

米国における「仮想通貨」の規制

野村総合研究所 未来創発センター フェロー
 東京大学客員教授

大崎 貞和



■ 1. 拡大する仮想通貨取引と ICO

近年、ビットコインやEther（イーサリアム上の仮想通貨）など、特定の仮想コミュニティのメンバー間で使用されるデジタル資産である仮想通貨もしくは暗号通貨（cryptocurrency）が注目を集めている（注¹）。主要な仮想通貨が活発に取引され、価格の乱高下が問題視される一方、トークンと呼ばれる新たなデジタル資産を発行して既存の仮想通貨での資金調達を行うICO（Initial Coin

Offerings）も増加している（注²）。

ICOの実施件数は2017年には552件で合計約70億ドルの資金調達が行われたが、2018年には6月末時点で既に537件、約137億ドルに達したという（注³）。この急拡大には、2017年6月から約1年にわたって行われ、2018年6月1日に完了したBlock.one社によるEOSトークン発行（総額40億ドルで過去最大規模）などの大型ディールが大きく寄与した。

こうした中で、仮想通貨やICOの法的性質やあるべき規制の姿が、各国で検討されるようになってきている（注⁴）。中でも米国では、証券市場の規制監督機関である証券取引委員会（SEC）が、2017年半ば以降、ICOトークンの多くが連邦証券法の規制対象となることを前提に、健全な取引慣行の形成と詐欺的行為の取り締まりを図ろうとしている（注⁵）。

〈目次〉

1. 拡大する仮想通貨取引とICO
2. 仮想通貨へのHowey基準の適用
3. 柔軟な対応を示すSEC
4. ICOからSTOへ
5. おわりに

■ 2. 仮想通貨へのHowey基準の適用

(1) 仮想通貨に関心を示さなかったSEC

仮想通貨の先駆けであるビットコインの基礎となったサトシ・ナカモト名義の論文が投稿されたのは2009年5月であり、ビットコインが初めて物の購入に使用されたのは2010年5月とされる。その後、2013年のキプロス金融危機を一つの契機としてビットコインの利用は世界に拡がり、2014年2月には、日本所在の大手仮想通貨取引所マウントゴックスから大量のビットコインが流出するという事件も起きた。

一方、2014年7月には、イーサリアムの内部通貨Etherがビットコインとの交換で初めて「販売」され、以後、ビットコインやEtherとの交換で新たなトークンを組成するICOが相次いだ。

こうした中で、2015年9月、商品先物取引委員会（CFTC）は、米国の規制当局としては初めて、仮想通貨の法規制上の位置付けに関する公式見解を明らかにした。すなわちCFTCは、9月17日に発出した命令において、コインフリップ社の運営するビットコインのオプション取引所が、商品取引所法で求められる登録を受けずに開設された無登録取引所だと断定した^(注6)。つまり、ビットコインは商品取引所法の規制を受ける商品

(commodity) だとされたのである。

この段階では、有価証券やその関連デリバティブ取引を所管するSECは、仮想通貨に特段の関心を示していなかったようである。しかし、ICOに対する米国投資家による投資が活発になり、その過程で明らかに詐欺的な事案も多数現れたことで、SECの姿勢は大きく変化した。

(2) The DAOのICOに関する報告書

SECは、2017年7月に公表したThe DAOに対するサイバー攻撃事件に関する調査報告書において、仮想通貨の払い込みを受けて行われるトークンなどデジタル資産の発行が、有価証券の募集にあたり得るという考え方を初めて明確に打ち出した^(注7)。

この事件は、2016年6月にドイツ企業Slock.it UGが立ち上げた投資ファンド組織The DAOが「クラウドファンディング」と称して仮想通貨Etherとの交換でDAO Tokenと呼ぶデジタル・トークンを発行したが、サイバー攻撃で保有資産の約3分の1を盗まれ、プロジェクトが頓挫したというものである^(注8)。

報告書においてSECは、1946年のHowey事件連邦最高裁判決で示された判断枠組みである「Howey基準」に照らして、The DAOが発行しようとしたトークンは有価証券の一類型である投資契約（investment contract）にあたるという判断を示した。

Howey基準とは、①資金の拠出、②共同

事業、③収益の期待、④収益獲得がもたら
他者の努力によること、の4つの要件が満た
される場合には投資契約に該当するという法
理である(注9)。同基準に照らして投資契約
とされる契約を多数の者と締結する行為は、
有価証券の募集(public offering)であり、
私募(private placement)など法定の適用
除外事由に該当しない限り、SECへの登録届
出書の提出などを経ずに行うことは違法であ
る。

