

### 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」議事概要

※未定稿であり、今後、修正される可能性もあります。

#### ◎議題「代替的資金調達手段としてのICOについて」

#### ◎開催日時・場所

2018年5月18日（金）午後17時～20時

東京大学国際学術総合研究棟4階SMBCアカデミアホール

#### ◎出席者（50音順）

有吉 尚哉	西村あさひ法律事務所 弁護士（今回報告者）
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（今回報告者）
大崎 貞和	東京大学客員教授（野村総合研究所フェロー）（今回報告者）
小野 傑	東京大学客員教授（西村あさひ法律事務所弁護士）
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）

#### ◎議事次第

1. 全体挨拶  
（幸田博人 みずほ証券株式会社 理事・前代表取締役副社長）
2. 趣旨説明  
（小野傑 東京大学客員教授（西村あさひ法律事務所弁護士））
3. 基調報告
  - ①代替的資金調達手段としてのICOの状況について  
（報告者：岩下直行 京都大学公共政策大学院教授）
  - ②ICOに対する金融規制適用に関する考察

(報告者：有吉尚哉弁護士、西村あさひ法律事務所)

③米国におけるICOの規制

(報告者：大崎貞和 東京大学客員教授 (野村総合研究所フェロー))

4. 上記報告を受けたディスカッション

5. 総括 (神作裕之 東京大学法学政治学研究科教授)

(司会 湯山智教 東京大学公共政策大学院特任教授)

## ◎議事概要

※以下、発言録内においては敬称略。

### 1. 全体挨拶

(幸田博人 みずほ証券株式会社 理事、前代表取締役副社長)、

○幸田 みずほ証券の幸田です。どうぞよろしくお願いいたします。

今回、産官学フォーラムということで、第3回目となります。ご承知のとおり、第1回がロボアドバイザー、FinTechサービス、フィデューシャリー・デューティということでございましたし、2回目が日本版スチュワードシップ・コードと機関投資家のあり方ということで議論いたしました。いずれも金融資本市場のテーマの中ではそれなりに話題性がある、論点もおもしろいという中で、私自身の印象としても非常に活発な議論ができたのではないかと考えております。

今回のテーマは「代替的資金調達手段としてのICOについて」ということで、今まさに話題をにぎわしている仮想通貨をベースにした資金調達手段であります。金融庁におかれても研究会が設置されて、制度的対応を検討するための議論が始まっておりますが、いわゆるICOについては、グローバルであるとか、個人投資家も視野に検討すべきテーマで、論点が非常に多岐にわたっているという理解をしております。そういう観点でも、実効性がある枠組みとなると非常に難しいテーマではないかと思えます。

今までのところ、個人の投資家とか、あるいはベンチャー企業等の関心は高いということだろうと思えますけれども、我々を含めて、いわゆる既往の金融機関という意味においては、本件について慎重に対応しているのではないかと思います。今後の動向を見定めながら、どのようにかかわっていくのかということであろうと思えます。

今回のICOは、実務的な検討も含めて、今後どのように進められていくのかということでもありますけれども、ご承知のとおり、いわゆるアカデミズムサイドとしての法律あるいは経済の研究者の方々に加えて、当局あるいは我々みたいな金融実務家で今回の産官学フォーラムを行うということでもありますので、ぜひ専門的かつ多様な視点から有意義なディスカッションができればと思っております。ひとつよろしく願いできればと思えます。

## 2. 趣旨説明

(小野傑 東京大学客員教授(西村あさひ法律事務所代表パートナー))

○小野 小野です。このICOというテーマを考えたときは、まさに仮想通貨が大相場を迎えたころでございまして、ところが、その後、湯山先生に一生懸命準備していただいている過程においては世の中が大分変わってしまいました。私なんかは、ついテーマを変えましょうかみたいなことを言ってしまったりしていたのですけれども、コインチェック事件もすぐにほとぼりが冷めて、マネックスがコインチェックを買収したことをきっかけとして再び脚光を浴びるようになったということで、決して目の前のことにとらわれてはいけなと、みずから反省しているところでございます。つい先日の日経の報道でも、米国での発行の累計が昨年1年間よりも今年の5月までのほうが多いとか、米国という国のダイナミズムを大いに感じるところでございます。

制度面の議論とか、コインチェックの事件を踏まえてしまいますと、また詐欺的なものがあるのではないかという見方をしますと、どうしても制限的に考える傾向があるかもしれません。法制度を考えるときは、制限的というか、規制の議論ですから、それはやむを得ないのかもしれませんが、湯山先生にご準備いただきました本日議論いただきたい論点リストがお手元に配布されていますが、その中の丸の3つ目で、経済学的な視点から分析して有用性もあるはずであるということで、経済学の先生方におかれては、ICOそのものの有用性もあるかもしれませんし、デジタルイノベーションとか、日本社会全体の底上げとか、そういう意味においても、これは大いに意義があるのだという議論があると、どうしても法律家サイドが規制的な議論をする中で、両方がうまくかみ合っていくような議論ができる。ですから、本来、理工系の方もいらっしゃるというと思うんですが、恐らく経済学者の方々は半分理系みたいなものですから、技術的な面も踏まえて、いろんなご発言をしていただけないかと思って、大いに期待しております。ぜひとも前向きといいますか、さらに日本がいろんな意味で発展していく道筋をつけるような形で議論できればと思っております。よろしく願いいたします。

## 3. 基調報告

①代替的資金調達手段としてのICOの状況について(配布資料あり)

(報告者：岩下直行 京都大学公共政策大学院教授)

○岩下 まず、ICOとは何かということについては、今さら語るまでもありませんけれども、やはりここでポイントになるのは「ERC-20」という用語です。金融庁さんの去年の注意喚起の中には、トークンセールスとか、トークンを発行して公衆から資金調達を行う手法であるとして書いてあるわけですが、この中でERC-20という標準を使っている。もちろん、これではないNEMを使ったり、ビットコインを使ったりするものがたしか1割か2割あった

と思いますが、基本的にはイーサリアムのスマートコントラクトを利用したものです。

ERC-20という標準を使うと何がいかというと、結局、新しいコインを発行して、それをみんなに持ってもらうわけですね。ところが、全く新しいコインだと、そもそも入れるところがないわけですね。トークンとか、あるいは皆さんのお財布のウォレットの中にきちんと入るためには、その場所が必要です。このERC-20という標準は、イーサリアムのRFCです。インターネットでよく技術文書のことをRFCといいますね、そのイーサリアム版がERCです。その20番目のERCということで、ERC-20と言っているだけですけれども、この標準に基づいてトークンを生成しますと、皆さんのウォレットの中に勝手に入ってくれる。つまり、改めて各ユーザーがそれぞれのICOのトークンのための場所を用意しなくてもちゃんと入るということが、実は非常に大きなことでした。このERC-20トークンが使われるようになってから、ICOというものが爆発的に拡大したのです。もっとも、ERC-20トークンは、2017年9月にEIPというスタンダードになっていますけれども、もともとは2015年から存在しておりますので、別にこれができたからすぐに使われたというわけではないのです。使われたのは比較的最近です。

トークンにはどんなものがあるかということで、こちらに幾つか例を示しました。これは上から、USDでどれぐらいファンドレイズできたかということの金額で並んでいます。何とEOSで3500億ぐらいでしょうか。Telegramで1900億ぐらいですか。この2つは別格としても、その後、Tezos、Filecoin、Sirin Labs、Bancor、DAO、この辺が200億から150億といったところの資金調達になるわけでございます。Tezosの欄に印がついているのは後で触れますという意味です。

続いて、先ほど映したのは過去に発行されたものですが、もう今は相場がついていないものです。それに対して、今、相場がついているものは、tokendata.ioというところを見ますと出てきまして、これにはなぜか日本が関係するものが上位に2つ入っております。QASHとCOMSAです。それ以外もこの辺でありまして、どこを見ていただきたいかということ、騰落率であります。トークンをICOで発行するというのは、結局、IPOのときの最初の売り出し価格と一緒にです。IPOは、売り出し価格から見て、その後の株価が上がったか下がったかが勝負になるわけですが、IPOもよくある話だそうですが、ICOの場合、ほぼ確実にドンと上がるわけですね。上がった後、どうなるかというのがこの場合の問題です。

例えばQASHは、当初の売り出し価格が0.3ドルでしたが、今0.6ドルですから約2倍になっています。COMSAの場合は、売り出し価格は1ドルでした。実は一時4ドルまで上がりましたが、今0.5ドルですから半分ということで、収益率はマイナス50%になるわけですね。そういう意味では、決してICOトークンが何十倍にばかりになっているわけではなくて、1を割っているものも結構あるということです。

ただ、過去の歴史、とりわけ去年のICOの大ブームのときにマーケットで非常に騒がれたのは、とにかくICOを買っておけ、ICOさえ買えば大もうけだという言い方が多かったのです。なぜかという、去年の第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倍に上がっております。18%ではなくて18倍です。去年の第2・四半期では3.5倍に上がっております。去年1年間全体を通じて、こういうものを全部合わせて、Averageで3.2です。ただ、Averageで3.2倍ですが、Medianで見ると1.2倍ということは、ものすごく上がったものと、そうでないもの、ちょぼちょぼという、非常にばらけた特殊な分布をしているということになります。

このICOが実は2017年の仮想通貨の大相場をつくり出したものです。これは2017年の大相場が起こる前までのビットコインの相場をあらわしております。キプロス危機、人民銀行の介入によって半値に落ちて、マウントゴックスが破綻して、その後、去年の年始ぐらゐまでに過去のピークを更新していた。これまでは大体こういうグラフで説明できるわけです。

ここが去年の頭だとすると、そこからこの1年間は、ほとんど説明できるような姿ではない。ただひたすら上がっているということです。6-7月に分裂騒動があったとか、11-12月にCME、CBOEの先物上場があったとか、そういうことはいろいろあるのですけれども、基本は去年の5月頃から何でこんなに上がったのかということです。

実はビットコインだけではなくて、ビットコインをあわせた全ての仮想通貨が、ほぼ同じようなグラフですけれども、やはり去年とんでもなく上がっております。ただ、このグラフとこのグラフは、似ているのですが、ちょっと違うのは、2017年1月辺りの厚みが違います。つまり、スタート地点が違うのです。ビットコインは年初1000ドルからピーク時で2万ドル、20倍に上がりました。ところが、全ての仮想通貨は年初2兆円弱でした。ピーク時90兆円、約50倍に上がっております。ということはどういうことかということ、ビットコインのシェアが大きく落ちているということです。

ビットコインが一番最初に仮想通貨と言われたものですし、その後もビットコイン以外の仮想通貨なんていうのは数えるほどしかなかったのが3~4年前です。そこから徐々に増えてはきましたが、基本的にビットコインのマーケットキャパライゼーションのシェアが80%を下回ることはほとんどなかったわけですね。ほぼずっと8~9割がビットコインでした。したがって、仮想通貨とはビットコインのことだと言っていてほぼ間違いなかった。

ところが、去年の5月から、なぜか急にビットコイン以外の仮想通貨が値上がりし始めて、ビットコインのシェアが半分になりました。最終的にビットコインのシェアは今でも40%を割れています。ということは、ビットコインの価格は20倍に上がったのに、ビットコインのシェアは半分に減った。何が起こったのだということで、実はここで注目していただきたいのは紫色の部分、ここがイーサリアムであります。これは特に日足とかで詳しく見比べるとよくわかるのですが、ビットコインが普通に全体として上がっている中で、ここでい

きなりイーサリアムが上がります。イーサリアムが上がった後で、それを追いかけるようにリップルが上がり、ライトコインが上がり、その他のものが上がっていく。ついにはもう買うものがなくなって、この辺の白いところ、すなわち10位以下の、いわゆる草コインと言われるようなコインがどんどん買われるようになったということで、こういう変化が起こっているわけでありませう。

では、去年の5月に一体何があったのかというのを示すのがこのグラフです。去年の5月は、まさにイーサリアムによって実施されたICOが急速に増えた月でした。つまり、The DAOという特殊な例があるのですが、ここからは除かれているので、それまではほとんどなかったと言っていいICOが、突然去年の5月にドンと出てきたわけです。これはほとんどイーサリアムのERC-20トークンで発行されていますので、このICOトークンを買うためにはイーサリアムが必要ですから、これを買いたい人々はマーケットでイーサリアムを買ったところ、イーサリアム自体はそんなにマーケットが厚いわけではないですから、ガンガンに値段が上がったわけです。

ICOのトークンはイーサリアム建てで売ったり買ったりされます。そうすると、同じ3.5イーサリアムといっても、1週間前よりもイーサリアムがもし50%上がっていたら、そのトークンもドル建てでは50%上がっているわけです。そうやって上がった価格になりますから、結果として、これは急いで買わなくてはということになり、ひたすらみんなクリックして、ICOの売り出しをするウェブサイトアクセスしようとしてクリックしても入らない。運よく入ったら、とにかく持ち金を全部そこでICOに突っ込めというのが、当時、仮想通貨投資家の間では専ら言われていたことでした。それで実際に目いっぱい突っ込んで、上場したらDay-1で売れというのが、みんながやりにやったことです。

その結果としてイーサリアムの値段が上がる。イーサリアムの値段が上がるとICOのトークンが上がり、トークンが上がるとICOが成功します。ICOが完売御礼になる。そうすると、また次にICOをする人が出てくる。それに対してまた応募が来る。そうすると、またイーサリアムが必要で、そこでイーサリアムが買われるという正のフィードバックが働いたわけです。結果として、ICOがどんどん増えるに従って、非常に高い相関でイーサリアムの価格が上がっていきました。

ここから先はお話になるわけですが、イーサリアムの値段が上がります。ビットコインはもともと高かった。イーサリアムは直前までほんの数ドルだったのが、一気に750ドルまで上がった。となると、これは第二、第三のビットコイン、イーサリアムがあるに違いないと、みんな思うわけです。その結果として、もろもろのコインがドンと上がったというのが去年の5月に起こったことで、それがこの不思議なグラフを形づくっていると私は見えています。

もちろん、その後の先物上場などの影響もあったわけですが、基本的には去年起こったことはそういうことで、このあたりは、ひたすら仮想通貨であれば買い手がつくという形になってしまったので、いわゆる出遅れ株を狙えとか、

低位株の循環物色なんていうのが株式相場にあります、それと似たような感じの状況になって、中身は全然知らないけれども、これを買え、あれを買えということになりました。

私も一応こういう仕事をやっている、これは1600種類ぐらいの仮想通貨を見るグラフなのです。上から10位ぐらいまででここになっているわけですが、10位以下、その後も100種類ぐらいは一応わかるのですが、残る1500種類は全然知りません。全然知らないものが流通総額の4分の1を占めているので、これは結構大変なことになっているというのが私の実感です。

海外におけるICOがどう増えたかというのは、先ほどと同じグラフが濃いほうの線です。ただし、去年の7月までになっております。これはゴールドマン・サックスから引用したものですので、去年7月の時点ですけれども、この後もICOはガンガン増えているわけです。薄い青は、Angel & Seed段階のネット企業に対するVC投資です。つまり、普通にエンジェルが出すような、あるいはまだシード段階だけれども、ちょっと出してあげようという形のインターネット企業は大体これぐらいの相場、1カ月について200億から300億ぐらいの調達ができればよかったというのが過去の平均的な状況でした。ところが、それをはるかに超えて、去年の5月から今年の4月までを合わせると、ICOによる調達は1兆円を超えています。1カ月にすれば1000億円ぐらいということですので、標準的なベンチャーキャピタルのシード段階のインプットよりはるかに大きくなってしまったわけです。

