慶應義塾大学学術情報リポジトリ
Keio Associated Repository of Academic resouces

Title	暗号資産の有価証券該当性 : SECの所説を中心として
Sub Title	When are blockchain-based digital assets securities under the financial instruments and exchange act? : focusing on SEC stance and existing jurisprudence
Author	柳, 明昌(Yanagi, Akimasa)
Publisher	慶應義塾大学法学研究会
Publication year	2020
Jtitle	法學研究 : 法律・政治・社会 (Journal of law, politics, and sociology). Vol.93, No.6 (2020. 6) ,p.1- 30
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	論説
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00224504-20200628-0001

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

暗号資産の有価証券該当性

――SECの所説を中心として――

柳　明昌

Ⅰ　問題の所在
Ⅱ　トークンの機能的分類
Ⅲ　トークンの法的分類
Ⅳ　分析及び検討
Ⅴ　結びに代えて――日本法への示唆――

Ⅰ　問題の所在

1　二〇一九年改正金融商品取引法及び資金決済法

ＩＣＯ（initial coin offering）とは、一般に、企業等がトークン[1]と呼ばれるものを電子的に発行して、公衆から法定通貨や暗号資産の調達を行うものを総称する。「仮想通貨交換業等に関する研究会報告書」（以下「報告書[2]」）では、ＩＣＯにおいて発行されるトークンの購入者が「発行者」からの「事業収益等の分配等」を期待する場合

に、トークン表示権利は金融商品取引法（以下、金商法または法）上の集団投資スキーム持分（法二条二項五号）に該当するとの見解が示されていたところ、二〇一九年改正金商法（以下、改正法）は、金商法二条二項各号に掲げる権利（集団投資スキーム持分等）のうち、電子的に記録され移転することができる財産的価値（トークン）に表示されるものを「電子記録移転権利」（法二条三項）と定義し、事実上流通しうるものを第一項有価証券に含め、原則として開示規制を課し、その業としての取扱いに第一種金融商品取引業の登録を求めることとした。[3] 改正法は、電子記録移転権利をセキュリティ・トークン（投資性のあるトークン（investment token）、以下、Ｉトークン）と性格づけて規制対象とした。[4] また、同時に、二〇一九年改正資金決済法は、電子記録移転権利を表示するものを暗号資産の定義から除外しており（二〇一九年改正資金決済法二条五項）、投資性ＩＣＯに該当しないＩＣＯは資金決済法の規制対象となる。[5]

2　従来の議論の整理・分析

(1)　従来の議論

まず、改正法の規定の仕方として、なぜ「電子記録移転権利」概念を有価証券の定義として明確化しなかったのかについて、集団投資スキームという包括概念に依拠した上で、その権利を移転・表象するための技術的なツールにとどまると理解したことによるとの指摘[6]がある（以下、学説①イ）。また、資金決済法の対象となる暗号資産と電子記録移転権利の関係について、本来電子記録移転権利は暗号資産としての性質を有するにもかかわらず、資金決済法の適用はないと解されるため、時間の経過とともに投資性が薄れ、暗号資産としての機能が高まったときに、資金決済法の適用がないままとなってしまうのではないかという正当な疑問が呈される[7]（以下、学説①ロ）。

また、暗号資産のうちいずれが証券規制の対象となるかについて、二〇一九年金商法改正に先立ち、収益分配の権利はないが流通市場で取引され転売利益を狙えるものとして設計された新しい金融商品について規制対象とし、集団投資スキーム概念をより包括的なものへと改正すべきとの見解[8]（以下、学説②）が示された。次に、この見解に対して、転売による利益が得られるのは仮想通貨でも消費・使用目的の機能性を有するトークン（utility token, 以下、Uトークン）でも変わりがないから、転売による利益を以て有価証券性を肯定することは適切ではないと批判した上で次のように説かれる[9]。すなわち、トークンの実質を重視して発行者の企業家的努力を要するものを有価証券として取扱い、これを集団投資スキーム持分の要件である「収益の配当・財産の分配に対する権利」に読み込むべきことが提唱され、そうであるとすると、Uトークンの主要な目的が使用・収益にあるか投資にあるかは重要ではないと（以下、学説③）。

(2) 従来の議論の分析

改正法は、暗号資産に係る規制として、現行法の有価証券概念を前提に技術的なツールとしての側面に着目した枠組みを採用したと考えられる（学説①イ参照）。しかし、この枠組み自体はともかく、その内容には次の二つの問題がある。第一に、技術的なツールとしての側面として、暗号資産の依拠するブロックチェーン技術の特性を十分に踏まえていない嫌いがある。つまり、ブロックチェーン上のプロジェクトの進展に応じて「分散化」や「機能性」の程度に変化が生じることを考慮すべきであるが、改正法の内容はこの点を必ずしも考慮していないように見える（学説①ロに同旨）。第二に、改正法は現行法の有価証券概念を前提としたため、暗号資産に係る法規制の議論で盛んに行われるトークンの機能性に応じた分析が十分ではない[10]ように思われる。電子記録移転権利をトークンと呼んだところで、その性質や適用範囲が明確になるわけではない。後に見るように、暗号資産の世界では、トークンをその機能性に応じて三つ、すなわち、Iトークン、Uトークン、そして支払・交換手段の

トークン（以下、payment token を略して、Pトークンとよぶ）に分類したうえで、それらの適切な規制の在り方を議論するのが一般的である。そしてＩＣＯ企業家の理想を背景として、むしろ証券規制の適用を回避する意図で利用されるUトークンの法的性質やその位置づけが重要な課題として議論されている。改正法の内容は、規制対象がＩトークンであることを前提としたものとなっており、学説の想定するトークンをめぐる議論（学説②③）とはずれが生じている。学説における議論は、実質的にはUトークンに係る規制を念頭に置いたものと理解されるべきであろう。

3　本稿の課題及びアプローチ

(1)　本稿の課題

以上に見たように、改正法は現行法の有価証券概念を前提としたものであり、また、わが国ではブロックチェーン技術に基づく暗号資産やトークンの機能性に応じた分類とそれを踏まえた法的分析は十分に行われてこなかった。しかし、暗号資産業界で盛んに議論されるUトークン、特に利益目的と消費・使用目的の併存するUトークンの法的性質及び位置づけをめぐる議論がわが国においても検討されるべきであろう。

確かに改正法にいう「電子記録移転権利」はＩトークンを当然の前提とするとの理解からは、転売利益を期待することができる場合であっても、Uトークンは改正法の適用対象外であり、暗号資産として資金決済法の規制対象となるのみという結論が素直であろう。また、Uトークンは、集団投資スキームの典型例である事業に対する投資からの収益を分配する権利とは異なり、トークンそれ自体の価値上昇とそれによる転売利益だけが投資のリターンと観念されるものであり、Uトークンで想定される利益は収益分配型のものとは異なる面がある。しかしながら、Uトークンの存在意義を考えると、このような利益は、伝統的な収益概念とは異なることを理由に、