SECは、The DAOによるトークン発行に
ついて、①DAO Tokenの取得がEtherとい
う形態の資金の投資によったこと(注10)、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、③DAO Token
を購入した投資家にはThe DAOの投資プロ
ジェクトを通じて利益を得られるという合理
的な期待が存在したこと、④投資プロジェ
クトの成否は、もっぱらSlock.it社やその共同
創業者達、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、などを指摘してDAO
TokenのEtherとの交換が「投資契約」とい
う証券の募集であったとしたのである。

■ 3. 柔軟な対応を示すSEC

(1) 違法ICOの摘発

The DAOのICOに関する報告書で示され
たSECの判断基準によれば、それまでに行わ
れていた多くのICOが無届けの違法な有価証

券募集に該当する可能性が浮上する(注11)。
実際SECは、同報告書の公表と同日に投資家
に対する注意喚起文書を公表するなど(注
12)、投資家被害を防止するための啓発活動
と悪質な詐欺的ICOに対する取り締まりを進
めている。代表的な事案を二つ紹介しよう。

① REcoin事件

Maksim Zaslavsky氏は、2017年7月から
9月にかけてREcoin Group Foundation,
LLC及びDRC World, Inc.(別名Diamond
Reserve Club)によるICOを実施し、数百人
の投資家から30万ドルを超える資金を集めた
(注13)。両社が投資家に提示した「ホワイト
ペーパー(white paper)」や「プレスリリー
ス」、ソーシャル・メディア上での投稿等
では(注14)、両社の発行する仮想通貨は保有不
動産や保有ダイヤモンドによってその価値が
裏打ちされ、それら保有資産の価値の増加に
よって、発行された仮想通貨の価格が上昇す
るといった説明が行われていた。しかしSEC
は、両社が開示した事実の多くは、いずれも
虚偽または投資家に誤解を生じさせるものだ
ったとし、Zaslavsky氏に対する緊急資産凍
結命令を裁判所から得た後、同氏を刑事告発
した(注15)。

② PlexCoin事件

SECが2017年9月にサイバー犯罪等の摘発
を主な任務とする専門部署として設置したサ
イバー・ユニットによる初の摘発事案である
(注16)。Dominic Laroux氏は、1ヵ月で1,354
%の利益を生むというPlexCoinと称するトー

クンを米国内の投資家を含む多数の者に向けて販売した。SECは、PlexCoinへの投資から生まれる利益の源泉が発行者であるPlexCorps社の経営チームの選定する投資によるリターンだとされていた点を捉え、トークンの販売が有価証券の無登録募集だと判断した。SECは、Lacroix氏らが、実際には存在しないPlexCorps社のチームが投資を選定するとしていたことやカナダでは違法行為の常習者として知られていた同氏の名を秘して勧誘を行ったこと、集めた資金を投資に振り向けずに自宅の改装などに費消していたこと等から、このトークン発行が違法な証券詐欺行為であると断定し、違法行為の差し止めや集めた資金の没収、利息分の追徴や民事制裁金の賦課などを請求した。

(2) Munchee事件への対応

一方、PlexCoin事件と同じ2017年12月に公表されたもう一つのICO事案では、SECは当該事案が有価証券の無登録募集に該当すると判断しながらも、発行者に対して資金の没収や民事制裁金の賦課などの厳しい制裁を科すことを差し控えた。これは、カリフォルニア州でレストラン評価アプリを提供するMunchee社が行おうとしたICOに関する事件である^(注17)。

Munchee社は、スマートフォン向けアプリの機能改善や利用者拡大のための宣伝などの費用を賄うための資金を得るために、MUNと称するブロックチェーン技術を利用

したトークンを組成して1,500万ドル余りを調達しようとした。

同社が作成したホワイトペーパーによれば、同社は500万口のMUNを組成し、そのうち225万口を1,500万ドル相当のEtherを対価として販売し、残りの275万口はクチコミを投稿したアプリ利用者や自社従業員、アドバイザー等への報酬支払いに充てられる。また、「Howey分析」の結果、MUNの仕組みは連邦証券法に抵触しないことが明らかだとも述べていた。

具体的な分析の詳細はホワイトペーパーからは明らかではないが、Munchee社は、MUNは将来構築される特定のネットワーク上での商品やサービスの購入にしか使えない会員権や会員向けクーポンに類似した「ユーティリティ・トークン」であり、幅広い物品やサービスの購入、送金などに使えるビットコインのような仮想通貨とは法的性質が異なると考えていたように思われる。

