

討議資料(3)
(ICO に係る論点)

- 本日は、Initial Coin Offering (ICO)^(注)に係る規制のあり方について討議を行う。

(注) ICOに関する明確な定義はないが、一般に、ICOとは、企業等が電子的にトークン(証券)を発行して、公衆から法定通貨や仮想通貨の調達を行う行為を総称するもの。

1. ICO の現状

(現状)【参考資料P1～4】

- ICOによる資金調達額に関する公的なデータは存在しないが、民間情報会社の公表データによると、以下のとおりである。

- ・ 2017年の全世界でのICOによる資金調達額は、約55億ドル
- ・ 2018年は1月から7月末までで、約143億ドル

(注) 2017年の全世界でのIPO(新規の株式公開)による資金調達額は、約1,880億ドル。

- 国内におけるICOの事例はあまり多く見られない一方で、世界的には、これまでに様々なICOの事例が見られるが、ICOにより発行されるトークンについては、値上がりを期待した投機目的で購入されているとの指摘があるほか、以下のような利用者保護上のリスクも指摘されている。

- ・ トークンの価格が下落したり、約束されたサービス等が実際には提供されない。
- ・ ICOに関する権利内容が曖昧である。
- ・ 杜撰な事業計画や詐欺的な事案も多い。

(規制動向)【参考資料P5～7】

- 各国の対応状況は、概ね以下のとおり。

- ① ICOを禁止又はその旨を表明(中国、韓国)
- ② 特定のICOトークンが既存の証券規制の適用対象となり得る旨を明確化し、注意喚起等を実施(米国、EU、英国等)

③ 上記②に加えて、ICOに特化した規制を検討(フランス、マルタ等)

○ 国内においては、2017年10月、金融庁が、ICOについての注意喚起文書を公表し、利用者に対し、ICOのリスクについて注意を促すとともに、事業者に対し、ICOの仕組みによっては、(下記のとおり)資金決済法や金融商品取引法の規制対象になる旨の注意喚起を行っている。

・ 資金決済法との関係では、ICOにおいて発行されるトークンが、下記①又は②を満たす場合、当該トークンは資金決済法上の仮想通貨に該当し、その売買又は他の仮想通貨との交換等を業として行うことは、仮想通貨交換業に該当すると考えられる。

① 不特定の者に対して代価の弁済に使用でき、かつ、不特定の者を相手に法定通貨と相互に交換できること

② 不特定の者を相手に仮想通貨と相互に交換できること

・ 金融商品取引法との関係では、ICOが、投資としての性格を持つ場合、かつ、下記①又は②を満たす場合、金融商品取引法の規制対象となると考えられる。

① 法定通貨で購入されること

② 仮想通貨で購入されるが、実質的には、法定通貨で購入されるものと同視されること

2. ICO の類型について

○ ICOの設計に係る自由度は高く、様々なものがあると言われているが、どのように整理すべきか。金融の機能を有するもので、かつ、何らかの制度的な対応が必要なものはどのようなものか。

○ ICOにおいて発行されるトークンを仮想通貨又は法定通貨を用いて購入する購入者の視点に立った場合、購入の見返りとして何を期待しているか。例えば、①発行者からの直接的な見返りは求めないケース、②発行者からの物品・サービス等の供与を見返りとして求めるケース、③事業収益の分配などキャッシュに相当する経済的価値の受け取りを期待するケースなどが考えられるか。

(注1) スイスの金融監査機関であるFINMA (the Swiss Financial Market Supervisory Authority)が今年2月に公表したICOに関するガイドラインでは、様々なICOトークンを以下の3つのカテゴリーに分類。

- Payment tokens(決済用トークン): 決済手段として用いるトークン。
- Utility tokens(ユーティリティトークン): 特定のデバイスやサービスの利用に必要なトークン。
- Asset tokens(アセットトークン): 企業や何らかの資金源に根ざした資産に相当するトークンや、保有していると配当や利子を得られるトークン。

(注2) ICOに関する「権利」は、通常、発行者が公表するホワイトペーパーと呼ばれる概要書に記載され、トークン保有者は契約に基づく債権的権利を有することとなるとされる。ただし、具体的な根拠法(株式でいえば会社法)はなく、また、権利内容が曖昧な場合も多いとの指摘もある。

- 利用者が一定の見返りを期待し、かつ、その見返りの権利性が高いと考えられる場合、そのうち一定のものについては、金融規制の対象として制度的な対応の検討が必要と考えられるが、どうか。

3. 金融の機能と規制の要否について

- これまでの討議において、金融規制の要否を検討していくに当たっては、以下の視点が重要とされた。
 - 仮想通貨を用いた個々の行為が、金融(金銭等の融通)の機能を有するかどうか。
 - 金融の機能を有する場合、仮想通貨の将来の可能性を含む社会的意義や投機の助長等の害悪の有無を踏まえて、金融規制の導入が期待されるかどうか。

