

JSRI Discussion Paper Series

No.2020-03

「Token Offering を巡る SEC の規制的対応」

U.S. SEC's Regulatory Attitude and Behavior

Towards Token Offerings

公益財団法人日本証券経済研究所

主席研究員 若園 智明

September 2020



証券経済研究、第 112 号（2020 年 12 月号）掲載予定

「Token Offering を巡る SEC の規制的対応」

U.S. SEC's Regulatory Attitude and Behavior Towards Token Offerings

公益財団法人日本証券経済研究所

主席研究員 若園 智明

目次

- I. はじめに
- II. 先例としての投資型クラウドファンディング規制
 - 1. Token Offering と投資型クラウドファンディング
 - 2. JOBS 法と Regulation Crowdfunding (Reg.CF)
 - 3. Reg.CF の評価
- III. Token Offering を巡る SEC の規制的対応
 - 1. 連邦議会の対応
 - 2. Token Offering への対応
- IV. まとめ

I. はじめに

COVID-19 パンデミックにより DX (Digital Transformation) が加速しているようにみえる¹⁾。金融・資本市場では、これまでも FinTech と呼ばれる新技術の適用による付加価値の創出が試みられてきたが、DX は市場の基盤機能の再構築も可能とするため、市場の根幹からの効率化や多様化が期待される。DX の中でも分散型台帳技術 (Distributed Ledger Technology、DLT) や人工知能 (AI) 等の本格的な導入により、①既存の市場機能の代替 (新技術による部分代替がもたらす効率化) や②従来の市場の境界が撤廃されることで創出される新市場、などが期待される。これからの金融・資本市場の分析にとって、DX により部分・完全代替が予想される市場機能の特定と代替による機能改善や、新市場による経済成長の促進などの検討は必須となろう。

金融庁が 2020 年 8 月に公表した「令和 2 事務年度金融行政方針」でも、DX を巡る方針が含まれている。第 2 節の第 1 項「市場の国際競争力」では、「金融テクノロジーの分野における、分散化やクラウド等の技術進歩」が国際的な金融ビジネスで観察されると指摘されている。また、第 4 項「資本市場の改革」では、取引所外において「成長資金の円滑な供給を図る観点から、クラウドファンディング制度や非上場有価証券の取引等の改善についても検討を行う」との行政方針も示されている。わが国は経済成長の底上げが喫緊の課題であるが、特に資本市場においては DX を活用した成長資金の供給ルートの確立が重視されよう。

本稿は、DX により変化が予想される資本市場取引の中でも DLT 上で発行される Digital

Token による調達行為 (Token Offering) を分析対象とする。若園[2020]では、米国内で 2017 年から 2018 年にかけて多額の資金が調達された Initial Coin Offering (ICO) を題材として、Token Offering による調達の特性や米国内での規制適用において考慮すべき問題等について議論している。若園[2020]を受けて本稿は、米国内の Token Offering に対する米証券取引委員会 (U.S. Securities and Exchange Commission、SEC) の規制的対応を整理することを目的とする。特に、その機能が類似している投資型クラウドファンディング (SEC は Securities-based Crowdfunding と呼称) を比較対象とし、Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS 法) の Title III が投資型クラウドファンディングによる調達行為に対して導入した規制を参照しながら、これまでの Token Offering を巡る SEC の規制対応の評価を試みる。

II. 先例としての投資型クラウドファンディング規制

COVID-19 パンデミックにより企業の資金調達は大きなダメージを受けた。CB Insights のデータを見ると、グローバルでの VC-backed フィンテック企業の資金調達額は 2020 年第 2 四半期には増加に転じている²⁾。また同四半期において、メガラウンド (Mega-Round、1 億ドル以上の調達) の件数が過去最高の 28 件であった³⁾。その一方で、VC-backed フィンテック企業の調達件数を見ると、2019 年第 4 四半期の 502 件と比べて 2020 年第 2 四半期は 397 件に留まっている。スタートアップ段階の資金調達は比較的規模の大きな企業から回復傾向にあると言えよう。

若園[2019]で報告したように、テック系企業を中心とする未公開企業の調達額の多さは米国資本市場の特徴の 1 つであるが、(特に COVID-19 パンデミックのようなストレス時の調達において) 単なる金額の大きさだけではなく、その調達手法にも注目すべきである。

1. Token Offering と投資型クラウドファンディング

詳細は若園[2020]を参照願いたいだが、米国内で一時期隆盛を誇った ICO のような Token Offering による調達は、①発行体がスタートアップ段階⁴⁾、②比較的少額の資金調達 (コストをかけた調達が困難)、③SNS やプラットフォームを通じた情報拡散 (一般広告や募集行為に該当)、④投資家が小口で分散化している、などが特徴となる。このような調達時の特徴は投資型クラウドファンディングとも共通しており、それ故に Token Offering は DLT 版の投資型クラウドファンディングとも呼ばれている。規制の分類を扱った Henderson and Raskin [2019]でも、クラウドファンディングから Token Offering までを同系列に扱った分析が行われている。今後の技術的進歩の影響を考慮する必要があるが、将来的にこのような投資型クラウドファンディングは DLT を活用した Token Offering に部分・完全代替されることも予想される。

本節で述べるように、米国内での投資型クラウドファンディングによる調達行為には、JOBS 法に従い SEC が整備した Regulation Crowdfunding (以下、Reg.CF) が定める規

制が適用される。対するに、共通の特徴を持つ **Token Offering (ICO)** に関する **SEC** の規制態度は、原則としてセキュリティとして扱うことで登録と既存の開示規制等の対象とする判断が示されているに留まる (第 3 節)。**Token Offering** に対する規制対応を予見するためにも、比較対象として現行の投資型クラウドファンディングに関する規制を整理することは意義があろう。

2. JOBS 法と Regulation Crowdfunding (Reg.CF)

JOBS 法は、その序文で示すとおり、新興成長企業の資本市場へのアクセスを改善することにより雇用の創出と経済成長を増進することを目的としている。当時の **Barack Obama** 政権は政策の柱の 1 つとして小規模企業や起業家の資本形成の促進を掲げており、**JOBS** 法の検討を進める連邦議会に対して①発行体による調達金額の上限を 100 万ドル、個人投資家の投資上限を 1 万ドルまたは年収の 10%とする条件の下で、投資型クラウドファンディングを **SEC** への登録除外取引とする新たな規程の制定とともに、②ミニ **IPO** と呼ばれる **Regulation A (Reg. A)** の上限を 500 万ドルから 5,000 万ドルに引き上げることを提案していた⁵⁾。

当時の **SEC** においても、**Mary Schapiro** 委員長が連邦議会下院の **Committee on Oversight and Government Reform** (現在は **Committee on Oversight and Reform**) の **Darell Issa** 議長に宛てた書簡 (2011 年 4 月 6 日) において、クラウドファンディングを **New Capital Raising Strategies** と呼び、スタートアップ企業や小規模企業にとっての新たな資本調達手法として **SEC** 内で検討中であることが記されている⁶⁾。

その一方で、**JOBS** 法は 2012 年 4 月 5 日の大統領署名によって成立したが、**Title III** 「**Capital Raising Online While Deterring Fraud and Unethical Non-Disclosure Act**」を受けて **SEC** が **Reg.CF** のプロポーゼド・ルールを公表したのは 2013 年 10 月 23 日であり、さらにファイナル・ルールの公開はその 2 年後であったことを考えると⁷⁾、**JOBS** 法を実行規則に落とし込むことが容易ではなかったことがわかる。ここで **Reg.CF** の構成をみてみよう (図表 1)。

図表1 Regulation Crowdfundingの構造

General
Rule 100 Crowdfunding Exemptions and Requirements
Requirements for Issuers
Rule 201 Disclosure Requirements
Rule 202 Ongoing Reporting Requirements
Rule 203 Filing Requirements and Form
Rule 204 Advertising
Rule 205 Promoter Compensation
Requirements for Intermediaries
Rule 300 Intermediaries
Rule 301 Measures to Reduce Risk of Fraud
Rule 302 Account Opening
Rule 303 Requirements with Respect to Transactions
Rule 304 Completion of Offerings, Cancellations, and Reconfirmations
Rule 305 Payments to Third Parties
Funding Portal Regulation
Rule 400 Registration of Funding Portals
Rule 401 Exemption
Rule 402 Conditional Safe Harbor
Rule 403 Compliance
Rule 404 Record to be Made and Kept by Funding Portals
Miscellaneous Provisions
Rule 501 Restrictions on Resales
Rule 502~503