Uトークンを当然に証券規制の対象外とする解釈には慎重でなければならない。

(2) 本稿のアプローチ

暗号資産に対する法規制のあり方を検討するにあたり、機能的なアプローチをとるならば、現行法上の概念、つまり米国証券法の三三年法の「有価証券（実質的には投資契約）」概念（二条一項(a)号）やわが国における「電子記録移転権利」概念を当然の前提として、特定の暗号資産が同概念に該当するかを検討する（演繹的なアプローチ）だけでは十分でない。そもそもブロックチェーン技術を基礎とする暗号資産が既存のいずれかの法規制の枠組みにうまく適合するかは自明ではない。その意味では、暗号資産はどういう性質・機能性を有する資産であり、そもそもそのような資産に対していかなる法的アプローチが求められるかを探ること（機能的なアプローチ）が求められる。現行法上の概念や適用範囲それ自体を批判的に検討する必要があろう。

以上述べたように、現行法上の概念を前提に暗号資産の法規制を考えることには限界があるが、まずは現行法上の概念から分析をスタートさせなければならない。本稿は、さしあたり米国における「投資契約」概念を前提として、いかなる暗号資産が同概念に包摂され、証券規制が適用されるかをめぐるＳＥＣやその主要スタッフの見解を中心に分析・検討する。このような作業を通して、わが国における「電子記録移転権利」に該当するのはどのような暗号資産であるかを考えるとともに、改正法（＝現行法）の課題を浮き彫りにすることを試みたい。以下では、トークンの機能的な分類を明らかにしたうえで（Ⅱ）、ＳＥＣや主要スタッフらによる法的分類をめぐる議論を分析する（Ⅲ）。そして、学説の議論をも参照しながらⅢでの議論についてさらに分析・検討する（Ⅳ）。

Ⅱ　トークンの機能的分類

1　ブロックチェーン技術と暗号資産

ブロックチェーン技術に基づく資産は、プロトコル・トークンとアプリケーション・トークン（Appトークン）に大別される。[11] 前者は、ブロックチェーンやネットワークの維持活動に対する補償として使われるデジタル資産であり、マイニング（ネットワーク参加者の貢献に応じて受け取る）によって生まれるビットコインがその代表例である。後者は、一般にイーサリアム・ネットワーク上のスマートコントラクト（アプリ）を使用し、創設者の判断に基づくミンティング[12]によって生み出され、支払手段にとどまらず、オンライン上の様々なサービス活動（サービスへのアクセスや議決権の行使など）を統合するために使われる。後者のAppトークンは、さらに、その機能性を本質的な要素とするUトークンと経済的利益を請求する権利が付与されるIトークンとに分類される。

2　機能性に応じた分類

一般に、トークンはその有する機能性に応じて三つ、すなわち、Pトークン、Uトークン、Iトークンに分類される。[13] ビットコインに代表されるPトークンは、財・サービス購入の支払手段、価値の交換・貯蔵手段として電子的に発行・移転される。デジタル通貨と同義であり、分散したP2P（peer-to-peer）のネットワーク上で機能する。Uトークンは、現在または将来の製品・サービス（プラットフォーム）へのデジタルアクセスを認めるもので、本来的に消費・使用目的を有するトークンである。Uトークンホルダーにはプログラムやプラットフォームが完成したらそのサービスを使用することができる権利が与えられるのみであり、トークンそれ自体の価値上昇による転売利益を得ることが投資に対する唯一のリターンとなる。Uトークンは事業の生み出す将来の

利益に参加する権利というよりも（経済的その他の利益を受ける権利は与えられない）、将来において製品やサービスを購入する権利のようなものであり、前払式クーポン（券）に例えられる。[14] 最後に、Ｉトークンは、株式や社債のような権利を提供する性質（キャッシュフローの約束）を有するトークンであり、後にみる The DAO のトークン（後掲Ⅲ２）のように、ベンチャー・キャピタル・ファンドに対する持分としてのトークンがその代表例である。

3　発行のタイミングによる分類

(1)　トークンのプレセールとクラウドセール[15]

ブロックチェーン上のプロジェクトが完成すれば、暗号資産と引換えにトークンの一部が一般投資家向けに販売される（クラウドセール）が、クラウドセールに先行して、ヘッジファンドに代表される適格投資家（accredited investors）向けに独立のスマートコントラクトを使用してプレセールが行われるのが一般的である。早期購入の適格投資家は、クラウドセールが始まる前にトークンを購入しておき、将来、割引価格でトークンを取得することが可能になる。

(2)　The SAFT Project

トークンのプレセールとの関係で注目されるのが、適格投資家との間で締結されるＳＡＦＴ（The Simple Agreement for Future Tokens）をめぐる議論[16]である。ＳＡＦＴは先渡契約に類似する法的合意（＝投資契約）であり、次の四つのステップが想定される。まず、開発者がホワイトペーパーを公表し、デラウェア州に会社を設立して、適格投資家向けに勧誘する。次に、開発者はレギュレーションＤの規則506（c）の適用除外取引（私募）に基づきＳＡＦＴを締結する。第三段階では、開発者はユーザーに真のユーティリティを提供すべく調達し

た資金をネットワークの開発に使用する。最後に、ネットワークが完成したら、開発者は投資家にトークンを交付し、投資家は一般向けに販売する。ＳＡＦＴは、プロジェクト・ローンチ後に当初契約者が割引価格で取得したトークンを転売して利益を実現する意図で締結されたもの（使用・消費の意図はない）であった。

SAFT Projectで注目すべきは、ＳＡＦＴそれ自体は有価証券の取引に該当するが、適格投資家向け勧誘なので登録が不要となる（私募に該当する）一方、プロジェクトが完成してトークンにユーティリティが吹き込まれ、トークンが真に機能性を獲得するならば、トークンそれ自体は単なる消費財であり、一般投資家へのトークンの販売は証券規制に服さないという理解にある。要するに、ＳＡＦＴによればＳＥＣに証券として登録せずにトークンを販売することができるとされる。その実質的な理由として、①商取引のため機能性を有する財産を購入するにとどまること、②トークンの転売利益を得ることは「利益の期待」要件を満たすが、完全に機能するネットワークであればその開発努力はすでに尽くされており、もはや流通市場での価値増加は「他者の努力」によらず、商品価格に影響を及ぼす多様な市場要因によるものであることを挙げる。そして最終的にトークンが発行されるとき事業失敗のリスクは後退するから、このリスクから投資家を保護する規制ではなく、トークンという商品に起因するリスクから消費者を保護するための規制が適用されるべきであり、このようなアプローチがイノベーションを妨げることなく事業機会を最大化するというＳＥＣの二つの政策目的をうまく調和（事業関連リスクはそれを評価することのできる投資家に、主として商品に関連するリスクは一般投資家に負担させる）し、さらに開発者や資本の国外流出を防ぐことにつながると説かれる。[17]

さらにもう一つ、ＳＡＦＴで注目すべきは、完全に機能するUトークンの発行が証券に当たる場合があることを認める点である。具体的には、①トークンの意図した使用をすることができない購入者に販売する場合、②販売勧誘資料において投資家に著しく過大な約束をする場合（市場の影響を上回る販売者によるユーティリティ付与）、

