

2019年6月17日 全7頁

SEC、デジタル資産に関する枠組みを公表

デジタル資産の「証券」該当性判断に関する分析ツール

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]

- 2019年4月3日、SEC（米証券取引委員会）は、ICO トークンなどのデジタル資産が有価証券、とりわけ「投資契約（investment contract）」に該当するかを判断する際に用いるフレームワーク（Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets）を公表した。
- SEC の声明によると、本フレームワークは一定のデジタル資産が「投資契約」に該当するか、すなわち、連邦証券法上の「証券」に該当するかについて、市場参加者が判断するための分析ツールであるとしている。
- 公式には、本フレームワークは、法律や SEC 規則などの規制ではなく、あくまでも SEC スタッフの見解を表明したにすぎないものと位置づけられている。SEC 自身はその内容を肯定も否定もしない立場とされている。フレームワークの内容は、これまでの SEC のデジタル資産に関する措置や SEC 職員などが公表した声明などと重なるものではある。市場参加者にとっては今後の実務の判断材料になるとともに、SEC や裁判所が今後の様々な判断、措置の際に利用する可能性はあるだろう。

はじめに

2019年4月3日、SEC（米証券取引委員会）は、ICO トークンなどのデジタル資産が有価証券、とりわけ「投資契約（investment contract）」に該当するかを判断する際に用いるフレームワーク（Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets）を公表した¹。SEC の声明によると、本フレームワークは一定のデジタル資産²が「投資契約」に該当するか、すなわち、連邦証券法上の「証券」（security）に該当するかについて、市場参加者が判断する

¹ <https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets>

² フレームワークでは、デジタル資産を「分散台帳またはブロックチェーンテクノロジーを使用して発行、譲渡される資産で、いわゆる『仮想通貨』、『コイン』、および『トークン』などが含まれる」としている。

ための分析ツールであるとしている³。

公式には、本フレームワークは、法律や SEC 規則などの規制ではなく、あくまでも SEC スタッフの見解を表明したにすぎないものと位置づけられている。SEC 自身はその内容を肯定も否定もしない立場とされている。

ただ、フレームワークの内容は、これまでの SEC のデジタル資産に関する措置や SEC 職員などが公表した声明⁴などとも重なるものである。市場参加者にとっては今後の実務の判断材料になるとともに、SEC や裁判所が今後の様々な判断、措置の際に利用する可能性はあるだろう。

投資契約 (investment contract) とは

連邦証券法には「証券」が定義されており、株式や債券などの金融商品の他に、「投資契約 (investment contract)」が含まれる。従来存在しない新しい、独特な商品や仕組みについては、通常、「投資契約」に当たるかが判断され、連邦証券法の適用の有無が決められる。「投資契約」は、非常に広範な商品や仕組みを含む概念であるといえる。

この「投資契約」に該当するかは、Howey 事件⁵判決によると、①他者の努力により、②利益を得る合理的な期待をして、③共同事業に、④資金を出資する、という 4 つの要素で検討し、取引の形式ではなく実質で判断するとしている (Howey テスト)。

SEC はこれまで ICO トークンが発行された複数のケースにおいて、そのトークンが「投資契約」に該当するかについて判断している。SEC が 2017 年 7 月に公表した「1934 年証券取引所法第 21 条 (a) に基づく調査報告書」(DAO レポート⁶) では、「投資契約」として募集・売出しが行われるデジタル資産については、当該取引の名称や用いられる技術にかかわらず、「証券」であるとされている。

以下ではフレームワークについて概説する。フレームワークでは投資契約の上記③と④の要素について、多くのデジタル資産の募集や売出しのケースで満たされるものであるとして、詳細な説明はなされていない。一方、①と②の要素、すなわち「他者の努力により利益を得る合理的な期待」については、詳細な説明がなされている。

³<https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-framework-investment-contract-analysis-digital-assets>

⁴ なお、仮想通貨のうちビットコインやイーサについては、連邦証券法の「証券」ではないとの SEC 職員の見解が示されている。他方、米商品先物取引委員会 (CFTC) はビットコインなどの仮想通貨について、商品取引所法の「コモディティ」であると判断している。

⁵ 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契約が「投資契約」に該当するかが争われた事件 (SEC v. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946).)