Reg.CF の Rule 100 が定める諸条件（後述）の下で、投資型クラウドファンディングの発行体は、JOBS 法の Sec.302 が 33 年証券法に追加した Sec.4(a)(6)（登録除外取引）の適用を受けることが可能となった。Token Offering と同様に投資型クラウドファンディングは調達金額が比較的少額であり（後述）、公募調達時の登録届出書（Registration Statement）の SEC 登録やコンプライアンス・コスト等の負担は費用対効果的に困難であるため、前述の Obama 政権が要望していたように SEC への登録除外が求められていた。

また Rule 204 により、別途定められた仲介者が運営するプラットフォームを通じた場合に限り、潜在的な投資家に対して募集の広告が可能となっている。Reg.CF の導入以前でも、Regulation D（Reg. D）や Reg. A などの登録除外取引の規定はあったが、これら登録除外取引には投資家や広告・勧誘で制限があるため投資型クラウドファンディングにおいて既存の登録除外要件を適用することは困難であった⁸⁾。Reg.CF は投資型クラウドファンディングの特徴に合わせた登録除外取引の規定と言える⁹⁾。

その一方で Reg.CF は、Rule 100 の適用を受ける条件として、Rule 300 においてセキュ

リティの募集と販売を担う仲介者 (Intermediaries) を、SEC ならびに Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) に登録されたブローカー・ディーラーもしくはファンディング・ポータル (Rule 400 で定義) に限定し¹⁰⁾、Rule 301 ではこれら仲介者に詐欺のリスクを軽減させる措置を求めている。この Rule 301 は、JOBS 法以前の投資型クラウドファンディングには Twitter や Facebook などの SNS 上での広告や勧誘行為がみられ、詐欺行為や非倫理的な行為が多数報告されていたことへの対応であるが、同様な問題は 2017 年から米国で多額の資金が調達された ICO (Token Offering) でも報告されている (若園 [2020])¹¹⁾。SEC [2019]によれば、Reg. CF の導入から 3 年間で投資型クラウドファンディングに関連する詐欺行為は確認されていない。

3. Reg.CF の評価

2016 年から 2018 年までに Reg.CF の利用時に SEC へ提出された 1,478 件の Form C を調査した Schwartz [2020]によれば、Reg.CF の利用者 (発行体) は、圧倒的に設立間もない法人企業であり (その多くが LLC)、収益 (Revenue) も資産 (Asset) も持たず、従業員も数人であった (図表 2)。SEC [2020] でも発行体の分類が掲載されており、設立から平均 2.9 年 (中央値 1.8 年)、従業員は平均 5.3 人 (中央値 3 人)、総資産は平均 45.5 万ドル (中央値 30 万ドル)、総収益は平均 32.5 万ドル (中央値 0 ドル) となっている。Reg. CF の利用者は JOBS 法の想定に沿って稼働していると言えよう。

図表2 Regulation Crowdfundingを利用した発行体の内訳

発行体の設立からの年数

平均が3年弱。中央値は1.5年。

40%が設立1年未満。80%が4年未満。

1ヶ月未満の発行体も多い一方で、20年以上の発行体は12社のみ。

発行体の従業員数

平均5人。

89%が10人以下。55%が3人以下

ただし、2018年に従業員が100人以上の発行体が1社あった。

発行体の年間収益 (Revenue)

平均で140,424ドル。(最も収益が高い発行体は約500万ドル)

32%がゼロ。58%が赤字。(黒字の発行体は10%ほど)

発行体の保有資産

38%が1ドルから10万ドルの間。21%が10万ドルから50万ドルの間。

14%が50万ドル超。(5社が1,000万ドル超の資産を保有)

発行体の形態

65%がCorporation。34%がLLC。

LLCが発行するのはMembership InterestもしくはUnits。

出所) Shwartz [2020]より作製。

その一方で SEC [2020]によれば、Reg. CF が施行された 2016 年 5 月から 2019 年末までに同登録除外取引を利用した調達金額は総額で 1 億 7,000 万ドル（平均で 21 万ドル、795 件）に過ぎない¹²⁾。岡田[2020]のように、COVID-19 パンデミック下でも、投資型クラウドファンディングによる調達が 2020 年 3 月以降に増加傾向に転じているとの報告があるものの、2019 年の調達額を他の登録免除要件と比較した図表 3 から明らかなように、Reg.CF による調達は少額に留まっている¹³⁾。

図表3 登録除外取引別、2019年調達額

	調達金額	平均
Rule 504 (Reg.D)	2億2,800万ドル	60万ドル
Rule 506(b) (Reg.D)	1兆4,920億ドル	2,650万ドル
Rule 506(c) (Reg.D)	660億ドル	1,700万ドル
Reg.A Tier1	4,400万ドル	-
Reg.A Tier2	9億9,800万ドル	-
Regulation Crowdfunding	6,200万ドル	-
Others	1兆1,670万ドル	-

注) Reg.Dは合計で1兆5,600億ドル (Reg. Dの平均は2,540万ドル)。
出所) SEC [2020]、Table 1および本文から作製。

Reg. CF の利用が低迷している理由を、①発行体、②仲介者 (Intermediary)、③投資家の 3 面から整理してみよう。

第 1 に発行体からみて、Reg. CF が定める調達金額の上限が低い点を挙げることができる。Rule 100 は 33 年証券法の Sec.4(a)(6)が適用される条件として、①募集・販売の金額が過去 12 ヶ月間で 107 万ドルを超えない、②投資家に対して販売されるセキュリティの金額に上限¹⁴⁾、③Rule 300 が定めるブローカー・ディーラーもしくはファンディング・ポータルを通じての取引に限定、などを定めている。この内 Reg. CF が定める年間調達額の上限 107 万ドルは、スタートアップ企業の中でも Seed Stage での調達に該当し、Early Stage (Series A) や Middle Stage (Series B) の企業にとっては上限が低すぎる (コスト高となる)。また潜在的な投資家に対する勧誘に関しても、投資家が自衛力認定投資家に限定されるものの、JOBS 法が Reg. D に加えた Rule 506(c)は一般勧誘・広告が可能ならぬに調達金額に上限がない。投資家を限定することが可能であれば Rule506(c)も選択可能となり、より多くの資金調達を望む企業にとって投資型クラウドファンディングを選択するインセンティブは弱い (Hurt [2015])。

第 2 に仲介者が負うコストの高さを指摘できる。公正性を担保する目的で Reg. CF が仲介者に課した義務は相当の負担になると言われている (Thompson et al. [2013]、Hurt

[2015])¹⁵⁾。例えば、Rule 301 は仲介者が運営するプラットフォームを通じた取引に関して、発行体が別途定められた情報開示や記録保持等を適切に実行しているか否かを確認する義務を仲介者に課している。また Rule 303 では、投資家から投資のコミットメントを受けた場合、仲介者は投資家が投資上限を遵守していることを担保する必要があり、さらに、投資家が投資により被る損失などについて認識をしていること等を確認することも求められている¹⁶⁾。仲介者の内、ファンディング・ポータルに関しては、Rule 400 から Rule 404 によって追加的な禁止行為や義務が記載されている。

第 3 に投資家にとって、前掲の投資金額の制限の他に、取得したセキュリティには流動性の問題も付随している。Reg. CF は投資家の所得や純資産のみで投資上限を設定しているが、投資家の質による区別を設けていない。Reg. CF の規定により、ほとんどの個人投資家にとっての投資上限は 12 ヶ月間で 2,000 ドルから 5,000 ドルの範囲に留まっている (Schwartz [2020])。また、調達金額が低いことから発行されるセキュリティの数が少なく、流通市場で流動性を維持することが出来ない (Schwartz [2013])。さらには Rule 501 により、セキュリティの発行から 1 年間は特定のケースを除いて転売が制限されている¹⁷⁾。Token Offering も同様であるが、このような取得可能なセキュリティの制限は、株式の新規上場や M&A を用いた EXIT を困難とするため、機関投資家の同市場への参加を困難としている。