しかし、SECは、①MUNの購入にはEtherやビットコインという形態での資金の拠出が必要であり、②拠出された資金はMunchee社による「エコシステム」の構築という事業に振り向けられ、③アプリの機能改善や「エコシステム」の確立でMUNを食事代金の支払いに充てることを可能にしたりすることで投資家はMUNの価値増加による収益を得るという合理的な期待を抱ける、④MUNの価値増加はもっぱらMunchee社やその代理人達の努力によって実現される、として、有価

証券であるMUNの無登録の募集を差し止める排除措置命令 (Cease and Desist Order) を発出したのである。但し、SECは、Munchee社がSECからの照会を受けた時点で販売済みのMUNへの投資家に資金を返還したことなどを評価し、民事制裁金の賦課などの厳しい制裁を科すことは差し控えた。

(3) ヒンマン局長の講演

このMunchee社の事案と前述のREcoinやPlexCoinの事案におけるSECの対応の違いをみると、SECはICOのような新しい試みの意義を一定程度は肯定的に評価しながら、その装いをまとうだけの詐欺的な行為には厳しい態度で臨む方針であるように思われる。

そうしたSECの柔軟な姿勢が明確に表れたのが、2018年6月にウィリアム・ヒンマンSEC企業金融局長が行った講演である^(注18)。

ヒンマン氏は、SECがHowey基準を適用してほとんどのICOは有価証券の募集であったという見解を示したことを踏まえて、だからと言って、SECは仮想通貨やトークンが、常に有価証券であると判断しているわけではないとする。

同氏は、仮想通貨などのデジタル資産それ自体は単なるコードだが、コードの作成者達が、コードとしての利用者以外の者に対して投資対象としてコードを販売する場合には、多くの場合には投資契約が成立すると述べる。他方、トークンなどが機能するネットワークが十分に分権化され、トークンなどデジ

タル資産の取得者からみて、特定の人物やグループだけが当該ネットワークの維持・発展のために必要な努力を行うことが期待できないという状況になれば、もはやデジタル資産の取引は投資契約だとは言えないと指摘したのである。

ヒンマン氏は、そうした分権化の進んだ状態の具体例として、ビットコインやEtherが機能する現在のイーサリアムなどを挙げる。同時に、2014年にEtherがビットコインとの交換で初めて「販売」された際の行為は有価証券の募集であった可能性もあるとし、トークンの有価証券性は、トークンに内在する性質のものではなく、静的に判断されるべきではないという考えを示したのである。

その上で同氏は、あるトークンが有価証券であるかどうかは「ユーティリティ・トークン」などという名称によって左右されるのではなく、最近増加している将来発行されるトークンの購入を約束する投資契約とされるSAFT (Simple Agreement for Future Tokens) についても、個別の事実関係が重要だと強調し、当初は有価証券として募集されたトークンでも将来は有価証券とは言えないものになり得るという考えからすれば、SAFTの中にも、将来は有価証券の転売とはみなされず、SEC登録なしに流通できるトークンの発行が含まれる可能性は否定できないと述べたのである。

■ 4. ICOからSTOへ

(1) 急増する私募によるトークン発行

ICOで発行されるトークンを有価証券として規制するというSECの姿勢は、少なくとも当初は、多くの仮想通貨ビジネス関係者から「規制強化」と受け止められた。また、The DAOの事案をめぐる報告書が公表される前の段階でも、そうした規制適用の方向性が実務家の間ではある程度認識されており、規制の適用を回避する観点から、「米国居住者は勧誘の対象ではない」旨を明らかにした上でICOを行うといったケースもみられた^(注19)。

しかし、最近では、SECによる証券法規制の適用が、必ずしも全てのトークン発行を抑圧しようとするといった趣旨のものではないという認識が実務家の間で拡がり、有価証券としての規制に服することを正面から認めてSTO (security token offering) と称してトークン発行を行ったり、ヒンマン氏も講演で触れたSAFT (これも投資契約であり、有価証券である) による資金調達を行った上で幅広い利用者に保有されるトークンを発行できるような環境 (エコシステム) を整えようとするといった新たな試みが行われている。

そうした場合に資金調達者が利用するのが、SECへの登録義務を免除される私募の形態によるトークン発行や投資契約の締結である。私募によるトークン発行、とりわけ後述する適格投資家向けのディールは2018年に入

