

執筆者:

E-mail✉ [福岡 真之介](#)E-mail✉ [スコット・アルパー](#)

## 目次

- I. はじめに
- II. 証券取引法の概要
- III. トークンに証券法が適用されるのはいつか？
- IV. 結論

## I はじめに

今年の7月13日、米国裁判所は、米国の証券取引委員会(以下、「SEC」)が2020年に提起した *Ripple Labs, Inc.* (リップル社)とその創業者等を相手方とした訴訟の対象となっている暗号資産 XRP について、米国証券取引法上の有価証券である「投資契約」には該当しないと主張するリップル社の主張を一部認める決定を下し、暗号資産業界では大きな話題となりました。XRP の価格も大きく上昇しました。XRP が投資契約に該当するか否かは、リップル社だけではなく、米国および世界の暗号資産の取扱いに大きな影響を与えることとなります。

このように、米国では暗号資産の(有価)証券性が大きな問題となっています。SEC は、2023年6月5日に、世界最大の暗号資産取引所である *Binance.com* を運営する *バイナンス・ホールディングス・リミテッド* やその関連会社・創業者を無登録での国内証券取引所の運営をしたなど各種の証券法違反で提訴し、6月6日には、著名な暗号資産取引所である *Coinbase* に対しても、無登録で国内証券取引所、ブローカー、清算機関を運営したとして提訴しています。

暗号資産はもともと、第三者である金融機関から切り離された分散型のピアツーピアの電子マネーシステムとして開発されましたが、暗号資産の最も一般的な利用方法は、様々なプラットフォーム上での取引です<sup>1</sup>。SEC のゲイリー・ゲンズラー委員長は、2022年4月の段階で既に「これらのプラットフォームで取引されるトークンの多くは、『証券』の定義を満たす可能性がある」とコメントしています<sup>2</sup>。

トークンについては、法的な分類ではありませんが、①通貨トークン、②投資トークン、③ユーティリティトークンの3つに分類する見解があります<sup>3</sup>。また、トークンが、これらのカテゴリーの組み合わせである場合もあります<sup>4</sup>。

①通貨トークンとは、貨幣に似た機能を持つトークンであり、その価値が両者に認められる取引に使用することができます<sup>5</sup>。通貨トークンは、投資トークンやユーティリティトークンとは異なり、その作成者、つまり「発行者」とは何の関係も有しません。

②投資トークンは、所有者に対して発行者からリターンを受け取る権利を与えるトークンであるため、本質的に発行者とのつながりがあります。また、トークンの所有者に発行会社の議決権を与えることができるため、株式のような機能もあります。

③ユーティリティトークンは、所有者に特定の利益を提供します。例えば、会員カードやポイントカードのように、特定の商品の割引などの特典や、特定の行動と引き換えに与えられる交換価値を提供するものです<sup>6</sup>。

トークンが「証券」に該当する場合には、1933年証券法(以下、「証券法」)および1934年証券取引法(以下、「取引所法」)を中心とする証券取引法にしたがって、SEC への登録など、一定の法的義務が発生します(以下、証券法および取引所法と関連する諸規則を「証券取引法」)。SEC への登録やその他の法的義務を怠ると、企業は SEC から法的措置を受ける可能性があります。そのため、トークンが有価証券に該当するかどうかは重要です。

そこで、本ニュースレターでは、トークンに対する証券取引法の適用可能性について解説します。

## II 証券取引法の概要

SEC が監督する証券規制の主な法的権限は、証券法および取引所法に由来するものです<sup>7</sup>。証券法は、投資家に対して「情報に基づいた投資判断」ができるように、「目論見書」という形で、一定量の詳細な情報を開示することを義務付けています<sup>8</sup>。また、証券法には詐欺防止規定があり、「証券販売における詐欺、虚偽表示、その他の詐欺」を禁止しています。一方、取引所法は SEC を創設し、証券業界の様々な側面を規制し、証券法違反者に対して米国連邦地方裁判所で民事訴訟を起こす権限を与えています。一般に、証券取引法は、適用される例外がない限り、すべての有価証券の募集または販売を SEC に登録することを要求しています<sup>9</sup>。