これらの問題に対して、SEC が主催した 2018 年の Small Business Forum では Reg. CF の調達上限の低さを指摘し、個人投資家の投資上限の増額や自衛力認定投資家の投資上限の撤廃などを SEC に推奨した。自衛力認定投資家の投資を Reg. A の投資家の扱いと同様にすべきとの指摘は、米財務省が 2017 年 10 月に公表した「A Financial System That Creates Economic Opportunities」でもみることができる。

SEC は、2020 年 3 月 4 日に公開したプロポーゼド・ルールにおいて Reg. CF を用いた調達の上限を 500 万ドルまで引き上げる提案を行っている。また、Reg. CF における投資家の投資上限を Reg. A の Tier 2 に合わせ、①自衛力認定投資家には投資制限を設けない、②非自衛力認定投資家の投資は、所得か純資産額のどちらかの 10% の大きい額 (事業体の場合は、年度の収益 (Revenue) か純資産額のどちらかの 10% の大きい額) へと引き上げることも提案した。

III. Token Offering を巡る SEC の規制対応

本節は、これまでの Token Offering に対応した SEC の規制行動を分析の中心とする。

前節の投資型クラウドファンディングでみたように、Token Offering に対する抜本的な規制対応は、連邦議会による立法行動が不可欠である。米国が DX を推進し、Token Offering を新たな調達手段として整備するのであれば、若園 [2020] で分析したように Token Offering の特徴を考慮した証券諸法の修正が必要であり、SEC へ権限を付与した新規則が求められよう。しかしながら本稿執筆時点で米国の連邦議会は SEC の方針等を確認するに

留まっております、JOBS法のTitleⅢのような具体案は示されていない。

1. 連邦議会の対応

例えば上院の Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs は、2018年2月6日に Virtual Currency に関する公聴会を開催し、SECの Jay Clayton 委員長と CFTC の Christopher Giancarlo 委員長(当時)に証言を求めている。この公聴会では Token Offerings (ICO) が議論の題材とされた。議会証言に望んだ SEC の Jay Clayton 委員長は「これまでの ICO のストラクチャーにはセキュリティの募集と売却が含まれており、証券諸法が定める登録要求や投資家保護の条項がそのまま適用される」との見解を公式に述べている¹⁸⁾。後述するように、SECはToken Offerings (ICO) に対して原則としてセキュリティとしての登録を求めており、上院委員会でも現状の証券諸法下の規制を適用する姿勢を立法府に示したことで注目された。

対して下院の Financial Service Committee 内の小委員会である Subcommittee on Capital Markets, Securities, and Investment は、2018年3月14日に「Examining the Cryptocurrencies and ICO Markets」を催し、4人の識者からヒアリングを行ったに留まる。Token Offerings 規制に関連して、4人の識者から Coinbase (仮想通貨取引所) の Mike Lempres はエンフォースメントではなくガイダンスの提供によって対応することを SEC に要望した。また Chris Brummer (Georgetown University Law Center) は、ICO時にホワイト・ペーパーで開示すべき情報を提示し¹⁹⁾、これら技術関連の情報は現状の証券諸法下で求められる開示情報には含まれていないことを指摘している(若園 [2020]参照)。

また、Facebook が提唱する Libra の是非を議論した「Examining Facebook's Proposed Cryptocurrency and Its Impact on Consumers, Investors, and the American Financial System」(2019年7月17日)では、SECにより Libra Investment Token (当時のスキーム)はHowey Testに照らしてセキュリティに該当する可能性が指摘されている(決済手段として使用可能なETFとの類似性より)。さらにSECは、当該アセットの売買仲介は取引所やブローカー・ディーラーの機能であり、さらにカストディ機能も含めて投資家保護の観点から規制の対象となるべきとの考えを示している²⁰⁾。

同様に2019年9月24日の「Oversight of the Securities Exchange Commission」における質疑応答で、Al Green 議員が投げかけた Libra の有価証券性についての質問に対して、Jay Clayton 委員長が返答した「利益を生まないものは有価証券に当たらないという考えは、少し単純化しすぎだ。」「この点について多くの弁護士が時間をかけて精査している。」というコメントは注視すべきであろう。この他、下院委員会は、DLTとDigital Assetに関するパブリック・フォーラム(2019年5月31日開催)や、委員会内に2つのタスクフォースを設置している²¹⁾。

このように現時点で、Token Offering や Digital Asset への連邦議会の対応は、議会主導による証券諸法の見直しの検討ではなく、連邦法が SEC に与えた権限内で SEC に対処が

一任されているように見える。

2. SECによるToken Offeringへの対応

米国内における最初のICOは、2013年7月31日にMastercoinがDigital Tokenを売却して500万ドルを調達した行為だと言われている（Mendelson[2019]）²²⁾。SNS等での詐欺的な勧誘行為が投資型クラウドファンディングに対する規制が求められた背景にあったと同様に、ICOの活発化と同手法を装った詐欺的な行為が急増したことを受けて、下記でまとめるようなSECによる対応が進められている²³⁾。

これまでのSECの規制的対応は、2017年7月のDAOレポートの公表を端として、リーガル・ガイダンスの発行や選択的なエンフォースメント・アクションの実施とその説明を流布しながら規制の地固めを行ってきたように見える²⁴⁾。この背景には、株式や債券等の伝統的なセキュリティとは異なり、ICOやDigital Token Offeringへの米国証券諸法の適用が必ずしも明確ではなかったことがあろう。そのためSECは、Digital Tokenを用いた資本調達に対する証券諸法の適用には経済的な要件を考慮するとともに²⁵⁾、発行後の流通においてもそれら要件の変化に注意するなど、慎重に規制の浸透を進めているように見える²⁶⁾。

これまでの対応は大きく、①原則として登録を要求（DAOレポート）、②排除措置命令（Munchee）、③ノーアクションレターの発行（TurnKey JetやPocketful of Quarters）に分類することができる。

(1) Report of Investigation Pursuant to Section 21(an) of the Securities Exchange Act of 1934 : The DAO (2017年7月25日)

当該調査報告書（以降、DAOレポート）は34年証券取引所法Sec.21(a)に基づきSECのDivision of Enforcementが公表した。2016年6月のDAO事件（約360万Etherのハッキング行為）を調査対象とするが、報告書の主旨はThe DAOが実施したICOの精査であり、ICOによる資本調達に関してペナルティーを伴わない市場関係者への注意喚起と位置づけられる²⁷⁾。DAOレポートの公表と同日に、SECは投資家向けのInvestor Alerts & BulletinsにおいてICOスキームの概要と投資詐欺関連の注意喚起を掲載している。

このDAOレポートにおいてSECは、DLTを活用してDigital Tokenの募集と売出しを通じた調達(ICOやToken Sales)に関しても、特定の事実(Facts)や環境(Circumstances)により連邦証券諸法が適用可能であること、およびICO時のセキュリティ登録の必要性を初めての公式な意見(Administrative Guidance)として表明したことで注目された。

The DAOとは、DLT上に投資ファンド・スキーム(自律分散型投資ファンド)を構築するプロジェクトであり²⁸⁾、2016年5月に独自のDigital Token(DAO Token)を売却(ICO)することにより、約1,200万Ether(約1億2,000万ドルに相当)を調達していた。ただしICO時には、DAO Tokenの保有者は利益の分配を受ける権利を得るが²⁹⁾、The DAOは自

律分散型組織であるため **Howey Test** の要件の 1 つである「他人の経営的努力からの派生」(後述)には該当せず、SEC への登録が必要な投資契約(セキュリティ)ではないとの説明が行われていた(Park and Park [2019])³⁰⁾。

