

討議資料(5)
(ICO に係る論点②)

- 今回は、これまでの研究会で Initial Coin Offering (ICO)に係る規制のあり方について討議した結果も踏まえ、ICOに係る規制のあり方について、更に討議を行う。

1. ICOに係る金融規制を検討するに当たっての基本的な考え方

【参考資料 P1～2】

- ICOについては、以下のような問題を指摘されることが多い一方で、グローバルに調達できる、中小企業が低コストで調達できる、流動性を生み出すなど、既存の資金調達手段にはない可能性があるとの指摘もある。

- ・ ICOが有効に活用されたとされる事例をほぼ見出し難い
- ・ 杜撰な事業計画と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

(注) 海外の研究者などによる報告書では、78%のICOプロジェクトが詐欺(scam)案件であるなどの指摘もある。

- ・ 他の利害関係者(株主、他の債権者等)の権利との関係も含め、トークンの権利内容に曖昧な点が多い
- ・ 多くの場合、投資家は転売できればよいと思っており、発行体は資金が調達できればよいと思っているのが現状であり、規律が働かず、モラルハザードが生じやすい

- 上記の点やこれまでの研究会の議論も踏まえると、ICOを禁止するのではなく、詐欺的事案が多いこと等を踏まえ、適正な自己責任を求めつつ、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を図っていくことが適当と考えられる。

- その際、資金調達に用いられる技術の如何を問わず、同様の機能やリスクについては同様の規制を適用するという考え方に基づき、ICOの機能やリスクに応じた規制を構築することが適当と考えられるが、どうか。具体的には、投資性を有するICOについては、投資に関する規制を参考として対応を検討することが適当と考えられる(後述2.)一方、それ以外のICOについても、支払・決済手段としての性格を有する場合は、決済に関する規制を参考として対応を検討することが適当と考えられる(後述3.)が、どうか。

2. 投資に関する金融規制を要するICOに係る規制の内容

【参考資料 P3～6】

○ 上述の考え方を踏まえ、どのような金融規制が適切かを検討するに当たっては、投資性を有するICOの特質と、それに伴い必要と考えられる規制の内容を整理する必要がある。海外を中心にこれまで行われてきたICO事例やそれに対する評価に鑑みると、投資性を有するICOには、一般的に下記の特徴があると考えられるか。

- ・ ICOトークンに表章されるとする権利(以下、「トークン表示権利」)は、トークンとともに電子的に移転するものと考えられており、事実上の流通性が高い。

(注) 「トークン」というものが現に存在しているわけではなく、トークンを「保有」しているとされる取引者は、実際には、台帳上に記録されているトークン残高を他のアドレスに移転させるための秘密鍵を管理しているにすぎないが、本討議資料では、この状態を便宜的に「トークンを保有している」と呼ぶこととする。

- ・ 一般投資家を対象として実施されるものが多い一方、その内容や設計の自由度が高く、発行時、発行後ともに、発行者と投資家との間の情報の非対称性が大きい。
- ・ 対面によらずに、インターネットを通じて投資家を募るため、発行者や販売者が潜在的な投資家にアプローチすることが容易である一方、実態がないなど詐欺的な事案を判別しづらい。
- ・ 仮想通貨等を利用した電子的方法での出資が可能であるため、大口投資への心理的障壁等が低い。

○ 上記特徴は、いずれも一般投資家にとってリスクを生じうるものであることを考慮すると、第8回研究会で討議いただいた既存の資金調達手段において求められている諸規律にも鑑み、投資性を有するICOには下記のような規律が求められると考えられるが、どうか。

- ・ 発行者と投資家との間の情報の非対称性を解消するための、継続的な情報提供・開示の仕組み
- ・ 詐欺的事案を抑止するための、販売業者等、第三者が関与しスクリーニングを及ぼしうる仕組み、発行者自身や当該第三者への監督を及ぼしうる仕組み

- ・ 発行者と投資家との情報の非対称性の大きさや、投資家の投資能力・経験等に応じて、流通の範囲等に差を設ける仕組み
- ・ 流通の場において、公正な取引が行われるようにするための、流通の場の提供者に対する監督を及ぼしうる仕組み
- ・ 不公正な行為を抑止する仕組み

○ 以上の諸点を踏まえると、投資性を有するICOトークンの上記特徴のうち、流通性の高さ、情報の非対称性の大きさという特徴が共通する株式等の有価証券に係る規制が参考になると考えられるが、どうか。

加えて、インターネット・非対面、電子的方法による出資といった特徴については、同じくインターネットを通じた資金調達である投資型クラウドファンディング(CF)等の制度もあわせて参考とすることも考えられるが、どうか。

○ なお、金融商品取引法上の資金調達の形態としては、不特定多数の一般投資家が参加できる金融商品取引所における資金調達があるほか、規制の柔構造化により、例えば、以下のとおり、その内容に応じて、開示規制や業規制について別途の措置が講じられている。

