

2017年9月

Initial Coin Offering について

弁護士 戸塚 貴晴 / 弁護士 河合 健 / 弁護士 福井 崇人

Initial Coin Offering (ICO) 又は Initial Token Sale (ITS) と呼ばれる新たな資金調達の方法が注目を集めている。仮想通貨の技術を用いることにより、インターネット上で世界中の投資家から短期間で多額の資金を集めることができることから脚光を浴びる一方で、最近では各国の当局が金融規制への抵触可能性や ICO の形をとった投資詐欺についての警告を公表するなど、陰の側面も現れ始めている。

本ニュースレターでは、ICO の概要と具体的手法、発行されるトークンの分類及び日本法の適用関係の検討、さらに海外当局の動向について概説する。

1. 概要

Initial Coin Offering (ICO) 又は Initial Token Sales (ITS) という新たな資金調達方法(以下「ICO」という。)が注目を集めている。ICO とは、ブロックチェーン上で固有のトークン(以下「トークン」という。)を発行する企業又は団体(以下「トークン発行者」という。)が、インターネット上でトークンを売り出し、その対価としてイーサリアムやビットコイン等の仮想通貨又は法定通貨の支払を受けることによって行う資金調達方法を指す。

ICO は、クラウドファンディングの一種といえることができるが、従来のクラウドファンディングとの違いとして、①調達資金の用途は、主としてブロックチェーンを用いたプロジェクトの開発や運営に用いられることが想定されており、販売されるトークンは、多くの場合、当該プロジェクトと密接な関連性があること、②資金調達の際に仮想通貨を受け入れることにより、国内外の投資家から瞬時に、かつ低廉な送金手数料で資金調達を行うことが可能であること、③投資家は、発行後のトークンをインターネット上で個別に取引することが可能であることに加え、トークンが海外の仮想通貨取引所において取り扱われる場合には、不特定の者との間での売買が可能となり、ICO 後のトークンに流動性が生まれること、といった特色がある。これらの特色から、ICO による資金調達は、従来のクラウドファンディングと比較して、短期間で大量の資金調達を可能とするものであるといえることができる。

これまでの ICO による資金調達額については、統計によって多少の差はあるものの、例えば、仮想通貨に関するニュースサイトである CoinDesk が公表している数値によれば、2017 年内に募集を完了した ICO のうち、同年 7 月までの累計資金調達額は、約 14 億 1,104 万ドルとなっている¹。同じく 2016 年中に募集を完了した ICO の累

¹ <https://www.coindesk.com/ico-tracker/>

計資金調達額が約 2 億 5,640 万ドル(後述の the DAO の資金調達額約 1 億 5,200 万ドルを除くと約 1 億 440 万ドル)であったことを考えると、本年に入ってから ICO の急激な隆盛が読み取れる。

これまでの ICO は、主に海外のブロックチェーン関連企業によって行われてきており、わが国において ICO による大規模な資金調達が行なわれたという実績は現時点では見当たらない。しかし、本年 8 月には、ある仮想通貨交換業者が、ICO のプラットフォームを立ち上げること及び当該プラットフォームで利用できるトークンの ICO を開始することを発表するとともに、ホワイトペーパーを公表した。また、本年 9 月には、日本向けのソーシャルメディアプラットフォームにおいて、記事作成者に対する報酬等として利用される予定のトークンの ICO が開始される等の動きもあり、わが国においても今後、ICO が活発化する可能性がある。

2. ICO の具体的手法

ICO を行う際の典型的な手法は以下のとおりである。

トークン発行者は、ICO の実施に際して、自らのウェブサイトを通じて情報発信し、技術的説明を含む詳細については、同サイト上に公表されるホワイトペーパーと呼ばれる書面にまとめて記載するのが一般的である。ICO 実施に際して公表される情報としては、以下のような項目が挙げられる。

- ・ICO の開始日及び締切日
- ・調達資金によって開発・運用するブロックチェーン技術を用いた具体的なプロジェクトの概要
- ・当該プロジェクトとトークンとの関連性及び技術的な説明
- ・トークンの性質・機能やトークン保有のメリット
- ・トークンの総発行量、発行されるトークンの割当先
- ・ICO における最低調達額及び最大調達額
- ・プロジェクトの開発ロードマップ
- ・トークンの法的性質やリスクについての説明、ディスクレームー 等