って急増しており、5月初めまでの時点で100件以上、20億ドル規模に達したと報じられている^(注20)。

(2) レギュレーションDの活用

この場合、一つの方法はレギュレーションDの規則504に基づいて12ヵ月で500万ドル以下の資金調達を行うことである。この場合、トークンの購入者は原則として1年以内の転売が認められないといった制約が課されるが、資金調達を行う者の名称等を記載したフォームDをSECに提出するだけで合法的なトークン発行が可能となる。

もう一つの方法は、同じレギュレーションDの規則506に基づいて適格投資家 (accredited investor) 及び35名以内の一般投資者に販売対象を限定したトークン発行を行うことである。この場合、資金調達金額の制約はないが、勧誘の対象となる一般投資者に対しては、募集の場合に準じるような情報開示を行わなければならないといった規制を受ける。他方、規則506に依拠する私募については、一般の目に触れるような広告・宣伝を行うことが容認されており、機動的な資金調達が可能となる。フォームDの提出義務や転売規制は規則504の場合と同様だが、大規模な資金調達が可能というメリットは大きい。

しかも規則506における適格投資家の範囲は、日本の金融商品取引法におけるプロ投資家 (適格機関投資家) よりも幅広く、純資産100万ドル超または直近2年間の年収が20万

ドル超（同一世帯の夫婦で30万ドル超）の個人も勧誘・販売の対象とすることができる（注21）。ある実務家によれば、適格投資家に該当する個人は、全米の人口の約8.5～10%に達するそうである。勧誘・販売の対象となる人数としては相当な規模になると言えるだろう。

(3) レギュレーションAの活用

もっとも、レギュレーションDに依拠する場合にはトークン等の転売制限が課されることを負担に感じる者も多い。そこで少額公募に関するSEC規則であるレギュレーションAを利用して、トークン発行を行うというアイデアも提唱されている。

この点について筆者が2018年7月に面談した米国の実務家は、今のところ実際にレギュレーションAを利用したケースはないと思うと述べ、また開示書類作成の手間や法律事務所を支払う報酬などのコストが大きいことなどを考えると現実的でないとして否定的であった。

とはいえ、2015年6月に施行された規則改正で導入された通称「レギュレーションAプラス」、すなわちレギュレーションAの「第二区分」(Tier 2) 手続きを用いれば最大5,000万ドルの資金調達が可能であり、かつ金額の制約があるものの適格投資家以外の一般投資家への販売も可能である。今後、レギュレーションAに依拠するトークン発行が実際に行われる可能性は小さくないだろう。

■ 5. おわりに

米国SECの仮想通貨やICOへの対応は、これまでのところ、詐欺的被害の抑止・救済とイノベーションの促進という二つの課題のバランスを考えた的確なものであったと言えるように思われる。これに対して、筆者は必ずしも詳しく検討したわけではないが、日本での制度改革をめぐる議論を眺めていると、議論の前提が、最初の仮想通貨ビットコインの性質や特徴にややとらわれ過ぎではないかという点が気になってしまう。

そもそも最近、海外では、仮想通貨（virtual currency）という言葉を見聞きすることが以前に比べて少なくなった。筆者が本稿の表題の「仮想通貨」をカッコに入れたのもそのことを意識したためである。代わって頻繁に語られるのは、暗号通貨（crypto currency）とかデジタル資産といった言葉である。そうした中で、純然たる仮想通貨として登場したビットコインのように送金や不特定の者による物やサービスの購入に用いられるなど、決済手段となる「通貨」のイメージにとらわれ過ぎると、多様化するデジタル資産の本質を見誤る危惧はないだろうか。

例えば、過去最大規模のICOでBlock.one社が販売したEOSトークンの場合、システム開発者が同社独自のブロックチェーンであるEOSIO上のリソースを利用するためにはEOSトークンが必要である。同社は、処理速

度やスケーラビリティなどの点におけるEOSIOの優位性から多くの開発者がEOSIOの利用を希望するものと想定し、EOSトークンへの需要は大きいと考えている。同社と同様に考え、EOSトークンの価値が増大することを見越して投資対象とする者も多数存在するが^(注22)、必ずしもEOSトークンが一般的な送金や物の購入に使用されるわけではない。

新しいトークンを組成しようとする人々からしばしば発せられるのは、コミュニティ、ネットワーク、エコシステム（生態系）といった言葉である。優れたシステムを利用したいと考える人々がトークンを入手して集まり、そこで様々な開発プロジェクトやビジネスが展開され、一つの生態系が生み出されるというイメージである。

そうした「仮想通貨」の生み出すエコシステムに対して何らかの規制を及ぼすことが必要だとしても、ビットコインでピザを購入したり銀行システムの信頼度の低い国や地域に送金したりするといった行為を規制するのは異なる次元の制度を設計しなければ、いたずらにイノベーションの芽を摘む結果につながりかねないようにも思われるのである。