DAO レポートの「III. Discussion」は、主として①セキュリティとしての **DAO Token**、②セキュリティの募集・売付時の発行体登録、③取引システムを国法証券取引所として登録、に関して検討と解釈を与えている(この他には、33 年法 Sec.5 の「登録届出書の効力に関する確認」など)。これらの中で最も重要であるのは、1946 年の合衆国最高裁判所判決(いわゆるハウイー判決)との照合(**Howey Test** の要件は後述)³¹⁾、ならびに、これまでの投資契約の認定に関連する複数の判例と照合しながら³²⁾、**DAO Token** をセキュリティと認定し、**The DAO** の **ICO** を SEC 登録が必要な行為と判断した点であろう。

米国の証券諸法において、セキュリティは 33 年法 Sec.2(a)(1)および 34 年法 Sec.3(a)(10)で主に列挙される形で示されている。しかしながら、現時点で証券諸法が定めるセキュリティの定義自体は必ずしも明確であるとは言えず³³⁾、そのため SEC は、投資判断に該当するか否かの判断に、ハウイー判決時のいわゆる **Howey Test** の要件を基準の 1 つとして用いてきた。

Howey Test における投資契約は、①An investment of money、②In a common enterprise、③With the expectation of profit、④Solely from the efforts of others の 4 つの要素に基づく。また DAO レポートでは、これら 4 つの要素に関する複数の判例も投資契約の判断に使用されている(要素ごとの判例は Mendelson[2019]を参照。ICO への適用の検討は Sykes[2018]を参照)。

DAO レポートはこれら **Howey Test** の要素のうち「In a common enterprise (共同事業への投資)」は所与として扱い、「III. Discussion」で残る 3 つの要素に関する見解を示している³⁴⁾。

第 1 に「金銭の投資 (An investment of money)」に関して。1991 年の判決から投資に用いられる money はキャッシュである必要はなく、また 2014 年の判決も合わせて、**DAO Token** 取得時に払い込まれる **ETH** (イーサリアム) が商品に分類されていてもこの要素に該当し、投資契約であると認定している³⁵⁾。

第 2 に「利益の期待をともなう投資 (With the expectation of profit)」に関しても、2004 年判決の「利益 (Profits) は、配当や他の定期的な支払い、もしくは投資価値の増加を含む」を引用し、また **The DAO** が営利事業体であると通知されていたことなどを合わせて、**DAO Token** の購入者は利益を期待していると断じた。

第 3 に「利益はもっぱら第三者の努力 (Solely from the efforts of others)」について。投資家の利益が、①Slock.it (トークンの販売者) およびその創業者、Slock.it が選出したキュレーター (Curators) の運営上の努力に由来している (1973 年判決) こと³⁶⁾、ならびに②トークン保有者の投票権 (Voting Rights) が限定されていることから **Howey Test** の要素に該当すると判断した。特にトークン保有者の投票権に関しては、①キュレーターを経由し

た提案のみに投票する（2014年判決）、②保有者が匿名（Pseudonymity）かつ分散（Dispersion）していることにより保有者全体で重要なコントロールの変更や実行が困難である点（1981年判決、2007年判決）を指摘している。

DAO レポートは、個々の取引にセキュリティの募集や売付が含まれているかの判断は取引の経済的実態を含む事実と環境に依存していることを前提としながら、「III. Discussion」で加えた検討を踏まえて、DAO Token は 33 年法および 34 年法が定めるセキュリティに該当し、その募集や売付は連邦証券諸法に従う必要があり、SEC への登録か登録除外要件を満たさなければならないと結論づけた（岡田・木下[2018]）。また、上述した The DAO が自律分散型組織である点に関しても、Limited Partnership に近い形態であるとし、General Partner の努力に依存しており投資契約を伴うセキュリティと判断した³⁷⁾。

(2) Munchee の ICO に対する Cease and Desist Order（排除措置命令）（2017年12月11日）

Munchee は、自社のウェブに加えて SNS 等で、イーサリアム上で MUN Token を一般（General Public）向けに発行（ICO）し、調達した資金でレストラン評価アプリの改善とエコシステムの構築する計画を掲示していた。ICO 時に公開したホワイト・ペーパーでは、エコシステムによりトークンの価値が上がることや、トークンを流通市場で取引可能とする計画が記載されていた。しかしながら上記の DAO レポートを引用して、Howey Test の要件に照らしても MUN Token は連邦証券諸法の適用外（投資契約にあらず）となる Utility Token であるとホワイト・ペーパーに記載していた。

SEC は、Munchee の ICO は MUN Token の購入者に将来の利益を合理的に期待させる行為であり、同社およびそのエージェントの努力により利益を得ることを合理的に期待させる行為であるとし、Howey Test に照らして投資契約であるため MUN Token は 33 年法 Sec.2(a)(1)上の証券であると判断した。その結果、Registration Statement（登録届出書）の SEC への未登録や SEC の承認を経ない MUN Token の募集・売付行為は、33 年法 Sec.5(a)および 5(c)への違反であり、Munchee に募集の停止および MUN Token の配布停止と、受領した資金の投資家へ返却を命じた。ただし、Munchee に対して Civil Money Penalty（民事制裁金、課徴金）は与えておらず、この排除措置命令は SEC の方針の浸透および投資家への注意喚起が目的であったと思われる³⁸⁾。

この Munchee への排除措置命令と比較して、SEC は Unikrn が 2017年6月から10月にかけて ICO により 3,100 万ドルを調達した行為を未登録と判断し（ただし、1,600 万ドル相当の調達は Reg. D の Rule 506(c)を活用している）、2020年9月15日に排除措置命令とともに 610 万ドルの民事制裁金の納付を命じている。Unikrn は、主催する e-Sports のプラットフォームへのアクセス権や結果への賭け金として使用できる UnikoinGold を未登録で発行したものの、SEC はこの ICO に詐欺的な行為があったとは認めていない。

外部からみて、Munchee と Unikrn への対応の違いが何から生じているのかは解りにく

い。この Unikrn への措置を受けて、SEC の内部からも依然として未登録での Token Offering が適法であるか違法であるかの境界が曖昧であることが指摘され、Token Offering に関する Regulatory Safe Harbor の必要性が提言されている³⁹⁾。

(3) Engaging on Fund Innovation and Cryptocurrency-related Holdings (Staff Letter)
(2018年1月18日)

Division of Investment Management の Dalia Blass 局長により公表されたスタッフレター⁴⁰⁾。1940年 Investment Company Act の範囲でイノベーションを望む一方で、40年法に照らして、相当量の暗号資産や暗号資産関連の商品を保有する投資ファンドを個人投資家に対して募集する場合、投資家保護の観点から5つの点で注意することを求めている(図表4)。

図表4 5つのQuestions

1. Valuation	<ul style="list-style-type: none"> 投資ファンドは暗号資産や関連商品を適正に評価するための情報を持っているのか？ (ボラティリティ、市場規制の分断化や欠如の度合い、先物市場の有無および取引高) 投資ファンドはどの様にして関連商品の公正な価値をはかるための手段や手法を発展させ実行するのか？ 投資ファンドの会計や評価手段は、どの様にして重大なイベントが生じた際の情報に対処するのか？ 新しく組成された暗号資産に関して、投資ファンドはどの様な手段で認識し、その適格性や許容度を示すのか？ 様々な暗号資産間の違いが、どの様に投資ファンドの評価や会計手段に影響をあたえるのか？ 暗号資産の先物価格の決済価格の表示において、投資ファンドは引き受けられた暗号資産市場における市場情報や潜在的な操作 (manipulation) をどの様にして考慮するのか？
2. Liquidity	<ul style="list-style-type: none"> 投資ファンドは償還に応じるため流動性の高い資産の保有を維持する必要がある。 新Rule 22e-4 (流動性規則) への対応。 投資ファンドは暗号資産や関連商品への投資時に、日々の償還に応じる十分な流動性をどの様にして確保するのか？ Rule 22e-4の目的に照らして、投資ファンドは暗号資産や関連商品の流動性をどの様にして分類するのか 暗号資産の市場は高いボラティリティや市場分断 (fragmentation) にどの様にして対応するのか？
3. Custody	<ul style="list-style-type: none"> 投資ファンドは40年法が命じるカストディにどの様にして対応するのか？ 投資ファンドは、秘密暗号通貨キーおよびその他の所有権レコードの存在、排他的所有権、およびソフトウェア機能をどの様にして検証するつもりか？ サイバーセキュリティの脅威やデジタル財布へのハッキングの可能性は、40年法に照らしたファンド資産の保管にどの程度影響を与えるのか？
4. ETFに関するArbitrage	<ul style="list-style-type: none"> ETFはNAVから大きく乖離しない市場価格を維持することが求められる。 暗号通貨市場の細分化、ボラティリティ、取引量を考慮して、ETFはどの様に維持されるのか？ 暗号資産取引市場のシャットダウンが、市場価格や裁定メカニズムにどの様に影響するのか？
5. Potential Manipulation and Other Risks	<ul style="list-style-type: none"> 暗号資産市場の詐欺行為 (fraud) や市場操作のリスクへの対応。

