

代替的資金調達手段としての ICOについて考える

ICOは投資なのか、 それとも消費やサービスの受領なのか

東京大学公共政策大学院では、金融実務家・法曹・研究者・政策担当者からなる「金融資本市場のあり方に関する産官学フォーラム」を開設し、金融資本市場をとりまく諸課題について定期的に議論を行っている。本稿では、ICO（イニシャル・コイン・オファリング）をテーマとした第3回フォーラムの概要を紹介する（注1）。

東京大学客員教授

（野村総合研究所）

大崎 貞和

東京大学客員教授

（西村あさひ法律事務所）

小野 傑

東京大学公共政策大学院特任教授

湯山 智教

基調報告の概要

(1)代替的資金調達手段としての
ICOの状況（岩下直行氏）

ICOとは、企業等が電子的にトークン（証券）を発行して、公衆から資金調達を行う行為の総称とされる（注2）。最近の例を見ると、Telegram社が1900億円程度、そのほかでも1

00億円以上の資金調達を行っており、今年4月までにICOによる調達は累計で1兆円を超え、ICOブームが継続している。ICOは、「ERC-20」という技術標準を利用するものがほとんどで、その基盤となる「イーサリアム」の価格高騰が、昨年の仮想通貨相場全体の高騰のきっかけとなった。昨年は、とにかくICOトークンさえ買えば大儲けできるといいう市場環

境であり、昨年第1四半期に売り出されたICOトークンを年末まで持っていたら平均で18倍にも上昇した。ただし、発行してからしばらく経過したあとの騰落率を見ると、マイナスとなっているものも結構ある。ICOで資金調達して大変すばらしいプロダクトが作られているのであれば、代替的資金調達手段として認め、制度化しようという議論があってもよいと

思うが、ある調査によれば、ならかのプロダクトを作った人は一握り（6%）にすぎず、過半（56%）の人は何も作っていない。ICO発行に際してホワイトペーパーが出されるが、通常のIPOならば目論見書に事実反することが書かれていれば、損害賠償責任を負うが、ホワイトペーパーについてはなんら責任も負わないのが現状だ。当然、ICOへの規制を求め

代替的資金調達手段としてのICO

〔図表〕 第3回「金融資本市場のあり方に関する産官学フォーラム」出席者 (50音順)

有吉尚哉	西村あさひ法律事務所 弁護士 (報告者)
今泉宣親	金融庁総務企画局政策課政策管理官
岩澤誠一郎	名古屋商科大学経済学部 教授
岩下直行	京都大学公共政策大学院 教授 (報告者)
大崎貞和	東京大学客員教授 (野村総合研究所) (報告者)
小野 傑	東京大学客員教授 (西村あさひ法律事務所)
金澤浩志	中央総合法律事務所 弁護士
川井洋毅	東京証券取引所 執行役員
神作裕之	東京大学大学院法学政治学研究科 教授
黒田真一	みずほ証券 市場情報戦略部 上級研究員
小出 篤	学習院大学法学部法学科 教授
幸田博人	みずほ証券 理事 (前代表取締役副社長)
後藤 元	東京大学大学院法学政治学研究科 准教授
保田隆明	神戸大学大学院経営学研究科 准教授
堀 天子	森・濱田松本法律事務所 弁護士
松本 大	マネックス証券 代表取締役社長
森本紀行	HCアセットマネジメント 代表取締役社長
安田洋祐	大阪大学経済学部 准教授
油布志行	金融庁総務企画局 参事官
湯山智教	東京大学公共政策大学院 特任教授 (司会)

る議論は盛り上がり、例えば中国は昨年9月にICOを全面的に禁止にした。日本の当局も当然注意喚起を行った。こうしたなか、ベネズエラの発行したペトロ (Petro) という中央銀行デジタル通貨が、実はERC-20トークンであり、国家によるICOだったことが事態の深刻さを象徴している。ベネズエラは米国から経済制裁を受け、その通貨価値は前年対比25分の1

に下落していたにもかかわらず、ICOの中でも最大の50億ドルを調達した。同じことを北朝鮮やイランが行ったらどうなるのかという話をよくするが、残念ながら止められない。個人が直接ペトロの発行元のWEBサイトで簡単に買ってしまうので、金融当局・政府は金融機関を介して牽制することができない状況である。この点は、他のICOにも同様のことが言え、

注意を要するところだろう。

(2) ICOに対する金融規制適用に関する考察 (有吉尚哉氏)