(投資に関する金融規制を要しないケース)

- トークンの購入に伴い、何らの権利も付与されていない、又は購入者・保有者に提供される物品・サービス等とトークン購入時の対価に明確な関係性が認められるものであれば、投資商品の購入・投資サービス契約の締結という性格は有しておらず、この観点からは金融の機能を有し

ないとも考えられるが、どうか。

(注) フランスやマルタ等の一部の国を除いて、多くの国では、これらの種類のICOトークンを規制の対象としていない。

- なお、これらのトークンが、例えば、様々な物品・サービス等の対価の支払手段や仮想通貨との交換手段として用いられるなど、支払・決済手段としての性格を有する場合もあり得る。その場合に現行の決済法制に加えて必要な対応があるかどうかについては、決済法制全体のあるべき体系を検討していく中で、必要に応じ、議論されるべきものと考えられる。

(注) 日本仮想通貨交換業協会は、ICOに関する自主規制規則として、資金決済法上の仮想通貨に該当するICOトークンについて、類型の如何を問わず、対象事業の適格性、実現可能性の審査義務、販売開始時、販売終了時点、販売終了後の継続的な情報提供の義務等を規定することを検討。

(投資に関する金融規制を要するケース)

- 将来的に事業収益の分配を受けるなど、投資商品・投資サービスとしての性格を有するものであれば、それによる資金調達には金融の機能を有すると捉えることが適当と考えられるが、どうか。なお、その際、主として事業に対する共感やイノベーションを企図する実験への賛同等からトークン購入を通じた出資を行うケースや、そうではなく主として運用目的での出資から広く資金調達を行うケースなどがあり得るところ、実態を踏まえて、どのような対応が望ましいと考えられるか。

(注) 金や古切手の購入が金融とされていないように、単に転売の期待を有しているだけでは、金融の機能を有しているとは言い難いか。

- 以上及び、ICOについて足許で以下の指摘等があることを踏まえた上で、その社会的意義や害悪の有無について、どのように考えるべきか。金融規制の導入が期待されると考えられるか。

- ・ 将来的に事業収益の分配を受けるような性質を有するICOトークンの購入に金銭を用いる場合には、金融商品取引法上の集団投資スキーム持分として現行法上も規制対象となること
- ・ 杜撰な事業計画や詐欺的な事案が多く、既存の規制では利用者保護が不十分との指摘がなされていること

- ・ 他の利害関係者(株主、他の債権者等)との関係も含め、トークンの権利内容に曖昧な点も多いとの指摘がなされていること
- ・ 一方で、既存の資金調達手段にアクセスできないスタートアップ企業の資金調達手段としての有効性等の利点も指摘されていること

(注) ICOトークンの取引は、インターネットを通じ、クロスボーダーで行うことが容易な状況である中、諸外国においては、前述のように、特定のトークンを証券規制の対象とする国・地域が大勢。

- 仮に、現状の規制のまま状況を注視するのではなく、規制の導入が期待されると考えられる場合、諸外国では、ICOを禁止する、既存の証券規制の対象とする、ICOに特化した規制を検討するなどの対応がなされているが、どのような対応が適切と考えられるか。
- 仮に、ICOを禁止するのではなく、一定の規制を設けた上で、利用者保護や適正な取引の確保等を図っていく場合、その前提として、少なくともトークンの権利内容の明確化を含め、必要な規律を検討していくべきと考えられるが、どうか。

4. 投資に関する金融規制を要する ICO についての主な検討対象事項

- 一般の投資家から資金調達を行うケースとして、株式等によるIPOの例がある。
- ICOについても、資本性資金の調達と同等ないし類似の経済的な機能やリスクが認められるのであれば、同じ規制を課すことが基本と考えられるところ、株式のIPOをはじめとする既存の資金調達手段において求められる規律を参考にしつつ、実態に即した制度を考えることが適切と考えられるが、どうか。

(参考) 既存の資金調達手段において求められる規律は、概略以下のとおり。

【参考資料P8】

① 事務取扱者・販売者

発行者のみで調達を実施する場合もあるが、多数の投資家からの資金調達を行う場合は、通常、証券会社等の第三者が事務取扱者・販売者として関与し、一定のルールや慣行に従った形で資金調達を実施する。

② 流通の場の提供者

証券取引所等の流通の場の提供者が、流通のゲートキーパーとして関与する。

③ 【発行局面】 事業・財務状況の精査、スクリーニング

投資適格性を確認し投資被害を未然に防止する趣旨から、IPOにおける幹事証券会社による引受審査や取引所による上場審査のように、事業・財務状況の精査やスクリーニングの実施が求められる。