③トークンの償還など売主がトークン発行量をコントロールすること（売主の努力による価格変動）ができる場合である。

4 「証券から非証券への転化」――ヒンマン＆クレイトン議長の見解

ブロックチェーン上のプラットフォームが真に分散した状態で運営されるならば、ＳＥＣはトークンに証券規制を適用しないかもしれない。ＳＥＣの企業金融部門ディレクターのウィリアム・ヒンマン[18]は、ビットコインのように規模の大きな暗号資産は未登録でも許容する一方で、初期段階にある暗号資産の未登録での発行を規制する理由について、ひとたび暗号資産がその成否について数人のプロモーターに依存する必要のないほど十分広範に使用されるようになれば、もはやＳＥＣの任務はすでに完了済みであるとの見解を述べた。トークンやコインが機能するネットワークが十分に分散するならば――購入者は特定の者あるいはグループの重要な経営上・企業家的努力に依存しない――もはやその暗号資産は投資契約には該当しない（以下、「証券から非証券への転化」）というのである。また、ＳＥＣのクレイトン議長[19]も、技術的に見てネットワークが十分に分散するならば、トークンの発行はもはや証券規制の対象とはならないことを認めるが、将来発行することとなるトークンは証券とみる余地があることについて、具体例を用いて開発者に警告を発していた。すなわち、衣類を洗濯するためのコインランドリー・トークンはそれ自体証券ではない。しかし、一〇のトークンを有し、これから洗濯機が開発されるべきもので、将来使えるものとしてトークンが提供されるならば、それは証券である。とりわけ、トークンの募集に際してプロモーターが流通市場での取引の可能性を強調する場合には、転売による潜在的な価値上昇や他者の努力に基づく価値上昇とその合理的な期待が認められて証券であることの主要な証拠となる。

以上に見たように、暗号資産は証券として生まれ最終的に非証券へと転化する（「証券から非証券への転化」）と

いう理解を前提とすると、「十分な分散性」や「十分な機能性」についてどのように判断するかが重要となる。逆に、「十分な分散性・機能性」が事後に失われるならば、「非証券から証券への転化」[20]も同じように議論の対象となる。また分散と機能性の関係をどのように理解すればよいかのパラドクスに直面する。このような問題については、後に改めて検討する（Ⅳ「分析及び検討」参照）。

Ⅲ　トークンの法的分類

投資契約の意義をめぐる裁判所の分析のうち、現在まで影響力を有する重要な定義づけを行ったのがハウイ判決[21]である。ハウイ判決は、投資契約概念の要件を四つ、すなわち、①金銭の出資、②共同事業、③「利益の期待」、④「他者の努力に依存」に分ける（以下、ハウイテスト）。このうち、一つでも満たさなければ証券ではないとされ、とりわけ、③の「利益の期待」に関しては、Uトークンの本質が消費・使用目的にあることとの関係、④の「他者の努力に依存」に関しては、暗号資産が分散（decentralization）を特徴とするブロックチェーン技術に基づく資産であることとの関係をどう考えるかが問題となる。

トークンの法的性質はその機能性・属性によって決定されることもあるが、その点からだけ結論が導かれるわけではない。Ⅱにおける分類のうち、Pトークン及びUトークンが投資契約の定義から除外されるかが議論されてきた。とりわけUトークンは「消費・使用」としての属性を有することは疑いないが、同時に高度の流通性があり、将来高値で転売して利益を得る余地を残している。さらに、Uトークンは投資目的及び消費・使用目的の双方の機能を併せ持つハイブリッド・トークンであることが多く、議論はより複雑となる。トークンの法的分類についてのSECの見解を知るうえで、The DAO Report、*Munchee Order*、*TKJ No-Action Letter* が注目に値

する。The DAO ReportはIトークンの事案である。他の二つはいずれもUトークンの事案であり、このうち、前者（Munchee）は支払手段と投資手段としての属性を併せ持つトークン、後者（TKJ）は投資手段としての性質をもたないとされたトークンの事案である。

1　暗号資産

二〇一四年一二月一〇日、商品先物取引委員会（ＣＦＴＣ）の議長（Timothy Massad）は、ビットコインと金（gold）の類似性を観察し、ビットコインは証券ではなく、商品取引所法にいう「商品（commodity）」として規制されるべきであるとしたうえで、それがデリバティブ取引や詐欺・相場操縦に利用されるならば、ＣＦＴＣが管轄権を有するとの立場を明らかにした。また、ＳＥＣはヒンマンの指摘するネットワーク分散理論（Ⅱ３(2)）を前提に、現時点におけるネットワークの状態・分散であれば、ビットコインの販売はもはや証券に当たらないとの見解を表明した[23]。主として交換手段として受け入れられる限り、ビットコインが証券と性格づけられる見込みは低いが、これまでの大きな価格変動を踏まえるなら、消費・使用目的とは相容れず、投資性が増すかもしれないとの指摘[24]もある。

また、イーサリアム・プラットフォーム内で使用される暗号通貨イーサ（Ether）について、イーサリアム・ネットワークが完全に機能するまでは中心となる主体があったので、イーサは証券と性格づけられる可能性を示唆する立場[25]もあったが、ＳＥＣの企業金融部門のディレクターであるヒンマンは、もともと証券として発行されたものが後に証券の勧誘に当たらないやり方で販売することができるかという問いを投げかけ、自らは、投資の対象となる中心的な企業がもはや存在しないか、暗号資産がネットワーク上で利用できる財・サービスを購入するためにだけ販売されるという限定を付したうえで、イーサのおかれた現状、イーサリアム・ネットワーク及び

その分散構造を踏まるなら、イーサの販売・勧誘はもはや証券の販売・勧誘ではないとの見解[26]を明らかにした。この見解は、「証券から非証券への転化」を認めるものであり、証券として生まれたものは証券として存続し続けるという米国証券規制におけるこれまでの常識とは相容れない考え方として注目されるとともに、実務上の混乱を招くものと受け止められている。

2 The DAO Report[27]

ＳＥＣは、二〇一七年七月二五日、いわゆる法人格のないバーチャルな自律分散型組織（ＤＡＯ）の一つである The DAO にハウイテストを適用し、The DAO トークンが証券に該当するとの公式見解を初めて公表した。同レポートの公表後、同年九月二五日には、トークンセールを含むサイバー関連の不正行為を摘発する Cyber Unit がＳＥＣ内に創設され、同年一〇月二日にはＳAFT Project のホワイトペーパーが公表されるなど、Ｕトークン又は App トークンを証券（Ｉトークン）と区別しようとする記事・論文[28]が公表されることになる。The DAO Report の影響はそれだけ大きいことを示している。

The DAO のスマートコントラクトは、ブロックチェーン企業である Slock.it の創設者であり、主任技術者である Jentzsch によって開発・コード化され、イーサリアム・ネットワーク上で誰でも使えるオープンソースとしての性質を有する。The DAO は物を製造・販売することはなく、ブロックチェーン上の他のプロジェクトに投資し、その運用益を資金（イーサ）を拠出したトークンホルダーに分配することを目的としていた。トークンの保有資格や発行数に制限はなく、ブロックチェーン上あるいはいくつかのプラットフォーム上で自由に譲渡したり、流通市場を利用できるとする販売資料が公表された。Jentzsch や slock.it は The DAO プロジェクトを推進したが、The DAO の資金や運営の在り方を支配するものではなかった。プロジェクトに対する資金使途は次

