

# 米国におけるデジタル資産・暗号資産と証券規制

—わが国の不公正取引規制のあり方を検討するための予備的作業として—

久保田 安彦

## I はじめに

いま世界各国で、分散型台帳技術やブロックチェーン技術を用いて記録され、取引されるデジタル資産（Digital Asset）が横溢している。こうしたデジタル資産は暗号資産（Crypto Asset）と呼ばれることも多い。ただし、わが国の資金決済法および金商法における「暗号資産」概念（資金決済2条5項、金商2条24項3号の2）は、前記のデジタル資産・暗号資産の一部にすぎず、すぐ後で述べる分類では、基本的にペイメントトークン（および一部のユーティリティトークン）に相当することに注意を要する。そのことにも示されているように、デジタル資産・暗号資産は、各国においてさまざまな意味で用いられているが、それには、デジタル資産・暗号資産の内容・機能等がきわめて多岐にわたるといふ事情も影響している。

正確な分類は必ずしも容易でないものの、デジタル資産・暗号資産は、例えば、①支払手段としてのペイメントトークン（Payment Token）、②保有者に特定の財・サービス等に対する権利が与えられるユーティリティトークン（Utility Token）、③株式や社債のような権利、その他の金融資産を裏付けとするアセットトークン（Asset Token。Security Tokenともよばれる）などに分類される<sup>1)</sup>。こうした多様な内容・機能等を有するデジタル資産・暗号資産のうち、いずれのタイプにどのような規制を課すべきかは、現在、世界各国に共通する重要な政策課題である。

各国の対応をみると、わが国もそうであるように、アセットトークンは証券規制の対象とされるのが通例であるが、さらに、ユーティリティトークンもアセットトークンに類似するものがみられるため、その内容・機能等によっては証券規制の対象とされ得る。そうすると、ここで問題になるのは、ユーティリティトークンのうち、どのようなものを証券規制の対象に取り込むべきかである。

この点について、米国においても、SECやそのスタッフが主に注力してきたのは、デジタル資産・暗号資産（とりわけユーティリティトークン）のうち、どのようなものを証券規制の対象に取り込むべきかという問題であった。ただし、後述するように、現在においても、この問題は十分に解決

\*本稿の執筆に当たっては、河村賢治教授、湯原心一教授およびJSDAキャピタルマーケットフォーラム（第4期）のメンバーから多くの有益な指摘を頂戴した。ここに記して、感謝の意を表したい。なお、本稿の主要部分は、すでに慶應法学48号（2022年）87頁以下で公表されている。

1) デジタル資産・暗号資産の分類につき、若園智明「資本市場のデジタル化：Token Offeringを巡る規制環境」証券経営研究会編『現代金融資本市場の総括的分析』（日本証券経済研究所、2021年）293頁以下、柳明昌「暗号資産の有価証券該当性——SECの所説を中心として」法学研究93巻6号（2020年）6-7頁など参照。

されているわけではない（後掲Ⅳ 5・Ⅴ参照）。その背景には、デジタル資産・暗号資産の内容・機能等が多岐にわたるといふ事情があるが、さらに、いずれにせよデジタル資産・暗号資産は、これまで証券規制の対象とされてきた伝統的な証券とは大なり小なり異なる特性を有しているため、デジタル資産・暗号資産を比較的広く「証券」概念に取り込もうとすると、伝統的な「証券」概念の再考・再構築が必要となり得るといふ事情がある<sup>2)</sup>。

さらに筆者が重要であると考えているのは、先に挙げた問題は、実は入り口の問題にすぎないことである。なぜなら、仮にあるデジタル資産・暗号資産が「証券」に当たるとされた場合は、原則として当該資産には証券規制上の情報開示規制が課されるところ、後述するように、現行の情報開示規制は必ずしもデジタル資産・暗号資産に適合的なものとなっていないという問題を指摘できるからである（後掲Ⅳ 5・Ⅴ参照）。そのため、デジタル資産・暗号資産については、情報開示規制のあり方も併せて検討する必要があるが、そうした検討は、デジタル資産・暗号資産に関する不正取引規制のあり方を明らかにするために必要なことでもある。一般に、不正取引規制、とりわけインサイダー取引規制のあり方は、情報開示規制のあり方と密接に関連するからである。

このようにデジタル資産・暗号資産と証券規制をめぐる問題には、①証券規制の対象となるべき資産の範囲をどのように画するかという問題と、②デジタル資産・暗号資産の情報開示規制、さらに、不正取引規制としてどのような規制・運用が望ましいかという問題とがあり、両者は密接に関係している。先に触れたように、米国における議論は、もっぱら①の問題に向けられてきたが、近時、②の問題の一部（情報開示規制のあり方）にも踏みこむような、新たなアプローチに基づく議論がみられることが注目される。

そこで本稿では、わが国の規制のあり方を論ずるための予備的作業として、こうした米国の議論を取り上げ、検討することにした。具体的に、まずⅡでは、米国連邦証券諸法の適用対象としての「証券」の意義を簡単に確認した上で、ⅢおよびⅣで、連邦証券諸法の対象となるべきデジタル資産・暗号資産の範囲をどのように画するかという問題について、SECやそのスタッフの見解を分析する。その後、Ⅴでは、近時の新たなアプローチに基づく議論として、SECのPeirce委員が2021年4月に公表した規則案を取り上げる。最後にⅥでは、これまでの分析を踏まえて、今後のわが国における規制の方向性としてどのようなものが考えられるかの整理をして、結びに代えることにしたい。

2) わが国でも、ユーティリティトークンとの関連で、立法論として金商法上の有価証券（集団投資スキーム持分）の概念の見直しを主張しないし唆する見解がみられる。2019年金商法改正以前の見解として、河村賢治「ICO規制に関する一考察」金融法務事情2095号（2018年）50頁以下、同改正後の見解として、加藤貴仁「ICO（Initial Coin Offering）に関する規制の展開——2019年金融商品取引法及び資金決済に関する法律の改正の意義と課題」神田秀樹責任編集・資本市場研究会編『企業法制の将来展望2021年度版』（財務詳報社、2020年）234頁以下、加藤貴仁「ICOの残照——「有価証券」と「暗号資産」の境界線の再設定に向けて」証券経済研究119号（2022年）159頁以下参照。これらの論考に加えて、わが国におけるユーティリティトークンの規制のあり方を論じるものとして、有吉尚哉「Initial Coin Offering（ICO）に対する金融規制の適用関係に関する一考察」NBL1111号（2017年）11-13頁、河村賢治「仮想通貨・ICOに関する法規制・自主規制」金融商品取引法研究会・研究記録67号（2018年）、黒沼悦郎「ユーティリティトークンの有価証券性」NBL1158号（2019年）4頁、柳・前掲注1）1頁があるが、それらの論考でも、解釈論・立法論による有価証券概念の再考・再構築が試みられている。また、有価証券概念のあり方をめぐる一般的な議論につき、神田秀樹「金融商品取引法総論——法の構造と有価証券概念」ジュリスト1368号（2008年）8頁以下参照。

## II 連邦証券諸法上の「証券」の意義

これまでのSECの対応は、詐欺的なICO (Initial Coin Offering) 等に対する規制のエンフォース<sup>3)</sup>のほか、デジタル資産が連邦証券諸法上の「証券」(security)に該当するか否かの解釈指針を明らかにすることに向けられてきた。デジタル資産が「証券」に該当する場合は、デジタル資産は連邦証券諸法の適用対象となる。例えば、証券法5条および4条(1)号により、証券に該当するデジタル資産の発行者 (issuer)、引受人 (underwriter)、ディーラー (dealer) は、SECへの登録届出書の提出を通じて、当該デジタル資産を登録しない限り、原則としてその募集・売付けをすることが許されない。こうしていったんSECにデジタル資産を登録すると、1934年法15条(d)項により、発行者は原則として継続的な情報開示義務を負う。また、証券に該当するデジタル資産の取引には、相場操縦の禁止、インサイダー取引の禁止、詐欺的取引の禁止などの不公正取引規制が適用されるほか、当該デジタル資産のブローカー、引受人、ディーラーは、それぞれ営業上の規制に服する。

