

2017年12月7日 全7頁

ICOに関するSECの規制対応

SECは、一定の場合にはトークンが「証券」に該当すると判断

ニューヨークリサーチセンター
主任研究員 鳥毛拓馬

[要約]

- ブロックチェーン技術などを用いる資金調達手段であり、株式の新規公開(IPO: Initial Public Offering)にも類似した、イニシャル・コイン・オファリング (Initial Coin Offering) に対する規制に関する議論が全世界で進んでいる。
- 2017年7月25日、米国証券取引委員会 (SEC) は、仮想組織 (virtual organization) の“The DAO”が募集・売出しを行ったトークンが、1933年証券法の「証券」に該当し、証券法の適用があり得るとの見解を示した。
- SECが投資家保護を図りつつ、新たな資金調達手段としてのICOを今後どのように許容・対応していくのかについては、日本においても参考になり得るため、引き続き、その議論には注目する必要があるだろう。

はじめに

ブロックチェーン技術などを用いる資金調達手段であり、株式の新規公開 (IPO: Initial Public Offering) にも類似した、イニシャル・コイン・オファリング¹ (Initial Coin Offering: 以下、ICO) に対する規制に関する議論が全世界で進んでいる。

米国では、証券取引委員会 (SEC) が、2017年7月25日に、「1934年証券取引所法第21条(a)²に基づく調査報告書³」(以下、報告書)を公表した。この報告書では、仮想組織 (virtual organization) の“The DAO”が募集・売出しを行ったトークン⁴が、1933年証券法 (以下、証券法) の「証券」に該当し、証券法の適用があり得るとの見解が示された。

¹ ICOについては、町井 克至「ICOは最新の投資手法？」(2017年8月23日付大和総研コラム)を参照。

http://www.dir.co.jp/library/column/20170823_012229.html

² SECは、その裁量で、ある者が同法に違反しているか等を決定するために必要な調査を行うことや、その違反に関する情報を公表できるとされている。

³ <https://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf>

⁴ 電子データの権利証書であり、IPOの株式のようなものと考えられることができる。

また SEC は同日、法人、個人の資金調達手段として利用が増えている ICO に関して、ICO 参加者（投資家）の潜在的なリスクについて注意喚起（Investor Bulletin）を行った。

本稿では、ICO に関する米国の規制対応について概説する。

SEC の報告書

米国証券取引委員会（SEC）は、2017 年 7 月 25 日に、「1934 年証券取引所法第 21 条（a）に基づく調査報告書」（以下、報告書）を公表した。この報告書では、仮想組織（virtual organization）の“The DAO”が募集・売出しを行ったトークンが、証券法の「証券」に該当し、証券法の適用があり得るとの見解が示された。

以下では、この報告書において、どのような場合に「トークン」が「証券」に該当すると判断されたのかにつき、概説する。

（1）The DAO の仕組み

The DAO（Decentralized Autonomous Organization）は法人格を持たない自律分散型組織⁵の一つで、ドイツの Slock. it 社とその創業者により営利目的で設立された。The DAO は、仮想通貨イーサを対価として DAO トークンを投資家に発行することにより資金（仮想通貨）調達し、その資金（仮想通貨）をプロジェクトに投資する仕組みであり、いわばファンドのようなものであった。投資家は、仮想通貨であるイーサの出資割合に応じて、一定の投票権（新規のプロジェクトへの出資やトークン保有者へ分配を決定する権利）と持分に対する一種の所有権が付与された DAO トークンを取得した。DAO トークンの保有者は、プロジェクトからの収益が分配されることを期待して投資していた。

さらに、DAO トークン自体をセカンダリー取引が可能なプラットフォームにおいて売却することにより、DAO トークンへの投資を換金（monetize）することが可能であった。

（2）The DAO に対するサイバー攻撃

The DAO は、2016 年 4 月から 2016 年 5 月にかけて、総額約 1,200 万イーサ（約 1.5 億ドル相当（当時））を調達した。ところが、The DAO は 2016 年 6 月にサイバー攻撃を受け、The DAO から約 360 万イーサが攻撃者のイーサリアムブロックチェーンアドレスに流出するという事件が起きた。結局、Slock. it の共同創業者らが、流出したイーサを DAO トークン保有者に回復させたため、DAO トークン保有者の損失の発生は回避できた。