それだけたくさん投資をして、どうなったのかということですが、実はこれはBloombergの記事からの引用でありまして、ICOは手早くお金持ちになる最も確実な方法であると書いてあります。この人は言っているのですけれども、もし誰かが自分よりも愚かだと思ったら買う、より愚かな人に転売できるのなら買うんだよということをおっしゃいますが、実際にそういうことになっているようです。

さっき丸をつけた、上から3番目の資金調達額を誇るICOのTezosは、キャスリーン・ブライトマンという女性がTezosのホワイトペーパーを書きました。ところが、そのお金をどうも持ち逃げしてしまったらしいということで、一応訴訟になっています。訴訟になっているといっても、証券法上でICOのトークンを引き渡せ云々という訴訟であって、この人が持って逃げたことは何ら批判されていないということに私は非常に違和感を持っているのです。

どうしてかということ、基本的にICOで1兆円資金調達して、それによって大変すばらしいプロダクトがたくさんつくられているのであれば代替的資金調達手段としていい、そうであればそれを認めていこうではないか、それを制度化しようではないかという議論があっていると思うんです。ICOをやった人たちの中で、ちゃんと物をつくった人は6%しかいない。特に56%の人は何もつくっていない。あとの人たちはAlpha版、Beta版で止まっているというのが去年の9月のレポートです。

これは当たり前でありまして、いきなり300億円とか手に入っちゃったら、

その後、泥水をすすって一生懸命マーケティングをやってビジネスを立ち上げようと普通人間は思わない。人間というのはそんなに強くないのであって、お金が手に入っちゃったら、「はい、さようなら」という人が多いのではないかと推察されます。もちろん、そうではない人もいるでしょう。そういう人たちが6%をつくっているのかもしれませんが、その意味では、いきなりお金をあげて、その人に開発してもらおうというのは、多分インセンティブコンパチブルでないという意味で、とても効率の悪い方法ではないかというのが経済学的には言えることなのではないかと思います。

日本のICOはどんなものがあるでしょうか。1つはALIS。これは若者たちがニューメディアをつくらうということで話題を集めました。今、最初の売り出し価格とほぼ同じぐらい。やっぱり一時期10倍ぐらいに上がっていますけれども、今は大体チャラになっています。

QUOINEは先ほどちょっと表でお見せしました。最初の調達が0.3から0.6に上がっていますけれども、一時期はやっぱり2ドルぐらいまで上がったのです。そういう意味では、これも7倍ぐらいに上がった後で2倍に減っているという形です。

これはCOMSAです。COMSAは、最初100円で売り出されました。一時400円になりました。それが今は50円という形になっています。COMSA自体は、どういうものかという、基本的にICOの資金によってICOのプラットフォームをつくるためのICOです。そういうものが多いんですよ。何をつくるのですかと言うと、インフラストラクチャーですと。橋とか道路をつくってくれるのですかと言うと、そうではなくて、インターネットでICOをするためのインフラをつくるためのICOだと。そのICOの資金で何をつくるのですかと言うと、またインフラをつくりますという感じで、延々と何重にもお盆を重ねていくような感じのやり方をしています。

COMSAのICOはなかなか正直でありまして、100億発行したのですが、あと100億分をそれにあわせて発行しますと。これは要するに発行者側の利益として留保しますというやり方をしています。これもなかなか激しい方法でありまして、これだけは誰がもらうよ、あるいは途中で売った人のリフェラルボーナスとしてあげるよ、みたいなことをやっていますので、半分マルチレベルマーケティングみたいなのに近い形になっているような気がします。

実はCOMSAもICOによってICOをするためのプロジェクトで、ホワイトペーパーには、こういうプロジェクト、例えばCAMPFIREとか何とかウォーターがICOをしますと書いてあったのですが、どちらもやめてしまいましたので、結局、ホワイトペーパーの内容は実現されていないということなのだけれども、それはそれでこのまま取引をされているということで、何らけなされない。ホワイトペーパーというのは社債発行等における目論見書に当たるものだとよく言われるわけですが、目論見書であれば、事実と反することが書かれて、それが損害を与えたならば損害賠償の責任を負うわけです。ホワイトペーパーは何も負いません。そういう意味では、全く言い放しでオーケ

ーというのがICOのホワイトペーパーの大変まずいところだと思いますし、私はホワイトペーパーを読んでいるほうですけども、読んでいると未完のホワイトペーパーが結構いっぱいある。何かを参照しろと言って、参照した論文が1ページ半で終わっているわけです。「えっ、この論文は結論がないじゃん」というのがいっぱいあって、それは多分類推しろということなのだと思うんですけども、それはそれでそのままICOされて爆発的に売れたりしているので、誰もホワイトペーパーなんか読んでいないのではないかと思うわけです。

当然ICOへの規制をしろということで、今、アメリカでは証券法のパブリックオファリングになりますという話で、実際に詐欺的なICOはSECが告発をしました。

シンガポールでは、マネロンの疑いがあるということで実際のICOを止めたりしていますし、中国は去年の9月にICOを全面禁止しました。

なぜ禁止したか。ICOのプラットフォームが65あり——先ほどの統計にあった1兆円のICOとは別です。あの中に中国のものは入っていません。中国は統計のない世界ですが、65のプラットフォームで毎週10件ずつICOが実施されていた。ビットコインが何かはわからない人たちが、大もうけをしたいと考えて、それに投資した。高齢の女性たちが老後の蓄えを投資し始めたところで、やっぱり当局がまずいと思って規制したのではないかと現場の声がかかれています。確かに中国人民銀行をはじめとする連名のステートメントは特殊でありまして、ICOは「have disrupted the economic and financial order」と書いてあるので、現在完了形で破壊してしまったのかというのはなかなか強い言葉だなと思うわけです。

日本も当然注意喚起をやりました。金融庁のドキュメントとしては大変刺激的でありまして、いきなり価格下落の可能性があります、詐欺の可能性がありますが、注意しましょうと書いてあるわけです。こういうドキュメントは、金融庁はあまり出しません。そうはいつても金融庁のホームページを多分普通の投資家はあまり見ていないので、これを出したからといってあまり効かないと思うんですけども、一応出しました。本当は中国みたいに禁止をするということができれば、それはそれでよかったのかもしれませんが、日本は法治国家です。禁止する根拠もないのに禁止はできないわけです。

最後の話はベネズエラのPetroです。ベネズエラという国はここにありますが、南米はご存じのようにインフレが非常に激しい国でありまして、多くの国、ブラジルとかアルゼンチンとかエクアドルとか、この辺がインフレで苦しんで、自分の国の通貨システムが信用できなくなってドルを使っている。ダラライゼーションなんていうのを結構やっている地域です。こういう国は自分の国の通貨システムがそんなに大事ではないので、結果として実験しやすいのです。エクアドル、ウルグアイは中央銀行電子通貨を出してしまいました。エクアドルは2014年、ウルグアイが去年です。

今年、ベネズエラが出しました。このベネズエラの出したPetroという中央

銀行デジタル通貨がちょっとやばいものでありまして、どうやばいかというと、1 Petroは1 バレルのベネズエラ産石油の価値を持つ。しかも大統領は、Petroを支援するため、アヤクーチョ油田1 を引き当てる。さらに、国内のダイヤモンド鉱床とともに金鉱も割り当てる。通貨なのだから別に引き当てなくてもいいではないか、この人は何をしたいのかといたら、結局、PetroはERC-20トークンだったのですね。つまり、国家によるICOだったわけです。

前任のチャベス大統領の反米主義で、実はベネズエラの経済はガタガタでありまして、通貨価値は前年対比で25分の1になっていますし、経済制裁を食らっていて、食べるものにも衣料品にも事欠く状態です。その状態で独裁者を引き継いだのがマドゥロ大統領で、議会は野党が多数派ですから、こういう暗号通貨を違憲だと国会では判断しました。大統領令は失効すると報じられたのですが、それでも強行した。

強行した結果、何が起こったかというと、何と50億ドルを調達できてしまった。50億ドルですから、この1年間で行われたICOの実に半分に当たる金額がマドゥロさんのところに行ってしまったのです。完全に国家経済的に破綻しているのも、もし国債を発行したら1ドルも調達できないだろうと私は思います。通常の国際金融の常識で言えば。しかし、Petroという仮想通貨で味つけすると、なぜか50億ドル調達できてしまうという何とも不思議な状態でありまして、特に国家が絡んでICOをやると、国自体はどこでも通貨を発行する権利みたいなものを持っているわけですから、ICOという名前には多分ならないのだと思うんです。まさに新しい通貨を発行したということで、国ですから、それは普通にできるでしょうという話ですが、それでERC-20トークンを使うと割とこういうことになってしまう。

同じことを例えば北朝鮮とかイランがやったらどうなるのだろうかという話をよくするのですけれども、残念ながら止める手はないわけです。なぜかという、日本でも結構Petroに投資した人がいるらしいのですけれども、これは個人が家のパソコンとかスマートフォンからやっていますので、金融仲介をする業者がいないのです。少なくとも国内では、Petroを仲介するような仮想通貨交換業者はいませんから、ということは、これは全部個人が直接Petroの発行元のウェブサイトに行っても買えるので、金融当局から、あるいは政府から金融機関を介して牽制することができないという意味で、一般的なICOもそうですが、こういうものが出てきてしまっているということは、まさに非常に注意を要するところだと思いますから、今日ぜひこの場で議論させていただきたいと思います。どうぞよろしく願いいたします。ありがとうございました。

## ②ICOに対する金融規制適用に関する考察（配布資料あり）

（報告者：有吉尚哉弁護士、西村あさひ法律事務所）

○有吉 西村あさひ法律事務所の有吉でございます。私からはICOと日本の金融規制の関係についてお話をさせていただきたいと思っております。

まず、レジュメの2ページ目では「ICOとは」と書いておりますが、今、岩下先生からお話があったとおり、ICOが日本でも見られるようになってきているということをご紹介しております。ICOのプラットフォームを提供する業者も登場しているという状況です。また、若干余談になりますが、私も仮想通貨関連のリーガルアドバイスをしているのですが、今年の1月ぐらいまでは、国内の方、海外の方から日本でICOをしたいという問い合わせが非常に多くある状況でした。ただ、日本でICOを実施するのは、規制上、なかなか難しいという話をすると、実際にICOの取組みを進めるまでには至らないことが大半でした。

その後、直接ICOとは関係ないかもしれませんが、コインチェックの事件の影響があり、金融庁の規制運用が大分厳しくなったということが伝わっていたのか、徐々にICOの話は減ってはいるものの、今でも国内の方、海外の方を問わず、日本でICOができないか、あるいは規制はどうなっているのかという問い合わせを受けることがしばしばあるという状況が続いております。また、直近に中国の方を対象にICOの規制について講演をする機会があったのですが、通訳を含めて1時間ぐらいお話をした後、質問が1時間ぐらい続くという状況でした。中国の方々は、中国自体でICOが禁止されているということがあるからかもしれませんが、引き続き日本でのICOの可能性についての関心は極めて高いという印象を受けた次第でございます。

その上で、ここは先ほどの岩下先生の話とはニュアンスが異なるかもしれませんが、ICOといってもいろんなタイプのものがあり得るということです。典型的なICOは、ブロックチェーンを使い、多くの場合、イーサリアムと連動させるような形でトークンを発行するものであり、この後ご説明するように、日本でそういったことをすると仮想通貨交換業の規制の対象になるかということが論点になることが多いものです。ただ、ICOをやりたいという方のお話を聞いてみると、ICOとして考えているものが人によって大分違うと感ずることがございます。ICOとはいっても、電子的なコインなりトークンなりを発行するという体裁はとっているのですけれども、結局、会員権を配っているだけで、ただそれにトークンと名をつけると売りやすいというだけの仕組みなども拝見することもありました。そういった意味で、トークンあるいはICOと称されている事例は、実際見てみると内容が一様ではないと考えております。特に規制の観点からすると、トークンの類型、トークンの性質とか、トークンが何に使えるのかということによって、日本の規制の適用関係は大きく違ってくると思うわけです。

この点、特に海外では、ICOで使われるトークンをSecurity Tokenと呼ばれるものとUtility Tokenと呼ばれるものとに2分類し、Security Tokenには証券法の規制が適用されるため、規制が重いからICOはできない。一方で、もちろん中国などのように全面禁止の国もあるわけですが、そうでない国

では、Utility Tokenは比較的 I C O に利用しやすいという発想で考えている外国の方が多様な印象を受けています。もっとも、日本では、Security Tokenは、後にご説明しますとおり、同じように金商法の規制の対象になってきそうな感じがするわけですが、Utility Tokenだからといって何の規制もかからないわけではないですし、Utility Tokenと云っていいのかよくわかりませんが、Security Tokenでないトークンについても、その属性とか性質、条件によって適用される規制は大分違うことになります。

規制の中身を見る前に、少し規制の状況をまとめてみました。ここは先ほど岩下先生のご報告にもあったところがございますが、I C O との関係では、昨年10月に金融庁が注意喚起の文書を公表しました。その後、平成29事務年度の金融行政方針の中でも I C O に関する言及がなされていたわけがございます。ただ、この時点で見ると、注意喚起を公表しているということに過ぎないわけですし、金融行政方針の中でも、詐欺的な I C O に対しては関係省庁と連携して対応していくとか、業界による自主的な対応の促進を求めるとか、注意喚起等を通じて利用者保護を図るとか、そういったことは書いてあるわけですが、制度改正をするとか、新しい立法をするとか、そういった方向での提言・方針は示されていなかったということです。油布さん、今泉さんがいる前で申し上げるのも不適切かもしれませんが、恐らくこの時点では、金融庁でも I C O を想定した新しい法規制を制定するということが想定なされていなかったのではないかと感じておりました。

ただ、その後、直接 I C O と関係するものではございませんが、今年1月にコインチェックの事案があり、その後、登録業者、みなし登録業者に対する検査対応、さらにはその中で不備があれば行政処分ということが起きていったわけですね。また、これは I C O と関連するものですが、2月には Blockchain Laboratory Limited という海外の業者が無登録で日本の投資家に対して I C O の勧誘行為を行った事例に対して、金融庁が警告書を発出したという事例もございました。また、3月には、こちらは必ずしも I C O というわけではないかとは思いますが、世界的には大手と言える仮想通貨の取引所である Binance に対して警告書を発出するという事例があったわけですね。このように、海外の業者が無登録で日本居住者に対して仮想通貨交換業を行っている事例に対する警告発出という動きを金融庁が示しています。

他方、ルール形成という意味では、4月に多摩大学のルール形成戦略研究所の研究会から提言レポートが公表されていますし、また、コインチェック事件等の一連の流れの中でのことでもございますが、日本仮想通貨交換業協会が設立され、今後、自主規制機関となるべく活動していくという状況も進んでいます。

