

アメリカ資本市場規制はどの様に デジタル調達へ対応するのか？

若園智明

はじめに

本稿では、アメリカ資本市場のデジタル化について、特にデジタル・トークンの発行による資金調達行為（募集・売付）に焦点を当て、連邦議会や監督官庁である米証券取引委員会（SEC）で観察される規制的対応を論じる。特にデジタル・トークンの特性を考慮して提案された、①トークンのSEC登録に関するセーフ・ハーバー案および、②二〇二一年に連邦議会下院へ提出された

トークンに関連する複数の法案を紹介する。

本稿では、ブロックチェーンに代表される分散型台帳技術（DLT）を使用した資金調達行為をデジタル調達と呼ぶ。このようなデジタル調達に関して、すでにアメリカでは一七年から一八年にかけてイニシャル・コイン・オフアリング（ICO）と呼ばれる手法により巨額の資金が調達されている。このICOについては、『証券レビュー』で連載した「デジタル・アセットと資本市場①」③（参考文献）において、その特徴や法規制上の問題点などを指摘しているので参照願いたい。

アメリカ資本市場規制はどの様にデジタル調達へ対応するのか？

図表 1 日本国内で実行された主な STO

私募社債

2020年 3月	野村総研	計3,000万円
2021年 2月	大和証券・大和フード&アグリ	計 1 億1,000万円

公募社債

2021年 4月	SBI証券	1 億円
2022年 5月 ^(注)	丸井 G (野村証券がアドバイザー)	1 億円

不動産のデジタル証券化

2021年 8月	ケネディクス (販売は野村証券・SBI証券)	14億円
2021年12月	三井物産 DAM (販売は SBI証券)	7.6億円
2022年 5月 ^(注)	ハッシュダッシュ	30億円

(注) 発行月は本稿執筆時点での予定。

デジタル調達はわが国でも始まっている。二〇二〇年五月施行の改正金商法で「電子記録移転権利(第一項有価証券)」が定められ、さらに府令により「電子記録移転有価証券表示権利等(第二項有価証券)」が整備されたことを受けて、証券としてデジタル・トークンを発行し資金を調達するセキユリテイ・トークン・オフアリング(STO)が実行されている(図表1)。また本稿の執筆中に金融庁は、①電子決済手段等取引業等や②為替取引分析業の創設などを含んだ「資金決済に関する法律等の一部を改正する法律案」を国会に提出している。わが国でも金融デジタル化の進展に合わせた法規制の枠組みの整備は継続している。

将来的には、FEDや日本銀行等が検証を進めている中央銀行デジタル通貨(CBDC)の実現や、より信頼性の高いシステムによって発行されるステーブル・コインの定着にともない、社債市

場や証券化市場などを中心に様々な市場でDLTを活用した取引の活性化が予想される。

DLT上で証券として発行されるデジタル・トークンはデジタル証券とも呼ばれ、このデジタル証券の募集・売付行為がSTOとなる。アメリカにおいてSTOは、投資型クラウド・ファンディングなどと同様に主にスタートアップ段階の企業の調達手段に位置づけられている。また、その類型は株式型の他にも、負債型やデリバティブ型、ファンド型やインカムシェア型など多様である。それぞれが該当する伝統的な金融商品や取引手法と比較しても効率性の点で優位であることが多い。伝統的な市場取引の一部が代替されるとともに、デジタルの特性を活かした取引の創出も期待されている。

このような新たな市場の発達にとって、取引の公正性を担保する法規制の整備は根幹となる。D

LTの技術的進歩とならび、その特性を加味したよりシンプルで効果的な法規制の整備は資本市場のデジタル化の将来を左右する事項となろう。

一、SECの規制的対応

証券分野における直近のデジタル化の動向をみると、二〇二二年一月二七日にSECが国法証券取引所として承認したボストン・セキュリティ・トークン取引所(BSTX)は、証券の取引にDLTを用いるアメリカ初の取引所として注目されている。また証券決済に関しても、SECが二月に公開した提案規則において三年後を目処にした証券決済のT+1化と将来的なT+0化構想が示されているが、すでに証券の清算・決済を担うDTCCは、セキュリティ・トークンのプラットフォームフォーム(ホイットニー)の構築と並んで、DL