⁵ 中央管理者（人間）がおらず一定のプロトコル（規約）に則って運営が行われる組織のこととされる。

(3) SEC の判断

上記の事件に関し SEC は、証券法違反の疑いで調査（前述の DAO トークンが、証券法の「証券」に該当するか否かなど）を実施した。ある権利が、証券法第 2 条 (a) (1) の「証券」に該当すれば、証券法が適用され、証券の発行者として、特段の免除要件が適用されない限り、証券の募集・売出しにつき登録が求められることになる。

この「証券」の定義の一つに「投資契約」(investment contract) が含まれている。「投資契約」とは、Howey 事件⁶判決によると、他者の経営努力により、利益を得る合理的な期待をして共同事業に資金を出資することとされており、その判断は、取引の形式ではなく実質で判断するものとされている (Howey テスト)。

SEC は、この Howey テストを前述のような仕組みになっていた DAO トークンについて検証し、その結果「投資契約」に該当するので、証券法上の「証券」に当たると判断した。具体的には以下の通りである。

資金の出資

まず、「資金の出資」に関し、判例によると、必ずしも現金（法定通貨）の形態をとる必要はないとされている。従って、投資家が仮想通貨イーサを使って投資を行い、その引き換えに DAO トークンを受け取るという形態の投資も、Howey テストのもとでは、「資金の出資」に当たるとしている。

利益を得る合理的な期待

次に、「利益を得る合理的な期待」についてみると、①DAO トークンを購入した投資家は、共同事業に投資し、DAO トークンと引き換えに The DAO のイーサリアムブロックチェーンアドレスにイーサを送った際に、その事業を通じて利益を得ると合理的に期待していた、②Slock.it とその共同創業者の販促資料によると、The DAO は投資された資金をプロジェクトに出資することを目的とした営利事業体であるとされていた、③イーサはプールされ、DAO がプロジェクトに出資するために利用可能であった、④プロジェクトは、コントラクター (Contractors) により提案されていた、⑤そのプロジェクトがキュレーター (Curators)⁷と呼ばれる個人によりホワイトリストに登録された場合、DAO トークン保有者は、The DAO がそのプロジェクトに出資すべきか否かにつき投票できた、⑥プロジェクトの条件により、DAO トークン保有者はプロジェクトの潜在的な利益をシェアする立場にあった、といったことを考慮すると、合理的な投資家は、少なくとも部分的には、The DAO へのイーサの投資により、利益を得る合理的な期待を有していたであろうと結論付けた。

⁶ Howey 社が関係会社に果樹園を運営させ、そこからの配当を投資家に支払うという契約が、投資契約に該当するかが争点となった (SEC v. W.J. Howey Co., 328 U.S. 293(1946))。

⁷ Slock.it により選出された個人のグループ。

他者の経営努力からの利益の発生

「他者の経営努力からの利益の発生」に当てはまるかどうかは、Howey テストにおいて重要なポイントであったと考えられる。なぜなら、The DAO は「自律分散型組織」であるため、「他者の経営努力から」利益を得ているとはいえない可能性があったからである。しかしながら、SEC は、以下の2つの考慮事項をもとに、「他者の経営努力から利益が発生した」と判断している。

図表 1 他者の経営努力からの利益の発生

| 考慮事項 | 詳細 |
|--|--|
| <p>①. Slock.it とその共同創業者、DAO のキュレーターが事業にとって不可欠であったこと。</p> | <ul style="list-style-type: none"> ○ The DAO の投資家の利益は、Slock.it とその共同創業者、DAO のキュレーターなど、他者の経営努力から得られるものであった。 ○ The DAO を立ち上げ DAO トークンを発行するため、Slock.it は、DAO エンティティのビジョンなどを記載したホワイトペーパーを掲載した The DAO のウェブサイトを立て上げた。 ○ Slock.it は、DAO トークン保有者に投票や投資に関する情報を提供するためのオンラインフォーラムを管理していた。 ○ The DAO の創業者は、イーサリアムや The DAO が運営するブロックチェーンプロトコルの専門家として、彼らの専門知識と資格に基づいてキュレーターを選任したと投資家に伝えていた。 ○ The DAO の投資家は、Slock.it とその共同創業者、The DAO のキュレーターが The DAO の発売後に重要な経営努力を提供すると合理的に期待しており、彼らの専門知識に頼らざるを得なかった。 ○ Slock.it とその共同創業者が、以下の役割を担うキュレーターを選任した。 <ol style="list-style-type: none"> 1) コントラクターを吟味する。 2) 投票のための提案書を提出するか、また、提出時期を決定する。 3) 投票のために提出された提案の順序と頻度を決定する。 4) 特定の提案に対する投票を成功させるために必要なデフォルト定足数を半分にするか否かを決定する。 |
| <p>②. DAO トークン所有者の議決権は限定的であったこと。</p> | <ul style="list-style-type: none"> ○ DAO トークン所有者に付与された議決権は、(1) キュレーターに審査された提案にのみ投票できるものであり、大部分が形式的な権利であった、(2) DAO トークン所有者は広く分散しており、互いにコミュニケーションをとることに限界があったことから、所有者が共同で事業に意味のある支配権を行使することが困難な権利であった。 |