そういった中で、4月からは、ご案内のとおり、金融庁で仮想通貨交換業等に関する研究会が設置されまして、仮想通貨関連のルールの見直し・検討が始まっています。研究会の検討は必ずしも I C O に限らず、仮想通貨の制度の整備ということだと思っておりますが、そういった制度整備の背景として、コインチェ

ック事件などももちろんあるわけですが、ポツの下のところにございますとおり、仮想通貨による資金調達（すなわちICO）などの新たな取引が登場しているということも、この研究会での検討の背景の1つであると理解しております。また、研究会が立ち上がる直前には、新聞の報道で、不適切なICOの差し止めも含めて、ICOの規制を検討する方針であるという金融庁の意向が報じられていまして、この後ご説明する現時点でのICOに対する日本の規制を見直していく可能性がある動きも、まさに現在進行形で進められていると理解をしております。

そういった状況もある中で、では現在の規制のもとで、ICOがどう位置づけられるかということですが、冒頭に申し上げましたとおり、一言でICOといいますが、いろいろな種類があるわけですので、類型に応じて規制の適用関係が変わってくるということです。ここでは、独自の分類ということではございますが、大きく6つの類型にICOないしトークンを区分して規制の適用関係を整理しております。

まず、まさに仮想通貨としてトークンを発行するというタイプ。また、仮想通貨としてトークンを発行することと決して矛盾するものではございませませんが、ただ通貨として使えるだけではなくて、そのトークンを持っていることによって何らかのサービスや優遇措置が受けられるという会員権的な機能も持っているようなトークンを発行するタイプ。あるいは先ほどの岩下先生の中途半端なホワイトペーパーという話ともつながるところかもしれませんが、トークンを持っている人には何かよいことがある、トークンを将来何かに使えることがあるかもしれない、ただ、何に使えるかはよくわからないというような、期待だけ持たせて具体的な特典ははっきりしていないし、保証もされていない、法的なものではない期待の利益——利益でもないのかもしれませんが、そういったものが内包されているトークンを発行してのICOなどもございます。この後ご説明するとおり、会員権とか期待権それ自体には何らかの規制が適用されるものではないわけですが、仮想通貨的に機能するということにもなってくると、仮想通貨交換業の規制の対象になり得るわけです。

それから、ICOという表現は必ずしも適切ではないのかもしれませんが、法定通貨型と書かせていただきましたのは、円なりドルなり法定通貨とひもづいているトークンを発行してICOを行うことも理論的には考えられるであろうということです。仕組みを正確に承知しているわけではございませませんが、三菱UFJ銀行が検討しているMUFJコインやみずほ銀行が検討しているJコインなどは、こういった法定通貨型のICOと評価できるのかもしれませんが、100円を出してトークンを取得したら、取得したトークンをまた100円に戻すこともできるし、100円として物を買ったり、サービスの提供を受けたりすることもできる。少なくとも理論的にはそういった形でのトークンを発行するICOも考えられるということです。

それから、先ほどSecurity TokenとUtility Tokenというお話をいたしましたのが、Security Tokenのようなものは、日本ではファンド的なものと評価できる

と思います。すなわち、トークンを持っている保有者は、資金調達者が集めたお金で営んだ事業の収益の分配を受けることができる I C O トークンということです。トークンを利用した一種のファンドです。

あと、商品券のようなタイプの I C O トークンも存在するわけでした、I C O ということではトークンを発行した後、そのトークンを、発行者あるいは一定の範囲の業者との関係では、何らかのサービスあるいは商品の対価として利用することができるタイプのものです。これは商品券とか電子マネーを I C O の形で発行して、トークンに表章しているという評価ができると思います。

今のような性質とまた少し次元が違う観点から I C O ないしトークンを見ていきますと、トークンを取得する投資家は、主にビットコインなりイーサの例がおそらく一番多いのだとは思いますが、仮想通貨を払い込んでトークンを取得するという事例が多いのではないかと思います。ただ、投資家が日本円、米ドルなどの法定通貨を払い込んでトークンを取得する事例も存在しないわけではないので、投資家が何を拠出するかということでの分類も可能になってくるわけです。

また、I C O の中には、一旦資金調達をして発行したトークンについて、その払い戻しを期中に行うという仕組みのものも存在します。先ほどの法定通貨型ということで申し上げたものについては、100円で取得したトークンをまた100円で払い戻すことがセットになってくると、本当に通貨としての利用が機能として備わってくることになるかと思えます。また、仕組みによっては、必ずしも100円で買ったトークンを100円で払い戻すのではなくて、その後の時価とか需給に応じて払い戻しをすることができる仕組みを内包した I C O も存在しています。

あと、トークンを発行した後にいずれかの取引所に上場して、投資家はその取引所でのトークンの売買が自由にできるというのが典型的な I C O になるわけでございます。売買というか、トークンと他の仮想通貨との交換という例のほうが多いのかなと思えますが、いずれにしても、発行されたトークンが上場されるというのが典型的な I C O であると思えます。ただ、ここも必ずしも I C O だから上場しなければいけないというわけではございませんので、トークンが上場されないケースもあり得るわけですし、この後ご説明していく規制との関係で、I C O と称してはいるものの、トークン自体の譲渡性は一切廃してしまう。譲渡することはできないという形でトークンを発行する I C O も存在し得るということです。そういった意味で、譲渡性とか、上場するかしないかでも規制の適用関係なども変わってくるということです。

このような分類の視点を踏まえた上で、類型ごとに業規制の適用関係を考えていきたいと思いますが、まず仮想通貨型、まさに仮想通貨としてトークンを利用しようというタイプのものです。日本の法律では、ご案内のとおり、資金決済法の中で仮想通貨の要件が定められておるわけです。その中でも1号仮想通貨、2号仮想通貨という2種類があるわけでした、1号のほうはビットコインとかイーサリアムなどが想定されるものかと思えますが、物を買ったり、サ

ービスの提供を受けたりというものに通貨と同じような形で不特定の者に対して使用できる、そういった仮想通貨が1号仮想通貨ということになるわけです。

これだけが資金決済法の仮想通貨ではなくて、1号仮想通貨と取引所等で不特定多数の者を相手方として交換できるようなものも、2号仮想通貨ということで、仮想通貨に当たることになっています。例えば、私が有吉コインということでトークンを発行した場合に、世の中の誰も有吉コインと自分が売っているものとかサービスを交換してくれないことは容易に想像されるわけですが、ただ、取引所に行くと、有吉コインとイーサリアムないしビットコインを日々相場に応じて取引できる。それなりに当事者、取引参加者もそろっていて、不特定多数の者を相手に交換できるということになってきますと、有吉コインは物を買ったりするような形で通貨の機能を持つわけではないのですが、2号仮想通貨として仮想通貨の類型に当たってくることになるわけです。

加えて、一番下の※に書いてございますとおり、円などの法定通貨とひもづいているものについては仮想通貨に当たらないというたてつけになっているわけですし、100円で買ったトークンが、その後、100円で必ず払い戻してもらえようなたてつけになっていると、それは仮想通貨には当たらないルールになっています。

こういった規制、仮想通貨の要件を踏まえまして、簡単にまとめてみると、トークンが不特定の者を相手方として、物の購入等に使用でき、かつ、売ったり買ったり、法定通貨と交換できる状態になる場合、あるいは他の1号仮想通貨と相互に交換できる状態になった場合には、仮想通貨に該当することになっています。ただ、どんな状態になると不特定の者を相手方として、こういった要件を満たす状況になるのかは、はっきりしないとわが言わざるを得ないと思います。特に、ICOで発行されるトークンについては、1号仮想通貨というよりは2号仮想通貨に当たるかどうか論点になりやすいのですが、この点は、金融庁と話をすると非常に厳しく言われることが多くて、取引所に上場する予定であると言うと、それはほかの仮想通貨と交換できるということで2号仮想通貨に当たるだろうと言われることが多いわけですし、取引所に上場することは今のところ考えていないけれども、譲渡しようと思えばできるようになっていますというぐらいでも、2号仮想通貨に当たるのではないですかねと言われてたりするのが今の運用だと理解をしております。

ということで、結論としては、ICOで発行するトークンが仮想通貨的なものであるということの要件を満たすかどうか、必ずしも明確ではないわけですが、不特定の者を相手に取引ができるかどうかは、今の運用としては比較的緩やかに仮想通貨に当たりやすいという方向で実務が動いているのではないのかなと理解しております。一方で、繰り返しになりますが、法定通貨とひもづいている場合には、仮想通貨には当たらないということになるわけです。

トークンが仮想通貨に当たるとどうなるかということですが、仮想通貨の売

買とか、仮想通貨を他の仮想通貨と交換することを業として行くと、仮想通貨交換業の対象になります。仮想通貨交換業の対象になると金融庁への登録が必要になるわけです。ここで、仮想通貨の売買ないし他の仮想通貨、イーサなどと交換するという行為については、みずから新しい仮想通貨をつくり上げて、それを投資家に販売する行為も、仮想通貨の売買、あるいは他の仮想通貨との交換という概念に当たるとというのが実務的な解釈だと思います。したがって、ICOで発行体が仮想通貨を販売するという行為は仮想通貨交換業に該当し得ることになってくるわけですし、結論としては、典型的なICOにおいては、トークンを発行して資金調達をする者は仮想通貨交換業の登録が必要である。したがって、日本でICOを行うのはなかなか難しいということになるのが今の実務的な動向です。

なお、原則として、ICOでのトークンの発行体は仮想通貨交換業に該当するということではあるのですが、仮想通貨の販売を他の仮想通貨交換業者に全て委託している、すなわち販売勧誘は他の業者に任せて、自らは投資家には接触しないということをいたしますと、発行体自体は仮想通貨交換業を行ってなくて、登録は不要だという解釈の余地もあるのだろうと考えられます。しかしながら、仮想通貨交換業者が新しい仮想通貨を取り扱う場合には、事後的にはなりますが、届出が必要になるというたてつけになっておりますので、事実上、新しい仮想通貨に該当するトークンを取り扱ってよいかどうかの審査を当局から受けて、仮想通貨交換業者に取り扱ってもらうことが必要になるということですし、これはこれで、それなりにハードルがあるということになります。

なお、ICOでは、一般的に広く投資家にトークンを販売する前段階で、プレセールと称しまして、一定の限定された範囲の投資家にトークンを販売するということも行われるわけですし、時々、プレセールについては自由にできると考えている仮想通貨関連の業者の方も見受けられます。しかしながら、プレセールとICOが法律で明確に区別されているわけでもございませんので、プレセールと称されている形で販売を行ったからといって、常に仮想通貨交換業の対象にならないというものでもないのだろうということですが。

また、ここまで、発行体の話をしてきたわけですが、そういった発行体のトークンの販売の手助けをする行為についても、仮想通貨の交換ないし売買の媒介ということで、仮想通貨交換業の対象になり得ることになります。

なお、仮想通貨型と先ほどの類型で申し上げた会員権型、期待権型とひっくり返してお話をしましたが、会員権であったり期待権であったり、そういった性質それ自体は別に規制の対象になるものではないということをおし添えます。

12ページは法定通貨型ということで、先ほど申し上げたとおり、法定通貨とひもづいているトークンは、仮想通貨には該当しないことになってまいります。したがって、仮想通貨交換業の規制の対象にはならないことになってわけです。ただ、100円出してトークンを取得して、後日またそのトークンを引き渡

して100円返してもらおう。これは何をしているかというところ、預り金というか、預金をしているようにも見えるわけです。また、100円出してトークンを取得して、そのトークンを第三者に渡し、トークンを受け取った第三者がそのトークンを使って100円を引き出す。これは何をやっているかというところ、資金移動というか、為替取引をしているようにも見えるわけです。そこで、法定通貨型のトークンを利用するICOの取引については、出資法ないし銀行法に基づく預金の規制との関係とか、同じく銀行法とか資金決済法に基づく為替取引、資金移動業の規制の対象になるかどうか、こういったことが論点になってくるということです。

一方で、預り仮想通貨とか、仮想通貨自体の資金移動のようなものは、今のところ必ずしも金融規制の対象にはなっていませんので、トークンを取得するに際して、イーサなりビットコインなり仮想通貨を引き渡し、そのトークンを使ってビットコインとかイーサの払い戻しを受けることができる、そんなタイプのICO——経済的にICOとしての意味をなすのかどうかはまた別の問題かもしれませんが、取引が登場すると、場合によっては、今の金融規制の中では、特に規制の対象としてとらまえられるのかもしれませんが。

それから、Security Tokenです。すなわち、ファンド型のICOですが、ファンドというのは、ざっくり申し上げてしまうと、出資者が金銭等を出資し、その出資を受けた金銭を充てて業者が事業を行い、その事業から生じる収益ないし事業の元本を出資者が受け取る権利を有するものが集団投資スキームと呼ばれる仕組みでございまして、金融商品取引法の中でファンドの規制が適用されることになっております。具体的には、みずからファンドを組成して集団投資スキーム持ち分の販売を行う行為が、いわゆる自己募集として金融商品取引業の規制の対象になるという構図になっているわけでございます。そこでトークンを使っているということがあったとしても、お金を集めて、代わりに有価証券を表章するものとして電子的なトークンを渡しているとしても、ファンドであることに変わりはないということかと思っておりますので、資金を調達して事業を営み収益を配分することは金商法の規制の対象になり得るということです。

ただ、金商法の条文を読んでまいりますと、権利を有する者、出資者が金銭等を出資または拠出するということが金商法の規制の対象になる集団投資スキーム持ち分の要件になっております。金銭等の「等」のところは下位法令で具体的に規定されているのですが、有価証券などが定められており、この「等」の中に仮想通貨は入っていないのです。そうしますと、投資家が入り口で現金ではなくて仮想通貨、ビットコインとかイーサを拠出して、そのビットコインとかイーサの拠出を受けた者がそれを活用して事業を行い、収益を出資者に分配するスキームは、文言上、金商法の規制の対象にならないようにも見えるわけです。一方で、ビットコインとかイーサは比較的容易に現金化できる。仮想通貨ではあるものの、金銭に比較的近い性質を持っているものですので、そういったものを拠出して収益の分配を受けるものを規制の対象にならないと解してしまうのが果たして適切なことかどうかは少々疑問もあるところです。

個人的には、そういった解釈で今の規制の対象にならないと考えることもできないわけではないだろうけれども、そう遠くないうちに金融庁が規制の対象にして、永続的な事実には成り立たない可能性が高いということを説明して諦めさせるようにアドバイスしているのが実情ですが、文言解釈としては、入りが仮想通貨のファンドは金商法の規制の対象にならないと読めるし、それが形式解釈になるだろうということは、ここで指摘をしておきたいと思います。

それから、商品券型ですが、現金を拠出してトークンを渡す。その受け取ったトークンを、後日、物を買ったりサービスを受けたりするのに利用できる、そういったトークンを発行するICOでございます。これは資金決済法の中の前払式支払手段の1つと整理できるのではないかとすることでして、この要件を満たすような場合には、発行者に対する規制が適用されることになると思います。

レジュメでは15ページでございますが、商品券型のトークンを発行する者に対しては、自家型か第三者型か、自分のところだけで使用できるものか、第三者にも商品券的なものとして使用できるかに応じて規制が変わってきますが、発行者としての規制が適用されることがあるだろうということです。