④ 【発行局面】 発行価格の設定

投資価値に一定の根拠を持たせる趣旨から、IPOにおける公募価格の決定プロセス(主幹事による仮条件の設定、ブックビルディングによる実需の反映)のように、発行価格を客観的に設定するための一定の方式が存在する場合がある。

⑤ 【発行局面】 発行開示等

投資判断に不可欠な情報を標準化した形で提供する趣旨から、IPOにおける有価証券届出書等の公衆縦覧のように、一定の情報提供やその公表が求められる。

⑥ 【流通局面】 流通の場を通じた規律・不公正取引規制

規律の入り口として、流通の場を免許制の取引所や認可制のPTSといった限られた者に限定することで、規制の適切な適用を図るとともに、これらの者や市場参加者である証券会社による自主的な規律を通じ、公正な流通の実現を企図している。

次に、取引の公正、取引価格に対する信頼を確保する趣旨から、相場操縦の禁止やインサイダー取引規制を含む不公正取引規制が存在する。

⑦ 【流通局面】 継続開示等

発行局面と同様に、投資判断に不可欠な情報を標準化した形で提供する趣旨から、IPOにおける有価証券報告書等の公衆縦覧のように、一定の情報提供やその公表が継続的に求められる。

○ 上記を踏まえた上で、検討が必要と考えられる主な事項としては、以下のようなものが考えられるが、どうか。【参考資料P9～11】

(1)事務取扱者・販売者

○ IPOの場合は主幹事証券会社(第一種金商業者)が、プロ向け市場上場の場合はJ-Adviser(取引所からの特定業務の受託者)が、株式投資型CF(クラウドファンディング)の場合はCF仲介業者(第一種少額電子募集取扱業者)が、それぞれ販売・勧誘等に関与している。また、集団投資スキーム持分については、発行者自身が募集を行う場合、当該発行者は第二種金商業者の登録を受ける必要がある。

○ ICOの場合、ICOプラットフォームによる取扱例もあるが、発行者自身が募集を行うことが多い現状にある。

これを受け、以下の点を検討することが考えられるが、これらを含め、どのような点を検討する必要があるか。

- ・ トークンの販売・勧誘行為について、何らかの方策が必要とも考えられるが、どうか。その場合、どのような業規制が考えられるか。
- ・ 発行者自身が募集を行う場合も、何らかの業規制が必要とも考えられるが、どうか。その場合、どのような方策が考えられるか。
- ・ 業規制を行う場合、自主規制団体に一定の役割を求めることも考えられるが、どうか。その場合、どのような役割が考えられるか。

(2) 流通の場の提供者

○ IPOやプロ向け市場上場の場合は、証券取引所が中心となって、流通の場を提供している。株式投資型CFでは、証券会社は店頭取引の形で流通の場を提供し得るが、非上場株式であるため勧誘が禁止されており、ほとんど流通することはない。また、集団投資スキーム持分は通常流通しない。

○ ICOの場合、ICOプラットフォームやトークンの交換所が流通の場を提供している。

これを受け、以下の点を検討することが考えられるが、これを含め、どのような点を検討する必要があるか。

- ・ 流通の場を提供する役割を果たす者としてふさわしいと考えられるのは誰か。

(3) 事業・財務状況の精査、スクリーニング

○ IPOやプロ向け市場上場の場合は、幹事会社又はJ-Adviserによる審査のほか、取引所による審査及び公認会計士・監査法人による財務諸表等監査が行われる。また、株式投資型CFの場合は、インターネットを通じて行われる資金調達には詐欺的な行為に悪用されやすいことを踏まえると、発行者に対して最低限のチェックを行う必要性が高いことから、CF仲介業者によって、発行者や事業の実在性、事業計画の妥当性等の点につき、審査が行われている。

○ ICOの場合、発行者自身による募集であれば、具体的な規律はなく、第三者による審査は通常行われていない。他方、ICOトークンの設計の高い自由度が、既存の資金調達手段にアクセスできないスタートアップ企業の資金調達に資するなど、イノベーションに寄与しているとの指摘もある。

これを受け、以下の点を検討することが考えられるが、これらを含め、どのような点を検討する必要があるか。

- ・ 詐欺的な行為や権利内容が曖昧なトークンの発行・流通の防止、キャッシュフローの裏付けとなる事業の実現可能性の確認等のため、ICOトークンの発行者の事業・財務状況の精査やスクリーニングを実施する第三者が必要か。どのような方策が考えられるか。
- ・ トークンの内容が、株式と異なり非定型的であることに伴い、どのような点が問題となり得るか。スクリーニングの内容について、既存の資金調達手段による場合と比べ、異なる点はあるか。権利内容やその移転方法、トークン保有者以外の者(既存の株主等)との利害調整等、あらかじめ明確化を求めるべき点はないか。