(出所) SEC 報告書より大和総研作成

報告書では、以上により「投資契約」に当たり、このため DAO トークンが「証券」に該当し、証券法が適用されるとした。その上で、The DAO は（法人格を持たない組織であるものの）、証券の発行者として、免除要件が適用されない限り、証券の募集・売出しにつき登録をする必要があった（証券法 5 条）ところ、本件では、登録がなかったとし、証券法 5 条に反するものとした。もっとも、本件における事実と状況に照らし、SEC は The DAO を提訴せず、業界および市場関係者に注意喚起するに留めている。本件を契機に、SEC は特段新たな規制を定めたわけではなく、今後も現行の規制の枠内で ICO を監督していくことを示したものと見える。

SEC の投資家向け注意喚起 (Investor Bulletin)

SEC は、上記の報告書の公表と同日の 2017 年 7 月 25 日に、ICO 参加者の潜在的なリスクについて注意喚起 (Investor Bulletin) を行った⁸。この情報提供では、投資家が ICO へ参加 (投資) を決定する際の考慮事項 (図表 2) を示している。

図表 2 投資家が ICO へ参加 (投資) を決定する際の考慮事項

| 考慮事項 | 詳細 |
|--|--|
| ○ 事実や状況により、オフリングは、証券の募集・売出しに該当する場合があること。 | ○ その場合、仮想通貨あるいはトークンの募集・売出しについて、SEC に登録されるか、または登録の免除を受けているか。ICO に投資する前に、仮想通貨またはコインが証券であるか否か、またそれらの発行者が SEC に登録済かを考慮する。登録に関する留意事項は以下の通り。 <ul style="list-style-type: none"> SEC にオフリングが登録されている場合は、EDGAR(※1)を通じ SEC のウェブサイトから情報(届出書または Form S-1 など)の確認が可能。 プロモーター(promoter)が、オフリングに関して登録が免除されていると述べ、かつ、投資家が適格投資家でない場合、特に注意を要する。多くの免除規定には純資産または収入要件がある。 ICO は、クラウドファンディング契約とされることもあるが、クラウドファンディング規制の要件または一般的な連邦証券法を遵守して、募集・売出しが行われていない可能性がある。 |
| ○ 投資資金の用途や、仮想通貨またはトークンにいかなる権利が付与されるのかを確認すること。 | ○ ICO への参加(投資)に当たって、投資家はプロモーターが明確なビジネスプランを持っているのか、トークンまたはコインに対して投資家に付与される権利は、ホワイトペーパーや開発ロードマップに明確に定められているのか、確認すべき。特に、返金してもらいたい場合に返金できるようにその時期、方法について具体的に確認すべき。例えば、トークンやコインを会社に戻してもらい権利、または払い戻しを受ける権利があるか。コインまたはトークンを転売できるか、転売する権利に制限があるか、などについて具体的に確認すべき。 |
| ○ 仮想通貨またはコインが証券に当たる場合、連邦・州の証券法によると、投資の売出し、取引、助言を行う投資専門家やその会社は、免許または登録が求められること。 | ○ SEC が提供する投資家教育専門のウェブサイト(Investor.gov)にアクセスして、これらの投資専門家の登録状況やバックグラウンドの確認が可能。 |
| ○ 公開性、サイバーセキュリティ等 | ○ ブロックチェーンが公開され、誰でも利用可能か否か。 ○ コードが公開されているか、独立したサイバーセキュリティ監査が行われているか。 |
| ○ 詐欺師は、イノベーションと新技術を使用して不正な投資スキームを作り出すこと。 | ○ 詐欺師は、高い投資利益を約束または保証し、ICO 投資の「機会」を最先端の世界に入る方法だとして、執拗に勧誘することで投資家を誘惑する可能性がある。投資家は、専門用語が多く含まれた売り込 |

