

2018年12月

## 日米におけるICO規制 ～研究会報告書とSECパブリック・ステートメントを題材に～

弁護士 青木 俊介 / 弁護士 原田 寛司

2018年12月21日、金融庁が事務局を務める「仮想通貨交換業等に関する研究会」(以下「研究会」という。)は、2018年4月以降11回にわたる会合における検討を踏まえた報告書(以下「本報告書」という。)を公表し、「ICOへの対応」という項目において、日本における今後のICO規制の方向性を明らかにした。また、2018年11月16日、米国証券取引委員会(以下「SEC」という。)は、2つのICOに対する和解命令を発出し、同日にこれらの命令に関するコメントを含むパブリック・ステートメント(以下「本パブリック・ステートメント」という。)を発表した。

これらは日本と米国におけるICO規制の方向性を知るうえで重要な発表であり、双方を比較しながら概観することによって、両国におけるICO規制の位置づけに関する理解を深めることができる。

そこで、以下では、比較の視点としてICOトークンの一般的な分類を述べたうえで、日本と米国におけるICO規制の対象(ICOトークンの分類)や規制態様について概観することとしたい。

なお、本報告書及び本パブリック・ステートメントはいずれも、ICO以外にも様々な論点を扱うものであるが、紙幅が限られているため、本ニュースレターではICOに関係する部分のみを紹介する。

### 1 ICOトークンの分類

ICO(Initial Coin Offering)とは、一般に、企業等が電子的にトークン(証券)を発行して、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とされている(ICOの概要については、2017年9月の当事務所のニュースレター「[Initial Coin Offering について](#)」を参照されたい。)。ICOトークンには様々なものがあるが、スイスの金融市場監督局(FINMA)が公表したICOに関するガイドラインにおいて、経済的機能に応じて以下の3つに分類されている(ただし、この分類は択一的ではなく、1つのトークンが複数の機能を有することもあり得る。)

- (1) Payment tokens(決済用トークン):物やサービスの対価の決済手段として用いられるトークン(例えばBitcoinはこの分類に該当する。)

(2) Utility tokens(ユーティリティ・トークン):特定のサービスやプラットフォームへのアクセス手段として用いられるトークン

(3) Asset tokens(アセット・トークン):何らかの資産に裏付けられたトークンであり、そのうちトークン保有者が他者の事業から生じる収益を享受するものを、特に Security tokens(セキュリティ・トークン)という

かかる分類は、あるICOトークンに対して証券規制が適用されるかどうかを検討する際に一定の指標とされてきたが、実際に証券規制をどの種類のICOトークンに適用するかという点に関しては日本と米国で扱いが異なる。以下に述べるように、SECは上記(2)のユーティリティ・トークンに対しても場合によっては米国証券法が適用されると考えているが、他方で、本報告書において示された日本におけるICO規制案においては、基本的にはユーティリティ・トークンには金融商品取引法(以下「金商法」という。)は適用されず、今後も資金決済に関する法律(以下「資金決済法」という。)によって規制される方向であることが明らかにされている。

## 2 米国におけるICO規制に関するSECの考え方

### (1) DAOレポート

SECは、2017年7月25日付のいわゆるDAOレポート(The DAOという組織が実施したICOに対する米国証券法の適用について論じたSECの報告書)において、ICOトークンが米国証券法上の有価証券(security)に該当するか否かは、1946年のいわゆるHowey事件の判決(SEC v. W.J. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946))において示された基準(以下「Howey基準」という。)によって判断されるとした。Howey基準によれば、①共同事業への資金の出資、②収益に対する合理的な期待、及び③当該収益が投資家以外の他者の事業努力によるものであること、という3要件すべてを満たす場合、その仕組みは投資契約(investment contract)として有価証券に該当するとされている。このうち、②収益に対する合理的な期待があったかどうかは、上記1(3)のアセット・トークンのうちセキュリティ・トークンであれば要件を満たすことは通常明らかである。他方で、上記1(2)のユーティリティ・トークンの場合は、いわゆる配当や利息の支払いが約束されているわけではないため、②収益に対する合理的な期待があったとはいえないとも考えられ、実際に発行されるトークンがユーティリティ・トークンであることを標榜して米国証券法上の登録を行わずにICOが実施されることもあった。