このように連邦証券諸法は、その適用対象を画するための基本的な概念として「証券」概念を用いるため、どのような場合にデジタル資産が証券に該当するかが重要な問題となる。連邦証券諸法上、「証券」については、株式や社債などの伝統的な金融商品が具体的に列挙されているほか、「投資契約」が挙げられ、さらに、「その他一般に証券とされる商品」が含まれる旨が規定されている(1933年法2条(a)(1)、1934年法3条(a)(10))。投資契約については定義規定が置かれておらず、その他一般に証券とされる商品と並んで、いわば一般条項としての役割を果たしている。このため、デジタル資産が連邦証券諸法上の証券に当たるかどうかについても、デジタル資産が投資契約に当たるかという形で問題とされている。

周知のように、ある商品が投資契約に当たるか否かの判断基準とされているのは、Howey事件連邦最高裁判決が示した基準 (Howey基準) である。このHowey基準では、投資契約は、①金銭の投資、②共同事業性、③投資家の利益への合理的期待、④その利益が当該投資家以外の者の努力によって得られること (他者の努力への依存) の4つの要件を満たしたものであるとされる。後で改めて触れるように、デジタル資産の場合に特に問題とされているのは、前記③および④の要件を満たすか否かである。

以下では、この問題に関するSECやそのスタッフの見解を示す代表的な文書として、DAO報告書とFrameworkを取り上げ、その内容を概観することにしよう。

3) デジタル資産・暗号資産については、SECと並んでCFTCも管轄しているところ、データ上も、それらの機関は、他の先進諸国における規制機関と比べても、規制のエンフォースに積極的に取り組んでいることが示されている。See Douglas S. Eakeley & Yuliya Guseva, *Crypto-Enforcement Around the World*, 94 S. CAL. L. REV. POSTSCRIPT 99(2021).

### Ⅲ DAO 報告書

#### 1 総説

これまでSECやそのスタッフの対応は、もっぱらデジタル資産が連邦証券諸法上の「証券」(security)に該当するか否かの解釈指針を明らかにすることに向けられてきたが、その第一歩となったのがDAO報告書<sup>4)</sup>である。DAO報告書は、法人格をもたない自律分散型組織(Decentralized Autonomous Organization : DAO)の一つであるThe DAOとその創設者(ドイツ企業であるSlock.it UGとその共同創設者)等が連邦証券諸法に違反したか否かについて、2017年7月25日にSECが公表した調査報告書である。

The DAOは、仮想通貨であるイーサ(Ether)と交換で、独自のトークン(DAOトークン)を投資家に販売することによって資金(仮想通貨)を調達し、それをプロジェクトに投資することを目的として創設されたものである。DAOトークンの保有者は、DAOトークンへの投資のリターンとして、プロジェクトからの収益の分配に与ることができた。また、DAOトークンの保有者は、多数のウェブベースのプラットフォームでDAOトークンを売却することによって利益を得ることもできた<sup>5)</sup>。

SECへの登録がされていない状況で、The DAOは、2016年4月30日から2016年5月28日までの間に、約11億5000万個のDAOトークンを販売して、約1200万イーサ(総額約1億5000万ドル相当)を調達した。ただし、それを用いてプロジェクトを開始する前に、サイバー攻撃を受けて、The DAOが調達した仮想通貨の約3分の1(約360万イーサ)が流出した<sup>6)</sup>。

SECが問題視したのは、DAOトークンが連邦証券諸法上の「証券」に該当するか否かである。仮に証券に該当すれば、例えば、DAOトークンを販売するためには、1933年法に基づくSECへの登録(情報開示)が必要であったことになる。この点について、DAO報告書は、Howey基準を適用した上で、DAOトークンは連邦証券諸法上の証券としての「投資契約」に該当するという見解を明らかにした。

#### 2 「投資契約」への該当性

先に触れたように、Howey基準によれば、投資契約に該当するためには、①金銭の投資、②共同事業性、③投資家の利益への合理的な期待、④その利益が当該投資家以外の者の努力によって得られること(他者の努力への依存)の4つの要件を満たさなければならない。DAO報告書は、ま

4) Sec. Exch. Comm'n, Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO, Release No. 34-81207 (July 25, 2017).

5) *Id.* at 2-4.

6) *Id.* at 6.

ず前記①の要件につき、そこでいう「金銭」は現金の形をとる必要はないとする一般的な解釈<sup>7)</sup>を前提に、投資家が仮想通貨であるイーサと交換で DAO トークンを受け取ることも「金銭の出資」に当たるとした<sup>8)</sup>。

次いで DAO 報告書は、以下の事実を挙げて、前記②③の要件も満たされるとした<sup>9)</sup>。その事実とは、(a) The DAO の創設者の販促資料によると、The DAO は、投資リターンと引き換えに資金を調達してプロジェクトに当該資金を供給することを目的とした営利組織であったこと、(b) 実際に、調達したイーサはプールされ、The DAO がプロジェクトに供給することができたこと、(c) コントラクター (Contractor) と呼ばれる者たちによって、プロジェクトが提案されることになっていたこと、(d) 提案されたプロジェクトがキュレーター (Curator) と呼ばれる者たちによってホワイトリストに登録されると、DAO トークンの保有者は、当該プロジェクトに資金を提供すべきか否かについて議決権を行使できたこと、(e) それぞれのプロジェクトの条件に応じて、DAO トークンの保有者らは、当該プロジェクトからの潜在的な利益を分け合う立場に立っていたことである。

DAO 報告書がとくに詳細な検討を加えたのは、前記④の要件についてであった。DAO 報告書は、ここでの中心的な問題は「投資家以外の者による努力が、紛れもなく重要な努力、すなわち事業の成否に影響を及ぼす非常に重要な経営上の努力であったか否か<sup>10)</sup>」であるとした上で、以下の事実に基づいて、The DAO の創設者 (ドイツ企業である Slock.it とその共同創設者) とキュレーターの努力が事業にとって非常に重要な努力であったことを認定した<sup>11)</sup>。すなわち、(a) The DAO と DAO トークンを市場に出すため、Slock.it は、ホワイトペーパーを掲載したウェブサイトを立ち上げたこと、(b) Slock.it は、DAO トークンの保有者に議決権行使の方法等に関する情報を提供するためのオンラインフォーラムを立ち上げて運営していたこと、(c) The DAO の創設者は、投資家に対して、自分たちはイーサリアムやブロックチェーンプロトコルの専門家であり、専門的知識に基づいてキュレーターを選任したことを伝えるなど、The DAO の成功に必要な重要な経営上の努力を提供できると信じさせたこと、(d) The DAO の運営のモニタリング、資金の保全、および、提案されたプロジェクトを DAO トークンの保有者による議決権行使の対象にするかどうかの決定にとって、The DAO の創設者とキュレーターの専門的知識が非常に重要であり、投資家はそれに頼るしかなかったこと、(e) DAO トークンの募集の時点で、The DAO のプロトコルはすでに創設者によって決定されていたこと、(f) キュレーターは、提案されたプロジェクトを DAO トークンの保有者による議決権行使の対象にするか否かについて、自身の主観的な基準によって判断することができたこと、(g) DAO トークンの保有者による議決権行使の対象は、キュレーターによってホワイトリストに登録されたプロジェクト提案に限定されていたため、キュレーターの解任提案

7) See, e.g., *Uselton v. Comm. Lovelace Motor Freight, Inc.*, 940 F.2d 564, 574 (10th Cir. 1991) ; Sec. Exch. Comm'n v. Shavers, 2013 U.S. Dist. LEXIS 110018, at \*4-5 (Aug. 6, 2013).

8) Sec. Exch. Comm'n, *supra* note 4, at 8.

9) *Id.* at 9.

10) SEC v. Glenn W. Turner Enters., Inc., 474 F.2d 476, 482 (9th Cir. 1973).

11) Sec. Exch. Comm'n, *supra* note 4, at 9-10.