アメリカ資本市場規制はどの様にデジタル調達へ対応するのか？

Tを用いたより効率的な代替証券決済システム（IONプラットフォーム）による証券決済期間の短縮化（T+1、T+0）を表明している。先ほどのBSTXも同様に、ブロックチェーン技術を用いた証券決済の短縮化を計画している。

このようにアメリカ資本市場において、DLTを活用したインフラの構築は進みつつある。その一方で、資本市場取引の根幹となる法規制をみると、このような新たな試みについても基本的に現行規制の範囲内での対応に留まっている。デジタル化のさらなる進展は従来の市場取引の多様化をもたらず、それゆえに伝統的な法規制では対応が不十分となることも予想される。アメリカでは、デジタル資本市場の特徴を組み込んで法規制を再構築する必要性も指摘されている。

(1) デジタル調達に関するSECの規制的対応

本稿末の参考文献リストに掲載した拙稿では、主にICOに対応したSECの施策をまとめていく。その内容を簡単に振り返ってみよう。

デジタル・トークンを発行する資金調達行為であるICOは、当初はSECへの証券登録を回避する脱法的な手段と喧伝されていた。後述するように、現在ではデジタル・トークンによる調達行為の多くには投資契約が内在しており、発行されるトークンは証券（セキュリティ）に該当すると解釈されている。これらトークンは原則としてSECへの証券登録が求められ、既存の証券諸法の適用対象とされている。

二一年四月にSEC委員長へ就任したゲイリー・ゲンスラーも同年八月三日のフォーラムで、「取引されている多くのトークンは投資契約をとともなう証券であり、株式トークン、有価証券

を裏付けとする安定価値トークン、原証券への合成エクスポージャーを提供するその他の仮想商品
のいずれであっても、証券諸法の適用を受けると
ともに現在の証券制度に属する」と述べており、
これまでのSECのスタンスを堅持している。そ
の一方でゲンスラー委員長は、デジタル・トク

ンの取引を仲介するプラットフォームの機能は証
券諸法のみならず、商品取引所法や銀行法など
も関連していることを指摘している。複数の連邦
法にまたがることで規制上のギャップが生じてい
ることを危惧し、連邦議会に連邦法の見直しも要
請した。このようにDLTを活用した市場取引に
対しては、現行の法規制の適用が必ずしも有効と
はならないことを指摘している点は重要である。

これまでのデジタル調達に関するSECの規制
的対応は若園(二〇二〇b)で記したように、

①一七年七月の「D A Oレポート」においてIC

Oに投資契約を認定し原則としてSECへの登録
を求めるとともに、②一八年三月と一一月に公表
したパブリック・ステートメントや、③一九年四
月のガイダンスによる投資契約の判断ツールの提
供を経て、徐々に市場参加者へSECのスタンス
を浸透させてきた。

またSECは、法執行(エンフォースメント)
においても強さを変えながら進めている。明らか
な詐欺行為を除いて、D A Oレポート公表直後の
未登録ICOに対する警告から始まり、市場参加
者の理解度が高まるにつれて排除措置命令や民事
制裁金の過料へと法執行を厳格化させている。こ
のようなデジタル分野における法執行には、法執
行局に属する「サイバーユニット・リテール・戦
略タスクフォース」が専門的な解釈や方針を与え
ている。