(4) Statement on Potentially Unlawful Online Platforms for Trading Digital Assets
(Public Statement) (2018年3月7日)

Division of Enforcement and Trading and Markets による意見の徴収および、インターネットを通じたトレーディング・プラットフォーム（いわゆる仮想通貨取引所）の利用者への注意喚起を目的として公表された⁴¹⁾。

連邦法上の保護を受けるためには、投資家は SEC に登録された国法証券取引所、ATS (Alternative Trading System)、ブローカー・ディーラーを利用する必要があるが、「SEC 登録」や「規制された市場」と投資家向けに表示をしながら未登録のトレーディング・プラットフォームが多くあり、投資に際して投資家が注意すべき 13 のチェックポイントを提示した。同様な手法は、2019 年に入り活発化した Initial Coin Offering (IEO) に関して発せられた Investor Alert でもみることができる(2020 年 1 月 14 日)。この Investor Alert でも、投資家がチェックすべき 5 つの項目を挙げている⁴²⁾。

(5) SEC のエンフォースメントの変化

これまでも SEC は、Makisim Zaslavskily が主催する REcoin Group Foundation ならびに Diamond Reserve Club が 2017 年 7 月に実施した ICO を証券詐欺行為であると断定し、裁判所に対して彼らの資産凍結の申し立てを行っている(2017 年 9 月 29 日)⁴³⁾。また 2020 年 3 月 20 日に発令した Meta1 Coin の販売差し止めは、証券詐欺と認定されている⁴⁴⁾。

このような明らかな詐欺行為を除くと⁴⁵⁾、Munchee の例のように未登録での ICO に対する当初の SEC のエンフォースメントは警告や排除措置命令に留まり、民事制裁金 (Penalty) は課さなかった。これは選択的なエンフォースメントを通じて、市場参加者への周知徹底を行うことが当時の目的であったと思われる⁴⁶⁾。しかしながら 2018 年の末頃より、Unikrn のように詐欺行為を認めないケースであっても民事制裁金による金銭的な処罰が加えられ、かつエンフォースメントの対象が拡大しているように見える⁴⁷⁾。

2018 年 11 月 16 日に SEC が公表したステートメントによれば、Paragon Coin Inc ならびに CarrierEQ (AirFox) に対するエンフォースメントには、それぞれに 250,000 ドルの民事制裁金が課されている（および調達した資金を投資家に返還）。当該ステートメントには、SEC は DAO レポートをもって（登録除外要件を満たさない）未登録での ICO による募集行為に関して警告した後に実施された ICO であることが強調されている。詐欺行為の摘発を除いて、この 2 社へのエンフォースメントは未登録 ICO に対する初めての民事制裁金を伴う命令として注目された (Part and Park [2019])。

また SEC は 2018 年 9 月 11 日付けで、ICO Superstore を自称していた TokenLot LLC および、40%以上の資産を Digital Asset に投資する Crypto Asset Management LP に対しても、民事制裁金の支払い等を命じたこと公表した。この内、TokenLot へのエンフォースメントは、ブローカー・ディーラーとして未登録のまま Digital Token を販売した行為が問題とされた。また Crypto Asset Management は投資会社として未登録のままファン্ডの持分を公募し、さらに投資家向けの情報で SEC の監督下 (SEC 登録) にあるかのような

誤った情報を故意に与えた点(1940年 Investment Advisers Act の Antifraud Provision 違反)が理由に挙げられている。このように ICO の実行体のみならず、ICO に関連した仲介機関や投資会社に対しても SEC のエンフォースメントの対象とされた。

その一方で、2019年9月30日に公表された Block.one へのエンフォースメントは、民事制裁金の支払いを命じているものの、1934年法上の登録や Reg. A や Reg. D の Bad Actor Disqualification (資格剥奪)を要求していない。さらには売却した Digital Token に対する払い戻しも要求していない。また、支払いを命じた 2,400 万ドルの民事制裁金に関しても、調達金額の僅か 0.6% (過去の民事制裁金は、平均で調達金額の 1.67% から 2.07%) に過ぎず、Digital Token の規制が修正された可能性が指摘されている⁴⁸⁾。上述した 2020 年の Unikrn への措置に対する SEC 内からの指摘もあり、今後エンフォースメントの透明性が求められよう。

(6) Digital Asset Securities の発行と取引 (パブリック・ステートメント、2018年11月16日)

Paragon Coin、CarrierEQ (AirFox) および TokenLot 等へのエンフォースメントを踏まえて、SEC の 3 つの局が合同で公表した Informal Guidance にあたる⁴⁹⁾。資本市場での Digital Asset Securities (Token) の扱いに関して①ICO 時の登録、②投資ビークルの投資、③流通市場の 3 分野において、これまでのエンフォースメントを引用しながら市場参加者が注意すべき事項をまとめている。

①ICO 時の登録に関しては連邦証券諸法上のセキュリティとなる時点 (DAO レポート) やセキュリティとして要求される SEC 登録について注意を促し、また②1940 年 Investment Company Act が投資ビークルに定める登録や規制ならびに投資アドバイザーにかかる 1940 年 Investment Advisers Act の規制を Crypt Asset Management のケースを挙げてまとめている。

当該パブリック・ステートメントで注目すべきは、③Digital Asset Securities の流通市場に関する記述であろう。DLT (分散台帳技術) を用いたプラットフォームであっても、セキュリティに該当する Digital Token の取引やその活動やサービスが国法証券取引所に該当するのかに注意する必要がある。

オンライン取引プラットフォームを提供していた EtherDelta および創業者に対して国法証券取引所として未登録 (登録除外要件に該当せず) を理由に民事制裁金の支払いを命じたケース (2018年11月8日) を例に挙げ、国法証券取引所登録 (1934年法 Sec.3(a)(1)) および登録除外要件の判断は 1934年法 Rule 3b-16 の Function Test に照らし、Alternative Trading Systems (ATS、代替取引システム) に該当する場合は Reg. ATS に従う必要があることを述べている。

また TokenLot のケースを引用して、ICO により Digital Asset Security の発行や流通 (Secondary Trading) を仲介する事業体はブローカーまたはディーラーとして SEC に登

録・規制の対象となり、また FINRA の自主規制の対象となる可能性があることに注意を促している。

(7) Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets (2019年4月3日)

SEC の Strategic Hub for Innovation and Financial Technology (FinHub) により、市場参加者が Digital Asset が投資契約に該当するのか、また、その募集や売付がセキュリティの取引に該当するのかを判断する際の分析ツールとして公表された。DAO レポートと同様に Howey Test の要件の適用を対象とするが、さらに一步踏み込んだ内容のガイダンスとなっている。当該ガイダンスは、特に「Reasonable Expectation of Profits Derived from Efforts of Others (第三者の努力から生じる利益に対する合理的な期待)」に関して、①第三者の努力への依存、②利益の合理的な期待、③その他に分類し、それぞれに複数のケースを提示している点が特徴である(ただし、必要な分析がこれらに限定されているわけではない)⁵⁰⁾。

このガイダンスの提示により、規制の不確実性が軽減されたとの評価もある(例えば Lee et al.[2019])。その一方で、複数のケースで示された基準のウェイト(重要性、影響度)や、それがどのように測定されるのかは説明がなく、実務上のセキュリティの判断において問題であるとの批判や、その商品の性格や募集や売付の方法についての分析を求める声もある⁵¹⁾。