⁸ https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ib_coinofferings

| | |
|-----------------------|--|
| | みや、強引な売り込み、そして超過リターンの約束を常に疑うべき。一見、素晴らしいものに見えて、実際には詐欺である可能性が高い ICO を作り出すためにブロックチェーン技術を使用することは誰にとっても比較的容易である。 |
| ○ 詐欺、技術的欠陥、ハッキング等の可能性 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 仮想通貨、仮想通貨またはコインを保有する仮想通貨取引所やその他エンティティは、詐欺、技術的欠陥、ハッキング、またはマルウェア(malware)(※2)の影響を受ける可能性があること。 ○ 仮想通貨または仮想通貨は、ハッカーによって盗難される可能性がある。 |

(※1) SEC の電子情報開示システム (Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval) のこと。

(※2) 不正かつ有害な動作を行う意図で作成された悪意のあるソフトウェアや悪質なコードの総称とされる。

(出所) Investor Bulletin より大和総研作成

また、SEC は、ICO には特有の課題（図表 3）があり、また、その課題がある故に、投資家が詐欺や盗難の被害にあった場合、その被害からの救済が制限される可能性があることを指摘している。このため、SEC は、高い投資利益を保証する取引、依頼していないにもかかわらず行われる一方的な勧誘、無許可・無登録の業者からの販売などで、投資詐欺の被害を受けることのないよう警告を発している。

図表 3 ICO 特有の課題

| 課題 | 内容 |
|---------------|---|
| 資金の追跡の困難性 | 伝統的な金融機関（銀行など）は、ICO や仮想通貨取引に関与していないことが多く、資金の流通経路を追跡することをより困難にしている。 |
| 国際的な情報収集 | ICO と仮想通貨取引とユーザーは世界中に拡大している。SEC は定期的（国境を越えた契約などを通じて）海外から情報を入手しているが、SEC がどのように情報を使用するかについての制限があり、情報収集に時間がかかることがある。いくつかのケースでは、SEC は海外にいる個人またはエンティティから情報収集ができない可能性がある。 |
| 中心となる規制当局の不存在 | 仮想通貨のユーザー情報を収集する、中心となる規制当局が存在しないため、SEC は一般に、この種の情報のために他の情報源に依存しなければならない。 |
| 仮想通貨の凍結または保護 | 法執行当局は、仮想通貨で保有されている投資家の資金を凍結または保護することが困難な場合がある。仮想通貨ウォレットは暗号化されており、銀行や証券会社の口座に保管されている資金とは異なり、仮想通貨は第三者の保管機関によって保管できない。 |

(出所) Investor Bulletin より大和総研作成

終わりに

2017 年 10 月 17 日、米国商品先物取引委員会（CFTC）は、仮想通貨に関する報告書（委員会自体の公式見解ではない）を公表し、仮想通貨トークンは一定の事実および状況に応じて、「商品」

あるいは「デリバティブ契約」に該当し、CFTCの監督対象となる可能性がある旨指摘した⁹。また、この指摘は、前述のSECのThe DAOに関しての判断と矛盾するものではないとしている。

また、SECのクレイトン委員長は、ICOに対しより厳格に対応する旨を述べており、ICOを実施し米国で資金調達を行う事業に対して、SECへの登録や投資家への広範な開示を義務付ける可能性があることを示唆している¹⁰。現状では、ICOの活用方法やスキームに定型がないため、その活用方法やスキームによっては、証券や商品デリバティブに関連する法令以外の法令との関係が問題になる可能性もあるだろう。

日本では2016年に資金決済法が改正され、仮想通貨交換業に係る制度整備が行われた¹¹が、ICOに関する規制は明確には盛り込まれなかった（なお、2017年10月27日に日本の金融庁は、ICOに関する利用者及び事業者に対する注意喚起を行っている¹²）。SECが投資家保護を図りつつ、新たな資金調達手段としてのICOをどのように許容し、対応していくのかについては、日本においても参考になり得るため、引き続き、その議論には注目する必要があるだろう。

⁹ <http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr7631-17>

¹⁰ 2017年11月9日付、WSJ電子版。

¹¹ 日本における仮想通貨に対応する資金決済法等の改正については、横山 淳「仮想通貨を巡る制度整備」（2016年5月20日付大和総研レポート）を参照。

http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/financial/20160520_010904.html

¹² ICOの仕組みによっては、資金決済法や金融商品取引法等の規制対象になり得るとしている。

http://www.fsa.go.jp/policy/virtual_currency/06.pdf