⁶ DAO レポートでは、仮想組織 (virtual organization) の“The DAO”が募集・売出しを行ったトークンが、一定の場合には 1933 年証券法の「証券」に該当し、「証券」に該当する場合、免除要件を満たさない限り、発行体は SEC への登録が必要となる場合があるとの見解が示された。DAO レポートについては、鳥毛拓馬「ICO に関する SEC の規制対応」(2017 年 12 月 7 日付大和総研レポート)。

https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20171207_012532.html

1. 他者の努力への依存

フレームワークでは、デジタル資産の購入者が他者の努力に依存しているか否かの判断に関して、次の2つの重要な論点に焦点を当てている。

- ・ デジタル資産の購入者は、アクティブ参加者⁷(Active Participant)が努力することに合理的な期待をしているか。
- ・ その努力は、重要な努力、すなわち事業の成否に影響を及ぼす本質的な経営努力か。

上記を踏まえフレームワークでは、次の特性が強ければ強いほどデジタル資産の購入者が「他者の努力」に依存している可能性が高いとしている。

- ・ アクティブ参加者がネットワークの開発、改善または強化、運用、促進に責任を負うこと。特に、ネットワークまたはデジタル資産がその意図された目的や機能を達成、保持するために必要なタスクをアクティブ参加者が実行、監督することについて、デジタル資産の購入者がアクティブ参加者に期待している場合。
- ・ 独立、分散したネットワークユーザーコミュニティ(一般に「分散型」ネットワーク)ではなく、アクティブ参加者により実行され、または実行されることが期待される必須のタスクまたは責任があること。
- ・ アクティブ参加者がデジタル資産の市場やデジタル資産の価格を形成、支援すること。具体例として、アクティブ参加者がデジタル資産の作成および発行を管理したり、デジタル資産の買戻しを実施するなど、その需給を調整したりすることにより、デジタル資産の市場価格を支えるための措置を講じること。
- ・ アクティブ参加者がネットワークやデジタル資産の継続的な開発において、主導的、中心的な役割を果たすこと。
- ・ アクティブ参加者がネットワークやデジタル資産が表章する権利に関する決定や判断を行う上で継続して管理的役割を果たすこと。
- ・ アクティブ参加者が自らの利益を促進し、ネットワークまたはデジタル資産の価値を高める努力をすることに対して、購入者が合理的に期待できること。

なお、フレームワークでは、当初「証券」として売出されたデジタル資産が、その後に募集、売出しされる際には、以下の事項などを踏まえて改めて「証券」か否か再評価すべきとしている。すなわち、当初は「証券」に該当しても、時の経過によって、場合により「証券」に該当

⁷ アクティブ参加者とは、フレームワークによれば、事業の発起人や創業者などのプロモーター (promoter)、スポンサー、その他の第三者 (関連する第三者グループ) で、事業成功のために経営努力をする者と広く定義している。

しなくなる場合があることを示している。

- ・ アクティブ参加者の努力がデジタル資産への投資価値にとって引き続き重要か。
- ・ 購入者が、アクティブ参加者に不可欠な努力を実行することを、もはや合理的に期待しないような方法で、デジタル資産のネットワークが作動しているか。アクティブ参加者の努力が事業の成否にもはや影響を与えていないか。

2. 利益を得る合理的な期待

フレームワークではデジタル資産の証券該当性を判断するに際し、購入者が合理的な利益を得られる見込みがあるか否かについて検討する必要があるとしている。そして、デジタル資産が、インフレ傾向や経済環境などの外部的環境によりその価格が上昇したとしても、通常、Howeyテストでいうところの「利益」があるとはみなされないとしている。具体的には、以下のような特徴などがあれば、購入者は合理的な利益を得る可能性が高くなるとしている。