### (2) Munchee事件

かかる実務の転換点となったケースとして、レストランの評価アプリを運営するMunchee, Inc.(以下「Munchee社」という。)が発行しようとしたMUNトークンの有価証券該当性が問題になったMunchee事件がある。MUNトークンは、ICOの調達資金によってレストラン評価のための新しいプラットフォームが完成した場合、同プラットフォーム内において写真や口コミを投稿したユーザーに対する報酬としてMunchee社から交付され、将来的にはレストランにおける支払いに使用できるようにすることなどが想定されていた。Munchee社は、このようなMUNトークンをユーティリティ・トークンと呼び米国証券法上の問題は生じないと発表していた。しかし、SECは、2017年12月11日付で発出した排除措置命令において、同プラットフォームがMUNトークンの需要を生み価値を高めること、ICO直後から複数のセカンダリーマーケット(トークンの交換所)においてMUNトークンが取引可能となること(これは、MUNトークンの保有者が他のトークン又は法定通貨への交換を通じてキャピタルゲインを得る途が用意されていることを意味する。)をMunchee社が確約していたことを重視し、MUNトークンは配当などを約束するものではないが、トークン自体の価値上昇による収益への合理的な期待を生じさせたとして、上記(1)②の収益に対する合理的な期待があったと認定し、さらに上記(1)①及び③の要件も認めたとうえでMUNトークンは有価証券に該当すると結論付けた。この命令において、SECは、有価証券該当性は、「ユーティリティ・トークン」という名称を冠するか否かという

外形にかかわらず、経済的実体に即して判断するという立場を明らかにしている。なお、ICO とは異なる事案ではあるが、すでに米連邦最高裁判所の先例(SEC v. Edwards, 540 U.S. 389 (2004))において、上記(1)②の要件でいう「収益」には、配当その他の継続的な給付だけでなく、投資対象の価値の上昇を含むという考え方が示されており、Munchee 事件における SEC の考え方は、この先例に沿うものであったといわれている。

### (3) 本パブリック・ステートメントの意義

2018年11月16日付で、SECはCarrier EQ, Inc.(AirFoxの名で事業を営む。以下「AirFox社」という。)及びParagon Coin, Inc.(以下「Paragon社」という。)が発行したICOトークンがそれぞれ有価証券に該当すると認定したうえで和解命令を発出した。これらの命令の背景にある考え方は上記(1)及び(2)で概観した従来のSECの考え方を踏襲しており、その意味では新規性があるわけではない。もっとも、同日に発表した本パブリック・ステートメントにおいて、ICOに対する米国証券法の適用に関するSECの考え方があらためて端的に述べられているため、以下で概観したい。

本パブリック・ステートメントにおいて、SECは、「デジタルアセット証券」(ICOトークンを含めて、電子的に構成される資産一般を指す「デジタルアセット」のうち、有価証券に該当するものを意味していると考えられる。)の募集及び販売に関し、以下の2点に注意すべきであると強調している。

#### (a) デジタルアセットが米国証券法上の有価証券に該当するのはどのような場合か

SECは本パブリック・ステートメントの脚注において、上記(1)のDAOレポート及び(2)のMunchee事件に言及しつつ、デジタルアセットがどのような名称を付されているか、またどのような技術を使用しているかにかかわらず、Howey基準を満たす場合は「投資契約」として有価証券に該当するという、これまでの考え方を繰り返している。この点、AirFox社が発行したAirトークン及びParagon社が発行したPRGトークンはいずれも、その保有者に対して事業からの収益の配分を約束するものではなく、いわゆるユーティリティトークンに属するものであった。これらのトークンについて、SECは、いずれも今後のシステムの構築によってトークンの需要を生み価値を高めること、またセカンダリーマーケットにおいてトークンが取引可能となることを両社がそれぞれ強調し、様々な宣伝活動により収益に対する投資家の期待を醸成していたこと等に着目し、いずれのケースにおいても、上記(1)②の収益に対する合理的な期待があったと認定している。この2件において、SECがユーティリティトークンにも米国証券法が適用され得ると考えていることがあらためて示されたといえる。