のような手続で決められることになっていた。まず、コントラクターが開発のアイデア及びそのために必要な資金を説明する特定のスマートコントラクトをＤＡＯに提案する。この提案は、まずキュレーター（イーサリアムの新旧メンバー一一人）の承認を受けなければならず、その後、サイトにポスティングされたすべての提案をトークンホルダーが審査し、その者の多数決によりどのプロジェクトに資金を割り振るかを決定する。また、トークンホルダーは、多数決でキュレーターを解任することができる権限を与えられ、さらに賛成・反対・棄権のいずれであるかを問わず、承認されたプロジェクトから離脱する権限を与えられ、その場合に当初の資金（イーサ）は全額返還される仕組みとなっていた。

ＳＥＣは、まず、何が証券に該当するかの判断にあたり、形式よりも取引の経済的実質が重視されるべきとの一般論を述べる。その上で、ビットコインや仮想通貨でも①金銭の出資を満たすこと、また、Slock.it や共同創設者の使用する販売勧誘資料は The DAO がプロジェクトに投資してリターンを得ることが目的であることを謳っており、イーサはプールされて The DAO に利用されることから、②共同事業性や③利益目的を満たすとした。そして、最も重要となる「他者の努力」要件については、第一に、Slock.it、共同創設者、及びキュレーターが The DAO を管理し、投資家の利益になるように提案されたプロジェクトを推進する経営努力に依存すること、第二に、キュレーターらの提案に対するトークンホルダーの議決権行使は形式だけで、それゆえ本質的に重要な経営努力とはいえないとの評価を与えた。

3 *Munchee Order*[29]

詐欺疑惑がないにもかかわらず、ＳＥＣが初めて排除措置を命じたもので、事実の概要は次の通りである。Munchee 社は、アイフォンのアプリを開発するカリフォルニアの企業でレストランの食事の写真やレヴューの

投稿を認めた。アイフォンのアプリを改良する資金調達のためにデジタルトークン（MUNトークン）が発行された。MUNトークンは今後開発されるアプリの中で使用される（広告を買う、レヴューを書き込むなど）ものであり、ICOで販売されたMUNトークンはレストランのレヴューを書き込むことで取得することができ、最終的にレストランでの購入代金の支払に利用することができた（支払手段）。Munchee 社は、ICOやMUNトークンの情報（アプリの人気が上がれば価値上昇が見込めるなど）に加えて、流通性を確保するため、トークンを取引できる流通市場の整備についてウェッブページやブログなどを通じて掲載した。Munchee 社は、トークンはこれから開発されるアイフォンアプリの中で使用されるUトークンであって証券ではないと考えていたが、SECはICOの翌日に Munchee 社のスタッフを呼び寄せた。同日、Munchee 社は一方的に投資家との間での契約を破棄して資金を返還した。

SECは、証券に該当するかの判断にあたっては、形式よりも取引の経済的実質を重視するとの基本姿勢を確認した上で、次のような判断を示した。イーサやビットコインでMUNトークンを購入することは、投資契約にいう価値の貢献（「金銭の出資」）に当たる。そして、MUNトークンの購入者は、Munchee 社の事業に対する投資から利益を得ることを合理的に期待した。投資家は改良されたMUNアプリ及び需要を増加させるエコシステムを構築する能力によって生み出されるトークンの価値増加を期待した。また、Munchee 社は募集完了後かつエコシステムの完成前にMUNトークンの流通市場を構築することを強調しており、配当や定期的な支払は約束されていないが、Munchee の努力によるMUNトークンの価値増加からの利益を期待しえた。そして、Munchee 社がホームページを立ち上げ、ホワイトペーパーを公表し、メッセージボードやソーシャルメディアに投稿してMUNトークンを募集するというマーケティングによって投資家の期待は決定的なものとなった（以下、「マーケティング・テスト」[30]と呼ぶ）と認定した。Munchee 社はエコシステムを構築するために調達資金を使

用するつもりであったが、トークン保有による潜在的な利益の強調と流通市場で取引を可能にする約束とが相まってMUNトークンは証券と判断された。

4 *TKJ No-Action Letter*[31]

SECは、次のような諸事情を指摘して、TKJが登録なしに勧誘・販売したトークンは証券ではないと回答した。すなわち、トークンは将来航空機チャーター・サービスを受けるための事前支払であり、事前に払い込まれた資金の元本又は利息の支払は行われないこと、TKJはプラットフォームやネットワークの開発のためにトークン販売による資金を使用するつもりはなく、トークン販売の時点ではそれらは十分に開発され運営されているであろうこと、トークン販売の時点では意図した機能が直ちに使用可能なものであること、トークンの譲渡はTKJウォレットだけに限定されること、TKJはプラットフォームが運用されている限り、トークン当たり一ドルで販売され、TKJの債務の履行も同様であること、トークンの市場価値はほぼ一ドルで安定しており、利益目的で転売できそうにないこと、TKJがトークンを買い戻す場合、トークンの券面額を割り引いて実施されること、トークンの販売勧誘では転売によるトークンの市場価値の増加ではなく、その機能性が強調されたことである。

Ⅳ 分析及び検討

1 Uトークンを使用した証券規制の回避は可能か

米国証券規制の適用を回避する方法[32]は、極端にいえばそもそも米国市民による購入を禁止することである。そ

のような極端な方法によらないものとして、ＩＣＯ企業家たちが構想したのがＵトークンの販売であり、その具体的な提案の一つがSAFT Projectである。以下では、ハウイテストにいう「他者の努力」による「利益の合理的な期待」を満たすかという観点から分析を行い、ＩＣＯ企業家による証券規制回避の試みがどこまで成功しているかについて検討する。

(1) 自律分散型組織（ＤＡＯ）との関係

ブロックチェーン技術に基づく資産であり、そうである以上、中央の管理主体なしに財産の移転・帰属を可能にするものである点（いわゆる分散型組織）との関係をどう考えればよいか。ヒンマンやクレイトンが指摘する通り、ネットワークが「十分に分散」するならば、ビットコインやイーサリアム上のイーサがそうであるように、購入者（投資家）はもはや誰か特定の者による経営努力に依存する必要はなくなり、情報の非対称性の問題は後退する。しかし、ヒンマンの考え方には、少なくとも次の二つの問題がある。

第一に、ネットワークが十分に分散すれば証券でなくなるとすれば、「証券から非証券へと転化」することを認めることを意味するから、そのタイミングがいつであるかが重要な問題となる。しかし、十分に分散することの意味が明らかにされていないし、さらにネットワークが十分に分散しているかを判断する要素も明らかではない。暗号資産が十分に機能性を有する時点を知ることは難しい。実際、分散台帳がどの程度分散しているかに関するテクノロジー・ガバナンスの議論でも見解は一致していない[33]。

第二に、ヒンマンの基準は〝鶏と卵〟問題を生じさせる。ネットワークが十分に分散して証券規制の適用を免れるには暗号資産が広範に使用されること（機能性）が求められる。ところが、初期の段階で証券規制の適用を受けるならば広範な使用を実現することはできないというパラドクス（ヒンマン・パラドクス）[34]に直面する。このパラドクスを回避できるプロジェクトがあるかどうか、具体的には、アイデアが説得的で十分なユーザーが参