を議決権行使の対象にするか否かの決定権もキュレーター自身が有していたこと、(h) 実際に The DAO の創設者は、The DAO を積極的にモニタリングしたことである。

さらに DAO 報告書は、(i) 先に触れたとおり、DAO トークンの保有者は、キュレーターが許可したプロジェクト提案についてのみ議決権を行使することができ、しかも、DAO トークンの保有者には十分な情報が提供される仕組みになっていなかったため、あまり有意義でない支配権しか与えられていなかったこと、(ii) DAO トークンの保有者が匿名であり、かつ、分散していたため、保有者が団結して改変したり、有意義な支配権を行使したりすることが困難であったことから、DAO トークンの保有者の議決権が限定的なものであり、その意味でも、前記④を満たすことを認定している<sup>12)</sup>。

こうして DAO 報告書は、DAO トークンは Howey 基準のすべての要件を満たすとした上で、登録免除の対象にもならないため、DAO トークンは連邦証券諸法上の証券に該当すると結論付けた。そうすると、DAO トークンを販売するためには、1933 年法に基づく SEC への登録（情報開示）が必要であったのに、かかる登録はされていないため、DAO 報告書は、この点で 1933 年法違反があるとした<sup>13)</sup>。また、DAO 報告書は、DAO トークンの保有者が DAO トークンを売却するためのプラットフォームは 1934 年法上の取引所に該当するため、同法に基づく登録が要求されるのに、かかる登録もされていないため、この点で同法違反があるとした<sup>14)</sup>。

### 3 分析

DAO トークンの場合、資金（仮想通貨）を調達し、それをプロジェクトに投資するものとされていた。そのため、DAO 報告書も、Howey 基準が示した要件のうち前記①②③の要件（金銭の出資、共同事業性、投資家の利益への合理的な期待）を満たすことについては比較的簡単に認定している。

これに対し、DAO 報告書は、前記④の要件（他者の努力への依存）については詳細な検討を加えている。なぜそうした詳細な検討が必要であったかといえ、The DAO は自律分散型組織(DAO)の一つであるとされていたところ、自律分散型組織は参加者ひとりひとりによって自律的に運営することのできる組織として設計されたものであるため、特定の者の重要な経営上・起業家的努力に依存しておらず、前記④の要件を満たさないとする見方も可能であったからであると考えられる<sup>15)</sup>。この点について、DAO 報告書は、創設者やキュレーターが事業の成功にとって大きな役割を

12) *Id.* at 10-12.

13) *Id.* at 12-13.

14) *Id.* at 13-14.

15) See Randolph A. Robinson II, *The New Digital Wild West: Regulating the Explosion of Initial Coin Offerings*, 85 TENN. L. REV. 897, 940-48 (2018) ; M. Todd Henderson & Max Raskin, *A Regulatory Classification of Digital Assets: Towards an Operational Howey Test for Cryptocurrencies, ICOs, and Other Digital Assets*, 2019 COLUM. BUS. L. REV. 443, 476(2019).  
また、鳥毛拓馬「ICOに関するSECの規制対応」大和総研レポート（2017年12月7日）4頁《[https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20171207\\_012532.pdf](https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20171207_012532.pdf)》、柳・前掲注1）17-18頁も参照。

果たす一方で、DAOトークンの保有者には議決権が与えられているものの、その議決権は限定的なものであるため、DAOトークンの保有者は大きな役割を果たし得なかったことを理由に、前記④の要件も満たすとした。

ただし、DAO報告書が創設者の努力を重視した点については、批判も少なくない。すなわち、創設者はThe DAOの運営には大きな関与をしておらず、いったんThe DAOのスマートコントラクトがプラットフォーム上でローンチすると、それによってThe DAOの運営が行われる。そのため、DAOトークンの保有者が依存していたのは、あくまでThe DAOそれ自体である。創設者はプロモーターとしての活動やサイバーセキュリティのための活動はしていたが、それはDAOトークンの保有者のための価値の創造にとって非常に重要な活動とはいえ、むしろ付随的なサービスというべきものにすぎないという趣旨の批判が加えられている<sup>16)</sup>。

とはいえ、DAOトークンの場合は、少なくともキュレーターが果たす役割は大きかったという事情があったため、その点では前記④の要件（他者の努力への依存）を満たすといやすかったと考えられる<sup>17)</sup>。これに対し、DAOトークンの場合におけるキュレーターのような役割を果たす者が存在しなかったり、存在しても果たす役割が比較的小さいことも十分にありうるところ、そのような場合は、前記④の要件を満たすか否かの判断は困難なものとなるであろう<sup>18)</sup>。また、既述のように、DAOトークンの場合は、調達した資金（イーサ）をプロジェクトに投資することが予定されていたという事情があったため、前記②③の要件（共同事業性、投資家の利益への合理的な期待）も比較的容易に認められたのに対し、ユーティリティトークンの場合は、そうした事情があるとは言い難いことも少なくないと考えられるため、そのような場合に前記②③の要件を満たすか否かも大きな問題になり得る<sup>19)</sup>。

このようにDAO報告書は多くの問題を残したが、それに一定の答えを与えたのがFramework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets (Framework)である。そこで次章では、このFrameworkを取り上げて、分析することしよう。

## IV Framework

### 1 総説

2019年4月3日、SECのStrategic Hub for Innovation and Financial Technology (FinHub)は、デジタル資産へのHowey基準の適用について、より詳細な解釈指針を公表した。これが、

16) Robinson, *supra* note 15, at 940-41; Comment, *Initial Coin Offerings as Investment Contracts: Are Blockchain Utility Tokens Securities?*, 67 U. KAN. L. REV. 379, 414 (2018); Henderson & Raskin, *supra* note 15, at 476. また、柳・前掲注1) 17-18頁も参照。

17) See Henderson & Raskin, *supra* note 15, at 475. ただし、DAOトークンの場合でも、キュレーターの役割は「他者の努力への依存」の要件を満たすほどに大きなものではなかったという批判もみられる。See Robinson, *supra* note 15, at 942-48.

18) See Henderson & Raskin, *supra* note 15, at 475.

19) See Robinson, *supra* note 15, at 950-51.

Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets (Framework) である<sup>20)</sup>。

繰り返し触れているように、Howey 基準によれば、連邦証券諸法上の証券としての「投資契約」に該当するためには、①金銭の投資、②共同事業性、③投資家の利益への合理的期待、④その利益が当該投資家以外の者の努力によって得られること（他者の努力への依存）の4つの要件を満たさなければならない。Framework は、一般的にデジタル資産の場合は前記①②の要件は満たされる<sup>21)</sup>として、前記③④の要件に焦点を当てた分析がされている。以下、順次その分析を概観することにしてしよう。

なお、先に触れたように、Framework の分析の対象になっているのはデジタル資産 (Digital Assets) であるところ、そこでいうデジタル資産は、分散型台帳またはブロックチェーン技術を使用して発行および譲渡される資産を指し、いわゆる仮想通貨、コインおよびトークンを含むが、それらに限定されるわけではないとされている<sup>22)</sup>。

## 2 他者の努力への依存<sup>23)</sup>

Framework はまず、前記④の要件（他者の努力への依存）を取り上げ、当該要件を満たすか否かについては、以下の2点が焦点になるとする。それは第1に、デジタル資産の購入者が、プロモーター、スポンサーその他の第三者といった「積極的参加者」(Active Participant) の努力に依存することを合理的に期待しているか否かであり、第2に、その努力は「紛れもなく重要な努力、すなわち事業の成否に影響を及ぼす非常に重要な経営上の努力<sup>24)</sup>」であるか否かである。

その上で、Framework は、以下の特徴を挙げて、それらのいずれかが決定的なものというわけではないが、それらの特徴が強くみられるほど、デジタル資産の購入者が他者の努力に依存しているとされる可能性が高いとする。

- ・積極的参加者がネットワークの開発・運用等の責任を負っていること。とりわけ、デジタル資産の購入者が積極的参加者に対し、ネットワークやデジタル資産がその目的・機能を果たすた

20) Sec. Exch. Comm'n, Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets (2019), <https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets> (last visited Jan. 20, 2022). Framework を詳細に紹介する邦語文献として、加藤貴仁「SEC による “Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets” の公表」金融法研究 35 号 (2019 年) 123 頁、鳥毛拓馬「SEC、デジタル資産に関する枠組みを公表——デジタル資産の「証券」該当性判断に関する分析ツール」大和総研レポート (2019 年 6 月 17 日) 1 頁 ([https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20190617\\_020847.pdf](https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20190617_020847.pdf))、神作裕之「米国証券法における「有価証券」及び EU 資本市場法における「流通証券」——信託受益権の金商法上の取扱いの検討に向けた準備作業」トラスト未来フォーラム編『外国信託法研究——遺言代替と信託法の諸論点』(2020 年) 153 頁以下参照。

21) Sec. Exch. Comm'n, *supra* note 20, at II A, B.