「証券」とは、一般に、株式や債券などの「利益分配契約への参加権証明書」のことを指します<sup>10</sup>。また、「証券」には「投資契約」も含まれ、SEC や連邦裁判所は、新しいタイプの商品や取引<sup>11</sup>を評価する際にこの用語を頻繁に使用しています<sup>12</sup>。投資契約が証券であるかどうかを判断する基準については、アメリカ証券取引委員会対 *W.J.Howey* 社事件という著名な事件において、最高裁が採用した *Howey* テストがよく用いられています<sup>13</sup>。その事案の概要を説明すると以下のとおりです。

*Howey* 社では、柑橘類畑の開発単位と、*Howey-in-the-Hills Service, Inc.* が提供する作物の栽培、開発、収穫、販売に関するサービス契約を提供していました。最高裁は、この取り決めが投資契約という形で「証券」を提供することに当たるかどうかを検討しました。最高裁によれば、投資契約とは、「契約、取引、またはスキームによって、人が共通の事業に資金を投資し、プロモーターまたは第三者の努力のみによって利益を期待するように仕向けられるものであり、その事業の株式が正式な証明書によって証明されるのか、またはその事業に用いられる物理資産に対する名目の利益によって示されるのかは重要ではない」と判示しました。

言い換えれば、ある取引が、①金銭の投資、②共通の事業への投資、③利益に対する合理的な期待、④他人の努力から利益が得られることの4つの要素を含む場合、「証券」として認められることとなります<sup>14</sup>。

他人の努力から利益が得られると期待されるのは、「投資家以外の者が行った努力が、『事業の失敗や成功に影響を与える紛れもなく重要なものである』場合である」とされています<sup>15</sup>。最高裁は、被告企業が「金銭を拠出し、被告企業が経営し、その一部を所有する大規模な柑橘類果実企業の利益を共有する機会」を提供していたことを認定しました<sup>16</sup>。つまり、被告企業は、経営サービスとともに土地の所有権を提供していたわけではないとされました。最高裁は、購入者は「遠い地方」に住んでおり、土地を占有し開発する意欲がなかったため、購入者は他人の努力に基づく投資の見返りを求めるだけの投資家に近かったと認定しました。そのため、この取引は *Howey* テストに基づく投資契約に該当し、証券取引法の適用を受けることになりました。

この判決において、最高裁は、取引の種類に付けられた名称ではなく、むしろその「経済的現実」に重きを置くことを強調しています。そのため、単に資産を「トークン」<sup>17</sup>、「セキュリティ」と呼ぶだけでは、*Howey* テストを回避することはできません。

それを示す事例として、反対側からのアプローチですが、*United Housing Foundation, Inc.* 対 *Forman* 事件があります<sup>18</sup>。同事件では、ニューヨークの低所得者向け住宅用アパートの賃貸権を購入資格者に与える「株式」が、証券法および取引所法上の有価証券に当たるかどうかで最高裁で争われました。この「株式」は株式という名称であるものの、購入した資産は単に購入者がアパートに入居することを可能にするだけのものであり、居住者は集合住宅の運営に関する議決権を有していましたが、その権利は、所有する株式の数に関係なく、集合住宅に居住することと結びついていました。この「株式」は、他人の努力によって得られる利益に対する合理的な期待はなく、購入者は単にそれぞれのアパートに住む権利を購入したにすぎないものでした。そこで、最高裁は、「株式」はその名称にもかかわらず、証券ではないと判断しました。

なお、SEC は、暗号資産の証券該当性の判断に関して、*Howey* テストをベースに各要件を分析した「*Framework for "Investment Contract" Analysis of Digital Assets*」を公表しています<sup>19</sup>。