デジタル分野への規制アプローチを扱った国際

アメリカ資本市場規制はどの様にデジタル調達へ対応するのか？

決済銀行（BIS）のワーキング・ペーパー（No.986、十二年一月）によると、当局による規制アプローチには、①既存の規制の適用、②既存の規制を適用しつつ新たな規制を採択（市場参加者行動に合わせたアプローチ）、③新たな公共有インフラの提供、④内外の規制政策の協調、の段階がある。BISのペーパーに照らすと、これまでのデジタル調達に関するSECの規制対応は、デジタル・トークンを証券（セキュリティ）と認定し、デジタル調達を伝統的な証券規制に落とし込むという最初の段階に留まっている。次の段階としてデジタル・トークンやプラットフォームの特性に合わせた新たな規制の検討が予想されるが、一八年にSECはその中心機能を担う部門として「イノベーションと金融テクノロジーのための戦略的ハブ（FinHub）」を組織内に設置している。

(2) STOの特性と求められる情報開示

では新たな規制を検討するにあたり、どのような特性が考慮されるべきであろうか。デジタル証券による募集・売付行為（STO）を例として考えてみよう。

STOを分析した学術的な先行研究によると、デジタル・トークンの発行体が開示した情報項目とSTOの成功率には相関関係があることが報告されている。例えば、GitHubなどのソースコードの開示や、内部者によるトークンの保有状態、ガバナンス情報、トークンに内在される機能（例えば議決権）などの開示項目はSTOの成功率を引き上げていた。さらにデジタル証券の発行体に関して外部アナリストが生産した情報は、STOの成功率にとって重要なファクターとなっていることも報告されている。

開示情報の質の担保は証券規制の柱の一つであ

り、STOに対しても現行規制は適用される。しかしながら、伝統的な規制が開示を要求する情報の多くはSTOの成功率にとって重要ではなく、その逆に投資家がSTOに臨んで真に必要とする情報は必ずしも規制による開示の対象とはなっていないことに注目すべきである。

このように募集時の公開情報だけをみても、重視される情報の項目は伝統的な証券とは異なる点が多い。今後の技術的な発展や新たなアイデアの登場により、デジタル・トークンが追加的な特性を備えることも予想される。適用される規制には相応な柔軟性も求められよう。

さらに、デジタル調達の重要な特性の一つとして、STOの時点では証券として認められても、デジタル・トークンの発行後にそのトークンが証券には該当しなくなる可能性を挙げることができ。主にスタートアップ企業がSTOを利用する

と想定するのであれば、STOに適した開示項目の設定とともに、次節で紹介するように一定期間の証券規制の適用除外などもSECが取るべき規制対応の候補として考えられよう。

二、パース委員が提唱する セーフ・ハーバー案

これまで述べたように、デジタル調達に対してSECは基本的には投資契約が内在すると判断し、証券の募集行為にかかる伝統的な規制の適用対象としている。STOでは証券としてデジタル・トークンが発行されるため、主に自衛力認定投資家（プロ投資家）を対象とするレギュレーションDなどを活用し、SECへの登録除外や簡易登録となることも可能である。（このような私募規定については若園（二〇二一）を参照された