22) *Id.* at n.2

23) *Id.* at II C1.

24) SEC v. Glenn W. Turner Enters., Inc., *supra* note 10, at 482.

めに必要な業務を遂行・モニタリングすることを期待している場合<sup>25)</sup>において、そうであること。

- ・分散したネットワーク利用者のコミュニティによってではなく、積極的参加者によって実行され、または実行されることが期待される非常に重要な業務があること。
- ・積極的参加者がデジタル資産の市場や価格付けを形成・支援していること。
- ・ネットワークやデジタル資産の発展の方向付けにおいて、積極的参加者が主導的・中心的な役割を果たしていること。とりわけ、ガバナンスの問題、コードの改訂、デジタル資産に関して行われる取引の認証に積極的参加者以外の者がどのように参加するかの決定において、積極的参加者が主導的・中心的役割を果たしていること。
- ・ネットワークやデジタル資産の内容・権利に関する決定について、積極的参加者が継続的に経営的役割を担っていること。
- ・デジタル資産の購入者が、自己の利益を増進し、ネットワークやデジタル資産の価値を高めるため、積極的参加者が努力するであろうと合理的に期待できること。

さらに Framework は、過去に連邦証券諸法上の証券として販売されたデジタル資産について、その後の募集・売付けの時点で、前記④の要件を満たすか否か（それゆえ証券に当たるか否か）を再評価するときは、以下のこと（ただしこれらのことに限られない）が追加的な考慮事項になるとする。ここでは、当初は連邦証券諸法上の証券であったデジタル資産が、その後に前記④の要件を満たさなくなると、証券でなくなる可能性があることが当然に想定されていることに注目すべきである。

- ・積極的参加者（その後継者を含む）の努力がデジタル資産への投資価値にとって引き続き重要であるか否か。
- ・デジタル資産の購入者がもはや積極的参加者に対しては、非常に重要な経営上・企業家的努力を尽くすことを合理的に期待しないであろう態様で、デジタル資産が機能するネットワークが運営されているか否か。
- ・積極的参加者の努力がもはや事業の成功に影響を及ぼしていないか否か。

### 3 投資家の利益への合理的期待<sup>26)</sup>

続いて Framework は、前記③の要件（投資家の利益への合理的期待）を取り上げ、Howey 基準上、そこでいう利益には、典型的には、初期の投資や事業の発展によってデジタル資産の評価額

25) Framework によれば、ネットワークやデジタル資産が開発中であり、募集・販売時に完全に機能していない場合は、デジタル資産の購入者は、そのような期待を合理的に抱くであろうとされる。

26) Sec. Exch. Comm'n, *supra* note 20, at II C2.

が上昇したことによる利益や、デジタル資産の購入者が抛出した資金を用いて上げた収益に参加することによる利益が含まれる一方、インフレ傾向や経済状況などの外部的要因のみによるデジタル資産の評価額の上昇による利益は含まれないとする。その上で、Framework は、以下の特徴を挙げて、それらの特徴がみられるほど、投資家の利益への合理的期待があるとされる可能性が高いとする。

- ・デジタル資産の保有者が、事業からの利益の分配に与る権利を有していたり、デジタル資産の評価額の増加による利益を実現する権利を有していたりすること<sup>27)</sup>。
- ・流通市場やプラットフォームを通じてデジタル資産を譲渡することが可能であるか、将来譲渡することが可能になることが期待されていること。
- ・デジタル資産の購入者が、積極的参加者の努力によってデジタル資産の評価額が上昇する結果、デジタル資産の購入に対するリターンを得られると合理的に期待するであろうこと。
- ・デジタル資産の潜在的購入者を対象とする募集が、商品・サービスについて予想される利用者や、ネットワークの機能を必要とする者を対象とした募集と比べて、広範囲にわたって行われていること。
- ・デジタル資産の購入・募集価格と、デジタル資産との交換で取得できる特定の商品・サービスの市場価格との間に、ほとんど明白な相関関係がないこと。
- ・デジタル資産が通常取引される数量と、通常の消費者が、デジタル資産との交換で取得できる特定の商品・サービスを購入するとした場合の当該商品・サービスの購入量との間に、ほとんど明白な相関関係がないこと。
- ・積極的参加者が、機能するネットワークやデジタル資産を創設するために必要な額を超える額の資金調達をすること。
- ・積極的参加者が、自己の努力によって、大衆に分売したのと同種類のデジタル資産の保有から利益を得ることができること。
- ・積極的参加者がネットワークやデジタル資産の機能・価値を高めるために、事業収益等から得た資金を継続的に使用すること。
- ・一定のことを直接・間接に利用してデジタル資産が販売されていること。その一定のことは、積極的参加者がネットワークやデジタル資産を創設し、その価値を上昇させるための専門的知識・能力を有していること、デジタル資産を容易に譲渡できることを重要な売り文句とすること、販促資料においてネットワークの運用の収益可能性やデジタル資産の評価額の上昇可能性を強調すること、デジタル資産を取引する市場を利用できることなどである。

さらに Framework は、過去に連邦証券諸法上の証券として販売されたデジタル資産について、

27) Framework によれば、とりわけデジタル資産の保有者がデジタル資産を売却することができる流通市場が存在する場合は、デジタル資産の評価額の上昇による利益を実現する権利を有しているとされる。

その後の募集・売付けの時点で、前記③の要件（投資家の利益への合理的期待）を満たすか否か（それゆえ証券に当たるか否か）を再評価するときは、以下のこと（ただしこれらのことに限られない）が追加的な考慮事項になるとする。ここでも前記④の要件（他者の努力への依存）の場合と同じく、当初は連邦証券諸法上の証券であったデジタル資産が、その後に前記③の要件を満たさなくなると、証券でなくなる可能性があることが当然に想定されていることになる。

- ・積極的参加者の継続的な開発努力がデジタル資産の価値を決定する重要な要素になることについて、もはやデジタル資産の購入者が合理的な期待を抱いていないこと。
- ・デジタル資産の価値と、当該デジタル資産と交換することができる商品・サービスの価値との間に、直接的かつ安定的な相関関係があること。
- ・デジタル資産の取引量と、当該デジタル資産と交換することができる商品・サービスの需要水準とが合致していること。
- ・デジタル資産の保有者が、ネットワークまたはプラットフォーム上で商品やサービスを取得するなど、企図された機能のためにデジタル資産を使用できるか否か。
- ・デジタル資産の評価額の上昇から得ることのできる経済的な利益が、企図された機能のためにデジタル資産を利用する権利を取得することに付随するものにすぎないか否か。
- ・積極的参加者がいずれも、デジタル資産に関する重要な非公開情報にアクセスできず、重要な内部情報を保有しているともみなされないか否か。

#### 4 その他の考慮要素<sup>28)</sup>

最後に Framework は、連邦最高裁は、前記③および④の要件を満たすか否かを判断する際に、取引の経済的実質に注目してきたこと、および、その際には、問題の商品がその購入者による利用や消費のために募集・売付けされたか否かも考慮してきたこと<sup>29)</sup>を述べた上で、利用・消費のために商品が購入されたことを示す特徴として、以下の特徴を挙げて、それらのいずれかが決定的なものというわけではないが、それらの特徴が強くみられるほど、デジタル資産が Howey 基準の要件を満たす可能性が低くなるとする。

- ・分散型台帳ネットワークやデジタル資産が十分に開発され、機能していること。
- ・デジタル資産の保有者は、ネットワーク上で、企図された機能のために直ちにデジタル資産を利用できること。とりわけ、そうした利用を促すインセンティブが組み込まれている場合に、そうであること。

28) *Id.* at II C3.

29) *See* United Housing Found., Inc. v. Forman, 421 U.S. 837, 852-53 (1975) .