この点、前払式支払手段にも該当するものの、同時に先ほどの仮想通貨交換業の規制の対象になる仮想通貨にも該当するという点にはならないのか論点となり得ます。つまり、商品券的な機能も持っているわけですが、それとは別に、取引所に上場されていて、トークンが独自の価値を持つことになった場合に、仮想通貨の規制の適用対象にもならないかどうか論点になるかと思えます。この点については、2017年の仮想通貨交換業関連の政府令のパブコメだったと思いますが、その中で、前払式支払手段に該当する場合には、仮想通貨には該当しないものと考えられますという金融庁からの回答が出ております。ただ、その後、規制なり実務の状況が変わっている中で、引き続きこの考え方がそのまま維持されるべきなのかは明確ではないという気もいたします。

先ほどのファンドと少し似ているところがございますが、入りが仮想通貨である場合に、これが前払式支払手段に当たるのかどうかということも解釈としては論点になると思います。細かい文言解釈は省略させていただきますけれども、金商法の条文よりは資金決済法の条文のほうが、入りが仮想通貨の場合であっても前払式支払手段には該当するという解釈になりやすいのかなという気がしております。

最後に、ここまで業者規制の話をしてまいりましたが、情報開示の規制がどうなっているのかということです。実務的には、先ほど岩下先生のご説明にもありましたとおり、ICOの場面では、大抵ホワイトペーパーなるものが作成されて、情報開示らしきことが行われているわけですがけれども、規制上、ホワイトペーパーの作成が求められているわけではなく、また、その様式などが定まっているものでもなく、記載内容が間違っている、不正確である、あるいは重要な事実が抜けているという場合、不法行為責任の問題は出てくるのかもしれませんが、特に利用者、投資者の保護のルールがあるわけでもない状況で

す。

規制として、そういった情報開示の枠組みが全くないのかということですが、まずファンド型のSecurity Tokenのようなもので、かつ、調達した資金が主として有価証券に対する投資に充てられる場合には、金商法の開示規制の適用対象になります。ただ、Security Tokenの中でも、調達した資金で有価証券投資運用するということはICOではあまり想定されないのかなと思いますので、金商法の開示規制が適用されることは、現行法ではほぼないであろうということです。その場面を除くと、情報開示の規制そのものが適用されるのは、今の法制度ではないということになります。

ただ、先ほどまでご説明した業者規制の中で、業者に対する一定の説明義務を通じて情報提供がなされる枠組みは、例えば仮想通貨交換業者の利用者に対する情報提供とか、Security Tokenの場面ですが、金商法に基づく契約締結前交付書面の交付で一定の情報提供がなされる場合もあります。もっとも、ICOの場面でのトークンを念頭に置いた情報提供義務では必ずしもないようなルールになっているということで、情報提供、情報開示の規制の枠組みはうまく機能していない、存在していないのが現在の法制度の状況かと思います。

長い時間お話をしてしまいまして恐縮でございますが、レジュメのこの後はここまでお話ししてきた中で引用している参照条文を抜粋したものでございますので、ご参照いただければと思います。ご清聴ありがとうございました。

(拍手)

### ③米国におけるICOの規制 (配布資料あり)

(報告者：大崎貞和 東京大学客員教授 (野村総合研究所フェロー))

○大崎 東京大学の客員教授を拝命しております、野村総合研究所の大崎でございます。よろしくお願ひいたします。本来は、私は海外におけるICOの規制全般をという話をいただいていたのですが、能力的な限界でアメリカの話だけさせていただきます。その点をご容赦いただきたいと思います。

アメリカの今の状況ですが、先ほどの岩下先生のお話にも既に若干出ておりましたが、現在のところ、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すということになっております。SECは、エンフォースメント・ディビジョンという、いわゆる不正摘発を担当する局みたいなものがあるのですが、その中にサイバー・ユニットを去年の9月に設置しておまして、実際にどんな人がやっているのか、よく知っているわけではないのですが、恐らくネットに詳しい人たちを集めて、これはICOに特化したということではないのですが、インターネット上の不正の摘発を積極的にやっているようでございます。

ICO全体に対して、SECの現在の考え方は、どうやらICOで発行され

るトークンと呼ばれるものは、基本的には連邦証券法の規制の対象となる有価証券に該当するという判断をとっておるようでございます。その根拠ですけれども、実は非常に古い判例ですが、連邦最高裁の1946年のSEC対W. J. Howey社の裁判の判決がございまして、これに基づいて何をもって有価証券として規制を受けるのかということが明らかになったのです。したがって、Howey事件でできたので、これをHowey基準と呼んでおるのですけれども、このHowey基準に照らすと、ICOで発行されるトークンのほとんどは有価証券であるというのがSECの現在の判断のようです。先般、SECのある委員が日本に来られまして、証券業協会でちょっと話をされて、私もそれを聞きに出たのですが、その委員の方は、非常に古い判例で、全然使えないのではないかと最初は思っていたのだけれども、いろいろ分析してみると、ほとんどはこれで行けるということをおっしゃっておられました。たしか委員長か、別の委員がアメリカで行った講演でも、現在行われているトークン発行のほとんどは、このHowey基準に照らすと有価証券に当たる、そのような解釈が示されております。

このHowey基準とはいかなるものかということですが、実は先ほど有吉先生からご紹介をいただいた日本の金商法の集団投資スキーム概念がモデルにしたものでございます。したがって、本質的には非常に似ております。Howey基準とは、ここに書きましたが、まず資金の拠出が行われる。それから、共同の事業にその資金が充てられる。それによって収益の獲得が期待される。かつ、その収益の獲得が専ら資金拠出者以外の他人の努力によってなされる。この4つの要件が満たされる場合には投資契約ということになり、それは有価証券であると言われております。

ちなみに、先ほど有吉先生から、これをモデルにしてつくられた集団投資スキーム概念は、基本的にファンド型のトークンにだけ適用があるのだろうというお話があったのですが、実はSECはこれをかなり拡張的に使っておりまして、後ほど事例もご紹介いたしますが、特に収益獲得の期待というあたりを、日本では具体的に分配金みたいなものが支払われるというのが基本的には要件だとどうも考えられているように思うのですけれども、SECはもうちょっと幅広く、何らかの便益が得られる場合には、基本的に全部Howey基準上の有価証券に当たると見ているようで、その意味でも、先ほどのご紹介で言うと会員権型とか期待権型に当たるようなものも含めて、どうもSECは有価証券だと考えているようでございます。

Howey基準に照らして有価証券で、基本的には、それをインターネット上で投資家に対して販売しているということになりますと、有価証券の募集行為を行っていることになるわけですが、パブリックオファリングをやっているということになるわけですが、パブリックオファリングをするときにはSECの登録を受けなければいけない。登録届出書を提出しなければいけないということが規定されております。今のところ、トークンの発行の登録届出書を出した例は、私が知る限り1件もないんですね。そうなりますと、基本的には無登録で証券

募集を行っていることとなりますので、これは証券法の違反行為であるということになりまして、SECがその行為を差し止めることを裁判所に請求したり、あるいは日本の課徴金に当たるような制裁金を賦課することになったり、既に集めた資金があるときは、その没収を求めたりすることの対象になるわけでありませう。

去年の9月に、これも岩下先生の資料にもございましたが、Recoin、これは中身を見ると明らかに詐欺的なものの1つですが、つまり、ほとんど何もやっていないし、何もやる気もなさそうなのにトークンを出している例ですけれども、これに対しての差し止め請求が行われました。実は、その差し止め請求が行われた後、これはやはり悪質とみなされたのか、検察官が容疑者を逮捕、起訴いたしまして、現在、刑事裁判手続が進行中でございます。

ところが、起訴された人は全面無罪を主張しまして、非常に興味深いことになっていきますのは、連邦地裁で刑事裁判が続いているのですけれども、これは陪審に付されているんですね。アメリカの連邦の刑事法ですから。無罪であるという主張の根拠は、これは有価証券ではないということはどうも主張しているようでございます。したがって、陪審員が、当該トークンが有価証券に当たるか当たらないかを判断するということになりそうでございます。万一、トークンは有価証券ではないと陪審が判断したということになりますと、かなり波紋を呼ぶことになるのではないかとということで、この刑事裁判の結果がどうなるかが今ちょっと注目を集めているところのようでございます。今の時点では、まだ判決は出ていないようであります。

それはともかく、このHowey基準が非常に使えるということになりまして、SECはHowey基準に基づいて、およそトークンはみんな有価証券募集だと判断して、次々に差し止めとか、警告書の発出とか、いろんなことをやっております。ただ、ここで非常におもしろいのは、SECは全てのトークン発行を全部やめさせるという姿勢をとっているわけではないということです。明らかに詐欺的なものに対しては非常に厳しい姿勢で臨んでいることは間違いないのですが、必ずしも詐欺的とは言えないようなものもありまして、そのようなものに対しては、むしろSECはきちんとやってくれということ働きかけるような姿勢をとった気がいたします。実際、最初の小野先生のお話でしたか、2018年に入ってICOの金額が非常に増えているのですけれども、この背景には、SECの示した方向に沿って、一定のルールにのっとったICOが行われるようになってきたというのがどうもあるようでございます。

それから、ちょっと余計なことですが、ICOで発行されるトークンが有価証券であるということになりますと、有価証券を取引する場をつくる行為は、アメリカの場合は基本的には証券取引所に該当すると考えられます。実はアメリカでは証券取引所は登録制になっておりまして、国法証券取引所というのですが、それとしての登録を受けるか、あるいは同じような機能を営む場合であっても、ATSと呼びますが、日本で言うとPTSに該当する代替取引システムとしての登録を受けることもできることになっておりまして、SECは、い

ずれにしても、仮に有価証券であるトークンの売買を取り扱うのであれば、そのような登録を受ける必要があるという警告を発しております。

ちなみに、ビットコインなんかはどうかということになりますと、これはここで言うトークンとは大分違うというのがアメリカでの扱いでありまして、つまり、トークンの場合は、明確に発行者がいて発行しているわけです。それに対してビットコインの場合は、マイニングという行為を通じて組成されるわけですので、発行者は特定の誰かがいるわけではないということで、ビットコインは少なくとも有価証券ではないというのがSECの理解で、そういう理解に基づいて、CFTCはこれをコモディティであると判断して、現在、その先物が先物取引所で実際に売買されているわけでありまして。

今、実はイーサリアムについて、まだ見解が分かっているんだみたいな議論が一部出ているようですが、私も、確信は持てないにしても、恐らくイーサリアムに関しても、組成される方法が、単純に誰かが発行するというということではないと理解しておりますので、少なくともこれは有価証券ではないという結論になるのではないかと考えておりますが、今のところ、イーサリアムの先物をCFTC管下の先物取引所に上場するのか、それとも、SEC管下の証券取引所に上場するのがまだ決着していないようでございます。

これも余計なことですが、もう1つだけ情報をお伝えしておきますと、Howeyという名前は、どうもSECは非常に気に入っているみたいで、一昨日、5月16日であります。HoweyコインというインチキコインのICOのサイトをSECみずから立ち上げまして、投資家教育に使おうという教育用偽サイトをつくっております。これは、ぜひ皆さんご覧いただければと思っております。詳しい説明を見たいというのをクリックするとSECのサイトに飛ぶようになっていまして、こういうものには気をつけましょうとなっていて、私もちょっと見たのですが、今プレICOが進行中と言って、タイマーが出てきて、あと何時間で終わりますみたいなのがリアルタイムでちゃんと動いているというような非常に手の込んだサイトでございます。それは余計なことですが。

SECがトークンは有価証券だという解釈を示した最初の文書が、先ほど岩下先生からもご紹介があったThe DAOという団体がやったICOに関するSECの見解でございます。これは実際にはドイツでやられたようですが、当然と言うと当然ですが、アメリカの投資家も応募をしたようでございまして、岩下先生の表にもありましたように、結局、あれは成り立たなかったもので、イーサリアムと交換でトークンを発行するというふうにやったのですけれども、日本でもありましたが、通貨が盗まれる——コインチェックも似たような話ですかね——ということが起きたらしくて、急遽ICOを中止して全部巻き戻したという妙な案件です。これに応募したアメリカ人が随分いたからだと思うんですが、その後、SECが詳しい調査を行いまして、実際のICOが試みられた1年後ですけれども、こうしたトークンが投資契約に該当するという解釈を示しております。

The DAOというのは、投資プロジェクトに資金が行くとかいう説明がされて

いるのですけれども、そのプロジェクトがうまくいけば投資家は利益を得られるという期待があった。かつ、プロジェクトがうまくいくかいかないかは、The DAOの運営者、あるいはThe DAOの運営者が委託したキュレーターとか呼んでいる投資の是非を判断する人らしいのですけれども、そのような人たち、つまり出資をした人自身でない第三者の努力に依存しているので、これはHowey基準に照らして有価証券だという説明をしております。

その後いろんな案件が出ているのですが、先ほどちょっと申しましたように、全く詐欺的なものと、そうでないものを、SECはどうも区別して取り扱っているようでありまして、そのことをお話ししたいと思うんです。詐欺的なものは、詐欺ですから、見ていただければわかるのですけれども、本当にむちゃくちゃなことを言っているということで、非常におもしろいですよ。SECによると、やっている人自身が要するに札付きだと。でも、そういうのを公的な文書に明確に書きちゃうところがアメリカはすごいなと思ったのですが、カナダで有名な証券法違反の常習者であると、はっきり書いてあります。その人の名前が出ていればまだよかったのかもしれませんが、名前を出していないということ自体が詐欺的だみたいなことも言うておりまして、これに関しては、差し止めと民事制裁金の賦課という非常に厳しい対応をとっております。

それに対して、SECがそういう厳しい姿勢に出なかった例として、Muncheeという事件がございます。これは私も使ったことはないのですが、詐欺的なのか、そうではないのか、判断できないと言えませんが、カリフォルニアでレストラン評価アプリをつくっている——だから「食ベログ」みたいな感じなんですかね——Munchee社という会社がありまして、ここがMUNというトークンを発行しようとした事件です。

Munchee社自身は、実はHoweyテストを行ったと書いておりまして、つまり、Howey基準によって有価証券であるかないかが識別されるということを踏まえた上で、うちのトークンは有価証券に該当しないという判断をしていたのです。ところが、それに対してSECは、あなたのHoweyテストは間違っている、我々の判断によれば、これは有価証券です、やめなさいと言いに行った。ただ、差し止め命令は求めたのですけれども、制裁金の賦課までは求めないということで、やめさせようとした例です。

なぜ発行者とSECのほうで見解が分かれたのかということですが、あまり詳しい説明はついていないのですけれども、どうもMuncheeは、自社の提供するサービスに利用することしか想定されていないトークンだから有価証券ではないという判断をしたのではないかと思われます。あまり明確には書いていません。それに対してSECは、Muncheeは、一方で、今は自社のサービスにしか使えないと言っているけれども、将来、MuncheeのMUNをめぐるエコシステムが確立されれば、アプリ内でのさまざまな機能の購入に使えるだけでなく、例えば情報を掲載するレストランでの食事代金を支払うことにも使えるかもしれないなんていうことも言っている。さらに、広告収入が増加していくと、販売済みのMUNを消却する。実は、おもしろいのですけれども、私は