アメリカ資本市場規制はどの様にデジタル調達へ対応するのか？

図表 2 1933年証券法下のルール195（パース委員が提唱するトークン・セーフハーバー）

<p>(a) 適用除外 (Exemption)</p> <p>(1) トークンの最初の売付から3年以内に、トークンが機能するネットワークがネットワーク・マチュリティに到達することを初期開発チーム (IDT) が意図している。</p> <p>(2) 本節(b)項に基づいて要求される開示は、自由にアクセスが可能である公開されたウェブサイト上で提供されなければならない。</p> <p>(3) トークンは、ネットワークへのアクセス、ネットワークへの参加、またはネットワークの開発を促進する目的で募集・売付されなければならない。</p> <p>(4) IDT は本節(c)項に従って Notice of Reliance をファイルする。</p> <p>(5) エグジット・レポートは本節(f)項に従ってファイルされる。</p>	<p>(c) ルール195に依拠する旨の通知 (Notice of Reliance) のファイリング</p>
<p>(b) 開示 (Disclosure)</p> <p>(1) 最初に開示される情報。</p> <p>(i) ソースコード</p> <p>(ii) 取引履歴</p> <p>(iii) トークン・エコノミクス</p> <p>(iv) 開発計画</p> <p>(v) 過去のトークン売付</p> <p>(vi) IDT および特定のトークン保有者</p> <p>(vii) トレーディング・プラットフォーム</p> <p>(viii) IDT によるトークンの売付</p> <p>(ix) 関係者の取引</p> <p>(x) トークン購入者に対する警告</p> <p>(2) 半年ごとの開示 (iv. 開発計画)。</p>	<p>(d) 制限</p> <p>(e) 適用除外の期間</p> <p>(f) エグジット・レポート (Exit Report)</p> <p>(1) エグジット・レポートに含まれるべき情報。</p> <p>(2) エグジット・レポートは、レギュレーション S-T が定める EDGAR ルールに従い、EDGAR を通じて電子フォーマットで SEC にファイルされなければならない。</p> <p>(g) トレーディング・プラットフォームに関する移行期間</p> <p>(h) 過去に売付されたトークン</p> <p>(i) 適格購入者の定義</p> <p>(j) 資格の喪失</p> <p>(k) 定義</p>

(注) 全文の仮訳は JSRI ディスカッション・ペーパー・シリーズの No.2022-01 (22年1月掲載) を参照願いたい。

い。

しかしながら DLT を活用した STO の特性をみると、デジタル証券が属するネットワークが十分に分散的となり、特定の個人やグループ等による運用から離れ、これらの努力による経済的な成果が期待されない状態となるのであれば、当初は証券として発行されたデジタル・トークンであっても証券とはみなされなくなり、その取引に証券規制を適用することが不適當となる可能性もある。本節で紹介するパース案は、このような特性を考慮した募集時にかかるセーフ・ハーバー案である。

SEC の共和党系委員であるヘスター・パース委員は、二〇二〇年二月に続いて、二一年四月にデジタル証券による資金調達行為に関するセーフ・ハーバー案を公表した(図表2はパース案の構成)。弊所ホームページに掲載したディスカッ

シヨン・ペーパー (No.2022-01) で、パース案の全文を仮訳して提示しているので参照願いたい。

このパース案は三三年証券法にルール一九五を新設し、このルールが記す条件を満たしたデジタル証券の募集・売付に対して、トークンの最初の発行から最長三年間を三三年証券法の適用除外とする。その基本的な条件の一つが、三年の期限をもって、トークンが属するネットワークが機能的かつ十分に分散化された状態（ネットワーク・マチュリティ）となることをネットワークの初期開発チーム（IDT）が目指すことである。ただし、このパース案はあくまでも委員の私案であり二一年一二月にSECが公表した公式の規制アジェンダには含まれてはいない。しかしながら次節で紹介するように、このパース案が踏襲された法案が連邦議会下院に提出されている。それではパース案の要点をみてみよう。

第一にセーフ・ハーバーが適用される条件は、①デジタル証券の発行体となるIDTがネットワーク・マチュリティに到達することを意図しており、②このトークンが、ネットワークへの参加やネットワークの開発を目的として募集・売付されることである。その上で、③次の三段階での情報開示が要求される。

第二に要求される情報開示は、①デジタル証券の募集・売付を行う前の開示（最初の情報開示）、②ルール一九五に依拠する旨の通知における開示、③エグジット・レポートによる開示の三段階で実行される。最初の情報開示は、STOへ参加する投資家にとつて最も重要な情報を含んでおり（図表2の(b)）、オープン・アクセスが保証されたウェブ上での公開が求められる。対して、ルール一九五に依拠する旨の通知とエグジット・レポートは、EDGARによりSECへファイルす

ることが求められる。

これら情報の内、最初の情報開示が担う①ソースコード、②トークン・エコノミクス、③開発計画、④IDT情報などは重要である。特にIDTのメンバーの経験・スキル、トークンの保有や将来の権利は、前節でみたようにSTOの成功とも相関性が高いと思われる。また、適用除外の期間までにSECにファイルされるエグジティブ・レポートでは、ネットワーク・マチュリティに到達しているかについて、外部の専門家による分析を求めている。