加したがっているかがこれを解く鍵となる。[35]

技術的な観点から、ネットワークの分散の程度に係る問題の難しさを露呈させたのがThe DAOの事件である。The DAOの推進者たちは、自律分散型組織（ＤＡＯ）の理念を強調して、ネットワークは分散している（創設者らが離脱してもネットワーク参入者が支える）ことを前提に証券に当たらないと考えた。しかし、ＳＥＣは、プロモーターやキュレーターがプロジェクトの成否に大きな役割を果たす一方で、トークンホルダーの議決権行使は実質的なものではなかったとして、ネットワークは真に分散していないと評価した[36]（Ⅲ2参照）。そうすると、いわゆるプロモーターやキュレーターの果たす役割の評価、次に、トークンホルダーの果たす役割の評価が問題となる。まず、前者について、ＳＥＣがSlock.it、JentzschやキュレーターのSlock.itではなく、コンピューター・コードであるThe DAOにイーサを拠出し、その資金使途や事業の成否を決するのは契約条項そのものであり、トークンホルダーのコンセンサスである。第二に、ひとたびスマートコントラクトがイーサリアム上で作動するならば、トークンホルダーの多数決なしにホルダーの資金をリスクに晒すことはできず、その意味では誰であれネットワークを支配する者はいないという事実を無視している。第三に、ホワイトペーパーの内容から判断すると、キュレーターの役割は大きく二つ、つまりイーサリアム上で提案されたコードがソースコードに適合するか否か（アルゴリズム）をチェックすることと提案者・組織のアイデンティティ認証にあるのであって、提案の良し悪しの判定や提案内容に係る責任はキュレーターではなくThe DAOの役割とされる。

次に、後者のThe DAOにおけるトークンホルダーの役割について、ＳＥＣは、トークンホルダーに対する十分な情報提供メカニズムがなく、また匿名性とホルダーの分散ゆえにホルダー相互間の協力が難しく、プロモーターら他者の努力に依存すると評価したが、それは誤りである。The DAOではすべてのホルダーが同一の権利

を有し、議決権を行使することによって投資プロジェクトが決定され、ホルダーはいつでもキュレーターを解任できるのでキュレーターに依存するわけではないからである。

(2) Uトークンの性質決定

SECやその主要スタッフを中心に最も議論されている点は、(1)の点とも関係するが、Uトークンの法的性質や証券規制の適用の有無を考えるにあたり、その有する両義性・双対性をどのように理解するか（ハウイテストでいえば、「他者の努力」による「利益の合理的な期待」を満たすか）にある。

一般に、すでに分散したネットワーク上で純粋に消費志向の機能性を有するトークンの場合は証券に当たらないという結論が導かれそうであるが[38]、実際にはそのような結論へのハードルは高い。例えば、Munchee Order に示されるように、Uトークンであるというラベル・機能性だけで当然に証券に当たらないということにならない点について異論は見られない。むしろ、暗号資産の販売のされ方、具体的には、投資の一部か否か、ユーザー以外の者への販売か否か、プロモーターによる事業の開発か否かなどの事情（いわゆるマーケティング・テスト）やそのコンテキストを考慮して証券となる場合がある[39]。

証券規制の適用を回避しようとする動きの代表例としてのSAFT Project の試み（Ⅱ3(2)）も完全に成功したとはいえず、依然として証券規制が適用されるリスクがある。この点について、SAFT自身が完全に機能性を有するUトークンでもハウイテストをパスして証券となる場合があることを認めている。すなわち、①将来のネットワークの機能性を約束通りに実現するため引き続き売主の努力に依存する余地がある。米国の裁判例では、売主の努力に焦点が合わせられ、機能性獲得後のUトークンは証券ではないとは必ずしも考えず、むしろ開発は多段階モデルで考えられており、売主側の努力が販売前か販売後かの区別は支持されていない[40]。②プロジェクトが完成し、トークンが生み出されて一般投資家に販売されるなら、商取引の目的で機能性を有するトークンを購

入する目的があるにすぎないとの見方もありうるが、ＳＡＦＴ自身が使用・消費価値を逸脱する販売・勧誘が行われたときにトークンが証券となることを認めるほか、ＳＡＦＴの売買プロセスとマーケティング活動がトークンの経済的実質に影響を及ぼすならば、ＳＡＦＴからトークンの購入を分岐させるなど、全体の投資スキームを人為的に複数のイベントに分けたとしても投資目的という事実が変わるわけでない[41]。実際、多くのＵトークンの販売は利益目的で投資性があるものといわれる[42]。③ＳＡＦＴ締結の時点で投資判断の基礎にあるトークンの購入が同時に行われていると解する余地がある[43]。

それでは、Ｕトークンの勧誘・販売に証券規制が適用されるのは具体的にどのような場合であるかについて改めて考えてみよう。この問題を考える場合、ヒンマン及び「トークン・フレームワーク[44]」の提供する判断枠組み・判断基準が有益な指針となりうる。いずれもハウイテストにおける「他者の努力」や「利益の期待」を満たすかを判断する際に考慮すべき重要な要素を挙げている。ヒンマンは、「他者の努力」との関係では次の要素を挙げる。

① デジタル資産の生成・販売を支援・促進する者やグループがあり、その者の努力が暗号資産の開発及び維持並びに価値の増加に重要な役割を果たすか？

② それらの者が暗号資産に一定の利害関係を有しており、デジタル資産の価値増加を生じさせるべく努力をするインセンティブがあるか？　購入者は、そのような努力によってデジタル資産に対する投資へのリターンをもたらすものと合理的に信じるか？

③ プロモーターがネットワークを機能させるために必要な額を超えて資金を調達したか？　トークンが機能するシステムの機能性や価値を高めるために資金を使っているか？

④ 購入者は投資をしているか（利益を求めているか）？　マーケティング活動は、財・サービスの市場価値を合理的

に反映する価格で、ネットワークの潜在的ユーザーではなく一般投資家に対して行われるか？

⑤ 証券規制の適用は合理的か？ 営利事業において主要な役割を果たし、その者の活動や計画の情報開示が投資家にとって重要となる者やグループはいるか？

⑥ プロモーター以外の者やグループがガバナンス上の権利を行使したり、組織に重要な影響を及ぼすか？

続いて、「利益の期待」との関係で、証券というよりは消費アイテムに似たものと考えるための要素として次のものを挙げる。

① トークンの生成は、投機のためというよりも、ユーザーのニーズを満たすことと整合的か？

② 独立したアクターが価格を決定するか、それともプロモーターが流通市場を支えあるいは取引に影響を及ぼすか？

③ デジタル資産を購入する主要な動機は、個人的な使用・消費のためか？ 購入者はそのような意図を示したか？

④ トークンの販売はユーザーのニーズを満たす方法で行われたか？ 購入者の期待する使用料に見合った額だけのトークンが保有・譲渡されるか？

⑤ マーケティング活動は潜在的ユーザー向けか、それとも一般投資家向けか？

⑥ 資産は多様なユーザーに分散して保有されているか、それともアプリに影響を及ぼしうる少数の者の手に集中しているか？

⑦ アプリは十分に機能しているか、それとも開発の初期段階か？

以上がヒンマンの指摘であるが、「トークン・フレームワーク」の要素もほぼ同じ[45]であり、積極的関与者（active participant）の役割と関与の度合い（「他者の努力」）に起因した「証券から非証券への変わりやすさ」に