これらの情報は、トークン発行者のウェブサイトに加えて、ICO を専門に扱う情報サイトや、SNS 等を通じてインターネット上で流通し、投資家はこれらの情報をもとに、トークン購入の是非を判断することになる。トークン売買の取引は、購入者が、トークン発行者のウェブサイトにおいて契約条項に同意した上で、トークンの対価として主にビットコインやイーサリアム上の「Ether(イーサー)」というトークン等の仮想通貨をトークン発行者のアドレスに送付し、対価の受領をブロックチェーン上で確認したトークン発行者が、購入者のウォレットにトークンを送付するという形で行われるのが通常である。その際、本人確認の手続等が行われるか否かは、ICO ごとに異なる。

3. ICO において発行されるトークンの分類及び日本法の適用関係の検討

ICO で発行されるトークンには様々なものがあるが、トークンの機能に着目した分類及び各トークンの日本法の下での整理は以下のとおりである。

① 「仮想通貨型」トークン

典型的には、ビットコインと同様に決済手段及び送金手段として利用されることを想定したトークンが挙げられる。近時 ICO で発行される「仮想通貨型」のトークンは、ビットコインと比較して、送金が迅速にできることや、匿名性が

確保できるなど、より決済手段としての利便性が高いことをメリットとして掲げていることが多い。

ただし、トークンを決済手段として用いる場合であっても、例えば、トークンに財産的価値が記録されており、トークン発行者等の提供する商品やサービスの対価としてのみ利用可能なものについては、後述③の「プリペイドカード型」に分類されるものと考えられる。

このタイプのトークンは、日本法上は、資金決済に関する法律(以下「資金決済法」という。)の「仮想通貨」に該当する場合も考えられる(資金決済法 2 条 5 項 1 号又は 2 号)。トークンが仮想通貨に該当する場合、当該トークンを業として売買若しくは交換し、又は売買若しくは交換の媒介、取次ぎ若しくは代理を行うことは仮想通貨交換業に該当し、金融庁の登録を受けなければ行うことができないことに留意が必要である(同法 2 条 7 項、63 条の 2)²。

② 「会員権型」トークン

例えば、トークンを一定数量以上保有している事実を証明することによって、トークン発行者又は提携する事業者(以下「トークン発行者等」という。)の提供するサービスに関し、サービス価格の割引等、何らかの優待を受けられるという性質を持つトークンがこれに該当する。また、上記①の「仮想通貨型」や下記③の「プリペイドカード型」と組み合わせて、トークン発行者等が提供するサービスにおいて当該トークンを利用して決済した場合には、法定通貨や他の仮想通貨で決済した場合に比べて割引を受けられるなどの機能を持つものも考えられる。

このタイプのトークンについては、日本法上、金融商品取引法上の有価証券の定義には該当しないと考えられる。他方、当該トークンが決済機能も有する場合に、資金決済法上の仮想通貨や前払式支払手段に当たり得るかは、トークンの性質次第であり、例えば、不特定の者を相手方としてビットコイン等の「1 号仮想通貨」³と相互に交換可能であれば、資金決済法上の仮想通貨に該当し得る。その場合には、当該トークンの売買や売買の媒介等を業として行うには、仮想通貨交換業の登録が必要となる。

③ 「プリペイドカード型」トークン

トークン発行者等の提供する商品やサービスの対価として利用可能なトークンがこれに該当する。

「プリペイドカード型」については資金決済法上の前払式支払手段に該当する可能性があることに留意が必要である。前払式支払手段は、利用者が当該前払式支払手段を利用できる相手方をトークン発行者(発行者と密接な関係を有する者を含む。以下同じ。)に限定している場合を自家型前払式支払手段として、プリペイドカードを利用できる相手方がトークン発行者以外の第三者(加盟店)を含む場合を第三者型前払式支払手段として分類される。

例えば、当該トークンが自家型前払式支払手段に該当する場合、基準日(毎年 3 月末と 9 月末)にその未使用残高が 1000 万円を超えた場合に、財務局長に対する届出が必要となる(資金決済法 5 条)。また、届出を行った以降は、自家型発行者として、基準日未使用残高(原則として毎年 3 月末と 9 月末の未使用残高)の 2 分の 1 以上の額の発行保証金の供託義務や、基準日ごとの業務報告書の提出義務などの規制を受けることとなる。