また、Digital Asset が流通市場かプラットフォームで取引可能、もしくは取引されている、あるいは将来に期待されているのであれば、「利益の合理的な期待」に該当するとした点(ガイダンスの6頁)は新たな解釈として注目される。ただし、DLT 上でトークン化することが可能な資産は多様であり(若園 [2020]) Digital Token の基本機能であることを鑑みると、セキュリティとして扱うことでこれらの機能が損なわれる可能性には留意すべきであろう⁵²⁾。

(8) その他：共同文書の公表

最後に、U.S. Commodity Futures Trading Commission (CFTC) や FINRA との共同で公表した文書をまとめる。

① Watch Out for Fraudulent Digital Asset and “Crypto” Trading Websites

2019年4月26日に SEC と CFTC により公表された Investor Alert (Digital Asset 関連の詐欺行為に関する警告)。

② Joint Staff Statement on Broker-Dealer Custody of Digital Asset Securities

2019年7月8日に SEC と FINRA により公表された仮想通貨(暗号資産)のカストディアンが遵守すべき規制について共同声明。

顧客の Digital Asset Securities を業者が保管(Custody)する場合は、Consumer

Protection Rule (Rule 15c3-3) に従い、ブローカー・ディーラーとして SEC への登録を求めらる。Rule 15c3-3 はブローカー・ディーラーに対して顧客資産の払い戻しに十分な資産の保有を要求している。既存のセキュリティの扱いと比べて Private Key の扱いに注意すべきであり、ハッキング等のリスクを考慮すれば、ブローカー・ディーラーが Private Key を保管していれば良いと言うわけではなく、代替手法や技術が求められる。

また、Securities Investor Protection Act と連邦証券諸法のセキュリティの Security の定義が異なることから、Digital Asset Security は SIPA の保護を受けられない可能性の指摘は注目される。

③Joint Statement on Activities Involving Digital Assets

2019 年 10 月 11 日に SEC、CFTC および Financial Crimes Enforcement Network (FinCEN) の連名で、マネーロンダリング行為やテロ資金に対する注意を喚起する目的で公表された。このステートメントにおいて、Digital Asset に該当する用語として、Virtual Asset、Crypto Asset、Digital Token、Digital Coin、Digital Currency、Cryptocurrency、Convertible Virtual Currency が使用されていることが述べられている。

IV. まとめ

「注」

- 1) DX とは、デジタル技術を用いたビジネス価値の創出であり、わが国でも、経済産業省の「デジタルトランスフォーメーションに向けた研究会」が 2018 年 9 月に中間報告書「DX レポート：IT システム「2025 年の崖」克服と DX の本格的な展開」を公表して以降、DX の必要性が共有され始めたようにみえる。
- 2) CB Insights 「The State of Fintech Q2'20 Report: Investment & Sector Trends to Watch」(2020 年 8 月)。
- 3) このメガラウンドの中でも注目されるのは、資本市場業務関連の会社による調達に 8 社含まれている点であろう。最多額は Robinhood がシリーズ E+ で調達した 2 億 8,000 万ドル (その後 2020 年 9 月に、同社はシリーズ G で 6 億 6,000 万ドルを調達)。以下、Carta (2 億 1,000 万ドル、シリーズ E+)、Bio Catch (1 億 4,500 万ドル、シリーズ C)、Aspiration (1 億 3,500 万ドル、シリーズ C)、Collibra (1 億 1,250 万ドル、シリーズ E+)、Cross River Bank (1 億ドル、シリーズ C)、Onfido (1 億ドル、シリーズ D)、Payfone (1 億ドル、シリーズ E+) と続く。
- 4) ICO を実施した発行体 (企業形態や技術者の集団) を調査した Howell et al.[2018]によれば、2018 年 11 月末時点で発行体の従業員数は平均値が 12.56 人、中央値が 3 人であった。また、2019 年 7 月末時点でも平均値は 14.27 人、中央値は 4 人であった。また、これら発行体の内、VC の投資が行われていたのは 9% に過ぎない。
- 5) White House Fact Sheet and Overview (2011 年 9 月 8 日) の 「Help entrepreneurs

and small businesses access capital and grow」。

- 6) 2010年11月にSECが開催したForum on Small Business Capital Formationにおいても、発行体の調達金額を上限10万ドル、個人投資家による投資額の上限を100ドルとして、クラウドファンディングによる調達行為を33年証券法の登録から除外する案が該フォーラムの参加者からSECにリコメンドされていた。
- 7) JOBS法のSec.302(c)はSECに対して2012年末までの規則提案を求めていた。SECのReg.CF下での投資型クラウドファンディングの運用は2016年5月より。
- 8) Reg. DのRule 504では一般広告や勧誘を行うことが出来ず、Rule 506は投資家に制限があった(JOBS法のSec.201(a)を受けてSECはRule 506(c)を新設し、投資家が自衛力認定投資家に限定される場合に一般勧誘と広告を認めている)。Hazen [2012]によれば、JOBS法以前においても投資型クラウドファンディングにReg. Aを適用することは可能ではあったが、州規制が定める登録や情報開示から除外はされない。また連邦議会の立法行動(JOBS法)を抜きに、SECが投資型クラウドファンディングに関して既存の規制を変更する余地は無かった。
- 9) JOBS法の施行以前における33年証券法上のクラウドファンディングの法的位置づけに関してはHeminway and Hoffman [2011]が詳細に検討している。
- 10) JOBS法で新設されたファンディング・ポータルは、34年証券取引所法のSec.3(a)(80)で定義され、投資アドバイスや推奨行為、自身のウェブサイトやポータル上で募集(表示)されたセキュリティに関する勧誘行為、投資家の資金やセキュリティの管理等が禁止されており(Rule 402)、これらを行うためにはブローカー・ディーラーとしての登録が必要となる。
- 11) Hazen [2012]によれば、JOBS法以前のRule 10b-5、33年証券法のSec.11やSec.12(a)(2)などでは、投資型クラウドファンディングにおける募集や販売時の重大なMisstatementやOmissionが発生しても投資家が民事責任を追及することは容易ではなかった。JOBS法は34年法のSec.12を修正している。またJOBS法を対象とするSchwartz [2013]では、投資家保護に関して、発行体の調達金額の制限と発行体に対する民事訴訟(Civil Action)の権限を明示的に導入されており、さらに発行体やブローカー・ディーラーと同様にファンディング・ポータルに関しても、JOBS法は検査やエンフォースメント、規則策定の権限をSECに与えた点を評価している。
- 12) また、2019年6月18日に公表されたSECのスタッフ・レポート「Report to the Commission: Regulation Crowdfunding」によると、2016年5月から2018年12月末までにReg. CFを用いて1億800万ドルが調達され(1,351件が企画された中で、調達が完遂したのは519件)、この期間の平均調達額は213,678ドルと少額であった。ちなみに、同期間でのReg. Dによる調達の内、Reg. CFのリミットである107万ドル以下の調達は12,700件あり調達金額は45億ドルであった。)
- 13) ただし、North American Securities Administrators Association (NASAA)によれば

2017年7月末時点で34の州およびコロンビア特別区が域内で実行されるクラウドファンディングの規程を定めている。SECの数字には州内で完結した投資型クラウドファンディングによる調達金額は含まれていない。