SECの活動根拠は連邦証券法にあるため、新たな規制的権限を得るためには連邦議会における立法作業が必須となる。ただし、二一年に開催された連邦議会両院の委員会等での議論をみると、次節で紹介する超党派議員連盟の活動などもあるが、民主党議員は暗号資産を含めたデジタ

ル・アセットに懐疑的な意見が多く、共和党議員はこの分野の成長性を認めて米国の競争力を確保すべきとの意見が多いようである。連邦議会における証券法の修正ないし新法の立法には相当の時間を要するであろう。この意味で、パース委員が提唱する時限的なセーフ・ハーバー案は、SECによる規制的対応の現実的な選択肢の一つとして捉えるべきではないか。

三、連邦議会の対応

最後に、連邦議会に提出された主な法案の特徴をみてみよう。デジタル・トークンに関連する法案は、二〇一八年（大統領はドナルド・トランプ）から増加している。筆者が把握しているだけで、一八年に一〇本（うち、下院で提出が八本）、一九九一年が一二本（同、一一本）、二〇〇年が六本

(同、五本)、ジョセフ・バイデンが大統領となつた二一年は二二本(同、一九本)が提出されている。本節では、二一年にブロックチェーン議員連盟が提出した複数の法案と、下院金融サービス委員会の共和党ランキング・メンバーであるマクヘンリー議員が提出した法案を紹介する。

(1) ブロックチェーン議員連盟の法案

ブロックチェーン議員連盟(Congressional Blockchain Caucus)は、ブロックチェーン技術の将来性を重視する連邦議会下院の超党派議員から構成される集団であり、一六年(第一一四回連邦議会)に設立された。本稿執筆時点で三八名の下院議員がメンバーである(下院の定員は四三五名)。二一年に議員連盟は、デジタル・トークンに関連する①「証券(セキュリティ)明確化法」や、②「デジタル資産市場構造と投資者保護法」などの

法案を提出している。

第一に「証券(セキュリティ)明確化法(法案番号HR451)」は、共和党のエマー議員がスポンサーとなって提出された。この法案は、有形・無形に係わらず、デジタル形式で投資契約に従つて売付・他に移転される、もしくは売付・移転が意図されている資産として「投資契約資産(Investment Contract Asset)」の概念を導入している。三三年証券法の二条(a)項を修正して投資契約資産を新たに定義し、この資産を三三年法の証券の定義のみならず、三四年証券取引所、四〇年投資会社法、四〇年投資顧問法などの証券諸法の対象外としている。

つまりは、デジタル・トークンの募集・売付に投資契約が内在していても証券とはみなされなくなり、伝統的な証券規制の対象外とされる。SECには、この投資契約資産に対応した規制の作成

アメリカ資本市場規制はどの様にデジタル調達へ対応するのか？

が命じられている。

第二に「デジタル資産市場構造と投資者保護法（法案番号HR4741）」は、民主党のバイヤー議員がスポンサーとなった法案である。ステープル・コイン等を含めたデジタル・アセットに関連する包括的な法的枠組みを提案しており、証券諸法に新たな定義である「デジタル・アセット・セキユリテイ」を導入している。この定義は三三年証券法二条(a)項と三四年証券取引所法三条(a)項に記載される。デジタル・アセット・セキユリテイとは、①発行体の持分や負債利子、②利益や利子利益に関する権利、配当請求権、③発行体の重要なコーポレート・アクションに関する議決権、④解散請求権のいずれかを保有者に与えるデジタル・アセットとなっている。

この法案で注目されるのは、デジタル・アセット・セキユリテイは、総資産が一、〇〇〇万ドル

を超え、かつある一種類の持分証券の所有者が名簿上二、〇〇〇人以上となった発行体に対して、その日から三度目の会計年度の最終日の後一二〇日以内にSECへの登録を求めるとされており、伝統的な証券登録の延期が明記されている点である。また、同法案には発行後にデジタル・アセットを証券（セキユリテイ）から外す手続き（デイ・セキユリタイゼーション）も併記されている。