「ショウキヤク」って消すほうをわかりやすく書きましたが、Munchee社はburnという言葉を使っています、焼却する、燃やしてなくすという表現を使っているのです。そうすると、結果的にMUNの流通量が減るから、希少価値が高まって値段が上がるみたいなことを示唆するような文書をつけているのです。そのようなことを言っているということは、専ら他人の努力によって価値が増加する。その価値の増加に出資者がありつけるという意味で、有価証券だと判断したと言っております。

そうすると、ICOは実質上、有価証券としての届出登録をしないとできないのではないかということになりそうなのですが、どうもSECはそういうことを全面的に求めているわけでは必ずしもなくて、いわゆる私募として、パブリックオファリングでない形でやってほしいということを期待しているようです。

日本でも、仮にICOトークンが有価証券、集団投資スキームに該当するとしても、私募という形で行うことも考えられると思うんですけども、それと同じようなことをSECは考えているようでございまして、アメリカの私募に関しては、よく使われるのがレギュレーションDという規則です。これはaccredited investors、適格投資家ととりあえず訳したのですが、認定投資家とかいうふうに訳されることもあります。このaccredited investorsに販売対象を限定すると私募になるという制度がございまして、販売対象を限定すると書きましたのは、日本ですと、例えばインターネット上に情報をバースと載せてしまえば、それだけで基本的に全ての人を勧誘していると解釈されるはずですが、アメリカでは、レギュレーションDを利用する場合であっても、幅広い勧誘、一般向けの広告が認められるということになっております。したがって、インターネットに書いてあって、最終的に応募してきた人が適格投資家でないから売らないということをやめるための合理的な措置さえ講じられていれば、無登録の募集にはならないという理解になっておるのです。

また、レギュレーションDは全く自由ということではなくて、適格投資家向け勧誘をやった場合には、SECに対してフォームDというので一定の情報を出さなければいけないということになっておりますが、これは非常に簡便なものであります。

ここで大事なことは、適格投資家が日本で言うプロ私募の対象よりはかなり広いということございまして、銀行や機関投資家はもちろん入っているのですが、そのほか、発行者の役員、世帯の純資産が100万ドル超または直近2年間の年収が20万ドル（夫婦であれば30万ドル）超の個人なんかも含まれるということになっておりまして、20万ドルを大金持ちと考えるか、そうでもないか、考えるか、これは人によって見方はあると思うんですけども、少なくともアメリカですと、20万ドルぐらいもらっているというのは、いかにもいそうな感じがしまして、これでかなりの人数を販売対象にすることができるということございまして。

レギュレーションDを使った場合の発行者側から見た課題が1つありまし

て、レギュレーションDに基づいて発行された有価証券は制限証券と呼ばれるのですが、そういうことになりますと、基本的に6カ月から1年くらい譲渡させないということをする必要がある。したがって、トークンを発行して、すぐに上場して売ると、これはレギュレーションDに依拠できないことになるという問題がございます。

どうもレギュレーションDを使うというのが本当に増えているようでございまして、これは先ほど小野先生からもご紹介のあった日経の記事をそのままコピーしてきたのですが、2018年に適格投資家向けのICOが急速に増えているということは間違いのないようでございます。

その1つの例として、岩下先生の表の中にもございましたが、先ほどのご紹介で、もう1つ、完了すると史上最大になりそうなのが今進行中というご紹介がございましたが、今のところ過去最大のICOとして、Telegram Open NetworkというところがやったICOがございまして、これはレギュレーションDに依拠したということを確認しております。当初8.5億ドル、累計17億ドルという過去最大のICOで、4月に完了したということです。

ここでおもしろいのは、これも言葉の遊びみたいな話ですが、一般の人が誰でも応募できるのがICOだと最近では言われているようで、この手の適格投資家に限定したものは、「STO」とかいう言葉も出てきているようでして、Security Token Offeringというのですかね。どこまでそういう言葉が広がるかわかりませんが。ですから、Telegramは、いわゆる一般向けICOはやらなかったみたいな説明がされておまして、その点については、仮想通貨に投資するのが好きな人たちの間からは若干批判も出ていたようでございます。つまり、一部の金持ちだけにしかもうけの機会が回らないと受け取る人もいたようでございます。

これは不思議な傾向だなと思ったのですが、この17億ドルという金額がなぜ達成できたかということですが、非常にまとまった額を投資する人たちに勧誘したようでございまして、発行者の関係者についても最低出資額50万ドルで、それ以外については最低出資額2000万ドルということで発行したそうでありまして、報道には実名が出ておるのですけれども、シリコンバレーの非常に有名なベンチャーキャピタルなどが投資をしたと言われております。

こういうことをどう評価するかは難しいところで、ICOというのは、前はよくクラウドファンディングみたいなものであるなんていうことが言われて、幅広くいろんな人からお金を集めるところに価値があるという評価もあったのですが、こうなってくるとベンチャーキャピタル投資と何も変わらないということになりまして、それをいいと見るのか悪いと見るのか、いろんな議論があるかと思えます。

ちなみに、これは適格投資家向け勧誘でやりましたので、当然譲渡制限を付さないといけないんですね。それで、発行者としては譲渡制限2年間ということを行っているはずなのですが、一部の報道によりますと、トークンを入手した適格投資家が既に売却して多額の利益を得ているということが報じられてお

ります。こういった場合、何が起きるかという、これは結局、日本法的に言う、売り出しを無届けでやったという位置づけになるので、これも立派な証券法違反なのでございますが、発行者が積極的に関与していれば別ですけれども、基本的には、売っちゃった人が、パブリックオファリングであるにもかかわらず、レジストレーションしなかったという位置づけになるのだと思います。今のところ、SECがそういう人たちを捕まえたという話は聞きませんので、何かうやむやになっているという状況のようでございます。

私のほうからは以上でございます。ご清聴どうもありがとうございました。

#### 4. 上記報告を受けたディスカッション

○湯山 では、議論全般に関しまして、ご質問とか、ご照会とか、問題意識がございましたら。

○大崎 報告者がいきなり発言するのも変ですが、これだけの方が集まっておられるので、きっと教えてもらえるだろうという期待で、私は自分がよくわからないもので、会計の問題に全然触れなかったのですけれども、少なくとも日本では、会計基準をどうするかとか、会計処理をどうするかというのが、ICOを本当にやる場合の1つの障害というか、難しい課題になっているといううわさを聞くのですが、その点について何か語っていただける方がいたら非常にうれしいなと思うんです。どうでしょう。私は正直よくわからないんです。

○小野 答えになりませんが、会計処理がICOの発展を阻害しているとか、会計処理が曖昧だから詐欺的なものが出るとか、そういうのはないのではないですか。わからなくて、ないと言っては申しわけないのですけれども、大崎先生の問題意識が単に曖昧だということだけなのか、それとも……。

○大崎 ちょっと聞いた話ですけれども、例えば、ICOをやった会社が、その後、取引所に上場しようと思うと、ICOで発行したトークンの会計処理についての問題が足かせになって上場審査が受けられなくなるのではないかと、懸念が一部でささやかれているという話があるものですから。

○湯山 この点に関して、例えば東証ではICOに関して何かございますか。

○川井 議論にはなっていて、そもそも発行されるトークンについて、どういう類型で、どういう会計処理が行われるのかはまだ未整備という理解であって、私どもは、資金調達されたものがどのように計上されるのか、それは単なる売り上げの一部になるのか、有価証券型といっても、債券だろうが株式だろうが、近いものであったとしても今とは全然違うフレームワークになるので、

上場という以前の問題として、そうした枠組みがまだ整理されておらず、制度も未整備であり、会社自体もどう判断したらいいかわからないというのが現実なのではないかなと思います。

○小野 議論が盛り上がる前に、法律の話で恐縮ですが、法律の話となりますと、今の皆さんの発表のように、制度というか、公的規制の議論になりますけれども、ICOといってもいろいろ種類がある中で、岩下さんからの報告で、約束したのにやってくれないという話がありました。それで、どうしても法律家なので、それは私法的には債務不履行だなと思いました。トークンというものには金銭的価値があるかもしれませんが、ないものもあるかもしれません。ただ、デジタルトークンとして当初発行される中で、もう1つ、ある約束事があるのではないかと。ですから、単数のある約束を果たすと言っている発行者と、その約束を信頼した多数の投資家という構成になると思うんです。ではどう考えるかという、いかに約束を履行させる仕組み、制度、解釈論が必要で、例えば、無理筋かもしれませんが、ある意味では信託的な構成、それは私益信託でも目的信託でもいいのですが、その金は決して自分が金を全て自由に使えるお金ではない。人から預かったお金であって、ある目的のために利用すべきお金である。だから、場合によっては分別管理義務もあるかもしれないとか、そういう私法的分析もあるかなと思っています。この議論は自問自答しているだけで、それだけでは発展性はないかもしれませんが、どなたか、海外では私法的にはこのように考えていますとか、今回始まった研究会でも私法的な観点ではこのような捉え方をしようとしていますとか、教えていただければと思うんですけれども、いかがでしょうか。

○今泉 小野先生のお尋ねに直接お答えする形ではないのですが、私の係の中にFinTechサポートデスクというのがありまして、スタートアップのFinTech企業さんから法規制に関するいろんなご相談を受ける仕事をしています。お問い合わせの中には、ご相談と言うよりは意見交換をしたいという方もいらっしゃるって、その中でうかがったのは、直接小野先生の私法的な観点のお話にはつながらないかもしれませんが、ICOにおいては、ホワイトペーパー以外にも、SlackなどのSNSで企業が投資側に情報発信する、上場企業のような開示の義務もない中それがわりと重要なだけけれども、そこで発言されている発信者自体が、本当にその会社の人なのか、一体誰が発言しているのか。つまり、発行して調達しようとしている会社の間が本当に言っていることなのか、そこすらもあやふやだという話を聞かされたことがあって、私は実際にICOに参加したことがないので、その実態はわからないのですが、そうなってくると、先ほどの債務不履行という議論になったとしても、あなたはこう言ったじゃないかと仮に履歴なんかを使って法廷に持ち込んでも、いやいや、これは自分とは関係ない人ですという、はしご外しみたいなこともあり得るのかなと。それは悪意を持ってやれば通謀してやることもできると思うの

で、その辺を含めて考えていくと、既存の枠組みでどこまでできるのか。実例が1つ出てくれば違うとは思いますが、まだまだ見落とされている論点はあるのではないかという気はいたします。逆に、ICOの実務にお詳しい方で、その辺はこうやって防げるようになっていくのかというのがもしあれば教えていただけたらと思うんです。

○堀 大人数の先生方の前で、すごく恐縮してしまうのですが、先ほどの私法的な性質と会計の観点で少しお話を申し上げたいと思いました。岩下先生によると、まともなものは少ないということかもしれませんが、技術的に意義があるように思えるICOのお話をお伺いしますと、分散型でプラットフォームをつくりたい、それに使えるようなトークンを出したいという場合に、基本的には、トークンを購入者に引き渡したときに履行は終わります、ある種のクラウドファンディングと同様、商品のように手に渡りまして、そこで売買契約は成立し、履行されていると考えられますので、会計上も収益だということになるわけです。ただ、構築していくためには一定の時間がかかるので、マイルストーンを示して、どのように履行していくのかということを発行者自体もホワイトペーパーなどで謳っている。そうすると、何らかの期間的なものがあり、そこに全く何も義務がないということもないだろうと考えられ、実際には、債務という法的な義務であるかどうかは評価が難しいのですが、一定の年数がたってプラットフォームとしてでき上がるという経過が想起される。そうすると、会計上は繰り延べ収益という形で、負債勘定も一部立ててやられるという形になるのではないかと思います。実際、ICOを行った上場企業で計算書類が開示されているケースでは、BS上は資産の項目に無形資産のようなものが載りまして、負債勘定にも繰り延べ収益という形で計上されているようです。

○小出 私も、十分に理解しているわけではないのですが、幾つかコメントさせていただければと思います。まず一般論として考えると、一番初めに岩下先生がおっしゃっていたこと、つまり、どんどんICOに使われるトークン自体の価値が上がっていく状況にあって、しかも、ICOの締め切りが非常に近い状況にあると、その相乗効果で早く買わなくてはいけなくなるというお話がありましたが、大変おもしろくて、これは典型的な販売圧力の場面だなと思いました。そういう観点から考えれば、実質的には、本来、金融商品取引法の開示による規制を及ぼすのにふさわしい場面であろうと思います。

他方で、有吉先生のご指摘のとおり、金商法との関係では、特に仮想通貨で投資するICOを行う場合は、金銭の出資・拠出でない以上、金商法上の「集団投資スキーム」に該当しないという問題があり、ここについては私も昔から問題があるとは思っています。私が1～2年前に調べたところだと、当時、日本でそういうことをやろうとした業者が金融庁さんにお聞きしたら、それは集団投資スキームには該当しない、ただ、仮想通貨交換業の登録は必要でしょう

ねという回答を得たということがあったようです。しかし、そうはいつでも、実質的には、「イーサ」などは取引所を通じていつでも金銭にかえられることを考えると、そういった形式的な解釈は望ましくないのです。有吉先生がおっしゃるとおり、近い将来、そこは金商法の規制の対象になるべきだと思います。ここは、ある意味では、例えば和牛の預託商法とかと多分同じようなところがあって、あれも金銭でない牛を預託しているという形式をとっているわけですが、でも、実質的にやっていることは投資なので、黒沼先生のご論文で、購入者が購入した現物の管理・運用を他の者に委託して収益を得るという契約から購入者に生ずる権利は集団投資スキーム持分にあたると解するべきと主張されていますが、それと同様の解決があり得るだろうと思いました。

なお、仮想通貨交換業の規制がかかっているというところに関して言うと、これも既にいろんな先生がご指摘されているところですが、本来、資金決済法上の仮想通貨交換業への規制は、金商法のような投資家保護のための規制に特化したものではないと理解しておりますので、やはりそこは機能的には金商法の規制をかけるような方向で今後は法整備を進めていくべきであろうと思います。以上は法技術的な細かい話かもしれませんが。

次に、もうちょっと大きな話かもしれませんが、The DAOのご紹介が幾つかありました。いいかどうかは別として、The DAOというのは、私は非常におもしろい仕組みだと思っておりまして、The DAOの「DAO」とはDecentralized Autonomous Organization、つまり「非集権型自律組織」の略語ということのようです。現実はどうだったかは別としまして、一応The DAOの理念としては、ブロックチェーン上で、スマートコントラクトを使って、どう運用するかについても全てそこに書かれたプログラムどおりにやっていくものであるということで、積極的に運用の判断をする主体がいるわけではない。その運用の方法についても、出資者の投票などに基づいて行うというのがもともとの理念だったと聞いています。

現実のThe DAOがどうだったかわかりませんが、そう考えたときに、SECがThe DAOについて、あれはHowey基準に該当すると言ったことに関して、本当にそうなのだろうか。つまり、中央の運用主体が、仮に本当にいなかった場合—つまり本当にスマートコントラクト上の自律的な組織だった場合—、他人の努力に依存しているというところに該当し得るのだろうかというところには、今後そのような仕組みが登場した場合の扱いを含めて、問題点があるように思っています。金商法の規制は、中央を担っている人がいることを前提として、そこに規制をかけるという方向で行われています。イーサはもともとスマートコントラクトのためのトークンなので、本当にスマートコントラクト上だけで何かの仕組みの全てを実現しようというときに、単にそのためのプラットフォームを開発しただけの例えばThe DAOで言えばドイツの業者に規制をかけるのが望ましいのかどうかについては、これはクラウドファンディングのファンディングポータルのある責任のあり方と同じなのかもしれませんが、ちょっと慎重に考えなければいけないだろうと思ったところでもあります。