- 14) 過去12ヶ月間で、①投資家の所得または純資産額が10万ドル未満の場合は、上限が2,200ドルを超えない、もしくは所得の5%か純資産額の5%のうち大きい方の金額を超えない（ただし、10万7,000ドルを超えない）、②所得または純資産額が10万ドル以上の場合は、所得の10%か純資産額の10%のうち大きい方の金額を超えない（ただし、10万7,000ドルを超えない）。
- 15) 2020年9月時点で58のファンディング・ポータルがFINRAに登録されているが、稼働を確認できないポータルも多い。
- 16) この他Rule 303では、仲介者に投資家に対してプラットフォーム上でのコミュニケーション・チャンネルの提供なども求められている。
- 17) Rule 501は、①発行体への売り戻し、②自衛力認定投資家への転売、③公募としてSECに登録しての販売、④購入者の家族等などへの転売は認めている。
- 18) また民主党のElizabeth Warren議員の質問に対して、Clayton委員長は「私がこれまで見たICOのすべてはセキュリティであると信じている」と返答した。
- 19) ①Promoter's Location and Contact Information、②Problem and Proposed Technology Solution、③Description of Token、④Qualification of Technical Team、⑤Industry Risk Factors および⑥Blockchain Governanceの6項目。これらは、Brummer et al. [2019]でより詳細に検討されている。
- 20) 現状のホワイト・ペーパーで示されている案ではLibraとCalibraはスイスを拠点とする。しかしながら、米国国民へDigital Tokenを売却、もしくは、米国国民により使用される場合は米国の証券諸法の対象となる。ただし、LibraのDigital Tokenを購入しても配当が無く、投資家には合理的な利益の期待が無い。そのためHowey Testに照らした判断には疑問が残る。Rohr and Wright [2019]が指摘するように、一部のInvestment TokenにHowey Testを適用することには困難性がある。また、現在の登録除外要件の整備も必要となろう。
- 21) 下院Financial Service Committeeは、2019年5月9日に超党派の議員によって構成される2つのタスクフォース①Task Force on Financial Technologyと②Task Force on Artificial Intelligenceを設立した。この内Task Force on Financial Technologyは、2019年6月25日に最初のヒアリング「Overseeing the Fintech Revolution: Domestic and International Perspectives on Fintech Regulation」を実施している。このヒアリングはSEC、Office of the Comptroller of the Currency (OCC)、Consumer Financial Protection Bureau (CFPB)等の計5つの連邦機関を対象とし、SECからはFintechの促進を目的にSEC内に設置されたFinHubの活動内容についての説明が行われた。もう一方のTask Force on Artificial Intelligenceは、2019年6月26日に最初のヒアリング「Perspectives

- on Artificial Intelligence: Where We Are and the Next Frontier in Financial Services」を開催している。
- 22) これまでも SEC は、FoundersClub（および FundersClub Management）（2013 年 3 月 26 日）や Angel List（同 28 日）のテクノロジー系企業のシンジケーション組成等による調達に関して、No Action Letter の発行等を実施してきた。
- 23) 後述するように、詐欺行為と判断されてケースに対しては民事制裁金の支払いや裁判所による資産凍結命令等の手段を講じている。
- 24) Henderson and Raskin [2019]によれば、デジタル・アセットに対する SEC の規制アプローチとしては、主に①Enforcement Action、②Consent Orders（同意審決、当事者自らが過失や不正を認めて是正するかわりに正式な民事訴訟等にもちこまない）、③Informal Guidance を通じて行われている。また SEC の組織面での対応としては、インターネット上の不正行為に対応すべく、2017 年 9 月に Division of Enforcement に Cyber Unit を創設している。その一方で、DLT を初めとした Fintech のスタートアップ企業に対する SEC の窓口として、2018 年 10 月に Strategic Hub for Innovation in Financial Technology（FinHub）を開設している。
- 25) Jay Clayton 委員長の Public Statement「Statement on Cryptocurrencies and Initial Coin Offerings」（2017 年 12 月 11 日）。
- 26) Division of Corporation Finance の William Hinman 局長の Yahoo Finance All Markets Summit での講演「Digital Asset Transactions: When Howey Met Gary (Plastic)」（2018 年 6 月 14 日）。この講演において Hinman 局長は、Digital Asset の募集時にセキュリティの募集に該当しても、将来的にセキュリティに該当し続けるとは限らない（十分に分散化されたネットワークであり、投資家が他者の努力等は合理的に期待していない場合など）。Simple Agreement for Future Tokens（SAFT）のような私募形式で登録除外要件（Regulation D 等の適用）による募集の是非についても、経済的な事実により法的な対応が異なると述べている（公表されたスピーチの注 15）。
- 27) DAO については DAO レポートの「II. Facts」ならびに Mendelson[2019]等を参照。DAO 事件（The DAO Attack）については Mehar et al. [2019]が詳しい。
- 28) DAO（Decentralized Autonomous Organization、自律分散型組織）は Decentralized Autonomous Corporation（DAC）とも呼称される。分散型台帳技術を活用したプログラムによる組織的なコンセプトの名称である。The DAO は DAO を用いたプロジェクトの名称である。
- 29) ただし、自律分散型組織による投資ファンド（VC）とされていたが、実際は Curators が取り仕切っており、DAO Token 保有者の投票は投資意思決定の中核ではなく、保有者には重要な管理運営の実行能力は与えられていない（Rohr and Wright [2019]）。
- 30) 33 年法 Sec.2(a)(1)および 34 年法 Sec.3(a)(10)において、セキュリティの要件に投資契約（Investment Contract）が含まれている。

- 31) *Securities and Exchange Commission v. W. J. Howey Co.*, 328 U.S. 293
- 32) 投資契約の基準となるのは、起業家や他者の経営努力により生じる合理的に期待される利益を前提とする共同事業への投資の存在であるが、投資契約の判例（1946年の *Howey Co.*、1975年判例、2004年判例）は、あくまでも判断材料であり、これらの判例のみに依存した判断ではない。ちなみに、46年判決のハウイー判決後も、*Howey Test* の要件に関しては、67年判決「その形式ではなく（*form should be disregarded for substance*）」や75年判決「取引の経済的な現実（*be on economic realities underlying a transaction*）」等が裁判所の判断として下されている。
- 33) 例えば、SECの *Hester Peirce* 委員のスピーチ（*SUSS Convergence Forum*、2019年7月30日）「何がセキュリティを構成しているのか、その定義は少し（*a bit*）ボンヤリしている。」
- 34) *Rohr and Wright*[2019]によれば、*Common Enterprise* に関して1946年のハウイー判決において最高裁は詳細な説明を与えておらず、*Howey Test* を巡る他の判決により① *Horizontal Commonality Test*、② *Broad Vertical Commonality Test*、③ *Narrow or Strict Vertical Commonality Test* の3通りのアプローチが示されている。例えば、1994年の *Revak v. SEC Realty Corp*（18 F.3d, 81, 87-88）、2004年の *In re Barkate*, 57 S.E.C. 488, 496 n.13、2004年の *SEC v. Edwards*, 540 U.S. 389 等の判例を参照願いたい。
- 35) ただしSECのこの判断に関して、2018年3月14日に下院の *Subcommittee on Capital Markets, Securities, and Investment* で実施されたヒアリング（*Examining the Cryptocurrencies and ICO Markets*）において、*Coin Center* 社の *Peter Valkenburg* は「そのようなサービスの価値は不確かであるため、*Howey Test* の「金銭の投資」に該当するとは思われない」と批判している（*Sykes*[2018]の注92）。
- 36) *Rohr and Wright* [2019]を参照。
- 37) 投資契約に照らした *General Partnership* と *Limited Partnership* の違いに関する裁判例は、*Masel v. Villarreal*, 924 F.3d 734 等（*Park and Park* [2019]の注67）。
- 38) この排除措置命令の発令と同日にSECの *Jay Clayton* 委員長は *Public Statement*（*Statement on Cryptocurrencies and Initial Coin Offerings*）を公表し、*Fintech* は資本形成を促進する等の価値があることを認めたいうで、*ICO* ならびに仮想通貨への投資の際には適法性や開示される情報等に十分に配慮するよう注意を投資家に喚起している。
- 39) 2020年9月15日の *Hester Peirce* 委員の *Public Statement* 「*Statement on SEC Settlement Changing Token Issuer with Violation of Registration Provisions of the Securities Act of 1933*」。
- 40) *Investment Company Institute*（*ICI*）および *Securities Industry and Financial Markets Association*（*SIFMA*）から寄せられた暗号資産に関連する投資ファンドの投資家保護に関する質問への返答が含まれている。
- 41) *Wall Street Journal* 紙「*SEC Warns Investors on Cryptocurrency Exchanges*」（2018