これらの他、「トークン・タクソノミー法（法案番号HR1628）」でも、三三年証券法の二条(a)項でデジタル・トークンの定義を追加するとともに、証券（セキユリテイ）の定義から除外し、新たにSECに規則の作成を命じている。

(2) パース案の法案化

下院の金融サービス委員会のランキング・メン

バー（マイノリティ・パーティーのトップ）である共和党のマクヘンリー議員がスポンサーとなり提出した「デジタル・トークン明確化法（法案番号H.R.5496）」は、前節のパス案の連邦法化を目指した法案となっている。

ただし、この法案はパス案を原則として踏襲しているものの、次のように若干の修正を加えている。その修正では、①開示情報の追加（トークンの売付に関する情報開示に購入者数を追加、通知のファイル後にトークン売付の情報開示を追加）、②EDGARを用いたSECへのファイル削除、③複数の定義を追加、④一九四〇年投資顧問法の二〇二条(a)項（一一）を修正してセーフ・ハーバーに従う業務に関連してアドバイスを提供する者を投資顧問の定義から除外、などが行われている。

この内追加された定義は、①ネットワーク、②

クリアリング・エージェント、③トランスファー・エージェントである。特に重要と思われるネットワークの定義とは、「互いに接続され、システム内で発生した取引の元帳を作成し、検証する機器のシステムを意味し、既存の機器を利用するプロトコルにアクセスし、操作する機器のシステムを含む。トランザクションの作成と検証のためのネットワーク」が用いられている。これらの修正は、実務上の観点からも前節のパス案の実現化にとって必要なものと言えよう。

四、まとめ

本稿では資本市場のデジタル化に関して、特にデジタル調達に注目し、SEC委員の私案や連邦議会下院に提出された法案の概要を紹介した。すべてに共通するのは、主にスタートアップ企業の

調達手段であるデジタル調達に対して、伝統的な証券規制の適用延期もしくは適用除外とする手当てである。本来であればデジタル証券の特性に合わせてアレンジした法規制の適用が望ましいが、今後のさらなる技術的發展を考慮すると、現時点で検討すべき次善の策と言えるのではないか。

アメリカでは、二〇二二年三月九日にバイデン大統領が公表した「デジタル・アセットの責任ある開発を確保するための大統領令」により、財務省を中心とした官庁によるデジタル技術の革新に向けた体制作りが命じられた。デジタル証券決済の対価として同じDLT上で取引が可能なCBDCやステーブル・コインが導入されるのであれば、デジタル証券が持つ可能性はより発揮されると考える。我々は、インターネットの本格的な普及がもたらした変化を凌ぐ恩恵をデジタル資本市場から享受するであろう。

紙幅の都合で本稿では紹介できなかつたが、SECは二二年一月に公表した提案規則で、三四年証券取引所法規則Reg-TSを改正し、通信プロトコルシステム (Communication Protocol Systems) を国法証券取引所の定義に含めるとともにレギュレーションATS (代替取引システム) の対象とする案を示している。これは、発行されたデジタル証券の流通を担う取引プラットフォームにとって重要な規則改正である。

(参考文献)

若園智明 (二〇一九) 「デジタル・アセットと資本市場①」…基本概念とICOの是非」『証券レビュー』第五九巻、第二二号。

若園智明 (二〇二〇a) 「デジタル・アセットと資本市場②」…トークン・オフディングのブランドデザイン」『証券レビュー』第六〇巻、第六号。

若園智明 (二〇二〇b) 「デジタル・アセットと資本市場③」…トークン・オフディングへの規制的対応」『証券レビュー』

第六〇巻、第一二号。

若園智明（二〇二二）「アメリカ私募市場におけるアクセスの改善」『証券レビュー』第六一巻、第五号。

（わかぞの ちあき・当研究所主席研究員）