² 仮想通貨及び仮想通貨交換業の定義及び規制内容の概要については、当事務所の過去の金融法ニュースレターを参照されたい。

仮想通貨に関する国会提出法案について https://www.amt-law.com/pdf/bulletins2_pdf/160318.pdf

仮想通貨交換業者に関する内閣府令(案)等について https://www.amt-law.com/pdf/bulletins2_pdf/170127.pdf

³ 資金決済法 2 条 5 項 1 号に定める仮想通貨をいう。

第三者型前払式支払手段については、自家型前払式支払手段の発行と同様、供託義務等が課せられることに加えて、財務局長の登録を受けることが必要であり、比較的重い規制となっている(資金決済法7条)。

なお、金融庁の2017年3月24日付パブリックコメント回答(資金決済に関する法律(仮想通貨)関係 No.37)によれば、ある支払手段が、資金決済法上の前払式支払手段に該当する場合は、同法上の仮想通貨には該当しないものとされている⁴。したがって、あるトークンについて、前払式支払手段に対する規制と仮想通貨に対する規制が重複して適用されることはないものと考えられる。

④ 「ファンド持分型」トークン

トークンを保有している割合に応じて、トークン発行者が行う事業からの収益の分配を受けることができる場合がこれに該当する。

米証券取引委員会やシンガポール金融管理局等の複数の国の当局が、「ファンド持分型」のトークンについて、証券(Securities)として規制される可能性について公表したことは下記4.で述べるとおりであるが、日本法においても、このタイプのトークンは、金融商品取引法上の第二項有価証券のうち、特に集団投資スキーム持分(同法2条2項5号)に該当する可能性があることに留意が必要である。金融庁も、2017年6月8日の参議院財政金融委員会において、「ファンド持分型」のトークン発行者に対して、金融商品取引法に定める金融商品取引業に対するルールが適用される可能性がある旨答弁している。

⑤ 「アプリケーション・プラットフォーム型」トークン

上記のいずれとも異なるタイプのトークンとして、ネットワーク上のアプリケーション・プラットフォームを利用するために必要とされるトークンが存在する。

例えば、ビットコインの次に時価総額及び取引高が大きいとされるイーサリアムがこれに該当する。正確には、イーサリアムとはブロックチェーンを利用したアプリケーション・プラットフォームの名称であり、「Ether(イーサー)」というトークンがプラットフォーム利用料を支払うための貨幣としての役割を有している。イーサリアムのネットワークにおいては、あらゆる処理を記述することができることとされており、「スマートコントラクト」とも呼ばれるアプリケーションのネットワーク上へのアップロードや当該アプリケーションの利用、又は単なる送金処理を行う際に、Etherが必要となる。イーサリアムのネットワーク上で新たなトークンを発行することも可能であり、近時のICOにおいては、イーサリアムのネットワーク上で発行したトークンを販売することが多い⁵。

このタイプのトークンは、ネットワーク上へのアプリケーションのアップロードやその利用等に際して必要とされるものであるが、トークン発行者等に対する権利行使のために利用されるものでない場合には、資金決済法上の前払式支払手段に該当するものではないと考えられる。

また、上記2.で述べたとおり、Etherは、他のトークンが発行されるICOにおいて、当該トークンの対価としても用いられており、決済や送金の手段として用いることも可能である。このタイプのトークンが、Etherのように決済や送金の手段としても利用可能である場合には、①の「仮想通貨型」トークンにも該当するものと考えられる。

⁴ <http://www.fsa.go.jp/news/28/ginkou/20170324-1/01.pdf>

⁵ もっとも、ビットコインのネットワーク上でも他の種類のトークンを発行することができることとされている。

4. 海外当局の動向

(1) 米証券取引委員会のレポート

米証券取引委員会(以下「SEC」という。)は、2017年7月25日、ドイツの Slock.it 社が関与した「The DAO」という自律分散型組織が2016年4月から5月にかけて販売した「The DAO トークン」は、1933年証券法及び1934年証券取引所法上、証券(Securities)に該当し、除外規定に該当しない限り、募集・売出しをするためには SEC への登録等が必要であるという見解を公表した⁶。

SEC は、分散型台帳技術やブロックチェーン技術を用いて資金調達等の一部の機能を自動化することは、米国証券法の適用を妨げることにはならないとした上で、トークンの証券(Securities)該当性については投資契約(investment contract)該当性に関する Howey 基準によって判断されるとした。Howey 基準によれば、投資契約とは、「もっぱら他者の努力から得られる利益のために共同の事業に資金を投資すること」と定義されるが、SEC は、上記レポートにおいて、「The DAO トークン」は投資契約に該当することを詳細に論じている。ここではその詳細についての説明は省略するが、SEC のレポートによれば、「The DAO トークン」の保有者は、「The DAO」が運営する事業の収益の配当を受けることができるというものであり、上記3. で記載した分類のうち、「ファンド持分型」に該当するものと考えられる。