- ・ デジタル資産の保有者が事業からの利益を得る権利や、デジタル資産の評価額上昇による利益を実現する権利を取得すること。
- ・ デジタル資産が流通市場やプラットフォームを通じて実際に取引され、または、将来取引されることが期待されること。
- ・ アクティブ参加者の努力によりデジタル資産の評価額が上昇し、その結果、デジタル資産の購入者が資産からリターンを得られると合理的に期待できること。
- ・ デジタル資産が、商品またはサービスの予想されるユーザーのみではなく、潜在的な購入者に広く提供されていること。
- ・ デジタル資産の価格と、デジタル資産との交換で取得できる特定の商品、サービスの市場価格との間に、明確な相関関係がほとんどないこと。
- ・ デジタル資産が通常取引される数量、金額と、一般的な消費者が使用、消費のために購入するもので、デジタル資産との交換などが可能な商品、サービスの金額との間に、明確な相関関係がほとんどないこと。
- ・ アクティブ参加者が機能的なネットワークやデジタル資産を確立するために、必要な額を超える額の資金調達をすること。
- ・ アクティブ参加者が、公衆が保有しているデジタル資産と同じクラスのデジタル資産を保有していることにより、自らの努力からベネフィットを得られること。
- ・ アクティブ参加者がネットワークやデジタル資産の機能、価値を高めるために、事業収益から得られた資金の使用を継続すること。
- ・ 以下などを前提として、デジタル資産が直接、間接に販売されていること。

- 現在利用可能な商品やサービスを既存のネットワークで使用するためにデジタル資産が販売されるのではなく、事業を構築するという明示または黙示の約束があること。
- デジタル資産が販売された後、直ちに転売可能であること。
- デジタル資産の取引市場の利用可能性があること。特に、アクティブ参加者が明示的または黙示的にデジタル資産の取引市場の創設または支援を約束していること。

なお、フレームワークでは「他者の努力への依存」の場合と同様に、「利益を得る合理的な期待」についても、当初、「証券」として売出されたデジタル資産がその後に募集、売出しされる際には、以下の事項などを踏まえて、改めて「証券」か否か再評価すべきとしている。ここでも、当初は「証券」に該当しても、時の経過によって、場合により「証券」に該当しなくなる場合があることを示している。

- ・ アクティブ参加者の継続的な開発努力がデジタル資産の価値を決定するための重要な要素になることについて、デジタル資産の購入者が合理的な期待をしているか。
- ・ デジタル資産の価値と、交換される可能性のある財またはサービスの価値が直接的かつ安定的な相関関係を有するか。
- ・ デジタル資産の保有者が、その意図された機能（例えばネットワークまたはプラットフォーム上で商品やサービスを取得するなど）でデジタル資産を使用できるか。
- ・ アクティブ参加者が、重要な非公開情報にアクセスできなかったり、デジタル資産に関する重要な内部情報を持っていないとみなされるか。

3. その他の考慮事項

これまで連邦裁判所は、「他者の努力により利益を得る合理的な期待」があるかを判断する際に、取引の形式ではなく経済的実態があるかどうかについて着目してきた。例えば、当該商品の購入が購入者にとって投資目的ではなく、主に使用、消費目的である場合には、Howey テストのもとで経済的実態からして「投資契約」に該当しないとの判断をしてきた。

この点に関して、フレームワークでは以下の要素などが強ければ、「購入者にとって使用、消費のために販売されている」とされ、「証券」に該当すると判断される可能性が低くなるとしている。

- ・ 分散台帳ネットワークやデジタル資産が完全に開発され、運用されていること。（デジタル資産の販売によって調達した資金を使って、これから開発、運用するわけではない。）
- ・ デジタル資産がそのネットワーク上でのみ使用することができること。
- ・ デジタル資産の価値が上昇する可能性が限定されていること。

- ・ デジタル資産がいわゆる仮想通貨である場合には決済に用いることができるなど、法定通貨の代わりとして機能すること。
- ・ デジタル資産が商品またはサービスに対する権利を表章する場合には、開発されたネットワークやプラットフォーム内で商品またはサービスを取得または使用するために交換することができること。
- ・ デジタル資産の用途に合致した譲渡制限が課されており、投機的市場を促進するものではないこと。

もっとも、デジタル資産がネットワーク上の商品またはサービスの購入に使用でき、そのネットワークまたはデジタル資産の機能が開発または改善されている場合であっても、以下の要素があれば「証券」取引に該当する場合があるとしている。