ICOは、規制の適用関係の観点から、大きく六つの類型に整理することができる。まず、①仮想通貨型であり、トークンの保有者に特別の権利はなく、決済・交換の利

用に限定される。また、仮想通貨型から派生し、②会員権型として、トークンの保有者は、発行者の提供するサービスを利用したり、優遇措置を受けたりできるもの、③期待権型として、トークンの保有者に将来的になんらかの恩典の提供が期待されているが、その内容は未確定であり、実施も保証されていないものがある。

以上の3類型については、発行されるトークンが、資金決済法の仮想通貨の要件に合致する場合、基本的には仮想通貨交換業の対象になり、発行体は金融庁への登録を行うか、他の仮想通貨交換業者に販売勧誘を委ねることが必要になる。このため、日本でICOを行うのはなかなか

か難しいのが現状である。なお、仮想通貨型と会員権型、期待権型をまとめて説明したが、後者二つも仮想通貨に該当しない限り、会員権・期待権といった性質それ自体は規制の対象になるものではない。

このほか、④法定通貨型として、価値が法定通貨にひもづいているトークンは、仮想通貨には該当しないので、仮想通貨交換業の規制の対象にはならないが、金銭による払戻しを行うことは出資法に基づく預り金規制や、銀行法・資金決済法に基づく為替取引規制の対象となる可能性がある。また、⑤ファンド型として、トークンが、金融商品取引法(以下、金商法)の集団投資スキームの持分に該当するものもある。法文上、「金銭等」を出資または拠出するといふことが集団投資スキーム持分の要件になっているが、この「等」の中に仮想通貨は入っていない。このため、出資者が仮想通貨を拠出し、収益を出資者に分配するスキームは、文言上、金商法の規制対象ではないようにみえるが、形式解釈にすぎず、

法令改正により規制対象となる可能性もあると思われることを指摘しておきたい。

そして、⑥商品券型として、トークンが商品券や電子マネーのような性格を持つものがあるが、発行者としての前払式支払手段に関する規制が適用される可能性はある。その場合、発行者だけで使用できるのか（自家型）、第三者に対しても商品券的なものとして使用できるのか（第三者型）によって規制が変わることになる。

(3)米国におけるICOの規制 (大崎貞和氏)

米国では、現在、証券取引委員会（SEC）が、特に詐欺的なICOに対する積極的な取り締まりを行うとともに、詐欺的でないICOに関しても一定の節度ある対応をするように促している。ICO全体に対して、SECの現在の考え方は、いわゆるハウイー（Howey）基準のつとって、基本的には連邦証券法の規制対象となる有価証券に該当すると判断している。ハウイー基準とは、①資金の拠

出、②共同の事業、③収益獲得の期待、④収益獲得がもたらす資金拠出以外の他人の努力によること、の四つの要件が満たされる場合、連邦証券法の規制を受ける「投資契約」となるといふものである。

非常に興味深いのは、SECにはICOを全面的に禁じる意図はなく、勧誘対象を限定した「私募」を行うか、登録届出書を提出して完全な情報開示を行う方向に誘導しているようにみえることである。私募に関するレギュレーションDは、適格投資家および35名以内のその他投資家に対する無登録証券の売付を認めており、適格投資家には銀行・機関投資家などに加え、発行者の役員、純資産100万ドル超の個人投資家等も含まれ、わが国の「プロ私募」よりもかなり広い概念となっている。

実際、2018年に適格投資家向けのICOが急速に増え、例えばTelegram社はレギュレーションDに依拠しながら累計17億ドルという過去最大のICOを実施した。報道によれば、最低出資額は50万ドルとも言われ

ており、シリコンバレーの著名VCなどが投資したとされる。この種の適格投資家に限定したICOは、「STO (Security Token Offering)」と呼ばれるなど、興味深い。

フリーデイスカッション における主な論点

以下では、フリーデイスカッションにおける興味深い論点についていくつか紹介する。

(1)金商法等の対象とすべきか

資金提供者から見て、ICOを投資ととらえるか、そうではなく消費やサービスの受領ととらえるかにより、規制のあり方は大きく変わりうる（神作氏）。投資の場合、金商法等の法令により開示義務や説明義務が生じ、公正な価値は何かといった概念が生じる一方で、非投資の場合には、それらは原則として問題にならない。物やサービスの世界には説明義務や公正な価値といったものは基本的にはないためである（今泉氏、小野氏、神作氏、小出氏、堀氏ほか）。もっとも、投資ならば、投資に値