以上です。

○大崎 The DAOが本当に参加者の相互の契約だけで動いていく仕組みであれば、日本で言う純粋な共同事業に当たるので、日本でも恐らくそれは集団投資スキームではないという解釈になるんですよね。私も確かにSECが結論づけているのにやや強引な感じはちょっと受けたんですね。SECは、参加者がいろいろ発言権を持つということについても非常に低く評価していて、ただ、そこはまた微妙な問題で、つまり、株式会社の株式であっても議決権はあるではないかみたいなのと本質的な違いをどうつけていくのか、そこがすごく難しいと思いました。

それと、今のお話で思い出したのですけれども、さっき1つ言い忘れたことがあって、アメリカの場合は、資金の拠出に仮想通貨、ビットコインやイーサリアムを出すことがHowey基準に当たるか当たらないかというのは議論された形跡が全然ないんですね。日本は逆に、非常に形式的解釈で金銭等ではないということになってしまうというお話だったので、ここの彼我の差は、正直、私はアメリカの解決のほうが正しいような気がしていて、ちょっと日本のあり方はどうなのかなと思いました。

○小出 Howey基準は判例法上のルールなので、細かい文言解釈というところには必ずしもいかない。日本の金商法は、罰則も関係してくるといえるのか、罪刑法定主義などの観点もあるので、どうしても厳密な解釈がなされるのだろうという気はします。

○岩下 今、The DAO事件について多少話題になったので、私が知っているところを申し上げますと、The DAO、あるいはDACなど、ブロックチェーンを使うことによって契約を自動実行させることで組織あるいは会社を実行させようという、ある意味での思考実験みたいなものがあると思います。これは、株式会社の役員のようなものがあるのだけれども、その役員を全部コンピュータのプログラムに置きかえてしまう。要するに、役員室に行ったらCEOも取締役も誰もいなくて、そこにはコンピュータがありましたという世界をつくりましょうというのがThe DAOの理念だったわけです。それが一般名称としてのDAOというものでありまして、そのDAOの理念を実証するために、2015年5月にSlock.itという会社が立ち上げたプロジェクトがThe DAOというファンドみたいなものだったわけです。

Slock.it社は、スマートロックという、イーサリアムでお金を払うとロックが解除される技術を持っている会社です。彼らはIoT企業だと言っていますけれども、この技術を何に使えるかということ、例えば、Airbnbで部屋を借りるときに鍵の受け渡しというのは結構面倒くさい。同じようにシェアリングエコノミーで車を貸すときに、車の鍵を人がどこかにとりに行かなくてははいけない。それは面倒くさい。それが全部スマートフォンでできればいいではないか

という話になった。そうすると、The DAOでいろんな不動産や車を買って、それをシェアリングエコノミーやAirbnbで貸せばいいのではないかという話で、2015年5月に立ち上げたところ、1カ月間で250億円集まったわけです。これが億円単位で達成されたICOのファーストケースだったと後から言われているわけですがけれども、当時はまだICOという言葉はあまり一般的ではなく、The DAOをICOだと思う人はあまりいなかったわけです。

今でこそ、ICOが有価証券であるかどうかということがいろいろ議論になっていて、あたかもUtility Tokenにしているのはなぜかということ、本当は後で償還しますとかと言えば、もっとまともなものに見えるわけですよね。それをあえて、自分たちのプロダクトが成功したら何かあげるよとか、自分たちのプロジェクトで何か使えるかもしれないみたいな非常に曖昧な書き方をしている。それはまさに有価証券ではなくて無価証券にして、現在の証券法制的な開示規制を潜脱するということが主な目的でやられているようにしか見えないわけです。ただ、そういう議論は最近ですので、The DAOのときは非常に素直で、ちゃんと出資者に配当しますと書いてあるわけですよ。SECが報告書の中で、The DAOは有価証券だとみなしたというのは非常に自然な解釈だと私も思いました。

結局、The DAOがうまくいかなかったのは、中でバグが発生したからです。その中で50億円が盗まれてしまったので、盗まれた状態をもとに戻すということをやったわけです。ブロックチェーンのハードフォークという技術を使うことによって、過去のログが全部残っていますから、盗まれたのがたしか6月17日か何かだったので、その前の日の状態に戻したんですよ。そういう意味で、タイムマシンで時間を巻き戻すなんていうことができちゃったということで、我々は、こんなことができるのだったら、俺たちもリーマンショックの前に戻してほしいよと、さんざん言っていたんです。

それをやってしまったときに、彼らは何と言ったかということ、感激して、*"We have our supreme court, our community."*とか何とかと、The DAOのSlackの中で叫んだわけです。そういうものを見ていて、この人たちは既存の証券法制とか私法上の位置づけということは一切超越したような世界をつくらうとしているんだなと感じたものでした。

実際彼らは50億円を盗まれたときに何をやったかということ、普通は盗まれたら警察に行くじゃないですか。だけど、どこのジュリスディクションに属するかわからなかったんで、それをやらないで、今盗んでいる人のサイトにDDoS攻撃をかけたんです。そういう人たちがやっている世界で、ある意味でWild Westで、サイバースペースでどこからの規制も受けないときに、彼らが好きな言葉で「Code is Law」というのですけれども、既存の法制度は関係ない、自分たちの書くコードこそが正義であり、それが法なのだという人たちがやっていたんです。そういう意味では非常にラジカルだったのですけれども、あのころはまだICOとか、そういうものに一種の政治思想みたいなのが乗っかっている感じがしたのが、去年の高騰によってそれがだんだん剥げ落ちて、そんなの

はどうでもいいから、とにかくもうかればいいという感じになっちゃっている  
ので、今はちょっと状況が変わっているという感じだと思います。

○小出 The DAOについて、もう二言だけ短く追加したいことがあるんです。

1つは、あれが失敗した理由は、別にあの仕組み自体がインチキだったというわけではないと思うんですね。今ご紹介があったとおり、ハッキングだか何だかわかりませんが、投資されたイーサが盗まれちゃったところにポイントがあったので、仮にSECの規制が及んでいたとしても、あの事件は防げなかっただろうと私は思っています。むしろそこは、今、日本で言うところの仮想通貨交換業の規制のほうに向いているような話だったと思われま。なので、私は、The DAOは、現実はどうだったかわかりませんが、投資スキームの仕組みの理念としてはいいICOだと言われる可能性は十分にあった事例かなと思います。それが1つです。

もう1つは、ICOで集めた資金をファンドとして運用していた話なので、もしこれが例えば金商法の規制の対象になるのであれば、次のステップとしてはこれは投資運用業なのではないかという論点も多分あるのだろうという気がしております。以上です。

○後藤 こういう話を全くフォローしていなかったもので、今日は非常に勉強になりました。ICOというのは新しいビットコインでもつくるのかなと思っていたんですが、大分違うものだということが今日わかりました。そのようなレベルでの素人考えですが、この辺の話はいろんな問題が絡み合っている上に、人によってどこに着目するかが異なっていて、先ほどお話があったような政府が存在しない世界をつくるみたいなことに情熱を燃やしている人もいれば、そうではなくて、これによって新しい資金調達の手法ができて、ビジネスが発展するといいいねということを行っている人もいるわけです。その中で、単にもうかればいいと市場が熱狂しているのをどうするかという問題意識もあれば、これとは別に、犯罪組織によるマネロンに用いられたり、テロ支援国家がこれを用いて資金を調達すると安全保障的に問題があるかもしれないという問題意識もあり、それぞれ異なった対処が必要であると思います。また、政府が存在しない世界をつくるという話は、私には荒唐無稽過ぎてわからないのですが、金融規制でなんとかなる話ではないような気がします。金融規制で何ができるかという、1つは、ハッキングとかで仮想通貨を盗まれちゃったりしないように、交換業者はちゃんとしましようということがありますが、それはどっちかという仮想通貨本体というか、仮想通貨交換業の話で、ICOとは多分違うのだろうというのが、今日のお話を伺っての私の感想です。

ではICOは何かということですが、これは、結局、ビットコインとかイーサリアム建ての株みたいなものをつくって売っているということからすると、既存の日本とかアメリカの法律をどう適用するかという細かい話を抜きにすると、感覚的には、これは普通に投資商品だろうという気がするんですね。細か

い基準の当てはめは置いておくと、現在の発想からいくと投資商品として何らかの規制をかけていくというのはあってしかるべきだと思います。では、何でこういう業者が普通に株式会社で株を発行してIPOしないのかということ、それはその規制が重過ぎるからだということになるかと思いますが、では規制を軽くする必要があるかということ、ビットコインとか仮想通貨技術、ブロックチェーン技術を使っているからというだけで優遇するということは正当化できないのではないかと考えています。ここで考えるべきなのは、既存の規制をどうしていくのか、もしくはそれなりの資金力があってこういう新しいものに投資をしている人には、適格機関投資家的な特別な枠組みで、もっと緩い規制でもいいのではないかとということであって、あまりICOとかブロックチェーンとか、そういう話に惑わされずに、そのところを議論したほうがいいのではないかと気がしているんですね。

また、中国とか仮想通貨の取引を禁止している国もあるということですが、これは何も新しい話ではなくて、18世紀にヨーロッパで株式会社制度ができて、みんな熱狂してそれに投資したときに、これは危ないということでイギリスがBubble Actをつくって、株式会社を勝手につくってはだめということをしたのと基本的には同じ話だと思います。ただ、イギリスでもそれから何十年かたった後に、やっぱり株式会社は有用な制度であるということで、情報開示とか管理の仕組みをしっかりとすることで合法化していった。今のアメリカの対応というのは多分そういう方向を目指しているのだろうという気がします。そうすると、これは人類が既に一度は行ってきたことではあるのですが、問題は、これがインターネット上で行われるので、国家によるコントロールがなかなか難しいというところにあるのだと思うんですね。アメリカは、ああいう国ですから、どこまでも域外適用するというのもできるし、こういうことをやっている人のお金は大体アメリカにあるとすると、そこで何とかなるかもしれないのですが、ほかの国が、禁止であれ規制であれ、エンフォースメントできるのかというところが一番の問題になると思います。

どなたにお伺いすべきなのかわからないんですが、このような観点から関心があるのは、中国が禁止したということですがけれども、禁止した後に中国でこういうことをやっている人は本当にいなくなったのかということ。ICOする側と買う側ですね。先ほど岩下先生から、ベネズエラのを日本で買った人がいて、それを止められないというお話があったんですけど、そういうことがあるのだとすると、中国の人でも普通に買ってしまうということがあるのか。あの国は、そもそもインターネットを完全に規制しているとすると、そこで止められるのかもしれないんですけども、こういったエンフォースメントのあり方が多分一番のネックになってくるのであって、そこがどうなっているのかというのはすごく関心があるのです。どなたにお伺いすべきかわからないのですが、中国やシンガポールでしょうか、規制している国がどうしているのかというところをもう少し詳しく教えていただければと思います。

○大崎 私も詳しく知っているわけではないんですけども、中国がICOを禁止してから、日本の仮想通貨交換業者の取り扱いで人民元が増えたとかいう話は聞いたことがあるんです。だから、多分中国の人は日本で取引をしているだけなのではないか。ICOはやっていないとしてもですね。

あと、今の話の中にあったICOとIPOの規制の違いですけども、私は規制改革推進会議にちょっと絡んでいるのですが、そこのワーキンググループで、ある委員の先生がそれをすごく力説されていまして、要はIPOが非常に難しくなっている。これは開示規制の問題だけでなく、例えば業績予想を的確にできるような体制をつくらなければいけないとかいうようなプレッシャーも非常に強くて、とりわけバイオの会社とかでは事実上ストップしてしまっている。ICOだったら幾らでもできるというのだったら、みんなICOをやったほうがいいのではないかみたいに、くだを巻いている起業家がいっぱいいるんだが、どうしたものかなんていうことをおっしゃっていて、確かに両者のバランスというのは考えていかなければいけないとちょっと思ったんです。

○松本 ICOは現時点ではひどいのが多いのだと思うんですけども、そういう話はそれとして、あと今、法律の話がすごく多いと思うんですが、あえて違う視点でICOをポジティブに議論する意味があるとしたら何だろうか。あと、ほかの視点も考えると、ICOは借金でもないし、増資でもないから、バランスシートも傷まず、ダイレクションも起きない。今までの金融とは全然違う性格のメザニンみたいなものですけども、ちょっと変わったものであって、IPOに比べて準備が簡単だとか、そういうのはけしからんのですけども、もしかすると今言ったようなあたりで、企業のファイナンスにとって何かしらの可能性はあるかもしれない。一方で、投資家保護というのはすごく大切であるから、投資家を保護しながら、そういう新しいファイナンスもできるような枠組みを考えるというのが大切なのではないのかなとは思っています。

あと、法律が専門の方が多くて、一方で会計士の方とかはここにいらっやらないのですけども、現実的には、ICOをして、例えば在庫があった場合に、それをどのように計って監査するのかというあたりの監査技術とかは現時点では極めて未熟であり、どうやって監査したらいいかわからないわけですね。物があるわけではなくて、技術を持たないとそもそも見に行くことができないので、監査法人に現状そのような技術が蓄積されてはいなかったりとか、そういう問題もあるので、会計とか監査側の視点ももう少し取り入れて議論していかないと、ちょっと偏っちゃって現実から離れちゃう部分はあるかなと思いました。

○大崎 今のご発言を受けて、また変なことを言うんですけども、私がちょっと懸念しているのは、確かにおっしゃるように、特に日本だと会計士側の体制もあまり整っていないように思うんですね。また、規制の議論も、どちらかというと、ICOはまやかしみみたいなものが多いから、できなくなるのならそれ

でいいだろうみたいな空気が何となく感じられて、私が非常に心配しているのは、これが世界のメインストリームになるかどうかはわからないんですけども、かなりのインパクトを持つ可能性があるような気がして、特にアメリカで今年に入って、ある意味、詐欺的でなさそうなものも結構な量が出ているということを見ると、日本も様子見みたいなものから、もう少しきちんとさせていくというふうにしたほうがいいのではないかなと。じゃ、どうするのというのはないんですけどね。

○松本 それに関係すると、日本は、よくある話ですけども、個人だけなんです。機関投資家が全く入っていない。アメリカは、機関投資家は仮想通貨にもICOにもかなり入っていて、プロがそれをやっていて、ファミリーオフィスとか個人向けにそのファンドを販売している。国によっては年金でも仮想通貨等へある程度の投資を考えている。そういう機関投資家という主体が入ってきて、その中でいろいろ見ている。だから、TelegramのICOも、そういった意味で機関投資家みたいな人を相手にしたのは、いい点、悪い点があるとは思いますが、ある意味ですごく意義深いものだと思うんですが、もう少し日本でも機関投資家を誘導するというか、連れてこないで、何か危なくて保護の話だけになっちゃう。プロであれば保護ではなくて、もう少し開発するというか、技術革新をしていこうという話ができるけれども、個人だけになると保護、保護になっちゃうので、機関投資家をもう少し何とかしたほうがいいとは思いますが。