- ・ デジタル資産が商品、サービスの価値に対してディスカウントされて購入者に募集、売出しされていること。
- ・ デジタル資産の合理的な利用目的を超える数量が購入者に募集、売出しされており、転売が制限されていないこと。

SEC への登録が不要とされたデジタル資産の取扱い

フレームワーク公表日と同日に、SEC のコーポレートファイナンス部門は、連邦証券法に基づく登録をせずにトークンの募集・売出しを実施するケースに関して、初めてのノーアクションレター⁸を公表した⁹。

これは航空機のチャーターサービスを提供する TurnKey Jet, Inc. (TKJ 社) が、チャーター料の支払いなどに用いることができるブロックチェーンベースのデジタル資産 (トークン) を、連邦証券法の登録をせずに募集、売出しすることについて、SEC に対し予め執行措置を執らないことを求めた案件である。

同社が提案した仕組みは、①ブロックチェーンネットワークを介して、航空機のチャーターサービスに利用可能なトークンを個人や法人に販売する会員プログラムを創設、管理する。②トークン購入者は、会員プログラムに参加できる。③トークンを購入し航空機チャーターを利用する者は、フライト代金とトークンを引き換えることができる、というものである¹⁰。

SEC のコーポレートファイナンス部門は、前述のフレームワークに照らして主に以下の判断要素をもとに、TKJ 社の SEC 登録をしないトークンの募集・売出しに関して、SEC に執行措置を求

⁸ SEC スタッフが、個人や団体からの申請に応じて、特定の規則などの解釈に関して見解を表明するもの。

⁹ <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/2019/turnkey-jet-040219-2a1.htm>

¹⁰ <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/2019/turnkey-jet-040219-2a1-incoming.pdf>

めないと判断付けた。

- ・ TKJ 社は、トークン販売から調達した資金を自社のプラットフォーム、ネットワーク、アプリケーション開発のためには使用しない。これらプラットフォームなどは、トークンが販売される時点で既に開発、運用されている。
- ・ 同社のトークンは、販売された時点でエアチャーターサービスの購入が可能であり、すぐに使用することができる。
- ・ トークンは同社のウォレットでのみ譲渡可能であり、プラットフォームの外で使用することはできない。
- ・ トークンは1個につき1ドルで販売される。その価格はプログラム実施中は固定され、市場価値が上昇する可能性はない。
- ・ 各トークンは1トークンあたり1ドルで、エアチャーターサービスを提供するというTKJ社の義務を表章する。

SEC は、引き続きフレームワークの内容を改定することを想定

今回のフレームワークの内容は、これまでの SEC のデジタル資産に関する措置や SEC 職員などが公表した声明などと重なるものであるとされる。デジタル資産の発行者にとっては、今後発行するデジタル資産が「証券」に該当するか否かを判断する際の一助にはなるであろう。一方で、フレームワークはあくまでも概括的な要素を示したにすぎないものであるため、市場参加者は引き続き証券該当性の判断に当たって、フレームワークを参考にしつつ、SEC と慎重に対話することが求められるだろう。SEC としてもそういった対話や実務での判断を通じて今後のデジタル資産の発展に伴う新しいケースに対応し、フレームワークの内容を改定していくものと思われる。

なお、日本では、2019年5月31日に ICO (Initial Coin Offering) に対する規制の整備等を含む資金決済法等の改正法が成立している。これにより、いわゆる投資型の ICO トークンの発行者が、原則、金融商品取引法上の開示規制の対象とされることとなった¹¹。

米国では、前述の通り 2017年7月に SEC が ICO により発行されるトークンが、連邦証券法の「証券」に該当し、証券法の適用があり得るとの見解を示している。したがって SEC は約2年間、複数のケースにおいてその実務的判断を蓄積してきているといえる。日米の法体系は異なるので一概には言えないことがあるものの、SEC のこれまでの対応や今回のフレームワークは、日本の市場関係者にとっても今後次々と誕生することが想定される様々なタイプのデジタル資産に関し、その証券該当性を判断する際の実務の参考になることはあり得るだろう。

¹¹ 同法の概要については、横山淳「資金決済法等改正法 暗号資産交換業者規制の見直し」(2019年6月13日付大和総研レポート)。

https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/regulation/20190613_020844.html