#### (b) デジタルアセットが有価証券に該当する場合、どのような登録義務が課されるか

この点に関連して、本パブリック・ステートメントは、AirFox社の事件及びParagon社の事件において、米国証券法に違反して無登録で行われたICOについて、将来に向けて同法を遵守していくための事後的な改善策が示された点に意義があるとしている。すなわち、AirFox社及びParagon社は、米国証券法違反について民事制裁金の支払いを命じられると同時に、(i)米国証券取引所法第12条(g)に基づいて、発行されたトークンを有価証券としてSECに登録するための様式(Form 10と呼ばれる既存の様式)に則って作成された書類を提出すること、(ii)トークンの購入者に対して出資金の返還請求フォームを配布し、フォームを提出した者の請求に応じること及び(iii)米国証券取引所法第13条(a)に基づいて継続開示を行うことを約束した。SECは、上記(i)の登録により、ICO時に米国証券法に基づく登録が行われていれば購入者が得られたであろう情報の開示を受けたうえで、購入者が上記(ii)の返還請求をするかどうかについて判断することが可能になる旨を指摘している。無登録のICOに関して単に民事制裁金の支払いを命じ

るだけでなく、適切な開示を通じて購入者にとって公正妥当な処理を実現することを重視する SEC の姿勢が端的にあらわれているといえよう。

### 3 本報告書において示された日本の ICO 規制の方向性

日本においては、2014年に当時世界最大のBitcoin取引所を運営していた株式会社MTGOXが破綻したことに端を発し、2016年に世界に先駆けて資金決済法に基づく仮想通貨取引の規制が導入されたという経緯があるため、そのICO規制は米国等の海外諸国とは異なる発展を遂げている。

研究会でも触れられていた通り、資金決済法のもとで、これまでICOは「無法地帯」ではなく、「仮想通貨」(同法第2条第5項)に該当するICOトークンを国内で販売するためには、発行者は自ら仮想通貨交換業登録を受け、又は既存の仮想通貨交換業者に販売を委託しなければならなかった。また、「仮想通貨」への該当性について金融庁はかなり広範な解釈指針を示しているため、かかる指針に従うと(上記1で述べた分類にかかわらず)大部分のICOトークンが「仮想通貨」に該当し得るという状況であった。その意味では、日本においては従来ICOに対しては資金決済法に基づいて広く一律の規制がかかっていたということになる。

今回、本報告書で示された日本のICO規制の方向性は、かかる資金決済法に基づく規制枠組みを生かしたまま、ICOトークンの機能やリスクに応じて、現行の資金決済法に足りない規制を補うものであるとすることができる。具体的には以下に述べる通りである。

#### (1) 投資に関する金融規制を要するICO

本報告書によれば、事業収益の分配等を期待する投資性を有するICOに係るトークンには、事実上の流通性の高さ、発行者と投資家との情報の非対称性の大きさ及びインターネットを通じた投資家へのアプローチの容易さに鑑みると、投資家にリスクを生じさせるものであるから、以下の仕組みが必要であるとされている。

- (a) 投資家に対する情報提供(開示)の仕組み
- (b) 第三者による発行者の事業・財務状況のスクリーニングの仕組み
- (c) トークンの流通の場における公正な取引を実現するための仕組み
- (d) 情報の非対称性の大きさ等に応じてトークンの流通の範囲等に差を設ける仕組み

