

# 米国における 仮想通貨とICOの規制

2018年 9月

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

s-oosaki@nri.co.jp

〒100-0004  
東京都千代田区大手町1-9-2 大手町フィナンシャルシティ グランキューブ

*Share the Next Values!*

# 仮想通貨、トークンへのHowey基準の適用

---

- 2016年6月にThe DAOという投資組織を立ち上げたドイツの企業が、「クラウドファンディング」と称してイーサリアムとの交換でトークンを発行。
  - DAO (Decentralized Autonomous Organization) 自体は一般名詞。
- トークンを購入した投資家は The DAOが行う投資プロジェクトを通じて利益を得られるという期待があり、プロジェクトの成否はドイツ企業の経営者や投資対象を選定するキュレーターなどの努力に依存していた。米国証券取引委員会 (SEC) はこうした場合は有価証券である「投資契約」に該当すると判断 (2017年7月公表の報告書による)。
  - 1946年のHowey事件連邦最高裁判決で確立されたHowey基準を援用。①資金の拠出、②共同の事業、③収益獲得の期待、④収益獲得がもっぱら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」となるというもの。
- トークン保有者には一定の議決権などの権利が付与されることになっていたが、SEC はそれらの権利は事業をコントロールできるほどのものではなく、投資家が直接事業に関与しているとは言えないと判断。
- 他方、ビットコインに関しては、CFTC所管の「商品」にあたりと判断。

# 詐欺的ICO等に対する積極的な摘発

---

- SECは、2017年9月、新たにサイバー・ユニットを設置して証券市場におけるサイバー犯罪等の不正行為を積極的に摘発へ。
- 詐欺的なICO (Initial Coin Offerings) に対しては、The DAOに関する報告書が明らかにしたように Howey基準を適用して無登録の証券募集として規制へ。
  - 無登録の証券募集であれば、SECによる差し止め請求や制裁金賦課の対象となる。2017年9月にはRecoinに係る初の提訴が行われた。
  - Recoinについてはその後司法省による刑事訴追が行われ、被告人は無罪を主張。現在審理中。
- SECは2017年12月にPlexCoinと呼ばれる詐欺的なトークン発行を差し止める一方、レストラン評価アプリを提供するMunchee社のICO計画に対しても警告を発した。
- 有価証券に該当する仮想通貨を取り扱う仮想通貨交換業者は、国法証券取引所または代替取引システム (ATS) としてのSEC登録を求められる (2018年3月、注意喚起文書公表)。
  - 今のところ実際にATSとしての登録を完了した仮想通貨交換業者はないようである。

# PlexCoin 事件

---

- SECサイバー・ユニットによる初の不正摘発事案。
- P社の経営チームの選定する投資によるリターンから1月で1,354%の利益が得られると称するPlex Coinというトークン  
を無登録で募集した。
- 実際には投資対象を選定する経営チームは存在せず、主導者でありカナダで違法行為の常習者として知られていた人物の名前を秘して勧誘を行っていた。
- SECは違法行為の恒久的差止命令と投資家から集めた資金の没収、利息分の追徴、民事制裁金の賦課などを求めた。

# 投資家に警告するSEC

SECが制作・公開した詐欺ICOの模擬サイト

The screenshot shows a website for 'HOWEYCOINS' with a navigation menu including 'ABOUT', 'INVESTMENT LADDER', 'MEET THE TEAM', 'TESTIMONIALS', and 'CONTACT'. The main content area features a tropical background with a swimming pool and the text 'PRE-ICO SALE IS LIVE'. A central timer displays '15% BONUS ENDS IN 14 : 22 : 26 : 19' with labels 'Day(s)', 'Hours(s)', 'Minute(s)', and 'Second(s)'. To the right, there is a red button labeled 'TOKEN SALE!' and a blue button labeled 'Learn More'.