焦点が合わせられている。

最終的に、証券該当性は「他者の努力に基づく利益の合理的な期待」要件を満たすかの観点から、右にみた諸事情を事案ごとに総合考慮して決めざるをえないが、利益・投資目的と使用・消費目的を対照的なパースペクティブとするとき、次の六つの評価軸を取り出すことができる。①トークンの価値上昇は何に基づくか、②マーケティングの方法、③事業リスク資本を含むか、④真に分散する（機能性を有する）か、⑤販売の相手方・購入者の意図や属性、⑥基礎にあるトークンの属性である。具体的には、①の価値上昇がプロモーターの努力に依存するほど「他者の努力」を満たしやすく、市場における需要と供給といった市場要因によるものであれば、通常、「他者の努力」といえないが、プロモーターが発行上限を決めていたり、買戻しを約束したりするならば、「他者の努力」が認められやすい。②についてはトークンの価値増加や流通市場における取引の可能性を強調すれば利益目的が認定されやすく、他方、使用・消費目的を強調すれば利益目的の認定は避けられる。ＳＥＣはリスク資本（③）の提供と認められるときに証券に該当することを認める傾向にあるが、例えば、合名会社の持分が証券に該当しないことが示すように、ネットワークが今後完成される（to-be-build）という事実だけで証券に該当すると解すべきではない。[46] ④にいう真に分散しているかに加えて、⑥の基礎にあるトークンの属性、とりわけ真に使用・消費目的か否かを併せ考慮する必要がある。[47] ⑤の購入者の意図のような主観的要素に着目することは法的明確性を欠くというデメリットがあるが、購入者の意図が使用・消費にあることが明確な場合や販売がユーザー向けであるという場合には証券該当性を否定することになろう。証券該当性をめぐる議論で最も議論が分かれるのが、おそらく⑥の問題である。取引の基礎にあるUトークンそれ自体の使用・消費としての本質を強調する立場は、The SAFT Project のように、証券規制の適用範囲を限定しようとする。アプリの運営がトーク

ン及びトークンホルダーに依存するほど、消費者としての便益が明瞭になり、転売が可能であるというだけで証券になると考えるべきでないこと[48]やハイテク自動車テスラの製造及び将来の引渡契約は、第三者（製造者）の努力を通してだけプロジェクトの完成まで車の価値が増加するが、この場合に利益の期待は優位せず、証券規制を適用すべきことにならないはずであると[49]説かれる。有用なプロジェクトを促進し、詐欺的なプロジェクトや流通市場を通してＩＣＯ企業家を利するだけの発行を阻止すれば足りるのであって、獲得した資金を実際に製品開発に使用するならば、ＳＥＣへの登録の必要はないからである[50]。

2　いかなる法的アプローチが考えられるか

1におけるヒンマンや「トークン・フレームワーク」は、利益・投資目的であるか消費・使用目的であるかを浮かび上がらせるために考慮すべき多くの要素を挙げ、それらを総合考慮してハウイテストを満たすか否かを判断する（プリンシプルベース・アプローチ）。このアプローチは、多くの要因を考慮して個別事案の状況・環境を踏まえた柔軟な解決を見出すことを可能にする反面、規制する側に多くの判断の余地を与えるものであり、ＩＣＯプロジェクトの関係者にとっての法的不明確性・不確実性は避けられず、ひいてはイノベーションを阻害する、あるいは規制のアービトラージ現象の存在を考慮すると、新規事業や資本が海外マーケットに逃避する事態を招く結果となりかねない。

そこで、法的明確性を担保する観点から、ルールベース・アプローチが提唱される。例えば、ネットワークが十分に分散しているか否かを判断するにあたり、ＩＣＯ企業家や創設者の努力に依存することなく運営できるか（the Bahamas Test）、他方、利益を合理的に期待しているかを判断するにあたり、Ｕトークンの開発に実質的に資金を使っているかを判定するテスト（the Substantial Step Test（実質開発テスト））が提案される[51]。しかし、こ

のテストを導入するとしても、なお個別の事案において実質的な評価の必要性を免れることはできず、また実質的に開発に従事する間は証券には当たらないが、その後開発努力が放棄される場合には証券へと転化する（「非証券から証券への転化」現象）と考えられる。そこで、セーフハーバーを設けて法的リスクを軽減することが提案されているが、証券から非証券への転化の時点を確定すると同じ難題に直面する。結論的には、「トークン・フレームワーク」のように諸事情を統合考慮するアプローチが妥当であるように思われる。

Ⅴ　結びに代えて――日本法への示唆――

本稿は、どのような性質の暗号資産に証券規制が適用されるかを探るために、米国における投資契約概念にいかなる性質のトークンが該当するかをめぐるＳＥＣの議論を中心に検討してきた。とりわけ証券規制の適用を回避する意図で利用されるUトークンの法的性質の見極めが重要な問題となる。本稿では、Uトークンの中には「他者の努力に依存して利益を合理的に期待する」ものがあること、またトークンはブロックチェーン技術に基づくデジタル資産であることから、ネットワークの運営状況や暗号資産の機能性に応じて、当初証券であったものが証券でなくなり、あるいは証券でなかったものが証券になるという転化現象が起こりうること[52]、トークンの生成やマーケティング活動がユーザー向けである場合には機能性や使用・消費目的を考慮する余地がある（証券規制に服さない）ことをみてきた。

本稿の課題については次のような示唆が得られる。金商法二条二項各号に掲げる権利の技術的側面という枠組みについて、まず、トークンの機能性に着目した議論、とりわけUトークンを想定した議論が必要となる。従来の集団投資スキーム持分でいう収益概念との関係が問題となるが、トークンの価値上昇分による転売利益は、そ

れがプロモーターなど特定の者の努力によると評価できるならば、収益概念に含まれると解すべきである（学説②に同旨）。また、技術的側面として「分散性」や「機能性」の度合いに応じた規制のあり方を模索すべきことが求められる。「企業家的努力の有無（学説③）」の判断基準は「分散性」や「機能性」の度合いの判定との関係で意義を有する。ブロックチェーン・ネットワークの分散が進み、もはや特定の者の企業家的努力によらなくてもシステムが十分に機能していると評価できる段階になれば、暗号資産はもはや証券ではないと解される。さらに、トークンの属性やトークン保有者の意図・目的が真に使用・消費にあるならば証券該当性を否定する余地があろう。

本稿では、有価証券概念や電子記録移転権利といった現行法上の概念を前提としつつ検討を進めてきたが、トークンの有する多様な性質やその販売の在り方を含めた考察が求められる。また、セキュリティ・トークンを前提としてチェック・ザ・ボックス方式によるアプローチにとどまらず、機能的なアプローチに基づいてUトークンまで検討対象に含めるならば、いかなる暗号資産の取引に、どのような内容の規制（金商法あるいは消費者法）が適用されるべきかについて、政策論を含めてさらに詰める必要がある。今後の課題としたい。