するから行われるはずであるが、ICOにはその本源的価値を見いだせず、価値分析を行うことができないのが難点である（有吉氏、森本氏）。

それでは、もし投資ととらえる場合、金商法等との関係をどう考えるべきか。まず、ICOに際し、仮想通貨で投資する場合、「金銭等」の出資に該当せず、形式上、金商法上の集団投資スキームには該当しない。しかしながら、実質的には、イーサリアムなどはいつでも金銭に替えられるため、形式的な解釈は望ましくなく、いずれ規制対象になると考えられる（有吉氏、小出氏）。また、仮想通貨に適用される資金決済法は、投資家保護の面では弱く、この点からも金商法の規制をかけるべきではないか（小出氏）、ICOについても、発行後の流通市場での規制適用の必要性について留意したほうがよいだろう（黒田氏）。また、現状、最後に保有していた者がババを引く状態にあり、なぜICOを、私権を表章している有価証券ではなく「無価証券」にしているかと言

代替的資金調達手段としてのICO

えば、明らかに金商法の適用を回避するためなので、実態としては大きな問題だろう（岩下氏）。

(2) ICOを行う業者がIPOで資金調達を行わない理由

なぜ、ICOを行う業者が、普通にIPOで資金調達をしないのかといった観点からの議論も活発に行われた。まずIPO規制が重過ぎるという面が考えられるが、そうだとした場合も仮想通貨技術、ブロックチェーン技術を使っているというだけで優遇する必要性はなく、例えば、適格機関投資家スキームのような特別な枠組みで、もっと緩い規制もありうるのではないかと（後藤氏）。他方で、IPOはスタートアップに成功した企業の成功報酬的な側面が強いのに対し、ICOは、事業を始める前の構想段階でタネ銭を得ることができるといった側面を持っている。そのため、うまく機能すれば、ベンチャーキャピタルが対応できない部分をICOで補えることができ、最初のタネ銭としてのポテンシャルは大きい

(3) ICOのポジティブな側面をどうとらえるか

ICOを投資と考えると、個人が関わるものととらえれば、どうしても投資家保護の側面に注目が集まるが、資金調達手段としてのポジティブな側面にスポットを当ててみてもよいのではないかとの議論も活発に行われた（岩澤氏、保田氏、堀氏、松本氏、安田氏）。まず、ICOは負債（借金）でもなく、増資でもないから、バランスシートは傷まず、希薄化も起きないメリットがあり、ベンチャー企業のアイナンスにとって有効かもしれない（堀氏、松本氏）。また、わが国では、安全なプロジェクトにはばかり資金がつきやすい体質がある中で、いま世界では、失敗するプロジェクトをいくつ回せるか、その中でいくつかの破壊的なイノベーションを生み出せるかといったフェーズに入っている。そのため、事前に市場として成立するかを心配し過ぎたり、詐欺的行為を事前規制で外したりするのはなく、

最低限の事前規制を入れて、あとは競争させ、自然淘汰させるという発想も考えられる（安田氏）。

投資家が個人となるとすぐに投資家保護の議論になりがちだが、米国では、最近の「regulation」社のICOが機関投資家を主な対象としたように、機関投資家やプロディーラーが仮想通貨やICOにかなり参入し、ファンD販売等を行っている。日本でも機関投資家やディーラーを誘導できれば、イノベーションも勘案したバランスの取れた議論ができるかもしれない（金澤氏、松本氏）。このほか、消費者と供給者の間のネットを通じたコミュニティを可能とする資金調達手段がICOの魅力であり、従来の金融市場における資金調達の発想と異なり、興味深い（保田氏）。

(4) 今後の対応・取組みの方向性

こうしたなかで、当局は、ICOをはじめとした仮想通貨に對して少なくとも2段階で対応しようとしており、まずは当面の仮想通貨に関する措置、そして

金融制度スタディグループで機能別の法体系を一から考えるというスタンスで臨んでいる（油布氏）。このほか、調達した資金は収益なのか、負債・資本なのか、在庫をどう監査すべきか、といった会計処理に係る解決すべき課題も多い（川井氏、堀氏、松本氏）。いずれにせよ、ICOに対するニーズと、その制度的な基盤や枠組みがうまくリンクしないと、この問題は前向きには取り扱えないだろう（幸田氏）。現実の動きが先にあるだけに、技術革新に後れをとらないよう、迅速かつバランスの取れた議論と仕組みづくりが進むことを期待したい。

（注）1 東京大学公共政策大学院のみずほ証券寄付講座「資本市場と公共政策」に開設。なお、資料・議事概要等は東京大学公共政策大学院ウェブサイト（<http://www.jpri.tokyo.ac.jp/CMP/Forum/2018-05-18/>）を参照されたい。

2 金融庁「ICO（Initial Coin Offering）について」利用者及び事業者に対する注意喚起」（17年10月27日）より抜粋。