○森本 でも、責任ある投資家から言うと、いいんですけども、投資対象って3つしかないわけですよ。通貨か、物か、資本・負債かしかないわけでしょう。これが通貨かと言われると、ちょっと……。法定通貨のことを言っているから。じゃ、物かと言われると、物だったら発行体は物販になるはずだから、物販として経理処理をすればいいわけでしょう。仕入価格と販売価格の差分を利益に計上するのとかという話でしょう。じゃ、物としての実用性は何かということが問われる。一番わかりやすいのは負債勘定なんですよ。負債勘定として出すというのは、高島屋の商品券を1000億発行して何か都合が悪いかといったら、どんどんやってくださいということですよ。ただ、それを高島屋の社債と同等に位置づけるかということ、我々は、法令上は投資対象の価値の分析が合理的にできることを強く求められている関係上、だから、これは投資対象になっていないんですよ。負債勘定に置いて、有価証券としての投資対象の価値ができるという前提ならば、その経済価値を商品設計の中で定めればいいだけのことだから、そうすると、社債と違うものができるということで、私は前から非常にポジティブに考えているわけです。

例えば、満期が1カ月、失効してしまう。3年のもの、5年のものまでつって、1カ月のものだったら30%ディスカウントになるとやれば、これは消費を加速させる効果があるわけですよ。例えばそのような商品設計を投資対象

の中に持ち込むことは幾らでもできて、非常に特殊なリスクワードのキャラクターリスティックスを持ったものをつくれるから前向きに考えたい。それから、商品との交換価値を1対1で決めてしまうと、物価が騰貴すれば、物価が上がるわけではなくて、当該証券の価値が上がるわけだから、つまりインフレリンク社債をつくれるわけでしょう。我々の商売としたら、そのようなことをデザインして、そのようにすると投資対象としての価値の分析が可能になる。それにエクイティライクなものを入れるとすると、次を考えると、負債性から、高島屋でなければ絶対に買えない商品をつくれれば、やっぱり価値は実体的に上昇するはずですよ。それは極めて株式的なリターンになるはずですよ。

だから、我々は、そのようにして、ここからここまでのスペクトラムで、ありとあらゆる有価証券を創出しているわけですよ。アメリカってすごくて、そういう中で要件を充足したもののみが恐らく投資対象になっていくんですね。そのようなものとほど遠いものが恐らく現状は多いんです。逆に言えば、そういう中で幾らでもつくれることは可能性として認めるから、そういうものを理論的につくってから、法制上この紙は一体何だっけという話を最後にしなければイノベーションなんて起きないわけですよ。

それで、僕がずっと考えていたのは、eコマース圏が例えば2つあって、A「eコマース圏」がA通貨を発行して、B「eコマース圏」がB通貨を発行したら、最初は法定通貨との間で1対1対1で発行したとしても恐らくずれてきますよね。そのずれるファンダメンタルな理由が認識できれば投資対象になるのだけれども、それが単なる投機としてずれるのであれば、投資対象には絶対にならないでしょう。そこの差が、例えばeコマース圏でAに行くところという利便性がある、こういうものはAでしか買えない、そのようなものがあれば、これは企業としての競争になるわけでしょう。そのようにして投資対象を創出していくと、私は、株式というものに対して、前回も同じことを申し上げましたけれども、欠陥だらけの投資対象であると。その欠陥を是正するためにガバナンスを叫ぶことは間違っているという考え方を強く主張していますので、そういう意味で株式に代わる高度な投資対象を創出していくことが資本市場の発展だということで、もちろん前向きに考えるべきだと思いますが、くどいようですが、法令上、投資対象の価値の分析ができるかに帰着するわけで、そこだけだと思います。

○松本 ちょっと訂正すると、機関投資家の前にプロのディーラーなのだと思うんですね。僕は自分がそういうことをやっていたので、ちょっと思うんですけども、仮想通貨って1980年代のデリバティブにすごく似ていて、理論とか、レギュレーションとか、会計とか、レンディングとか、いろんなものが未成熟で、それがほんの数年でレギュレーションも含めてすごく熟していったのですが、そこで大きな役割を果たしたのはやっぱりディーラーとかトレーダーだったんですね。投資銀行とかのトレーディングデスクがそこに入って、そこでイノベーションが起きて、いろんな議論も起きた。なので、個人だけではな

く、フィデューシャリー・デューティを持っている投資家というよりも、もう少しプロのトレーディングデスクみたいなのが入ってくると、イノベーションとか、すごくバランスのとれた議論がもっと進むかなという印象はあります。

○金澤 本日は改めていろいろなことを勉強させていただきましたが、今回の議題の代替的資金調達手段ということに関して言えば、従来からある手段と何が違うのかなというのが疑問として残りました。現状のICOというのは、恐らく既存の資金調達手段でも達成することが可能なものが大半であり、そのため、金商法等の規制法の適用についても、現状の枠組みで対処することで足ることなのだと思います。まさに代替的資金調達手段たり得るためには、新しい商品の発行主体、あるいはそれを媒介するブローカーの方々が、新しいものを市場に出していくということが必要なのだと思いますが、それを法的な側面から考えると、それこそ小野先生が先ほど仰ったように、こういうことをやりますといった投資家に与える権利を、コインという形なのかは別として、表章して、投資家の方に買ってもらうあり方について法的な議論をしていく必要があるかなと、現時点では答えは全然持っていないのですけれども、そういった感想を抱きました。

○黒田 資金調達手段としてのICOですけれども、その後の売買ということで流通市場も含めて考えていくと、どうしても適時開示といいますか、金商法で言うインサイダーとか、そのあたりのことも考えていく必要があるかと思えます。そのあたりのコスト的なことを含めて、どう考えていくかということで、グリーンシートでは結構適時開示のところの負担が多くて、最終的に株主コミュニティになりましたが、ディスクロージャーをどのように機能させていくかということが課題の一つになるかと思えます。

あと、プロ投資家についてのお話が先ほどありましたけれども、大崎さんからご説明いただいた資料のTelegramは日本と違ってディールサイズが結構大きいものですから、機関投資家も入ってきやすいところがあるかと思えます。日本の場合、IPO自体が結構小粒で、あまりプロが入ってこない、個人投資家中心というIPOでの市場構造の問題もあります。

そういったことで言いますと、大崎先生の「私募によるICOの可能性」というのは、どのぐらい日本への示唆といいますか、インプリケーションを考えたおけばよろしいのかということもあわせて質問させていただければと思います。

○大崎 私募の点についてだけコメントしますと、私が非常に気になっているのは、日本の私募はアメリカのレギュレーションDに比べると非常にかたくできてしまっているんで、こういうことをインターネット上で実効的にやっていくには全然向いていないのがちょっと残念だなというのはありますね。特に少人数私募は全く使えないですし、プロ私募ですと個人は基本的に参加できない

ということになりますので。

あと、先ほどおっしゃったことで、適時開示とかいう話があったのですけれども、これもいろんな考え方があると思うんですが、その辺を先取りしてどんどんつくっちゃうと、多分こういうものはつぶれていくのだろうなという感じがします。

○幸田 先ほどの松本さんのお話にデリバティブとの類似性みたいなことがあって、確かにそういう面は何となくイメージできるのところはあります。ただ一方で、今の資本市場の担い手として、例えば我々のような大手証券みたいなところからすると、結局、セールスとか、ディーラーとか、トレーダーとか、市場において値づけをどうするかとかいったような世界は、今起きているインターネットとか、新しいIT技術をベースにしたものと我々が現在やっているようなこととの乖離があるので、我々既存の業者から仕組みをつくり上げるみたいなところは相当難しいし、リモートでしかないというところがあると思います。ITとかインターネットをベースにしながら、そういう新しいものをつくり上げるかというのは、恐らく全く別世界のものとして成り立ってくるという感じを持っております。さきほど後藤先生が言われたようなICOのニーズがどこにあるのかということと、実際には仕組みをどうやってつくるかということがイノベーション的に起きてこない、制度の何らかの基盤や枠組みがリンクするような形で多分この問題が前向きに対応されないだろうという感じはしております。

○安田 ICOに関しては、字面が似ていることもあって、IPOとどう違うのかとか、ICOにできてIPOにできないことは何かというのが論点に上がったのですけれども、皆さんのお話と、特に今日のすばらしいプレゼンテーションを聞いていて感じたのは、IPOは、どちらかというところ、例えばスタートアップ企業がそれなりのビジネスを確立して、その後、株式公開して、ある種、成功した企業がリターンを得るための1つの手段。先にお金を受け取って、これからビジネスを拡大という面もあるかもしれないのですけれども、むしろそれよりも上がりの部分の効果のほうが大きい。特にイノベーションという観点から言うと、どんどんスタートアップが出てきて、うまくいったスタートアップにはそれなりの報酬、そのためのIPO。

それで言うと、ICOは、まだほとんど何も決まっていな段階で、本当にある種タネ銭を得る。だから、うまく機能していればベンチャーキャピタルとかをつけるべきところに入っていかない部分をICOで補えるという違いがあるのではないかという気がしました。

IPOに関して言うと、もともとは恐らくシリコンバレーを中心に、アメリカとかでもそういった形のIPOが多かったと思うのですけれども、直近で言うと、恐らくもうIPOをあまりしていないですよ。そもそもスタートアップ企業はIPOが目的ではなくて、グーグルやフェイスブックみたいな大手に

買収されるということが目的に変わりつつあるので、そういった観点からすると、もともとある程度ベンチャーも発達しているし、上がりとしての対象が、もはやIPOですら周回遅れになっているようなアメリカからすると、ICOに関して適度な規制を入れたところで彼らとしては困らないかもしれない。ただ、日本は、そういう意味では2周ぐらい遅れているかもしれないので、日本みたいな土壌を考えると、より最初のタネ銭としてのICOみたいなポテンシャルは大きいのではないかという気はするんですね。なので、資金調達が多様性というか、報酬としてのIPOとは違って、これから何かをやっていくためのタネ銭としてのICOは、日本において、より育てていくべきものかもしれないと思いました。

○後藤 今のお話は非常に興味深いと思うんです。そうすると、なぜVCではいけないのかという話があって、むしろVCが目利きをしてお金をつけるというのがアメリカで行われている中で、VCではなくて、わけもわからない人たちからお金を巻き上げているのがICOだという側面もないではないような気がするんですね。特に危ないものの場合ですけれども。

前に別の学会でクラウドファンディングについて報告を聞いたときに、VCが見抜けないものを有象無象が見抜けるわけがないのではないかという話があって、多様な意見の集まりをどう評価するかという問題はあるとは思いますが、結局、ICOが転売目的で、とりあえずいいから買っておけというのが多いとすると、タネ銭がつきやすいという側面はあるのかもしれないんですが、投資家に行き渡るとい側面ではIPOと共通するところがあるので、むしろタネ銭がつきやす過ぎることの問題が理論的にはあり得て、日本でそういう側面を重視していくのか、そもそもVCがあまり発展していない以上、こういう形ででも資金がつきやすくしてあげることが大事ではないかという、その選択肢の話ではないかなという気もするんですね。

○安田 そこは恐らく法律系の方と経済系の方で一番意見がわかりやすく対立するところだと思うんですけれども、まずタネ銭がつきやすくなるというのは、現状ではそうかもしれないですが、例えば、今日、岩下さんがご用意いただいた資料を見ても、7ページですが、IPOで言うところのアンダープライシングみたいなレートがどんどん下がっているというところを見ると、その辺はある種、調整はされている。要は、あまりにもずさんなプロジェクトしかない、当然そこにお金をつけても損をするリスクが高いので、個人といえども投資家はそこまでバカではないだろうという発想に立つと、ここでICOをうまくプラットフォームとして育てることができなければ、恐らく我々が心配するまでもなく淘汰されると思うんですけれども、ある程度タネ銭が続きければ、そこで筋のいいプロジェクトも出てくるでしょうし、それを見抜くようなノウハウも醸成される可能性がある。それが全く醸成されずに完全に投機目的で走っているようなものであれば、多分市場として早晚成立しなくなる。なの

で、事前に市場として成立するかどうかを心配したり、あるいは過度に投資家の損をすることのリスクとか、詐欺的行為を事前規制で外そうとするのではなくて、そこは競争させてみればいいのではないか。

先ほどおっしゃっていたように、ベンチャーキャピタルに関して、日本では残念ながらそこまで成熟していない面もあるんですが、そうはいつても、最近、東大などは産学連携ベンチャーとかで、ちょっとバブっているのではないくらいお金が付き始めているので、いろんなチャネルを用意しておくのはいいことではないですかね。この国はもともと銀行融資が強かったので、リターンが予想できるような安全なプロジェクトにばかりお金が付きやすい体質がある中で、今どの先進国を見ても、失敗するプロジェクトを何個回せるか、その中で何個破壊的なイノベーションが出てくるかというところで勝負するフェーズに入っているのに、あまりにもそういったハイリスク向けの資金調達が難しい時期が長く続き過ぎたので、今育ちつつあるベンチャーキャピタルと並んで、ICOもそうですし、クラウドファンディングもそうですし、幾つかのチャネルが出てきているんですが、そのどれか1つがあれば十分だろうという発想ではなくて、とりあえず残して、最低限の事前規制を入れて、あとは競争させるという発想もありかなと個人的には思います。

○堀 今、なぜVCが入らないのかというご疑問があったと思うんですけども、本来的に皆さんがトークンを発行してやろうとしているようなことは、今、金融商品としての側面が強く意識された議論になっているかと思いますが、基本的には、トークンを持ってもらいたいというニーズというか、コンセプトは、お金が欲しいというのはもちろんあると思うんですけども、それとともに、トークンを持ってもらいますと出来上がったプラットフォームを利用するユーザーも獲得できるという面があって、それでプラットフォーム上でトークンを売ろうとしているわけで、そうだとすると、一般的な資本主義社会の中の金融を得るということだけで動いているわけではないと承知しています。

そうだとすると、どういう規制のあり方があるのかというのは、皆さんいろんなご意見があると思うんですけども、私は、技術の大切な面を育成するためには、あまり金融規制の中でというよりは、きちんとそれがわかる人が買えるような制度——ちょっと松本さんのご意見に近いのかもしれませんが、それが金融の投資家だけではなくて、技術のリテラシーがある人が自己責任で買うという世界であれば、何もそんなに規制はしなくてもいいのではないかと思います。

もともと、現状トークンを購入する者の中に、消費者も混じっているからということで、今、仮想通貨交換業者のほうで取引を一元化しようとして一方が舵が切られようとしているわけですけども、ある意味、IPOの世界でいう引受証券会社としての役割と、利用者に流通の機会を与える取引所としての役割を一緒にやらせるということになるわけで、そうすると、かなりのエンパワーメントが、中央集権型で営業している仮想通貨交換業者に対して生じるおそれが

あると思います。トークンの技術の側面も上場するか否かの判断も含めて取引所に見させるということの法規制になってしまうと、私は、技術的には、もしかしたら日本でいいものが生まれなくなる方向性になるのではないかという懸念を持っています。