＊　本稿の執筆にあたっては、日本比較法研究所・共同研究グループ「金融取引に関する比較法的研究」主催の研究会で報告の機会を得た。研究会のメンバーから有益なご教示を賜った。ここに記して厚く御礼申し上げる。

（1）　ここでいうトークンの類型については、「仮想通貨交換業等に関する研究会報告書」（以下「報告書」）では、発行者が将来的な事業収益等を分配する債務を負っている「投資型」、発行者が将来的に物・サービスを提供する等、上記以外の債務を負っている「その他権利型」、発行者が何も債務を負っていない「無権利型」であると説明される。松尾元信「暗号資産に関する資金決済法、金融商品取引法等の改正」金法二一一九号六頁（二〇一九）。

（2）　金融庁「仮想通貨交換業等に関する研究会報告書」（平成三〇年一二月二一日公表）二〇頁―二一頁。

（3）　「流通性その他の事情を勘案して内閣府令で定めるもの」は除かれる（法二条三項柱書、定義府令九条の二第一項各号、金融商品取引法等ガイドライン2―2―2参照）。

（4）　二〇一九年金融商品取引法改正の内容について、小澤裕史ほか「金融商品取引法の一部改正の概要―暗号資産を用いた新たな取引および不公正な行為への対応」商事二二〇四号四頁以下（二〇一九）、松尾・前掲注（1）六頁以下、松尾直彦「暗号資産規制と情報利活用を巡る改正法案の読み方」金融財政事情二〇一九年四月二九日号五二頁（二〇一九）。

（5）　小澤ほか・前掲注（4）一三頁注六、松尾・前掲注（4）五三頁、事務ガイドライン（第三分冊：金融会社関係）16暗号資産交換業者関係）Ⅱ―2―2―8―1（注2）。

（6）　この点について、荻野昭一「暗号資産に関する改正資金決済法・改正金商法について」月刊資本市場四〇七号五四頁、六一頁（二〇一九）参照。

（7）　荻野・前掲注（6）六二頁―六三頁。

（8）　河村賢治「ＩＣＯ規制に関する一考察」金法二〇九五号四四頁、五二頁（二〇一八）。

（9）　黒沼悦郎「ユーティリティトークンの有価証券性」ＮＢＬ一一五八号四頁以下（二〇一九）。

（10）　金融庁のパブコメ回答において、暗号資産と電子記録移転権利との区別について、投資性を有するものか否かの観点から、個別事例において実質的に判断されるべきものとの一般的な考え方が示されている。「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」No.1-No.7, available at: https://www.fsa.go.jp/news/r1/sonota/20200430/01.pdf（2020.4.3）, セキュリティ・トークンであることを前提とした改正であることもあり、寄せられたコメントはブロックチェーン技術に関連するものが多いように思われる。投資性の有無の判断は、トークンの性質・機能性を踏まえてなされるべきものと考えられる。

（11）　See for further analysis e.g., Jonathan Rohr & Aaron Wright, Blockchain-Based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Market, 70 Hasting L. J 463, 469-77 (2019); Kenneth S. Witt & Mark A. Staines, Crypto-Concerns: Initial Coin Offerings and the U.S Securities Laws in the Wake of Aggressive

SEC Enforcement Actions, 96 Denv. L. Rev. Online 203, 208-11 (2019).

(12) ＩＣＯによって発行される暗号資産はミンティングとして知られるプロセスを通して生み出され、ブロックチェーンネイティブとして知られるコインとは区別される。See Shaan Cohney, David Hoffman, Jeremy Sklaroff, & David Wishnick, Coin-Operated Capitalism, 119 Colum. L. Rev. 591, 619 & n.139 (2019); M. Todd Henderson & Max Raskin, A Regulatory Classification of Digital Assets: Toward an Operational Howey Test for Cryptocurrencies, ICO, and Other Digital Assets, 2019 Colum. Bus. L. Rev. 443, 453 (2019).

(13) See e.g., FINMA, FINMA Guidance 04/2017— Regulatory Treatment of Initial Coin Offerings (Sep 29, 2017); FCA, Guidance on Cryptoassets— Feedback and Final Guidance to CP 19/3 (July 2019). See generally Philippi & Wright, BLOCKCHAIN and the LAW, at 100-01 (Harvard, 2018). なお、英国では、Ｐトークンは Exchange Token、Ｉトークンは Security Token とよばれるが、内容的にはそれぞれ同じものと理解して差し支えない。米国でも同じく Security Token という用語が使われることがあるが、これは後に見る Howey 判決の基準（テスト）を満たすトークンを意味するものとして使われる。

(14) See Randolph Robinson II, The New Digital Wild West: Regulating the Explosion of Initial Coin Offerings, 85 Tenn. L. Rev. 897, 950-51 (2018); Nate Crosser, Initial Coin Offerings as Investment Contracts: Are Blockchain Utility Tokens Securities?, 67 U. Kan. L. Rev. 379, 420 (2018).

(15) この区別については、Aurelio Gurrea, Martinez & Nydia Remolina Leon, The Law and Finance of Initial Coin Offerings, in CHRIS BRUMMER ed. CRYPTOASSETS— Legal, Regulatory, and, Monetary Perspective (Oxford, 2019), at 121-23.

(16) See Juan Batiz-Banet, Marco Santori, & Jesse Clayburgh, The SAFT Project: Toward a Compliant Token Sale Framework 19, SAFT PROJECT (Oct.2, 2017), available at: http://saftproject.com/static/SAFT-Project-Whitepaper.pdf.

(17) この点は、租税回避や資産保護信託と同様に、規制のアービトラージ現象として、暗号資産に対する法的アプローチを議論するときに必ず問題となる。暗号資産の取引は本来的に国境を超えて行われるものであり、一国だけで

適切な規制を検討しても実効性を欠く。See Rohr & Wright, supra note 11, at 524; Michael Allen Mendelson, From Initial Coin Offerings to Security Tokens: A U.S Federal Securities Law Analysis, 22 Stan. Tech. L.Rev.52, 86-88, 92 (2019); Dirk A. Zetzsche et al., The ICO Gold Rush: It's a Scam, It's a Bubble, It's Super Challenge for Regulators, 66 Harv. IntL L.J.267, 286 (2019).

(18) See William Hinman, Dir., Div. Corp. Fin., SEC, Remarks at the Yahoo Finance All Markets Summit: Crypto (June 14, 2018), available at: https://sec.gov/news/speech/speech-hinman-061418.

(19) See Public Statement of SEC Chairman Jay Clayton on Cryptocrrencies and Initial Coin Offering, Dec. 11, 2017, available at: http://www.sec.gov/news/public-statement/statement-clayton-2017-12-11.

(20) 例えば、イーサリアム・ネットワークの過半数を取得する者が現れ、プラットフォームを支配するような事態になれば、その特定の者の努力に事業の成否が依存することになり、証券に転化することも考えられる。James D. Park, When Are Tokens Securities? Some Questions From the Perplexed 6-7 (UCLA Sch. Of Law, Law & Econ., Research Paper No.18-13, 2018), http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3298965&download=yes.; Henderson & Raskin, supra note 12, at 485.