年3月7日)によると、この時点でICO市場の業者やアドバイザーに対して100以上の情報の要求や召喚状(Subpoenas)を出している。

- 42) ①そのIEOはセキュリティの募集行為か、②プラットフォームが国法証券取引所として登録されているか(もしくはATSとして)、③プラットフォームがブローカー・ディーラーとして登録されているか、④そのIEOが連邦証券諸法に従っているのか、⑤海外のIEOに投資することが可能か(オフショアのプラットフォームであっても米国内の投資家に募集された場合は連邦証券諸法の適用対象となる)、の5項目。
- 43) このICOは不動産やダイヤモンドを裏付けとしたDigital Token等を発行し、投資家からおよそ30万ドル(計画では200万ドルから400万ドル)を調達した行為であるが、裏付けとされた資産は虚偽であった。2019年11月18日にEastern District of New York(地方裁判所)において18ヶ月の実刑判決がMakisim Zaslavskilyに下されている。
- 44) このMeta1 Coin販売は、元ワシントン州の上院議員David Schmidtが共犯であったことから注目された。同コインの販売時に、①10億ドルの美術品および20億ドルに金でコインの価値が担保されている、②会計事務所が金資産の監査を行っている、③同コインはリスクフリーであり、上限224,923%のリターンが期待できる、などの虚偽の広告が行われていたが、同コインは配布すらされず、集まった資金は215,000ドルのフェラーリ等の高級車の購入等にあてられていた。
- 45) 例えばSECは、Dominic LacroixおよびPlexCoinによるICOを詐欺(Scam)行為と認定し緊急措置(Emergency Action)を発令し(2017年12月4日)。2017年12月14日のNY東部地区地裁の命令より資産凍結を行っている。また、AriseBankの創業者であるJared Rice Sr.およびStanley Fordが主導したICOを詐欺行為であると認定し、2018年1月30日に裁判所に資産凍結等の措置を申し立て、刑事告発とともに約270万ドルのPenaltyの支払い命令、公開会社の役員等への就業およびデジタル証券の募集行為への参加を禁止している。Jared Rice Sr.は11月28日にFBIに逮捕された。直近では、UnitedDataが実施した未登録でのICOを詐欺行為(調達した資金を予定のプロジェクトに使用していない)と判断し、同社ならびに創業者等に民事制裁金等の支払いを命じている(2019年12月11日)他、CG Blockchain等のICOについても同様に詐欺行為であると認定している(2020年1月17日)。
- 46) 2019年10月11日にSECはTelegramのToken Offeringをセキュリティとして未登録(33年法違反)であることを理由としてEmergency Actionを発動した。しかしながら、同社は2018年3月29日にForm DをSECに提出し、自衛力認定投資家のみを対象とするReg. Dを活用していた。このケースは、ICOの衰退とともに2018年の半ばごろからみられるSimple Agreement for Future Tokens(SAFT)と呼ばれる手法の乱用への警鐘と指摘する声もある。
- 47) Park & Park [2019]によれば、2018年に州の証券当局も複数のICO事例についてエンフォースメントを行っている他(Park & Park [2019] note124)、自主規制機関である

Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) も Digital Token を販売したブローカー・ディーラーを摘発している (同 note125)。

- 48) 2019 年 10 月 26 日の Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation における Robert Rosenblum 等の指摘「Less Aggressive SEC Sanctions on Violations by Crypto Issuers」。
- 49) Division of Corporation Finance、Division of Investment Management および Division of Trading and Markets の 3 局。
- 50) このガイダンスにおいて、Investment of Money と Common Enterprise は簡潔に触れられているのみである。
- 51) 例えば Chamber of Digital Commerce の Chamber Blog など。
- 52) 当該ガイダンスと同日に Division of Corporate Finance が公表した TurnKey Jet のケースでは、ICO (Token Sales) に関する初めての No Action Letter を発行し、同社の ICO を投資契約とせず、セキュリティに該当しないと判断している。この理由として、TJK Token が特定のプラットフォームでのみ取引可能であることや、転売ができない等 (価格が固定され、TurnKey Jet が買い戻す際にはディスカウント価格となる) 等が挙げられている。Digital Token に付随させることが可能な機能は多様であることを考えると、このガイダンスが過度な制約になる可能性も指摘される。

「引用文献」

- 岡田功太・木下生悟 [2018]「仮想通貨に対する米規制当局のスタンスと課題」『野村資本市場クォーターリー』野村資本市場研究所、Spring、ウェブサイト掲載版。
- 岡田功太 [2020]「コロナ禍で注目を集める米国の株式投資型クラウドファンディング」『野村資本市場クォーターリー』野村資本市場研究所、Vol.24-1、41-50 頁。
- 若園智明 [2019]「米国における資本形成の変遷：公開市場と私募市場」『証券経済研究』第 107 号、9 月、1-19 頁。
- 若園智明 [2020]「資本市場のデジタル化：Token Offering を巡る規制環境」『金融の総合化に向かう資本市場 (仮)』証券経営研究会、日本証券経済研究所、(2020 年度出版予定)。
- Brummer, Chris et al. [2019], “What Should Be Disclosed in an Initial Coin Offering?,” *Cryptoassets Legal, Regulatory, and Monetary Perspectives*, Chap 7, Oxford University Press.
- Hazen, T. Lee [2012],” Crowdfunding or Fraudfunding? Social Networks and the Securities Laws-Why the Specially Tailored Exemption must be Conditioned on Meaningful Disclosure,” *North Carolina Law Review*, Vol.90, No.5, pp.1735-1770.
- Heminway M. Joan and Shelden. R. Hoffman [2011],” Proceed at Your Peril: Crowdfunding and the Securities Act of 1933,” *Tennessee Law Review*, Vol.78, Issue 4, pp.879-972.

- Heminway M. Joan [2013],” How Congress Killed Investment Crowdfunding: A Tale of Political Pressure, Hasty Decisions, and Inexpert Judgements that Begg for a Happy Ending,” *Kentucky Law Journal*, Vol.102, Issue4, pp.865-889.
- Henderson, M. Todd and Max Raskin [2019], A Regulatory Classification of Digital Assets: Toward an Operational Howey Test for Cryptocurrencies, ICOs, and other Digital Assets,” *Columbia Business Law Review*, Vol.2019, No.2, pp.443-493.
- Howell, Sabrina et al. [2018],” Initial Coin Offerings: Financing Growth with Cryptocurrency Token Sales,” *NBER Working Paper*, No. w24774.
- Hurt, Christine [2015],” Pricing Disintermediation: Crowdfunding and Online Auction IPOs,” *University of Illinois Law Review*, Vo.2015, No.1, pp.217-263.
- Lee, Jongsub et al. [2019],” The Wisdom of Crowds in FinTech: Evidence from Initial Coin Offerings,” Western Finance Association 報告論文 (2019年6月18日) .
- Mehar, Muhammad et al. [2019],” Understanding a Revolutionary and Flawed Grand Experiment in Blockchain: The DAO,” *Journal of Cases on Information Technology*, Vol.21, Issue 1, pp.19-32.
- Mendelson, Michael [2019],” From Initial Coin Offerings to Security Tokens: A U.S. Federal Securities Law Analysis,” *Stanford Technology Law Review*, Vol.22, Issue 1, pp.52-94.
- Park, James and Howard Park[2019],” Regulation by Selective Enforcement: The SEC and Initial Coin Offerings,” *Law & Economics Research Paper Series*, UCLA School of Law, No.19-09.(Washington University Journal of Law and Policy に掲載予定)
- Rohr, Jonathan. and Aaron Wright [2019],” Blockchain-Based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets,” *Hasting Law Journal*, Vol. 70, Issue 2, pp.463-524.
- Schwartz, Andrew [2013],” Crowdfunding Securities,” *Notre Dame Law Reviews*, Vol.88, Issue 3, pp.1457-1499.
- Schwartz, Andrew [2020],” Crowdfunding Issuers in the United States,” *Washington University Journal of Law & Policy*, Vol.61, pp.155-171.
- SEC [2019], *Report to the Commission Regulation Crowdfunding*.
- SEC [2020], *Facilitating Capital Formation and Expanding Investment Opportunities by Improving Access to Capital in Private Markets*, Proposed Rule, March 8.
- Sykes, Jay [2018],” Securities Regulation and Initial Coin Offerings: A Legal Primer,” *CRS Report*, R45301.
- Thompson, Robert and Donald Langevoort [2013],” Redrawing the Public-Private Boundaries in Entrepreneurial Capital Raising,” *Cornell Law Review*, Vol.98, Issue 6, Article 7, pp.1573-1628.