(注1) 本稿には(公財)資本市場研究会の研究プロジェクトの一環として執筆し、神田秀樹責任編集『企業法制の将来展望2019年度版』(財経詳報社)の一章として近刊予定の拙稿「仮想通貨の規制をめぐる米国SECの動向」の内容と重複する点が多いことをお断りしておきたい。

(注2) 最近では、本文で述べるような米国SECの姿勢を踏まえ、有価証券としての規制に服するトークンを発行して資金調達を行うという趣旨からSTO (security token offering) と呼ばれることも増えている。

(注3) PwCストラテジーとクリプト・バレー協会の共同調査レポートによる。

https://cryptovalley.swiss/wp-content/uploads/20180628_PwC-S-CVA-ICO-Report_EN.pdf

(注4) 例えば日本においては、仮想通貨と法定通貨の売買などを行う仮想通貨交換業者に登録制を課す改正資金決済法が2017年4月1日から施行されており、2018年9月時点で16業者が登録を受けている。また、金融庁が仮想通貨交換業等に関する研究会を設置し、仮想通貨やICOに対する規制の在り方についての検討を行っている。日本法における仮想通貨をめぐる法的論点を整理した文献としては、得津晶「日本法における仮想通貨の法的諸問題：金銭・所有権・リヴァイアサン」『法学』81巻2号83頁(2017)、有吉尚哉「ICOに対する金融規制の適用関係に関する一考察」『NBL』1111号4頁(2017)などがある。

(注5) 米国の規制に関する先行文献としては、河村賢治「ICO規制に関する一考察」『金融法務事情』2095号44頁(2018)などがある。また、岩倉正和ほか「座談会 仮想通貨・ICOをめぐる法規制」『Law & Technology』80号1頁(2018)でも取り上げられている。

(注6) <https://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr7231-15>

(注7) 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>

(注8) The DAOは約1,200万Ether(当時の評価額で約1.5億ドル)の資金を集めた。サイバー攻撃によって、そのうち約360万Etherが攻撃者のアドレス

へ不正に移されたが、The DAO運営者側が出資者にEtherを戻すハードフォークと呼ばれる措置を講じたため、出資者が大きな経済的損害を蒙る事態は回避された。

(注9) *SEC v. W.J. Howey Company*, 328 U.S. 293 (1946) . 同基準について詳しくは、黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』[第2版] 弘文堂(2004) 21～24頁参照。

(注10) 2014年9月18日の*SEC v. Shavers*事件におけるテキサス東地区連邦地方裁判所の判決は、仮想通貨であるビットコインの払込みがHowey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る。

(注11) また、有価証券であるトークンを取引可能とする仮想通貨交換業者は、取引所登録を受けなければならないことになる。2018年11月には、無登録業者に対する初の排除措置命令が出された。
<https://www.sec.gov/litigation/admin/2018/34-84553.pdf>

(注12) Investor Bulletin : Initial Coin Offerings
https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ib_coinofferings

(注13) Complaint by the SEC against REcoin Group Foundation, LLC et al., September 29, 2017.
<https://www.sec.gov/litigation/complaints/2017/comp-pr2017-185.pdf>

(注14) ICOを実施する際には、トークンやコインを発行する者の事業内容やトークン等の仕組みなどを説明する「ホワイトペーパー」と称する文書を作成するのが通例である。

(注15) 司法省による起訴を受けた連邦地裁は、仮想通貨を有価証券とした上での起訴は違法で無効だとする弁護側の異議申し立てを退ける決定を行った。
U.S. v. Zaslavsky, 17 CR647 (RJD) , 2018 WL4346339 (E.D.N.Y. September 11, 2018) .

(注16) <https://www.sec.gov/litigation/complaints/2017/comp-pr2017-219.pdf>

(注17) <https://www.sec.gov/litigation/admin/2017/>

33-10445.pdf

(注18) William Hinman, “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>

(注19) 冒頭で触れたBlock.one社によるICOは、その一例である。

(注20) 『日本経済新聞』2018年5月9日付朝刊7面。

(注21) 但し、ドッド＝フランク法413条(a)項の規定に基づいて行われたSEC規則の改正によって、2011年12月以降、この要件における純資産には自己の居住用の住宅(primary residence)の価値が算入できない点に注意が必要である。

(注22) 2018年11月現在、EOSトークンは、主要仮想通貨の時価総額ランキングで5位に位置付けられている。