- ・ネットワークの価値・発展についての投機をあおるのではなく、利用者のニーズを満たすために、デジタル資産の創設・組成が計画され、実行されていること。例えば、デジタル資産はネットワーク上でのみ利用することができ、基本的に購入者が利用したいと期待する量だけの保有・譲渡が可能であること。
- ・デジタル資産の評価額の上昇の可能性が限られていること。例えば、デジタル資産の評価額が一定であったり、時の経過とともに評価額が下落したりするように設計されているため、合理的な購入者であれば、デジタル資産を投資として長期間保有することを期待しないであろうこと。
- ・仮想通貨と呼ばれるデジタル資産に関しては、多様な場面で支払手段として直ちに利用することができたり、法定通貨の代わりになったりすること。
- ・デジタル資産が商品・サービスに対する権利を表章するデジタル資産に関しては、開発されたネットワークやプラットフォーム内において、当該デジタル資産と交換で、それらの商品・サービスを取得したり、利用したりすることができること。
- ・デジタル資産の評価額の上昇から得ることのできる経済的な利益が、企図された機能のためにデジタル資産を利用する権利を取得することに付随するものにすぎないこと。
- ・潜在的な購入者は、ネットワークを利用すること、および、企図された機能のためにデジタル資産を利用することができること。
- ・デジタル資産にその利用に合致した譲渡制限が付されており、投機的な市場を促すものでないこと。
- ・積極的な参加者が流通市場の創設を促した場合は、デジタル資産の譲渡がプラットフォームの利用者間でしか行えないこと。

ただし、Framework は、デジタル資産をネットワーク上での商品・サービスの購入に利用できる場合でも、そのネットワークやデジタル資産の機能が開発・改良中であるときは、以下の要素があると、連邦証券諸法上の証券の取引に該当する可能性があるとする。

- ・デジタル資産が商品・サービスの価値よりもディスカウントされた価格で募集・売付けされていること。
- ・合理的な利用を超える量のデジタル資産が募集・売付けされていること。
- ・とりわけ積極的な参加者がデジタル資産の評価額を上昇させるための努力を継続して行っていたり、流通市場を促している場合において、デジタル資産の転売に限定的な制限しか課されていないか、まったく制限が課されていないこと。

## 5 分析

これまでみてきたように、Frameworkは、デジタル資産（とくにユーティリティトークン）が連邦証券諸法上の証券としての「投資契約」に当たるか否かについて、さまざまな考慮要素を掲げることを通じて、詳細な解釈指針を示している。掲げられた考慮要素は基本的にいずれも妥当なものであると考えられる。ただし、Frameworkにも課題が少なからずみられる。

まず、Frameworkでは詳細な指針が示されているものの、考慮すべき要素が極めて多岐にわたる。しかも、掲げられた考慮要素のうち、いくつが備わっていれば投資契約に当たるのかは示されていない上に、いずれの要素が他の要素よりも重視されるかも明らかにされていない<sup>30)</sup>。そのため、投資契約に当たるか否かの判断基準が明確化されたとは必ずしも言い難い状況にある<sup>31)</sup>。

しかも、Frameworkは、いったん証券とされたデジタル資産がその後に証券でないとされるという「証券の非証券化」の可能性があると認めている。このことは、それとは逆に、以前は証券でないとされていたデジタル資産がその後に証券とされて連邦証券諸法上の規制が課されるという「非証券の証券化」の可能性も否定されないことを意味するところ、そうしたリスクはデジタル資産に係る事業の発展にとって阻害要因となりかねない<sup>32)</sup>。

ところで、そもそもFrameworkにおいて、「証券の非証券化」の可能性があるとされているのは、デジタル資産に係るネットワークが十分に分散化または機能化し、「積極的参加者」の努力がもはや事業の成功に重要な影響を及ぼさないとみられる場合、すなわち、自律分散型ネットワークとして機能するよう設計されたネットワークにおいて、ネットワークの拡大に伴いトークン保有者が分散化し、そのように分散化したトークン保有者によってプロジェクトへの投資決定等を含むネットワークの運営が行われるようになり（自律分散型組織としての運営の実現）、特定の者によるネットワークの経済的・運営上の支配が行われていないと評価できる場合や、そうでないネットワークにおいても、その開発・拡大等が十分に実現し、特定の者の重要な努力に依存することなく、当該ネットワークが企図された目的を果たすようになったと評価できる場合は、Howey基準が示す前記③④の要件（他者の努力による利益への投資家の合理的期待）が満たされないことになるという考え方<sup>33)</sup>に基づくものと理解される。しかし、そのような分散型ネットワークや機能的ネットワークへと成熟するためには、トークンが潜在的な利用者、プログラマーやネットワークへの参加者に

30) See Carol R. Goforth, *Regulation of Crypto: Who Is the Securities and Exchange Commission Protecting?*, 58 AM. BUS. L.J. 643, 652 (2021) ; Andrew Bull & Tyler Harttraft, *Cryptocurrency and Blockchain Law: SEC's Heightened Enforcement Against Digital Assets*, 27 RICH. J.L. & TECH. 1, 3-4 (2021).

31) See Hester M. Peirce, Comm'r, U.S. Sec. & Exch. Comm'n, *How We Howey* (May 9, 2019), <https://www.sec.gov/news/speech/peirce-how-we-howey-050919>.

32) See Carol R. Goforth, *Cinderella's Slipper: A Better Approach to Regulating Cryptoassets as Securities*, 17 HASTINGS BUS. L.J. 271, 287-88 (2021) ; Goforth, *supra* note 30, at 652.

33) See Jay Clayton, Chairman, U.S. Sec. & Exch. Comm'n., *Statement on Cryptocurrencies and Initial Coin Offerings* (Dec. 11, 2017), <https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-clayton-2017-12-11>.

分売され、自由に取引されることが必要であるのに、連邦証券諸法をトークンの一次分売および二次取引に適用すると、ネットワークの分散化・機能化が妨げられ、連邦証券諸法上の証券として売付けされたトークンがネットワーク上で非証券として機能すること（証券の非証券化）が妨げられるという一種のパラドックスがあることが指摘されている<sup>34)</sup>。

この点について、もともとデジタル資産の場合は、当該デジタル資産に係るネットワークが拡大すればするほど、その機能性が高まるため（ネットワーク外部性）、どのようにしてネットワークを拡大するかが重要な課題となる。トークンの募集がされたり、トークンの流通市場が用意されたりするのも、ネットワークを拡大するための手段としての意味合いがあるところ、トークンの募集や流通市場での取引について連邦証券諸法が適用されると、トークンの募集や流通市場の用意をしにくくなるという意味で、ネットワークの拡大、ひいては、ネットワークの分散化・機能化の障害になりうる。その結果、「証券の非証券化」も実現されず、連邦証券諸法の適用を免れることもできないため、その後も、ネットワークの分散化・機能化が実現しない状況が継続することになりかねない。これが、前記のパラドックスを重視する論者の問題意識であると理解される。

ただし、ここで留意すべきなのは、もし連邦証券諸法の適用が投資家の保護に資するのであれば、それによってネットワークの拡大が促されるという面もあると考えられるため、必ずしも連邦証券諸法の適用がネットワークの分散化・機能化の障害になるとはいえないことである。このことに鑑みると、前記のようなパラドックスを重視する論者は、連邦証券諸法の適用による実務上の負担が大きい一方、連邦証券諸法の規制がデジタル資産に適合的なものとなっておらず、さほど投資家の保護に資さない（規制のコストが便益を上回る）という現状認識を前提にしているものと理解される。

そうすると、ここで重要になるのは、そのような現状認識が妥当であるか否か、すなわち、連邦証券諸法の規制が、デジタル資産に適合的で投資家保護に資するものとなっているか否かである。ところが、Frameworkでは、そのような問題は取り扱われていない。Frameworkが取り扱ったのは、デジタル資産が連邦証券諸法上の証券としての「投資契約」に当たるか否かという、いわば入り口の問題にとどまるのである。

とりわけ情報開示規制に関していえば、デジタル資産の投資家にとって重要なのは、①ソースコードや取引履歴に関する情報のほか、②創設されるトークンの数、トークンの生成・マイニングの方法、プロトコルの変更を実施するためのガバナンスのあり方など、ネットワークの目的とメカニズムを理解するための情報、③ネットワークに係る開発計画に関する情報や、それと関連して、開発