## III トークンに証券法が適用されるのはいつか？

一般に、トークンが *Howey* テストを満たす場合、証券取引法とそれに対応する法規制要件がトークンに適用されます。トークンが証券とみなされる最も一般的な状況としては、①企業が「イニシャル・コイン・オファリング」(オンライン・プラットフォーム上で交換可能で、他のトークンや不換紙幣と交換可能なトークンを作成、広告、販売することにより資金を調達すること)を行う場合と、②企業が価値の上昇が期待され、かつ何らかの実用的機能を有するトークン(ユーティリティトークン)を発行する場合があります<sup>20</sup>。それぞれの事例について以下に説明します。

## 1. イニシャル・コイン・オファリング(ICO)

2017年、SECはThe DAO<sup>21</sup>とその創業者に対して法執行を行いました<sup>22</sup>。The DAOは、投資家から、暗号資産イーサリアムの提供と引き換えに「DAO トークン」を発行し、受領したイーサリアムをプロジェクトへの投資や資金調達に使用するという事業を運営していました。トークン保有者は、DAOの運営について、保有するトークンの数に基づく投票権を持ちますが、その権利はプロジェクトの資金調達を承認するための名目的なものにすぎないものでした。実際には、The DAOが選任した「キュレータ」と呼ばれるものが、投票に先立ち、どのプロジェクトに資金を提供すべきかを検討していました。トークン保有者は、キュレータの審査に合格したプロジェクトに賛成票を投じるか、あるいは棄権することが推奨されるため、実質的にどのプロジェクトに資金を提供するかを決定するのはキュレータでした。トークン保有者は、プロジェクトから発生した収益を、保有するDAOトークン数に応じて受け取ることができました。また、トークン保有者は、トークンをプラットフォームで売却することで収益を得ることができました。

SECは、Howeyテストの各要素を検討した結果、DAOトークンは証券であり、それゆえThe DAOは証券法の適用を受けると判断しました。要件①の金銭の投資について、SECは、本件ではイーサリアムの形で金銭が関与していると述べています。SECは、法定通貨の代わりに暗号資産であるイーサリアムを使用したことは重要でないとししました。要件②の共同事業への投資に関して、SECは、トークンの購入者が投資収益と引き換えにプロジェクトに資金を提供するために資金をプールしていたことから、The DAOは共同事業であると判断しました。トークン保有者がトークンを購入した際、The DAOの販促資料には「The DAOは投資収益と引き換えにプロジェクトに資金を提供することを目的とした営利企業である」と記載されていたため、要件③「利益に対する合理的期待」を満たしているとされました。SECは、The DAOの販促資料が購入者の利益期待の良い指標になると考えたのです。最後に、キュレータがプロジェクトの選定において最も重要な役割を担っていたことから、Howeyテストの要件④「他人の努力から得られる利益」は満たされているとしました。DAOトークンの保有者は、資金提供を受けるプロジェクトの承認に関する議決権を持っていましたが、保有者はキュレータの肯定的なレビューを受けたプロジェクトに賛成票を投じるか、さもなければ棄権するよう奨励されていました。そのため、DAOトークンの保有者が「企業に対する意味のある支配」を行使する能力は大きく低下していました。したがって、キュレータによる努力は「紛れもなく(重要な)ものであった」ため、Howeyの要件④を満たしているとされました。DAOトークンは、「株式」や「証券」と明示されていないにもかかわらず、SECは、Howeyテストのすべての要素を満たしているものとし、トークンが証券であり、証券法の適用を受けると判断しました。