(21) See *SEC v. W.J. Howey Company*, 328 U.S.293 (1946). 当該判決については、龍田節「アメリカ法における「証券」の概念」竹内昭夫編『新証券・商品取引判例百選』四四頁（有斐閣、一九八八）、黒沼悦郎『アメリカ証券取引法［第二版］』二一—二二頁（弘文堂、二〇〇四）、山本雅道『アメリカ証券取引法入門（改訂版）』三七頁、二二四頁（第一法規、二〇一九）参照。

(22) Testimony of CFTC Chairman Timothy Massad before the U.S. Senate Committee on Agriculture, Nutrition and Forestry (Dec. 10, 2014), http://www.cftc.gov/PressRoom/SpeechesTestimony/opamassad-6.

(23) 同様の理解として、Henderson & Raskin, supra note 12, at 470-71. EUにおいても、ビットコインは支払手段により近く、決済に係る規制によるべきとの見解が多数である。確かに現金や小切手と比較すると流動性は低いが、通貨ユーザーのクレジットリスクや流動性リスクは証券規制ではカバーされず、支払決済規制に意義が見出されている。Houman B. Shadab, Regulation of Blockchain Token Sales in the United States, in REGULATING

BLOCKCHAIN— TECHNO-SOCIAL AND LEGAL CHALLENGES (Oxford, 2019), at 237-38.

(24) See James D. Cox et al., SECURITIES REGULATION— Cases and Materials (Wolter Kluwer 9th, 2020), at 48.

(25) ETER VAN VALKENBURGH, No, ether is not a security. available at: https://coincenter.org/entry/no-ether-is-not-a-seurity.

(26) See Hinman, supra note 18.

(27) See SEC, Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO, Exchange Act Release No. 81, 207 (July 25, 2017), available at : https://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf.

(28) See Robinson, supra note 14, at 950 & n. 307; Usha Rodrigues, Semi-Public Offerings? Pushing the Boundaries of Securities Law (Univ.of Ga. Sch. Of Law Legal Studies Research Paper No. 2018-30, 2018), at 10 & n. 48, available at: https://ssrn.com/abstract=3242205.

(29) See In the Matter of Munchee, Securities Act Release No. 10445 (Dec. 11, 2017), available at: https://www.sec.gov/litigation/admin/2017/33-10445.pdf. その後、The DAO Report の立場を承認し、Munchee リリースを支持する内容の二件のエンフォースメント（“AirFox” & “Paragon”）を実施している。See SEC, Tow ICO Issues Settle SEC Registration Charges, Agrees to Register Tokens as Securities (Nov.16, 2018), available at: https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-11-15/first-fraud-case-for-initial-coin-offergin-set-for-guilty-plea.

(30) トークンの販売・勧誘の方法やその資料が潜在的な利益を謳うものであれば、投資家が「利益を期待」すると認定した Munchee アプローチを意味する。

(31) See TurnKey Jet, Inc., SEC No-Action Letter, (April. 3, 2019), http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction /2019/turnkey-jet-04219-2a1.htm.

(32) See Crosser, supra note 14, at 416-17; Rodrigues, supra note 28, at 7-13; Kenneth S. Witt, & Mark A. Staines, Crypto-Concerns: Initial Coin Offerings and the U.S Securities Laws in the Wake of Aggressive SEC Enforcement Actions, 96 Denv. L. Rev. Online 203, 217-19 (2019).

(33) Shadab, Regulation of Blockchain Token Sales, supra note 23, at 255.

(34) ヒンマン・パラドクスについて、See Park, supra note 20.

(35) これに対し、ヒンマンのパラドクスは規制が使用を阻害するとの前提に立つものであるが、むしろ規制は広範な分散の障害とならず、規制に反対する理由はないとの異論がある。Andrew Verstein, Crypto Assets and Insider Trading Law's Domain, 105 Iowa. L. Rev. 1, 42 (2019).

(36) ＳＥＣとは異なる観点から、投資契約に当たらないといえるほどの分散は認められないとする見解として、Rohr & Wright, supra note 11, at 500.

(37) See Robinson, supra note 14, at 940-48; Henderson & Raskin, supra note 12, at 476 ; Ori Oren, ICOs, DAOs, and the SEC: A Partnership Resolution, 2018 Colum. L. Rev. 617, 642-51.

(38) See Cardozo Blockchain Project, Research Report #1, Not So Fast-Risks Related to the Use of a "SAFT" for Token Sales (Nov. 21, 2017), p. 10.

(39) Hinman, supra note 18; The SAFT Project, supra note 16, p. 20.

(40) 販売後におけるネットワークの改良のような継続的努力を想定する。See Cardozo Blockchain Project, supra note 38, at 8-9.

(41) See Cardozo Blockchain Project, supra note 38, at 5-6 ; Rohr & Wright, supra note 11, at 501（恣意的な線引きは避けるべきことを説く); Samuel Wolff, Cryptocurrency, Initial Coin Offerings and Security Token Offerings, 40 Sec. Fed. Corp. L. Rep. No. 10, n.78 & 80 (2018).

(42) Rodrigues, supra note 28, at 10-12.

(43) See Wolff, supra note 41, n.75 & 76.

(44) See SEC, Framework for "Investment Contract" Analysis of Digital Assets, available at: https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets (last modified April 3, 2019).

(45) Rohr & Wright, supra note 11, at 517は、トークンそれ自体の目的・役割を内在的要因と呼び、その販売態様や売主の役割、トークンの使われ方などを外在的要因と呼んで区別するが、考慮すべき要素は共通する。

(46) See Cardozo Blockchain Project, supra note 38, at 10; Henderson & Raskin, supra note 12, at 484,

(47) See Henderson & Raskin, supra note 12, at 483-85; Rohr & Wright, supra note 11, at 517.

(48) See Henderson & Raskin, supra note 12, at 517.

(49) See Cardozo Blockchain Project, supra note 38, at 9-10.

(50) See Henderson & Raskin, supra note 12, at 484.

(51) See Henderson & Raskin, supra note 12, at 483-88.

(52) ＩＣＯにおいて、当初証券に該当する可能性が高いものの、ネットワークが完成するに伴い証券ではなくなり、そうなると流通市場では初期段階とは異なる扱い（証券規制以外の規制に服すること）が求められるかもしれないというヒンマンらの考え方を支持する先例はない（少なくとも米国ではほとんど想定されてこなかった事態）とされる。See Thomas Lee. Hazen, Tulips, Oranges, Worms, and Coins- Virtual, Digital, or Crypto Currency and Securities Laws, 20 N. C. J. L. & Tech. 493, 510（2019）. 他方、わが国では、有価証券について包括的な集団投資スキーム概念との関係で、もともと有価証券でなかった権利がスキーム生成後に有価証券に転化すると考えられる場合があり、検討の必要がある旨が指摘されていた。この点について、藤田友敬「有価証券の範囲」金融商品取引法研究会研究記録二五号二〇頁、三五頁―三七頁（二〇〇八）参照。今後、暗号資産の場合を含めて有価証券の転化現象をめぐる議論をさらに詰める必要がある。

〔付記〕本稿は、全国銀行学術研究振興財団（二〇一八年度、法律分野・コード一八三四）の助成に基づく研究成果の一部である。