34) See James J. Park, *When Are Tokens Securities? Some Questions From The Perplexed* 1, 8 (Dec. 10, 2018), <https://ssrn.com/abstract=3298965>; Hester M. Peirce, Comm'r, U.S. Sec. & Exch. Comm'n, *Token Safe Harbor Proposal 2.0* (April 13, 2021), <https://www.sec.gov/news/public-statement/peirce-statement-token-safe-harbor-proposal-2.0>. 柳・前掲注1) 16頁参照。

チームに関する情報などである<sup>35)</sup>。しかし、連邦証券諸法上の情報開示規制では、必ずしもそうした情報の開示が要求されているわけではない上に<sup>36)</sup>、開示義務者とされるのは原則として「発行者」であるところ、デジタル資産については、何をもち「発行」とみるのか、ひいては誰が「発行者」に当たるかが明確でない場合があるという問題も指摘されている<sup>37)</sup>。

このように Framework の公表によって、問題の解決に一步近づいたとは評価できるものの、残された課題は未だ少なくないことがわかる。ただし、先に挙げた問題は、連邦証券諸法上の規制枠組みのあり方にも関わる問題であるため、その解決は容易でないと考えられる。こうした状況のなか、SEC の Peirce 委員は注目すべき規則改正案を公表した。この規則改正案は、連邦証券諸法上の現行の規制枠組みを維持しながら、前記の問題の緩和を実現しようとする巧妙な規制案となっているため、次章で取り上げることにしよう。

## V Peirce 委員の規則案

### 1 規則案の意義・趣旨

SEC の Peirce 委員は、SEC としての提案ではなく、SEC の一委員としての提案として、2020 年 2 月 6 日にもセーフ・ハーバー案を公表していたが<sup>38)</sup>、2021 年 4 月 13 日、その改訂版である Token Safe Harbor Proposal 2.0 を公表した<sup>39)</sup>。そこで提案されている規則案(1933 年法規則 195 案)は、一定の条件下で、3 年の期間、トークンについて連邦証券諸法の登録規定の適用を免除することによって、分散型ネットワークや機能的ネットワークの開発を促すことを目的としたものである。なお、2021 年 10 月 5 日には、本規則案と実質的に同内容の法案 (Clarity for Digital Tokens Act of 2021) が米国連邦議会の下院に提出されている<sup>40)</sup>。

本規則案の対象となるトークンについては、以下のような価値や権利をデジタルで表章したものと定義されている (1933 年法規則 195 案(k)(4))。その価値・権利とは、(i) 取引履歴、すなわち、分散型台帳・ブロックチェーン等に記録され、独立した検証可能なプロセスを通じて確認された取引であり、改ざんすることができない取引履歴を有し、(ii) 仲介者を介さずに個人間で譲渡することができ、かつ、(iii) 会社、パートナーシップまたはファンドの経済的持分を表章しない権利・価値である。

本規則案の予備的注記 (preliminary notes) によれば、特定の者・グループの重要な経営上・企

35) See Hester M. Peirce, Comm'r, U.S. Sec. & Exch. Comm'n, Running on Empty: A Proposal to Fill the Gap Between Regulation and Decentralization (Feb. 6, 2020), <https://www.sec.gov/news/speech/peirce-remarks-blockress-2020-02-06>. また、ICO について求められるべき開示情報のあり方につき、河村・前掲注 2)〔金融法務事情〕52-53 頁、若園・前掲注 1) 309-311 頁も参照。

36) Goforth, *supra* note 32, at 301-09.

37) *Id.* at 294-98.

38) Peirce, *supra* note 35.

39) Peirce, *supra* note 34.

40) Clarity for Digital Tokens Act of 2021, HR.5496, 117th Cong. (2021).

業家的努力に依存しない分散型ネットワークや機能的ネットワークへと成熟すれば、当該デジタル資産は連邦証券諸法上の「証券」とされない可能性があるとしつつ、そのようなネットワークへと成熟するためには、トークンが潜在的な利用者、プログラマーやネットワークへの参加者に分売され、自由に取引されることが必要であるのに、連邦証券諸法をトークンの一次分売および二次取引に適用すると、ネットワークの成熟が妨げられるという。これは、先に触れたように、従前から一種のパラドックスとして指摘されてきたものである（前掲IV 5 参照）。

そこで、本規則案では、こうしたパラドックスの解決策として、「初期開発チーム」（Initial Development Team）について一定の条件が満たされる限り、3年の期間、トークンに関する募集・売付けや取引への1933年法の適用を免除すること（セーフ・ハーバー）によって、ネットワークへの参加を促すとともに、ネットワークの開発を促すことが企図されている（後掲2 参照）。なお、当該トークンの二次取引への適用可能性に関する不確実性を緩和するため<sup>41)</sup>、特定のトークン取引をする者について、1934年法の「取引所」、「ブローカー」、「ディーラー」の定義から免除する旨の規則案（1934年法規則案3a1-2, 3a4-2, 3a5-4）、および、当該トークンの募集・売付けをした「発行者」について、1934年法上の登録を免除する旨の規則案（1934年法規則案12h-j(j)）も同時に提案されている。

さらに注目されるのは、本規則案では、初期開発チームがセーフ・ハーバーに基づいてトークンの一次分売をする場合でも、初期開発チームに対して、購入者のニーズに合わせた情報開示義務を負わせていることである（その内容につき後掲3 参照）。なぜこの点が注目されるかといえば、既述のように、SECはこれまで主に、デジタル資産が連邦証券諸法上の「証券」に当たるか否かに焦点を当ててきた。しかし、仮に証券に当たるとされ、情報開示規制が課されることになった場合でも、現行法上、情報開示義務を負うのは「発行者」であるとされているところ、デジタル資産の場合は、誰を「発行者」とみるべきかが必ずしも明確でないことが少なくない上に、開示が要求される情報もデジタル資産に適合的なものになっておらず、あまり投資家保護に役立たないという問題があることが指摘されてきたからである（前掲IV 5 参照）。この点、本規則案では、「発行者」ではなく「初期開発チーム」という概念を用いて、情報開示義務を負う者を特定した上で、開示を要求する情報もデジタル資産に適合的な情報となっているため、前記の問題を緩和し得るものと評価できる。

また、本規則案では、初期開発チームがセーフ・ハーバーに基づいてトークンの一次分売をする場合でも、連邦証券諸法上の詐欺防止規定の適用は維持することによって、トークンの購入者を保護することが計画されている（後掲2 参照）。デジタル資産について連邦証券諸法上の情報開示規制を課すべきでないとした場合でも、詐欺防止規定は適用すべきであるとする考え方が一般的であったことに鑑みると、この点でも本規則案は合理的なものであると評価できるであろう。

本規則案では、初期開発チームは、3年の期間が終了するまでの間に、トークンの取引に連邦証

41) See Peirce, *supra* note 35.

券諸法上の証券の募集・売付けをともなうか否かを判断しなければならないとされている（後掲4参照）。仮に首尾よくネットワークが分散型ネットワークや機能的ネットワークに成熟している場合は、トークンの取引は連邦証券諸法上の証券の取引に該当しないとされる可能性がある。他方で、そうしたネットワークの成熟が実現しなかった場合は、他の事情にもよるが、投資契約に該当して連邦証券諸法の対象になる可能性が大きいであろう。この点に関連して、もともと3年間を経過してもネットワークの成熟が実現できない場合は、当該デジタル資産に係る事業の将来性が乏しいと考えられる。そのような場合に連邦証券諸法が適用されると、さらにネットワークの拡大が難しくなる結果、通常は事業から撤退せざるを得なくなるものと予想される。

## 2 規制の適用除外

「初期開発チーム」（定義は後述する）について以下①から⑤の要件が満たされる場合は、当該トークンに関する募集、売付けまたは取引には、1933年法は適用されない（1933年法規則195案〔以下「規則案」という〕(a)）。適用除外の期間は、初期開発チームがセーフ・ハーバーに依拠する旨の通知の提出（規則案(c)）をした日から3年間である（規則案(e)）。