したがって、「ファンド持分型」のトークンについては、米国法上、証券(Securities)に該当する可能性があるといえるが、SEC のレポートにおいて、明示的に証券(Securities)に該当するとされたのは、「The DAO トークン」のみであり、他のトークンが米国法上、証券(Securities)に該当するか否かについては、個別具体的な検討が必要であろう。

なお、SEC は、上記レポートと同日、ICOに関する投資家向けの警告を公表した⁷。その中で、SEC は、ブロックチェーンや仮想通貨(virtual currency)等の ICO に関連する用語の説明や、ICO に参加する場合の一般的な留意点、リスク等を説明するとともに、投資家は SEC のウェブサイト等を通じて事業者が SEC の登録を受けているかどうか等を確認できることをアナウンスしている。また、特に、高い投資リターンの保証や不招請勧誘、強引な販売圧力がある場合等を投資詐欺のサインとして注意喚起している。

(2) シンガポール金融管理局のプレスリリース

シンガポール金融管理局(以下「MAS」という。)は、2017年8月1日、ICOに関するプレスリリースを公表した⁸。その中で、MAS は、仮想通貨(virtual currencies)そのものは現時点で規制されないとしつつ、トークン発行者の資産に対する所有権や担保権を表章するデジタルトークンは株式(shares)又は集団投資スキーム持分(units in a collective investment scheme)として、またトークン発行者の負う債務を表章するデジタルトークンは社債(debenture)として、証券先物法(Securities and Futures Act、以下「SFA」という。)により規制される可能性があるという見解を表明した。また、SFAによって規制される証券(Securities)に該当する場合には、トークン発行者はトークンの売出し(offer)を開始する前に目論見書を MAS に登録する必要があり、トークンの発行者や仲介者は SFA 等に基づくライセンス及び AML/CFT 対策等が要求されるとしている。

⁶ <https://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf>

⁷ https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ib_coinofferings

⁸

<http://www.mas.gov.sg/News-and-Publications/Media-Releases/2017/MAS-clarifies-regulatory-position-on-the-offer-of-digital-tokens-in-Singapore.aspx>

なお、MAS 及びシンガポール警察当局(Singapore Police Force)の The Commercial Affairs Department(以下「CAD」という。)は、2017 年 8 月 10 日、シンガポール国内の消費者向けに ICO に関する警告を発した。その中で、MAS 及び CAD は、ICO に関する一般的なリスクを説明するとともに、消費者は MAS のウェブサイト等を通じて事業者が MAS の規制を受けているかどうか等を確認できることをアナウンスしている。

(3) 中国当局による公告

中国人民銀行等の中国当局は、2017 年 9 月 4 日、ICO を禁止するとの公告を発出した(英語版は同年 9 月 8 日発出)⁹。同公告によれば、中国国内での ICO は違法であり、公告発出後直ちに禁止され、ICO による資金調達を完了した個人又は団体については、投資家に対して調達資金を返還しなければならないとされている。また、ICO のためのサービスを提供するプラットフォームについては、法定通貨(legal tender)とトークン又は仮想通貨(virtual currencies)の交換サービスを行うことや、自らが当事者となってトークン又は仮想通貨(virtual currencies)の取引を提供するサービスを行うこと、トークン又は仮想通貨(virtual currencies)の価格決定サービス(pricing services)や情報仲介の活動(act as information intermediary)を行うことが禁止され、違法な活動に従事したプラットフォームに対しては、ウェブサイトやモバイルアプリケーションの閉鎖、アプリケーションストアからの排除、ビジネスライセンスの取消などの措置が講じられるとされている。さらに、金融機関や決済に関わるノンバンクの決済機関(non-bank payment institutions)は、直接又は間接的に ICO に関連した口座の開設や決済、保険等のサービスを提供してはならず、ICO に関する手がかりがあった場合には速やかに関係当局へ報告しなければならないとされている。

その他、同公告には、中国国民に対する ICO に関する詐欺等のリスクの警告や、金融に関するすべての自主規制団体(all kinds of self-regulatory financial organizations)は、加盟企業に対し、違法な ICO に関する活動に反対するよう要請すべきこと等が記載されている。