# Munchee事件

---

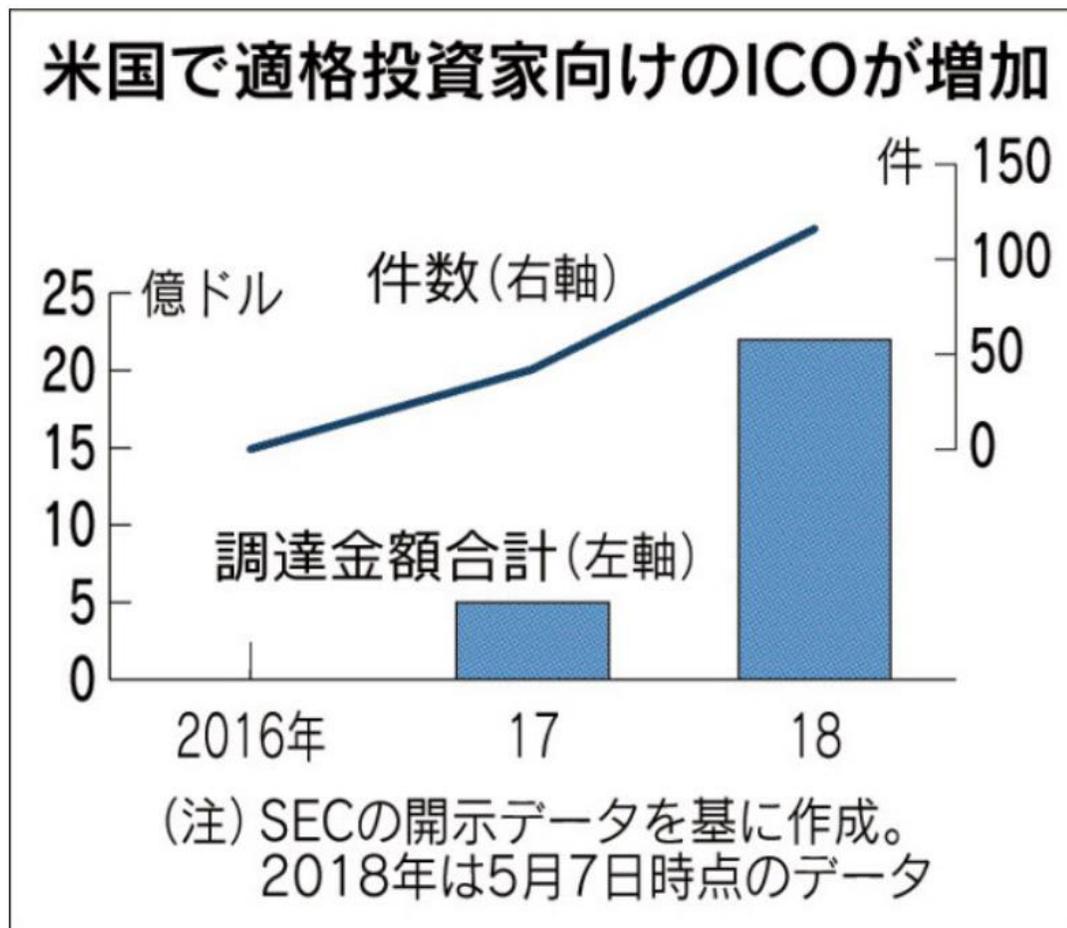
- スマホ向けのレストラン評価アプリを提供するM社がアプリの機能改善や利用者拡大のための宣伝などの費用を賄う目的でMUNと称するトークンを組成。
- 組成されるトークンの約半数をICOで売却し、残りを口コミを投稿したアプリ利用者や自社従業員、アドバイザー等への報酬支払いに充てる。
- Howey基準に照らした分析の結果、有価証券に該当しないと判断したという。発行者の提供するサービス利用の対価として使用できるトークンは有価証券ではないとの判断に基づいたものと思われる。
- SECは、MUNをめぐる「エコシステム」が確立されればアプリ内での様々な機能の購入に利用でき、情報を掲載するレストランでの食事代金を支払うといった可能性もあるとか広告収入が増加すれば販売済みのMUNの流通を減らす(消却する)などと述べていた点を捉え、もっぱら他人の努力によって価値が増加する有価証券に該当すると判断した。
- M社は、SECからの指摘を受けて募集活動を停止し、既に払い込まれていた資金を投資家に返還した。SECは民事制裁金の賦課などの厳しい制裁を求めることは差し控えた。