- ①初期開発チームが、最初のトークンの売付けの日から3年以内に、トークンが機能するネットワークが「ネットワークの成熟」（定義は後述する）を実現させようと意図していること。
- ②本規則案によって要求される情報が、自由にアクセス可能な公開されたウェブサイト上で提供されていること（後掲3参照）。
- ③トークンの募集・売付けが、ネットワークへのアクセス、参加または開発を促すために行われていること。
- ④初期開発チームが、本規則案に従い、セーフ・ハーバーに依拠する旨の通知を提出すること。
- ⑤本規則案に従って、エグジット・レポートが提出されること（後掲4参照）。

ただし、こうした条件を満たす場合でも、虚偽記載のある目論見書等によって証券の募集・売付けをした者の民事責任について定める1933年法12条(a)(2)、または、証券の売付けに関する詐欺の禁止について定める17条の規定は適用される（適用除外の対象にならないものとして）（規則案(d)）。

また、「初期開発チーム」については、「ネットワークの成熟」が実現されるまで、ネットワークの開発にとって非常に重要な経営上の努力を行い、セーフ・ハーバーに依拠する旨の通知を最初に提出する個人、複数の個人から成るグループおよび組織であると定義されている（規則案(k)(1)）。

繰り返しになるが、こうした規制の適用除外は、それによってネットワークの分散化・機能化を促すことによって、もはや連邦証券諸法を適用する必要がないほどの「ネットワークの成熟」を実現することにある。このことは、前記①の要件に表れているところ、そこでいう「ネットワークの

成熟」については、分散型ネットワークまたは機能的ネットワークが、以下のいずれかを実現した状態であると定義されている（規則案(k)(2)）。すなわち、(i) いかなる個人、組織または共通の支配下にある個人・組織からなるグループによっても、経済的・運営上の支配が行われておらず、また、そうした支配や一方的変更の可能性が合理的にないこと（ただし、初期開発チームがトークンの20%以上、または、ネットワークコンセンサスの決定手段の20%以上を保有しているネットワークを除く）、または、(ii) ネットワーク上での価値の移転もしくは貯蔵、ネットワーク上で実行されるアプリケーションへの参加、または、ネットワークの実用性と合致するその他の方法のための保有者のトークンの利用によって実証されているように、機能していることである。

### 3 情報開示規制

先に触れたように、本規則案の一つのポイントは、初期開発チームに対して、デジタル資産の投資家らが必要とする情報の開示を要求することにあると理解される。この観点から、本規則案では、1933年法上の規制の適用除外の対象となる、初期開発チームによるトークンの一次分売について、1933年法とは異なる内容の情報開示規制を課している。

すなわち、初期開発チームは、自由なアクセスが可能な公開されたウェブサイトにおいて、(i) セーフ・ハーバーに依拠する旨の通知を提出するのに先立ち、以下の①から⑩の情報を提供しなければならない（規則案(b)(1)）。また、(ii) セーフ・ハーバーに依拠する旨の通知の提出後、3年間または「ネットワークの成熟」が実現された旨の決定をするまでの期間、6ヶ月ごとに、以下の④の情報の更新情報を提供しなければならない（規則案(b)(2)）。

- ①ソースコードに関する情報。すなわち、ネットワークにアクセスし、コードを改訂し、取引を確認するためにネットワークの参加者が利用する、実行可能なコンピューター・プログラムにコンパイルまたはアセンブルされるコマンドのテキストのリストに関する情報。
- ②ネットワークの取引履歴に関する情報。すなわち、ネットワークの取引履歴に独立してアクセス、検索および検証するのに必要な手順の説明的記述情報。
- ③トークン・エコノミクスに関する情報。すなわち、ネットワークの目的、プロトコルおよびその運用に関する説明的記述情報。少なくとも以下の情報の開示を要する。
  - (A) 最初の割当てにおいて発行されるトークンの数、創設されるトークンの総数、トークンの発売スケジュールおよび発行済のトークンの総数を含む、ローンチ・プロセスと供給プロセスを説明する情報。
  - (B) トークンの生成またはマイニングの方法、トークンのバーニング・プロセス、取引の検証プロセスおよびコンセンサス・メカニズムの詳細に関する情報。
  - (C) プロトコルの変更を実施するためのガバナンス・メカニズムの説明。
  - (D) 第三者が、トークンの取引履歴を検証するためのツールを作成するための十分な情報。

- (E) ブロックエクスプローラ (block explorer) へのハイパーリンク。
- ④開発計画に関する情報。すなわち、どのような方法で、いつ初期開発チームが「ネットワークの成熟」を実現しようとしているかを示すためのネットワーク開発の現況とタイムラインに関する情報。
  - ⑤過去におけるトークンの売付けに関する情報。すなわち、初期開発チームがセーフハーバーに依拠する旨の通知をする前に売却されたトークンの数とその売却の日、売却されたトークンの譲渡性の制限・制約、および、受けとった売却の対価の種類と金額に関する情報。
  - ⑥初期開発チームおよび一定のトークン保有者に関する以下の情報。
    - (A) 初期開発チームの各メンバーの氏名、関連する経験・資格・属性・スキル。
    - (B) 初期開発チームの各メンバーが保有するトークンまたはトークンに対する権利の数、および、その者が保有するトークンの譲渡性の制限・制約に関する記述。
    - (C) 初期開発チームのメンバーやその「関係者」(初期開発チーム、その取締役やアドバイザー、および、それらの者の近親者〔規則案(k)(3)〕)が、第三者がトークンを取得することができる方法とは異なる方法で、将来トークンを取得する権利を有する場合は、かかる権利を有する者を特定し、その者がどのような方法でトークンを取得することができるかの説明。
  - ⑦取引プラットフォームに関する情報。すなわち、トークンが取引されるセカンダリー取引プラットフォームの、知っている限りの特定に関する情報。
  - ⑧初期開発チームによるトークンの売付けに関する情報。すなわち、初期開発チームの各メンバーが、前記⑥(B)に基づいて開示された自己のトークンの5%を、ある期間にわたって売付けをする都度、その売付けの日、売り付けたトークンの数および売主の特定に関する情報。
  - ⑨関係者の取引に関する情報。すなわち、当初開発チームが参加者であり、「関係者」が直接的・間接的に重要な利害関係を有していた、または、今後有するであろう重要な取引、または、提案された重要な取引に関する記述の情報。そこには、取引の種類、関係者、当該関係者が関係者であるとされる根拠、および、取引の金額の概算値が記載されなければならない。
  - ⑩トークン購入者への警告に関する情報。すなわち、トークンの購入には、高度のリスクと金銭的損失の可能性をともなうことの記載に関する情報。

#### 4 エグジット・レポート

初期開発チームがセーフ・ハーバーに依拠する旨の通知の提出をした日から3年間が経過する(すなわち規制の適用除外の期間が終了する)までに、エグジット・レポート(Exit Report)が提出されなければならない(規則案(f))。エグジット・レポートの記載事項は以下のとおりである(規則案(f)(1))。

- ①分散型ネットワークについてネットワークの成熟が実現された場合は、外部の専門家 (counsel) による分析。これには、以下の説明が含まれなければならない (規則案(f) (i))。
- (A) 議決権、開発の努力およびネットワークへの参加を含めた、様々な面において、どの程度分散化が実現されたかの説明。この説明には、(a) 初期開発チームとは無関係の者によってネットワークの開発とガバナンスについて重要な関与をした場合は、その事例、(b) 分散化の定量的な測定方法に関する説明が含まれなければならない。
  - (B) 初期開発チームのネットワークの成熟前の活動が、ネットワークへの引き続きの関与とどのように異なるのかの説明。この説明では、(a) どの程度、初期開発チームの引き続きの活動が性質上より限定的なものであり、トークンの価値を高めるために固有の役割を果たすことを合理的に期待できないかの検討、(b) 初期開発チームが、ネットワークに関する未公開の重要な情報を有していないことの確認、および、(c) 初期開発チームの引き続きの活動の性質と範囲をネットワークに知らせるためにとられる手段の記述がされなければならない。
- ②機能的ネットワークについてネットワークの成熟が実現された場合は、外部の専門家による分析。これには、以下の説明が含まれなければならない (規則案(f) (ii))。
- (A) ネットワーク上での価値の移転・貯蔵、ネットワーク上で実行されるアプリケーションへの参加、または、ネットワークの実用性と合致するその他の方法のためのトークン保有者によるトークンの利用に関する記述。
  - (B) どれほど初期開発チームのマーケティングの努力が、投機的な活動ではなく、トークンの消費的使用に向けられてきたか、また、今後向けられるであろうかについての詳細。
- ③初期開発チームがネットワークの成熟が実現されていないと判断し、他のいずれの者もエグジット・レポートを提出しない場合は、以下の情報が提供されなければならない(規則案(f) (iii))。
- (A) 初期開発チームが実施しようとしているプロジェクトの状況および取ろうとしている次の手段。
  - (B) トークン保有者が初期開発チームと連絡をとるための連絡先情報。
  - (C) 初期開発チームがエグジット・レポートの提出から 120 日以内に、1934 年法 12 条(g) 項に基づき、トークンの証券としての登録のために Form10 を提出する旨の声明。

