

ジュリアナ・デブラー「海外 Initial Coin Offering 発行者への注意：米国証券取引委員会による規制」

Julianna Debler, Foreign Initial Coin Offering Issuers Beware: The Securities and Exchange Commission Is Watching, [51 Cornell Int'l L.J. 245](#) (2018)

[野原新平](#) (アンダーソン・毛利・友常法律事務所)

本論文は、近年その利用が急激に増加しつつも本論文時点で規制が明確化されていない Initial Coin Offering (ICO) に関し、主に(i)米国証券取引委員会 (SEC) が ICO を規制する権限を有しているか、また権限を有しているとしても、(ii)その特性上通常採用される ICO の形態である、海外発行者又は海外投資家が関与する海外 ICO についても当該規制権限は及ぶのか、という二点について、法律及び関連する裁判例等を分析したものである。

SEC の規制権限

第一点目については、2017年7月に SEC が表明したとおり、多くの ICO により発行されるトークン等は連邦証券法の規制対象となる証券 (Securities) に該当することを結論づける。具体的には、いわゆる Howey 基準と呼ばれる 4 要件 ((1)資金の出資 (Investment of Money) であって、(2)共同事業体からの (Common Enterprise) (3)収益を期待して行われ (Reasonable Expectation of Profits)、(4)収益獲得が第三者の努力のみに依拠したもの (Derived from the Managerial Efforts of Others)) を満たす場合には投資契約 (Investment Contract) として証券 (Securities) に該当すると判例上解釈されているところ、ICO により発行されるトークン等のデジタル資産は当該 4 要件を満たす可能性が高いことを裁判例等から示唆する。

まず、テキサス州の裁判例ではあるが、Bitcoin Savings and Trust によるいわゆるポンジ・スキームに基づく出資金詐欺について、被害者が仮想通貨である Bitcoin を出資していることが (1)資金の出資に該当するか争われた事案において、Bitcoin が金銭又は通貨として「使用され」得ることを理由に資金の出資に該当し、ひいては Howey 基準を満たすと判示されている (SEC v. Shavers)。

次に、サイバースペースにおけるゲーム上で各人が使用可能な仮想株式を発行した SEC v. SG Ltd.においては、当該仮想株式を各人が使用することから(2)共通性の有無が争われたが、水平的共通性 (Horizontal commonality。各投資家が収益及びリスクをシェアする態様で資産をプールする場合に充足されるとされる。)があれば十分であることを理由に共通性が認められた。この点に関し連邦下級審は統一されていないが、かかる理論が採用された場合、ほぼ全ての ICO

が水平的共通性を満たすことになると分析されている。

また、(3)収益の期待の要件は、従前”utility”（有用物/消費行動）及び”security”（証券/投資）を区別する基準と考えられてきたが、2017年12月、その「ユーティリティ・トークン」という名称ではなく、経済的実体（発行者の努力により仮想トークンの価値が高騰すること及び流通市場の存在）に即した判断を前提に、SECはMunchee社の発行したトークンに対して差止命令を発行した（*In re Munchee Inc.*）。

さらに、(4)第三者の努力に依拠しているかの要件に関し、2017年7月に公表されたSECの調査報告書は、Decentralized Autonomous Organization（DAO）によるDAOトークンと呼ばれる保有者に一定の議決権を与える仮想通貨の発行は、Howey基準を充足することを示した。これは、第三者の努力が事業の成功に必須であること、又は投資家が意味のあるコントロール権を保有していないことを理由とするものであるが、実質的な事業のコントロール権を投資家に付与することはICOの趣旨からは事実上不可能であることに鑑みると、かかる報告書を前提とした場合ICOにおいて本要件の充足を回避することは難しいと述べられている。

上記のとおり、証券（Securities）該当性は経済的実体如何により判断されるものではあるが、現在行われている多くのICOにおいては、発行されるトークン等がHowey基準の4要件を充足し、証券（Securities）として連邦証券法の規制が及ぶ可能性が高いと分析されている¹。

海外ICOに対する規制

第二点目については、有価証券届出書の提出義務等を課す証券法Section 5に関してはレギュレーションSという域外発行に関する免除要件等により、また不正防止に係る規制である証券法Section 17(a)並びに証券取引法Section 10(b)及びRule 10b-5に関しては判例法により、海外ICOに対してSECの規制権限の及ぶ範囲が画されてきたが、2010年のドッド・フランク法の成立以降、一層不明確かつ広範に海外ICOを規制することが可能となっていると指摘する。

具体的には、連邦裁判所は不正防止に係る規制の域外適用の可否について、2010年までは取引基準（*transactional test*）を用い、国内証券取引所に上場されている証券の取引又はその他の証券の国内取引にのみ適用されると判断し、行為及び効果基準（*conduct and effects test*。重要な不正行為が米国内で行われるか、米国又は米国市民に対しかかる不正行為が重大な効果を有する場合に、国内取引以外の行為に対しても連邦証券法を適用できるとする基準）を排斥してきた（*Morrison v. Australian National Bank*）。しかし、2010年に成立したドッド・フランク法により、不正防止に係る規制に基づくSECの訴訟行為について、若干修正の上で行為及び効果基準を適用することが成文化されたため、かかる基準及び判例の解釈が問題となっている。これを受けてユタ州の地方裁判所は、2017年3月、*SEC v. Traffic Monsoon, LLC*.において、ドッド・フランク法は*Morrison*判決を否定したわけではなく、したがって連邦証券法は国内上場証券又は国内取引にのみ適用されるが、SECによる訴訟行為の管轄権（*Jurisdiction*）の判断においては行為及び効果基準が適用されると判示した。これは、SECは行政執行手続においては海

外 ICO を規制する権限を有しないが、司法手続上では行為及び効果基準を満たす限り当該権限を有するという結論を示唆するものであり、そもそも重要な不正行為や重大な効果がどのような場合に充足されるのか不明確であることに鑑みても、SEC の規制権限の適用範囲が実質的には拡大されていると分析されている。加えて、Traffic Monsson 判決においては、海外 ICO が証券法 Section 5 のみに違反したことに基づく訴訟においても行為及び効果基準が適用されるのか不明確であるほか、仮想通貨を支えるブロックチェーンは新たな「ブロック」を常に拡大する技術であるため、ICO がどのタイミングで海外取引から国内取引とみなされることとなるのか等についても不明確であるという問題点が指摘されている。

これらの問題を受け、本論文の筆者は、海外 ICO の規制に関しては Morrison 判決で示された取引基準を用いるべきである等の規制改革を主張している。

結語

周知のとおり ICO に関する各国の規制態様は様々であり、ICO 自体の多様性と相まって、その規制の全てを現時点で一概に論じることは難しい。しかしながら、その特性上特定の一国内で ICO が完結することは珍しく、国境を超えて行われる海外 ICO が通常であることも踏まえると、今後国家を超えた統一的な ICO に対する規制の創出が待たれるところである。本論文は、最も多数の企業が関与する米国における、SEC の現時点での ICO に対する規制態様を分析するものとして、今後の規制を検討する一助となると思われる。

¹ なお、本論文以降に同様の枠組みを示すものとして、U.S. v. Zaslavskiy, 1:17-cr-00647 (E.D.N.Y. Sept. 11, 2018)も参照。