# 私募によるトークン販売の可能性

---

- SECによる規制を回避するために私募に関するセーフハーバー・ルールであるレギュレーションDに依拠して、同規則にいう適格投資家 (accredited investors) に販売対象を限定する手法でトークンを販売するケースが増加している。
  - レギュレーションDの規則506は、適格投資家及び35名以内のその他の投資家に対する無登録証券の売付を認める。但し、発行者はSECに対して発行者の名称、住所や役員の名等を記載したフォームDを提出しなければならない。
  - 適格投資家には銀行や機関投資家などのほか、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30万ドル)超の個人なども含まれる(規則501)。米国の人口の8.5~10%が該当するとの見方も。
  - 勧誘の対象となる投資家が適格投資家であることを確認する合理的な手段を講じていれば、幅広い勧誘、広告なども許容される。
- レギュレーションDに依拠する資金調達には、最初はトークンを発行せず、将来のトークン発行を予約するSAFT (Simple Agreement for Future Tokens) と呼ばれる投資契約の形をとる場合も多い。
  - 将来のある時点で、SAFTに応募した投資家に対してトークンが交付され、同時にICOも実施される。

# 増加する私募によるトークン販売等



(出所)『日本経済新聞』2018年5月9日付朝刊7面。

# TelegramによるSAFT

---

- 2018年1月末以降、TON(Telegram Open Network) Issuer Inc. がレギュレーションDに依拠しながら当初の総額約8.5億ドル、累計17億ドルという規模のトークンの予約販売を実施。
  - 一般投資家向けのICOも行う計画と報じられていたが、そちらは中止した模様。
  - 発行者の関係者の最低出資額は50万ドル、それ以外の場合は2,000万ドルといわれ、シリコンバレーの著名VCなどが投資したと報じられている。
- 発行者は、ロシア最大のSNSの開設者が創設した企業。調達資金は自社のブロックチェーン開発やメッセージャーの開発・維持などに使用すること。
  - 同社のチャットアプリは、高度なセキュリティが高く評価されており、2018年3月にはユーザー数が2億人に達しているとされる。

# Block.one によるICO

---

- 2017年6月に開始され、約1年間で過去最大規模の40億ドル相当を調達。
  - 規制上の位置づけが不明確だとして米国居住者には販売せず。
- イーサリアム上のトークン(EOS)を発行し、調達資金は自社の新たなオープンソース・ブロックチェーン(IOUSIO)の開発やベンチャーキャピタル投資に充当。
- IOSIO上では当初発行されたEOSトークンは使えない。2018年6月のIOSIOローンチに伴い、EOSトークン保有者には新たなトークンがAirdrop(無償配布)された。
  - 無償配布であれば有価証券募集にはあたらないという見方。
  - IOSIO上の開発に必要なRAMを入手するためにはEOSトークンが必要。IOUSIOの特徴は取引処理のスピード(ミリ秒単位での処理が可能)。
- 今後はRAMの取引市場の形成も視野に入れている。

# 有価証券性を動的に捉えるSEC

---

- SECのウィリアム・ヒンマン企業金融局長が、2018年6月に行った講演で、現在のビットコインやイーサリアムは有価証券に該当しないとの見解を示す。
- 同時に、これまで行われてきたほとんどのICOはHowey基準に照らして有価証券の募集に該当すると指摘。
  - 現在行われているSAFTに対しては、個別に判断すべきとの考えを示す。
- 当初の募集が有価証券として行われたものも十分に分権的なネットワークが形成され、特定の者に投資判断に必要な情報の開示を求めることが合理的でないような状態に達した場合には、有価証券規制を受けずに流通させ得るとの考え方を示す。
  - イーサリアムの最初の販売が有価証券の募集であった可能性を排除せず。
  - ビットコインETFに対する否定的姿勢は、ビットコインの有価証券性とは関係なし。