## 2. ユーティリティ・インベストメントトークンの組合せ

SECは、Munchee事件においても、Munchee Inc.に対して証券法が適用されるとの判断を示しました<sup>23</sup>。Munchee社はカリフォルニアに拠点を置く企業で、「MUN」と呼ばれるトークンを顧客に発行することで、レストランのレビューや推薦を容易にすることを目的としたモバイルアプリケーションを開発しました。トークンの保有者は、アプリケーションの開発後、トークンを使って商品やサービスを購入できるようになるとされました。Munchee社は、アプリケーションの改良のための資金を調達するため、MUNトークンを投資家に販売しようとしていました。Munchee社は、潜在的な投資家に購入を促すために、レストランのオーナーと協力してMUNトークンを料理の購入に使用できるようにするなど、MUNトークンの価値が長期的に上昇するようなビジネスを展開する旨の広告キャンペーンを実施しました。また、広告では、Munchee社のスタッフの資格や経営能力を強調しました。Munchee社は、ウェブサイト上で公開した「ホワイトペーパー」<sup>24</sup>において、Howeyテストの下で分析を行い、MUNトークンはユーティリティトークンの一種であり、その販売は証券法の適用を受けにくいとの結論を出していました<sup>25</sup>。

ところが、SECは、Howeyテストの各要素を検討した結果、MUNトークンは証券に該当し、その販売は連邦法上の未登録の証券募集に該当すると判断しました。SECは、Howeyテストの要件①に関して、投資家がイーサリアムまたはビットコインでMUNトークンを購入したことから、金銭の投資があったと述べています。このような購入は、Howeyテストの下で投資契約を作成するために十分な価値の提供となるとしました。要件②に関して、SECは、投資家の資金がMunchee社に預けられ、Munchee社のアプリケーションおよびビジネスモデルの開発に使用されることから、共同事業への投資があったと判断しました。要件③に関して、SECは、購入者を誘引するために使用された販促資料が、利益に対する大きな期待を生み出すと判断しました。販促資料は、Munchee社が時間とともにMUNトークンの価値が上昇するシステムの開発をしていくことを強調しているため、SECは、合理的な投資家はMUNトークンを購入すれば利益が得られると期待すると判断しました。さらに、Munchee社は、この価値の増加は、同社の熟練したスタッフの仕事によって得られると説明していたことから、SECは、投資家の利益が「他者の重要な起業家的

および経営的努力」から得られる企業を作り出していたと認定し、Howey テストの要件④が満たされていると判断しました。以上から、SEC は、Munchee 社の行為は証券法の適用を受けると判断しました。

SEC が分析を行った際、MUN トークンは一般的にユーティリティトークンが提供するような利益を提供していなかったにもかかわらず、MUN トークンが実用的な性質を持つとしても、それは証券とみなされるとしました。SEC は、前出の *United Foundation, Inc.* 対 *Forman* 事件における最高裁判所の判例に基づき、ある取引が証券に該当するかどうかは、取引の種類に付けられた名称に左右されず、むしろ、「(取引の)基礎となる経済的現実」によって決まるとしました<sup>26</sup>。このことから、例えば、イニシャル・コイン・オファリングを「ユーティリティトークン」の販売を名乗って行っても、トークンが証券に該当するか否かの判断には影響がないと考えられます。

## IV 結論

暗号資産は、トークンという形で革新的な利用がされるようになり、資金調達に利用されるようになりました。しかし、そのような資金調達への利用には、トークンが証券に当たるとして、証券法が適用される可能性も出てくることとなります。また、トークンの販売が無登録の有価証券の募集に当たるかどうかを確認するために一定のデューデリジェンスを行わない企業は、SEC による訴追の対象となる可能性がある点には留意すべきといえます。

当事務所では、クライアントの皆様のビジネスニーズに即応すべく、弁護士等が各分野で時宜に合ったトピックを解説したニュースレターを執筆し、随時発行しております。N&A ニュースレター購読をご希望の方は [N&A ニュースレター 配信申込・変更フォーム](#) よりお手続きをお願いいたします。