○後藤 1つだけ。安田先生や堀さんのおっしゃることに全く異論はないんですが、唯一疑問があるのは、なぜICOの場合には規制を緩める必要があるのかという説明がついているのかという点です。資金調達のプラットフォームとして、現在の株式市場の規制が厳しすぎるということがあるのかもしれませんが、そうであれば、別のタイプの規制が緩やかなマーケットを作って、そのようなマーケットでありリスクもあるということをおかした上で買いに行くのであれば、消費者であっても自分のリスクでお好きに買ってくださいという制度もあり得ると思うんですね。この場合、ICOである必要はなく、逆に、ICOだから何か特殊だというのが私にはすごく気持ちが悪いのです。資金調達のチャンネルは複数あったほうがいいのはそのとおりですし、利用者のベースを拡大するためにやっているのもあるのでしょうけれども、多分そうではないのもきっとあるのだらうという気がして、そのためにやっているのだとすると、例えば最後のほうでご紹介があった2000万ドル出さないでだめという話では多分説明できないのでしょう。

いろいろなものが混ざっている中で、1つの観点から切るのは難しいのでしょうけれども、いい側面があるので殺すべきではないというところには全く異論はないんですが、バブル崩壊後に株式投資に一般人が手を出しにくくなってしまったように、何か大きなスキャンダルがあると一気に逆風が吹くのが日本だったりもしますので、あまり変なことになり過ぎないようにするのも大事なのではないかなというのが何となくの感想です。

○小野 冒頭申し上げたように、デジタルイノベーションで各国が競い合っている中で、エクイティでもデッドでもない新たな手法としてICOに着目しましょうという議論、それはそれで1つの価値判断かもしれませんが、有用で有意義と思いますが、そこに力点を置かないで株式で十分ではないかという話は元の世界に戻ってしまうように思います。先生がおっしゃっていることは、もちろん理解できますけれども。

○岩下 今のお話を聞いていて、最近、フランスの経済・財務大臣のルメールさんという方がインターネット上で公開したと称される文章が非常に注目を集めていることをご紹介したいと思いました。G20のブエノスアイレスから帰ってきた後、ルメールさんが公開された文章ですけれども、フランスをICOの中心国にしたいと書いているんですね。投資家保護を充実させることによって新しいルールを整備し、それによってフランスの国内でICOがたくさん起きるようにしていくべきだということをお彼は発信されているわけです。彼自身が

書いたかどうか、よくわからないけれども。

それを読んでいて、メタップスの社長さんがお書きになった『お金2.0』ってあるじゃないですか。僕は何となくあれを思い出したんですね。それはそれで、フランスがどういうことをやるか、ぜひ見てみたいものだと思いますし、日本もどうするかということはこれから大いに議論をしていくのだと思うんですけども、今のICOは、基本的に価値のないものを高値で売っているということは誰がどう見てもそうなので、それが明らかに価値がない、空っぽだとわかっている人が、値上がりして転売するとわかっている買って、わかっている売っている。最後に高値づかみした人だけがババを引くという仕組みだとすると、もちろん日本はたくさんのベンチャー投資をするための資金が必要であるということには全く賛成ですけれども、何もそのICOをプロモートしなくてもいいのではないかと僕は非常に思っているんですね。なぜ無価証券にしているかと言うと、これは明らかに金商法対策です。あるいは世界中で言うと、証券法制対策なので、Howeyテストがあるから、それに合わないようになっているので、規制があるがゆえに、わざわざ価値のないものにして売っている。しかも、それに値がついちゃって高値で取引されているというのは、健全、不健全なんていう言い方はあまりしたくないのですけれども、一步間違うと大変大きな投資家トラブルにつながるものであろうと思うんです。

そういう意味では、今のICOのスタイルではなくて、もっとちゃんと価値のあるものを売るように、まさに株式とか、そういう権利をつけた上で、でも、それがちゃんと今のICOみたいに売れますというのだったら、それはみんな喜んで売ると思うんですね。でも、それは当然開示規制とか、行為規制とか、インサイダー取引とか、そういうものとワンセットですよ、業者規制ともワンセットですよという話に多分なるので、そこの部分を逃れるために無価値にするのか。それはいいものだという話を聞くたびに、やっぱりいいものではないんじゃないかなという感じが非常にしてならないということを申し上げたかったのでございます。

○有吉 私も何でICOに投資をする人がいるのか、よくわからないときがあります。無利息の永久債のようなトークンが買われている例もあって、何でこれが売れるんだということを以前はICOをやろうとしている方に聞いていたのですが、売れるから売るという以上の解がなくて、もう聞くのは正直諦めていたのです。その中で、今日、岩下先生、大崎先生のお話の途中で出てきた何千億円を調達している事例、しかも、単に投機目的の方々ではないであろう機関投資家がお金を出しているというのは、多分森本さんの問題意識と重なるのかと思うのですが、投資家として価値がちゃんと計れて、投資するに値するから投資しているのだと思うのです。ただ、それが何なのだろうという情報を我々は持ち合わせていないというか、とれていないような気がするんですね。

ICOで資金調達をしようとする側は、投機目的でトークンを買わせているようなICOであっても、お金を集めてやろうとしていること自体は、立派な

プラットフォームをつくるのか、立派なデータベースをつくるのか、それなりの目的を持ってやっていて、非はないような感じがする事例も多いように思うのです。ただ、たまたまそこにお金を出してしまう人がいるという状況なのかなと私は思っていたのですが、どうもそれだけではなくて、お金を出す側にとっても意味のあるICOも、特にアメリカでは出てきているということなのだと思います。調達する側にニーズがあるのは当然として、投資する側に果たしてどういうニーズがあって、何の目的があって、何のメリットがあるのかということをしかり把握し、整理した上で、その先に、これが金融商品なのか、通貨ということはないのではないかと思いますけれども、もっとコモディティに近いものと捉えるべきなのか、あるいは単に物を売っているだけなのかということを考えていき、そこに規制とか会計とか税金の適用を考えていくというのが本来あるべき過程なのかなという気がしました。

本来同列にすべきではなかったビットコインとICOのトークンが、仮想通貨という概念において、ブロックチェーンを使って電子的に扱われて、たまたま似ているので乗ってしまっただけで、そこが規制の適用関係がうまくいっていない理由ではないのかなという気がしたのです。そのような観点も踏まえて、代替的な資金調達手段という発想で考えていくのであれば、まず投資する側が何をもって投資をするのかというところをもう少し分析するのが第一歩なのかなと感じました。

○保田 ICOをやりませんかと湯山さんに言ったのが多分半年ぐらい前で、そのとき私が代替的資金調達手段ですと言ったものだから、多分タイトルもこうなっていると思うのですが、皆さんのご議論を拝聴していて、すごくおもしろいなと思ったのは、私みたいなコーポレートファイナンス畑の人間は資金調達手段と見る一方で、運用サイドの方々は投資の対象商品として見るわけであって、これはおもしろいなと思ったのが1つあります。

もう1つは、皆さんご案内のとおり、通貨は価値の支払い、保存、物差しという3つの機能があると同時に、コミュニケーションの手段が通貨の機能だと言われています。そういう中において、私は、今日のプレゼンテーションで、有吉先生が有吉コインというのをを出してきたときに、それ、欲しいと思うんですね。なぜかという、そのコインを持っていると有吉先生とコミュニケーションがとれる。日本で上場会社は4000社ぐらいある中で、トレードされる銘柄は数百しかないという状況になってくると、IPOできないような会社が日本にはたくさんあって、でも、そういう会社と我々一般消費者はコミュニケーションをとる場所もなければ、商品を買う場所もないですというふうになってきた場合に、コミュニケーションの手段としてICOを活用するということに私は個人的には一番ワクワクします。それは従来の金融市場の発想とはちょっと違うと思うんですが。

例えば、地方で全然IPOしませんみたいな会社にとって、ICOというのは1つの新しい資金調達手段として登場しているでしょう。クラウドファンデ

イングがあるのではないかという話になるんですけども、クラウドファンディングの場合、トレーダブルでないというところが1つあります。ICOで地方の会社が資金調達したコインが、例えばマネックス証券でトレードできますとなった場合に、皆さん知っていましたか、鹿児島でこんな会社があるんですよというものを、トレードすることによってみんなに知らしめることができると思うんですね。そういう世界っておもしろいなという気がしていて、そんな中で何を懸念しているかというところ、ICOのコンテキストでクラウドファンディングまで規制されちゃうのではないかと、というところが一番懸念しているところなんです。

今、クラウドファンディングというのは、資金調達をする人とサービスを提供する主体が同じなので、物の購入であるということで多分金商法の対象外になっていると思うんですけども、例えばクラウドファンディングを実施する主体が、仮想通貨にひもづいていないおもちゃのコインを発行したとして、でも、そのおもちゃのコインは鹿児島県の何とか町では使えますとなった場合に、資金調達をする主体と使う場所も商品券とあまり変わらないという話にはなると思うんですが、ここも、さっきの議論を聞いていると、SECの発想だと規制されちゃいそうなニュアンスもあったので、そうなってくると、せっかく萌芽してきた代替的資金調達手段としてのクラウドファンディングまで規制されそうなフレーバーがあって、これは嫌だなと。その辺を懸念しています。

○湯山 同じくコーポレートファイナンス的な観点で岩澤先生はいかがですか。

○岩澤 今、保田先生がおっしゃったとおりで、クラウドファンディングと非常によく似ているんですよ。ですから、私のこのイメージはクラウドファンディングだったので、さっき森本先生のお話を伺って、ああ、なるほど、これは商品券なんだと思って、そうすると、今の保田先生のお話とストレートにつながるんですよ。そのほうがよほどこれからの日本型のICOを発展させるという意味では可能性があるのではないかと思います。そういう意味では、今日ここに来るまで全く知らなかったんですけども、大崎先生にご紹介いただいたアメリカ的な規制に縛られずに、日本的なICOを育てていくんだという安田先生がおっしゃったような発想を持ってこの問題に臨むことができると、とてもいいのではないかと感じました。

○湯山 もし油布参事官、当局的な観点から何かあれば。最後に神作先生に締めさせていただければと思います。

○油布 私も50年以上生きてきて思うことは、知らないこととかわからないことは、わからないと正直に言ったほうが後で恥をかかずに済むということです。難しいですね。僕は1980年代のデリバティブの事情ってよく知らないんで

すけれども、想像するにフューチャーとか常識的なものから徐々に広まっていて、少なくともトレーダーはキャッチアップと評価ができたと思うんですが、ICOに関しては、最初にその段階をスキップしちゃって、実体的な価値がないものにも予想以上にとてつもない値段がついちゃうような、いわば誰でも「チューリップ」を連想するような状況がまず先に来ちゃっていて、ちょっとコントロールが難しくなっているところもあるのだと思うんです。だから、海外当局を見ると、秩序を重んずるような国は、ICOはだめよとやっちゃうのだけど、普通の国は、そこまでやってしまうとイノベーションのいろんな芽を摘んでしまうので、そこまではやり切れていない。

その中で、そういった国が今どういうツールで秩序を回復させようとしているかということ、まず詐欺であるというものが1つのカテゴリーで、もう1つは有価証券である、投資であるというスキームでくくろうとしていますよね。残念ながら日本は、法律に「金銭」と書かれているがゆえに、どうも同じやり方ができないようです。今行われている仮想通貨研究会とかの議論が今後どうなるかわかりませんが、何となくこの状況は、日本についてはちょっといびつだなというふうには思います。

だけど、その先はもっと難しく、仮想通貨研究会で仮にICOについて当座の措置みたいなものが何かできたとしても、多分それではいずれ対応し切れなくなる。いろんな発展可能性があって、そもそもこんなものはルールベースの法律体系で規制できるのだろうかというぐらいのことだと思うんです。その辺は、金融庁は少なくとも2段階で考えようと努力はしてはしまして、もう1つのスタディグループで機能別の法体系を一から考えてみましょうということになっています。

## 5. 総括（神作裕之 東京大学法学政治学研究科教授）

○神作 今日貴重なご報告とご議論をいただき、まことにありがとうございました。私もICOには非常に関心があり、この分野については世界各国で膨大な量の文献が出てきているのですけれども、まだ規制のあり方についてその方向性が見えてきているという状況ではないと思います。本日も、とくに対立する多様な意見が交わされ、私には本日の議論をまとめる力はありませんし、何らかの方向性を示唆するようなこともできませんけれども、感想を何点か述べさせていただきます。

私は法律家ですので、法的観点からのコメントになりますけれども、今日のお話を伺っていて、ICOは非常に多様でスペクトラムが広いと思いました。最初に小野先生が指摘された点であると思いますけれども、私法的な観点からすると、ICOのうち、あるものは、どうも投資ではないと位置づけようとしている。それがサービスの提供であるにしても、物の給付であるにしても、あるいはそれ以外の理念的な主義主張などを含むものであるにしても、投資ではないということになると、私法的には大きな含意が生じます。というのは、投

資の対象になると説明義務や開示義務が出てきたり、公正な価値とは何かという議論が出てきたりするからです。これに対し、物とかサービスの給付の世界では、原則として、説明義務や開示義務は販売者・供給者の側には課されず、かつ、公正な価格ということも法的には問題にされません。基本的には、価格も含めて当事者が合意すれば公序良俗に反しない限りは基本的には有効な契約であるとされます。投資商品・金融商品とされることにより適用される法規制を単に逃れようとしているのか、それとも、それとは別の世界で何かの価値を提供し構築しようとしているのかというのがよくわからないところですが、とにかく投資か非投資かという点は私法上も大きな規律の差異をもたらす得る点を指摘したいと思います。

ちなみに英米ですと、契約が有効に成立するためには「約因」と訳されるコンシダレーション(consideration)が必要です。そもそも、ある種類のICOにおけるトークンの発行は、コンシダレーションがあると言えるのか。本当は契約の拘束力もあるのかという問題も、ある法域のもとでは生じると思います。

規制法の観点からすると、岩下先生は、まさに投資規制を免れるために、ICOが行われているケースが多いのではないかというお立場に立たれていると思います。恐らくそのとき、日本で反省すべきなのは、金商法の現在の規制のありかた、例えば公募と私募の切分け方ですとか、適格機関投資家やプロ投資家等の取扱いなどについて適切な規制となっているのかという議論がまずあると思います。恐らくアメリカで私募という法的位置づけの下にICOを許容していく方向にあるという大崎先生の見方は、私募規制の下で証券規制の枠組みをICOにも適用することについてSECが自信を持っていることの証左であると思います。

有吉さんが指摘された点に関連しますが、お金を出すほうがどのような目的で出しているのか。投資目的だったとしたら、基本的には何らかの意味での投資に係る規制が適用されるべきであると思うのですが、そうではなくて、もうちょっと非営利的な目的というのでしょうか、そういう主義主張のようなことがもし含まれているとすると、規制のあり方は非常に難しいように思われます。ある部分では、例えば寄附についての法規制とのバランスとか、寄附とまで割り切ってお金を出す人は多分あまりいないのではないかと思いますけれども、単なる投資ではないという趣旨で出捐する人がもしいるとすると、そのようなICOに対して一体どのように規制していくのが適切かは、ほとんどこれまで議論されてこなかったむづかしい論点であると思います。本日のフォーラムを契機に私自身勉強してみたいと思います。

まとめにもならず思い付きばかりで恐縮ですが、私からは以上です。

○湯山 ありがとうございます。本日は全メンバーにご出席いただきまして、お忙しいところ本当にありがとうございました。

以 上