(4)発行価格の設定

○ IPOの場合は、通常、主幹事証券会社において仮条件を定めた上で、ブックビルディングにより需給を反映した公募価格が決定される。プロ向け市場上場の場合は、発行者が取引所に対して評価額算定書を提出することにより取引所のチェックが及び、一定の客観性が保たれる。また、株式投資型CFの場合は、インターネットを通じて行われる資金調達は詐欺的な行為に悪用されやすいことを踏まえると、発行者に対して最低限のチェックを行う必要性が高いことから、CF仲介業者において目標募集額が発行者の事業に照らして適当であることなどが審査されている。

- ICOの場合、キャッシュフローの裏付けとなる事業が存在し、トークンの権利内容が明確であれば、客観的な価値の算定は不可能ではないと考えられるが、具体的な規律はなく、通常、投資単価は発行者により独自に決定され、客観的な価値の算定は行われていない(調達総額は需給により決まる)。

これを受け、以下の点を検討することが考えられるが、これを含め、どのような点を検討する必要があるか。

- ・ ICOトークンの発行に際し、公正な条件決定のための何らかの対応が必要とも考えられるが、どうか。その場合、どのような方策が考えられるか。

(5) 発行開示等

- IPOの場合、発行者により提出された有価証券届出書がEDINETにおいて公衆縦覧に供され、プロ向け市場上場の場合、特定証券情報が公表される。また、株式投資型CFの場合、CF仲介業者のウェブページにおいて投資家の投資判断に重要な影響を与える事項が公表される。

これに対し、集団投資スキーム持分の募集では、一定の場合を除き、公衆縦覧型の開示はない。

- ICOの場合、具体的な規律はなく、通常はプロジェクトの内容や資金用途等を記載したホワイトペーパーが発行時に公表されるが、その内容や作成プロセスは標準化されていない。

これを受け、以下の点を検討することが考えられるが、これを含め、どのような点を検討する必要があるか。

- ・ 利用者への情報提供のため、ICOトークンに係る発行開示等について、何らかの対応が必要とも考えられるが、どうか。その場合、どのような方策が考えられるか。

(6) 流通の場を通じた規律・不公正取引規制

- 前記のとおり、既存の資金調達手段のうち流通が想定される株式の流通の場は、IPOの場合は金融商品取引所(免許制)やPTS(認可制)、プロ向け市場上場の場合はプロ向け市場(免許制)に限られ、これらの者を通じて規制の適切な適用が図られている。

また、不公正取引規制として、流通性が高くないものを含め不正行為

の禁止や風説の流布の禁止等が適用されるが、さらに、IPOとプロ向け市場上場に関しては、相場操縦の禁止やインサイダー取引規制も適用される。

○ ICOトークンの持つ、流通性の高さ等を踏まえた上で、どのような点に留意すべきか。以下のような着眼点の例が考えられるが、これらを含め、どのような点を検討する必要があるか。

- ・ ICOトークンの流通性の高さを考慮した場合、その取引の公正や流通の円滑化のため、何らかの取引ルールが必要とも考えられるが、どうか。その場合、どのような方策が考えられるか。
- ・ 少なくとも一般の投資家へのICOトークンの販売は抑止すべきとの指摘もあるが、これについてどのように考えるか。

(注) 米国では、証券取引委員会(SEC)が厳格に証券規制を適用していることから、開示規制のかからない「認定投資家」(accredited investor)に対して発行され、その範囲でのみ流通するICOトークンが設計されるようになってきているとの指摘もある。この「認定投資家」該当者は、直近2年の年収が20万ドルを超える個人を含むなど、金融商品取引法上の適格機関投資家と比べ、相当程度幅広い。

(7) 継続開示等

○ IPOの場合、発行者により提出された有価証券報告書等がEDINETにおいて公衆縦覧に供され、取引所規則に基づくTDnetにおける適時開示や、決算短信の公表が行われる。プロ向け市場上場の場合、発行者情報が公表されるほか、IPOと同様に適時開示が行われる。また、株式投資型CFの場合、発行者が投資家に対して事業状況の定期的な情報提供を確保するための措置を、CF仲介業者が講じることとされている。

○ ICOの場合、具体的な規律はなく、プロジェクトの進捗状況等について、継続的な開示が積極的に行われている例は少ない。

これを受け、以下の点を検討することが考えられるが、これを含め、どのような点を検討する必要があるか。

- ・ 利用者への情報提供のため、ICOトークンに係る継続開示等について、何らかの対応が必要とも考えられるが、どうか。その場合、どのような方策が考えられるか。

(8)その他

- 上記(1)～(7)を含め、ICOについて、既存の資金調達手段と異なる規律を求めるべき事項はあるか。経済的な機能やリスクの点で、既存の資金調達手段とICOとの間で異なる規律を求める合理的理由はあるか。

- 上記(1)～(7)のほか、比較検討すべき点はあるか。