また、バックナンバーは[こちら](#)に掲載しておりますので、あわせてご覧ください。

本ニュースレターはリーガルアドバイスを目的とするものではなく、個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、日本法または現地法弁護士の適切なアドバイスを求めていただく必要があります。また、本稿に記載の見解は執筆担当者の個人的見解であり、当事務所または当事務所のクライアントの見解ではありません。

西村あさひ法律事務所 広報室 [E-mail](#) 

<sup>1</sup> <https://crsreports.congress.gov/product/pdf/R/R47425>

<sup>2</sup> <https://www.sec.gov/news/speech/gensler-remarks-crypto-markets-040422>

<sup>3</sup> 例えば、Philipp Maume & Mathias Fromberger, , Regulation of Initial Coin Offerings: Reconciling U.S. and E.U. Securities Law, 19 Chi. J. Int'l L., 548, 558 (2019) Note ii 558 ページ参照

<sup>4</sup> III (通貨、投資、ユーティリティトークンの組み合わせである MUN トークンについての考察)を参照

<sup>5</sup> 前掲 Philipp Maume & Mathias Fromberge, Note ii 559 ページ参照

<sup>6</sup> 例えば、Re Munchee Inc., SEC 手続ファイル No. 3-18304, 1-4 (2017 年 12 月 11 日)(レストランのレビューを提供するサービスの利用者と引き換えに与えられるトークン、および食品と交換可能なトークンを含む)参照

<sup>7</sup> <https://www.sec.gov/about/about-securities-laws>

<sup>8</sup> Sec. & Exch. Comm'n No. 81207、1934 年証券取引所法第 21 条(a)に基づく調査報告:DAO(2017)(以下「DAO 報告書」)、<https://www.sec.gov/about/about-securities-laws>

<sup>9</sup> <https://www.sec.gov/files/dlt-framework.pdf>

<sup>10</sup> Sec. & Exch. Comm'n v. W.J. Howey Co., 328 U.S. 293, 297 (1946)(以下「W.J. Howey Co 事件」)

<sup>11</sup> <https://www.sec.gov/files/dlt-framework.pdf>

<sup>12</sup> United Housing Foundation, Inc. v. Forman, 421 U.S. 837 (1975)

<sup>13</sup> 前掲 W.J. Howey Co 事件 293 ページ参照

<sup>14</sup> ③と④をまとめて一つの要件としている見解もあります。

- 15 Sec. & Exch. Comm'n v. Glenn W. Turner Enters., Inc. 484 F.2d 476, 482 (9th Cir. 1973)
- 16 前掲 W.J. Howey Co 事件 299 ページ参照
- 17 Ⅲ以下(「トークン」と表示されているにもかかわらず、証券であることが判明した DAO トークンについての議論)を参照
- 18 421 U. S. 837 (1975)
- 19 <https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets>
- 20 前掲 Philipp Maume & Mathias Fromberger, ii, 560-61; In re Munchee Inc., SEC 手続ファイル No.3-13304, 3(2017 年 12 月 11 日)参照
- 21 DAO、すなわち「分散化された自律的組織」は、取引が「ブロックチェーン」に記録される「コードを活用したバーチャルな組織」の一種です。
- 22 前掲 DAO 報告書の注記 1 のエラー! **ブックマークが定義されていません。**
- 23 Re Munchee Inc.の SEC 手続ファイル No.3-18304, 1(2017 年 12 月 11 日)
- 24 「ホワイトペーパー」とは、トークンの発行者がウェブサイトに掲載する文書であり、発行者、発行者の事業、利用可能なトークン数、計画中の投資の種類に関する一定の情報を含んでいます。前掲 Philipp Maume & Mathias Fromberger, Note ii, 560 ページ参照
- 25 Re Munchee Inc.の SEC 手続ファイル No.3-18304, 3-4(2017 年 12 月 11 日)
- 26 *United Housing Foundation, Inc. v. Forman*, 421 U.S. 837, 849 (1975)