(4) 香港証券先物委員会による声明

香港証券先物委員会(以下「SFC」という。)は、2017 年 9 月 5 日、ICO に関する声明を公表した¹⁰。その中で、SFC は、典型的な ICO において提供されるデジタルトークンは、通常は仮想商品(virtual commodity)とみなされ、証券(Securities)には該当しないとしつつ、近時の ICO では証券(Securities)に該当する可能性のある表現や特徴が認められるとしている。具体的には、会社の出資持分(equity)や所有権を表章するトークンは株式(shares)として、トークン発行者が負う債務を発生させ又は承認するためにデジタルトークンが用いられる場合には社債(debenture)として、トークンの発行代わり金が ICO スキーム運営者によってプロジェクトに投資され、トークン保有者が当該プロジェクトのリターンを分配を受けられるような場合には集団投資スキーム持分(an interest in a collective investment scheme(CIS))として、いずれも証券(Securities)に該当する場合があるとしている。

SFC は、トークンが証券(Securities)に該当する場合には、トークンの取引やトークンに関する助言、トークンに対する投資に係るマーケティングや投資された資金の運用行為は、規制対象業務(regulated activity)に該当し、香港市民(Hong Kong public)を対象とする場合には SFC の免許又は登録が必要であるとしている。また、証券(Securities)の売出し(offer)や二次流通についても規制の対象となるとしている。

⁹ <http://www.pbc.gov.cn/english/130721/3377816/index.html>

¹⁰ <http://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/EN/news-and-announcements/news/doc?refNo=17PR118>

さらに、SFC は、同声明において、ICO への投資についてはマネー・ロンダリングやテロ資金供与、詐欺被害のリスクが高いこと、投資家は二次流通市場においても流動性の不足や価格変動、不透明な価格決定などのリスクを負う可能性があることを警告している。

(5) 英国金融行為規制機構による警告

英国金融行為規制機構(以下「FCA」という。)は、2017年9月12日、ICOに関する消費者向けの警告を発出した¹¹。FCAは、ICOのリスクとして、ほとんどのICOは規制の範囲外で行われていること、投資家保護の制度の対象とならないこと、トークンの価格が非常に不安定であること、詐欺のリスクがあること、ホワイトペーパー等の記載が不十分であること、プロジェクトが非常に初期的な段階でICOが行われていること等を挙げて、ICOに対する投資に係るリスクが非常に高いことを警告している。

また、FCAは、多くのICOは規制対象とならないとしつつ、ストラクチャーによってICOは有価証券の公募(IPOs)、私募(private placement of securities)、クラウドファンディング(crowdfunding)、集団投資スキーム(collective investment schemes)等に該当し、FCAによる規制の対象となるとしている。

5. おわりに

ICOは、トークン発行者にとっては、会社の所有権を株主に引き渡すことなく、また株式を上場した際に伴う膨大な事務負担やコストを要せずに、世界中から短期間で多額の資金を調達できる可能性があることから、脚光を浴びている。一方で、トークンの購入者にとっては、これまでのICOではホワイトペーパーを見てもプロジェクトの詳細や実現可能性が不明であることも多いこと等から、購入には大きなリスクを伴うことに留意が必要である。

また、ICOはインターネット上で国境を越えて購入者を募るため、各国の規制が適用される可能性があることに加えて、米国をはじめとする各国の当局が金融規制への抵触可能性について警告を発し始めていることを考慮すると、日本企業がICOを実施する場合には、日本法を含めた各国の規制内容を踏まえた慎重なスキームの検討が必要といえよう。

以上

¹¹ <https://www.fca.org.uk/news/statements/initial-coin-offerings>

-
- 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。
 - 本ニュースレターの執筆者は、以下のとおりです。
弁護士 戸塚 貴晴(takaharu.totsuka@amt-law.com)
弁護士 河合 健(ken.kawai@amt-law.com)
弁護士 福井 崇人(takato.fukui@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、finlaw-newsletter@amt-law.comまでご連絡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、<http://www.amt-law.com/bulletins2.html>にてご覧いただけます。

ANDERSON
MŌRI &
TOMOTSUNE

アンダーソン・毛利・友常 法律事務所

〒107-0051 東京都港区元赤坂一丁目2番7号 赤坂Kタワー

TEL:03-6888-1000(代表)

E-mail:inquiry@amt-law.com