これらの仕組みは資金決済法には用意されていないため、投資性を有するICOに係るトークンに関しては金商法上の開示規制、業規制及び不公正取引規制を及ぼすことが研究会において検討されている(ただし、上記(d)については、一般投資家に対する非上場株式の投資勧誘を原則として禁止する、日本証券業協会の自主規制ルールと同様の規制が想定されているのではないかとと思われる。)

なお、投資性を有するICOに係るトークンの定義については議論が固まっていないようであるが、基本的には上記1(3)のうちセキュリティトークンの類型に該当するものを想定していると思われる。

また、特に上記(a)及び(b)の仕組みについて、金商法上の既存の二項有価証券の枠組みを利用しつつICOトークン特有の開示義務や業規制を特則として設けるのか、又はICOトークンのために一項有価証券の類型を新たに

追加するのかは、本報告書からは明らかではないが、規制のレベルとしては一項有価証券の開示規制や業規制と同様のものとするのが想定されているようである。

## (2) 決済に関する金融規制を要する ICO

上記(1)以外のトークンで、資金決済法上の仮想通貨に該当する ICO トークン(上記 1(1)の決済用トークンや(2)のユーティリティトークンを含む。)について ICO を実施する場合、前述の通り、発行者は自ら仮想通貨交換業登録を受けるか、又は既存の仮想通貨交換業者に対して ICO トークンの販売を委託する必要がある。本報告書において、研究会は、この仮想通貨交換業者に対し、ICO について厳正な審査を要求し、一定の情報を顧客に提供するように求めている。さらに、この点については仮想通貨交換業に係る自主規制団体(認定資金決済事業者協会)である一般社団法人日本仮想通貨交換業協会も歩調を合わせ、ICO に関する自主規制規則として、対象事業の適格性・実現可能性の審査義務、販売開始時・終了時・終了後の継続的な情報提供の義務等を規定することの検討を進めているようである。

## 4 日本の ICO 規制に関する今後の展望

以上の通り、米国においては ICO トークンを規制するための特別な法律は存在しないものの、SEC は Howey 基準へのあてはめを通じて、セキュリティトークンのみならずユーティリティトークンに対しても同様の米国証券法上の登録義務を課し、基本的には同一の手法で ICO の公正性を担保しようとしている。これに対して、本報告書において示された日本の ICO 規制の考え方は、投資に関する金融規制を要する ICO(主にセキュリティトークンに係る ICO)については金商法を、それ以外の ICO については資金決済法及び自主規制ルールを通じて、ICO トークンの機能に応じた規制を実現することを志向するものである。かかる方向性は、日本の仮想通貨法制の沿革に根差した考え方に基づいているが、その具体的な内容についてはまだ明らかになっておらず、法改正に関するさらなる議論を待つ必要がある。その中でも ICO についてどのような開示を要求するのかという論点は特に興味深い。ICO トークンが伝統的な証券とは異なることから難しい問題を含んでいる(発行者をどうとらえるか、またどのような財務情報の開示を求めるか、など)。この点については、今回紹介した SEC の命令に基づいて行われるはずの AirFox 社や Paragon 社による米国での開示なども参考にしつつ、今後の展開を注視していきたい。

- 
- 
- 本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。お問い合わせ等ございましたら、下記弁護士までご遠慮なくご連絡下さいますよう、お願いいたします。  
弁護士 青木 俊介([shunsuke.aoki@amt-law.com](mailto:shunsuke.aoki@amt-law.com))  
弁護士 原田 寛司([kanji.harada@amt-law.com](mailto:kanji.harada@amt-law.com))
  - ニュースレターの配信停止をご希望の場合には、お手数ですが、[お問い合わせ](#)にてお手続き下さいますようお願いいたします。
  - ニュースレターのバックナンバーは、[こちら](#)にてご覧いただけます。
  - Capital Markets Legal Update 発行責任者  
弁護士 多賀大輔、広瀬卓生、吉井一浩、福田直邦