ガイダンスによる分析ツールの提供

一九年四月に、SECのFinHub（金融テクノロジーに関する戦略部署）は、デジタル・アセットが投資契約に該当するのか、また、その募集や売付が証券取引に該当するのかを市場参加者が判断する際のガイダンスを公開している。このガイダンスは、例えばハウィー・テストの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するなど、上記のD A Oレポートが記述するハウイー・テストの要件適用よりも踏み込んだ内容となっており、言わば分析ツールとして位置づけられる。

この分析ツールの提示により、規制の不確実性が軽減されたとの評価もある。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追加で求める声もある。

このガイダンスの公表と同日に、SECの企業金融局はTurnKey Jetが実施したICOに対しノーアクション・レターを発行している。このレターでは、同社のICOを投資契約とみなさず

セキュリティに該当しないとの判断が示されている。この理由として、TKJトークン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。このケースはデジタル・アセット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。

(5) SECのエンフォースメント（法執行）の変化

これまでのSECのエンフォースメントは、SECのサイト内の「サイバー・エンフォースメント・アクションズ」で一覧表になっている。二〇一九年末時点でICOに関連して六一件のエンフォースメントが報告され、そのうち一九件が詐欺的行為として摘発されている。

これらの中でも、Maksim Zaslavskiyが主催

すの REcoin Group Foundation ならびに Diamond Reserve Club が一七年七月に実施した ICO は代表的な証券詐欺行為であり、SEC は一七年九月に裁判所に対して彼らの資産凍結の申し立てを行っている。二〇年は九月末時点までに、三月二〇日に発令した Metal Coin の販売差し止めを証券詐欺と認定した例などの一〇件の詐欺的行為を認定している。

このような明らかな詐欺行為を除くと、前述した Munchee のケースのように未登録での ICO に対する SEC のエンフォースメントは、当初は警告や排除措置命令に留まり民事制裁金は課していないケースが多かった。これは状況等を加味し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。しかしながら一八年の末頃より、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。

例えば一八年一月に 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、それぞれに二五万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）。このステートメントには、SEC が DAO レポートにより未登録での 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、この二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。

また SEC は一八年九月に、ICO のスーパーストアを自称していた TokenLot LLC および、

四〇％以上の資産をデジタル・アセットに投資する 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デジタル・トークン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がられている。

その一方で、一九年九月に公表された Blockchain 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、三四年証券取引所法上

の登録やレギュレーション A などの登録除外規定が定める資格剥奪を要求していない。また、売却したデジタル・トークンに対する払い戻しも要求していない。さらには納付を命じた二、四〇〇万ドルの民事制裁金に関しても、調達金額の僅か〇・六％（過去の民事制裁金は、平均で調達金額の一・六七％から二・〇七％）に過ぎず、デジタル・トークンの規制が修正された可能性が指摘されている。

このように SEC のエンフォースメントは、D A O 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みえる。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も必ずしも確立されてはいないようである。前述した 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。

二、まとめにかえて

本稿は学術エッセイとして執筆している。本文中の記述に関する出所や詳細は、弊所『証券経済研究』第一一二号に掲載されている「Token Offeringを巡るSECの規制的対応」を参照願いたい。

本稿はDLT上での調達行為に注目し、米国内でのトークン・オフアリング（ICO）に対するSECの規制的対応を中心に扱った。トークン・オフアリングに関しては、原則として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る試みがみられている。しかしながら拙稿第二弾（証券レビュー二〇二〇年六月号）で論じたように、DLT上で扱われるデジタル・トークンに由来する特

性などを規制に加味する必要性が近い将来に訪れよう。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、デジタル・トークンは伝統的なセキュリティとは差異があり、改めてトークン・オフアリングに適した開示のあり方を検討する時期が来ると予想する。

わが国でも金融庁が、二〇二〇年八月に公表した「令和二事務年度金融行政方針」の第二節「市場の国際競争力」で、「金融テクノロジの分野における、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している。また、第四項「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。わが国は経済成長力の底上げが喫緊の課題であるが、特に資本市場におい

では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。

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が必要条件となる。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。

参考文献

岡田功太・木下生悟「二〇一八」「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』野村資本市場研究所、Spring、ウェブサイト掲載版。

若園智明「二〇一九」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』第一〇七号、九月、一―九頁。

若園智明「二〇二一」「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』第二章、日本証券経済研究所証券経営研究会、(二月

出版予定。

(わかその ちあき・当研究所主席研究員)