## VI 結びに代えて

これまでみてきたように、米国において、SEC やそのスタッフは、デジタル資産・暗号資産の経済的実質に着目した判断をすることを前提に、デジタル資産・暗号資産が比較的広く連邦証券諸法上の「証券」に該当する方向での解釈を指向してきた。その背景には、デジタル資産・暗号資産をめぐる詐欺的行為も少なからずみられるところ、それらを確実に詐欺防止規定の対象にするためには、広く連邦証券諸法の対象に含めることが必要であるという事情もあるのではないかと思

われる<sup>42)</sup>。

ただし、そのように経済的実質に着目した判断に基づいてデジタル資産・暗号資産に比較的広く証券規制を適用する場合は、自ずと規制対象が不明確にならざるを得ない。また、より重要な問題として、現行の連邦証券諸法上の情報開示規制が必ずしもデジタル資産・暗号資産に適合的なものとなっていないため、さほど投資家保護に資さない場合が生じる一方で、実務上の負担の大きさのゆえに、デジタル資産のイノベーションを阻害しかねない（規制のコストが便益を上回る）という問題を抱えることになる。

そこで、このような問題に対処するために公表されたのが、SECのPeirce委員による規則案である。この規則案は、現行規制の基本的な枠組みを維持しつつ、デジタル資産・暗号資産に適合的な情報開示規制を用意することによって規制の便益を大きくする一方、かかる情報開示規制の遵守を条件に、3年間はSECへの登録などの規制の適用を免除することによって規制のコストを引き下げようとするものである。もとより、同規則案の下でも、3年間の規制適用免除期間の経過後に「ネットワークの成熟」ひいては「証券の非証券化」が実現したか否かの判断には実質判断を伴うことになる。そのため、規制対象の不明確さという問題は完全には解決されていないものの、トータルでみると、現行規制よりベターな規則案であるという評価もできるように思われる。ただし、このPeirce委員による規則案が実際に（SECまたは連邦議会によって）採用されるか否かは全く不透明な状況にある。

最後に、抽象的・概括的な整理にとどまるが、これまでの分析を踏まえつつ、今後のわが国におけるデジタル資産・暗号資産規制のあり方の方向性としてどのようなものが考えられるかの整理を試みて、本稿の結びに代えることにしたい。

この点について、第1に考えられるのは、SECが指向するのと同様の方向である。すなわち、金商法上の「有価証券」概念の（立法または解釈による）拡大・柔軟化によって、デジタル資産・暗号資産を比較的広く金商法の規制対象に取り込むという方向が考えられる<sup>43)</sup>。その場合、金商法の規制対象に取り込むべきデジタル資産・暗号資産の範囲の確定については、Frameworkの考え方が参考になると思われる。ただし、こうした方向性を採用する場合は、米国におけるのと同じく、情報開示規制のあり方が重要な検討課題になるところ、それについては、Peirce委員の規則案における情報開示規制（開示義務者や開示情報）が参考になるであろう。また、第1の方向を採用した上で、SECのPeirce委員による規則案と同様のセーフハーバー・ルールを併用することも十分に検討に値すると考えられる<sup>44)</sup>。

42) 加藤・前掲注2)〔証券経済研究〕166頁参照。

43) どれほど有価証券概念を拡大すべきかについては必ずしも見解が一致していないものの、こうした第1の方向性を示唆する論考として、河村・前掲注2)〔金融法務事情〕51-52頁、黒沼・前掲注2)10-11頁、加藤・前掲注2)〔企業法制の将来展望〕234-238頁、柳・前掲注1)23-24頁参照。

44) この場合は、例えば、資産金融型証券に係る「特定有価証券」に関する規定（金商5条1項）と同様の規定を設けることを通じて、対象となるデジタル資産につき、Peirce委員の規則案において提案されているような情報の開示を要求した上で、さらに、業規制の適用を除外することが考えられる。

これに対し、第2に、現行規制の当初の構想を基本的にそのまま維持するという方向もあり得る。その場合、金商法の規制対象にするのは、現行の情報開示規制に比較的適合的なデジタル資産・暗号資産、すなわち、典型的なアセットトークン（セキュリティトークン）に限定することにすれば、情報開示規制のあり方も基本的に問題にならないことになる。そして、そこから漏れるデジタル資産・暗号資産であり、かつ、情報開示規制・不公正取引規制が必要であると考えられるもの（その範囲についてはやはり Framework の考え方が参考になる）は、広く資金決済法・金商法上の「暗号資産」（資金決済2条5項、金商2条24項3号の2）に含めることを通じて、資金決済法上の業規制（暗号資産デリバティブ取引については金商法上の業規制）と金商法上の不公正取引規制を課した上で、Peirce 委員の規制案において提案されているような情報の開示は、業規制の中で実現することが考えられる<sup>45)</sup>。

いずれの方向が妥当なのかは慎重な検討を要するが、その際に重要なポイントになるのは、業規制の中で情報開示を要求することで十分なのか（実効的なエンフォースは可能か、情報開示が必要なのに業規制が適用されない場合はないか）であろう。

さらに、いずれの方向を採用するにせよ、重要な課題として残るのは、デジタル資産・暗号資産について、どのように不公正取引規制を適用すべきか（望ましい不公正取引規制のあり方）である。この点に関連して、Peirce 委員の規則案では、固有の情報開示規制を適用した上で、虚偽開示がされた場合は、SEC への登録等といった規制の適用除外を排除することとともに、詐欺防止規定および民事責任規定を適用することが想定されているようである。ただし、それ以上の不公正取引規制（インサイダー取引規制など）のあり方については何ら検討されておらず、やはり今後の課題として残されている。

この点に関連して、わが国においても、とりわけインサイダー取引規制のあり方は、情報開示規制のあり方と密接に関連する。すなわち、どのような情報に基づくデジタル資産・暗号資産の取引にインサイダー取引規制を適用すべきかという問題は、どのような情報を開示規制の対象にすべきかという問題の検討を踏まえて論じられるべきものである。また、デジタル資産・暗号資産の場合（とりわけユーティリティトークンの場合）は、誰を「発行者」とみるべきかが必ずしも明確でないことが少なくない上に、開示させるべき情報を「発行者」以外の者が有しており、その者に情報開示義務を課すべき場合も少なくないところ、そのことは、誰をインサイダー取引規制の対象者にすべきかの議論に影響を及ぼし得るし、そのこととの関連で、いわゆる外部情報に基づくインサイダー取引規制の対象を拡大すべきか否かも問題になる。そして、これらの問題を明らかにするためには、そもそもインサイダー取引規制の趣旨をどのように理解すべきかにまで遡った検討が必要に

45) 例えば、暗号資産交換業者に対し、Peirce 委員の規則案において開示すべきであるとされている情報については、ホワイトペーパーその他の資料への記載を通じて、利用者に提供するように求めることなどが考えられる。この点につき、河村・前掲注2)〔金融法務事情〕52-53頁も参照。また、加藤・前掲注2)〔証券経済研究〕173頁は、こうした資金決済法による規制の見直しも選択肢になり得るとするほか、資金決済法と金商法の組み合わせによって合理的な規制を整備していくことも選択肢から排除されるべきではないとした上で、両法を所管する官庁は共に金融庁であることから、規制の根拠が資金決済法にあるか金商法にあるかの差異は所轄官庁が異なる場合と比較すれば大きくはない旨を指摘する。

なると考えられる。

このように積み残した問題は多いが、本稿が今後の議論の一助になれば幸いである。