① 特定取引所金融商品市場(いわゆるプロ向け市場)における資金調達:取引参加者を特定投資家等に限定した市場における調達であって、有価証券届出書・有価証券報告書などの公衆縦覧型の開示よりも柔軟な情報提供の枠組みである、特定証券情報・発行者情報の公表が開示規制として求められているもの

(注) 特定投資家:適格機関投資家、国、日銀、特定目的会社、上場会社、資本金5億円以上の株式会社等

② 投資型クラウドファンディング:募集総額を1億円未満に、一人当たりの投資金額を50万円以下に制限し、CF仲介業者の登録要件を緩和する一方、CF仲介業者を通じて、投資者の投資判断に重要な影響を与える事項の公表が求められているもの

③ 適格機関投資家私募(いわゆるプロ私募):適格機関投資家によるのみ発行する場合に、開示規制が免除されるもの

(注1) 適格機関投資家:金融商品取引業者、銀行、保険会社、10億円以上の有価証券を有する法人であって届出を行った者、1年以上の有価証券取引経験・10億円以上の有価証券を有する個人であって届出を行った者等

(注2) 発行後の転売について、他の適格機関投資家に対する転売のみが認められている。

(参考) 上記①～③のほか、例えば、49名以下の者(適格機関投資家は除く)を相手方として行う取得勧誘である少人数私募の類型も開示規制の対象外。また、募集総額が1億円未満であれば、有価証券届出書の届出義務が免除される。

- 上記を踏まえた上で、投資性を有するICOに関する規制の調整・検討が必要と考えられる主な事項として、以下のようなものが考えられるが、どうか。

(1)投資に関する金融規制を要するトークン表示権利の性質

- 現状において、金融商品取引法との関係では、トークン表示権利が投資としての性格を持ち、かつ、下記①又は②を満たす場合、金融商品取引法上の集団投資スキーム持分として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

- しかし、購入の対価が私的な決済手段である仮想通貨であったとしても、その経済的効果は法定通貨で購入される場合と変わるわけではないことを踏まえると、上記②の場合に限らず、仮想通貨で購入される場合全般を規制対象とすることが適当と考えられるが、どうか。また、この点は、トークン表示権利に限らず、集団投資スキーム持分全般に妥当すると考えられるが、どうか。

- もっとも、前述のとおりトークン表示権利の流通性が事実上高いことを考慮した場合、通常流通しないことが想定されている「集団投資スキーム持分」と同等の規制を課すのではなく、流通性が高いことを前提として、適切な規制を検討することが適当と考えられるが、どうか。

(注) トークンの設計上、トークン表示権利が流通しない仕組みを有する場合には、「集団投資スキーム持分」として扱うことが考えられるか。

(2)開示規制

○ 例えば、金融商品取引法においては、開示規制の対象となる有価証券が規定されており、その中でも広く流通する蓋然性が高いと考えられる有価証券(第一項有価証券)とその蓋然性が低い有価証券(第二項有価証券)とに分けられている。投資性を有するトークン表示権利は、事実上多数の者に流通する可能性があるため、前者と同様の整理が適切と考えられるが、どうか。

○ また、金融商品取引法においては、有価証券の募集(公募)に該当する場合には、有価証券届出書(発行開示)や有価証券報告書(継続開示)のような公衆縦覧型の開示規制が課されている。他方、公募に該当しない場合(有価証券の私募)には、転売制限がかかることを前提に公衆縦覧型の開示規制は課されていない。トークン表示権利についても、同様の整理が適切と考えられるが、どうか。

(注) なお、トークン表示権利の販売を適格機関投資家私募等の形態で行う場合、転売制限の仕組みとして、プロトコルによる禁止や、CF仲介業者のような仲介業者による審査を課すことにより転売制限の実効性を担保することも考えられる。

○ 投資性を有するトークン表示権利は、これまでのところ、投資対象を一定の限定された範囲の事業・資産とし、当該事業等から生じた収益を分配することを内容とするものが一般的である。ただし、投資対象の範囲が発行者の既存事業に及び、その収益を分配するものも想定される。

トークン表示権利の開示内容については、既存の開示規制と同様に、その性質に応じた形で検討すべきと考えられるが、どうか。ICO特有の開示項目として、どのようなものが考えられるか。

(3) 事業・財務状況のスクリーニング、業規制

○ 既存の資金調達の場合を見ると、例えば、新規の株式公開(IPO)に伴う元引受けでは主幹事証券会社が、株式投資型・ファンド型CFの仲介ではCF仲介業者が、それぞれ法令上の審査義務を負い、具体的な審査項目は自主規制において定められている。

○ ICOについても、詐欺的な行為や内容が曖昧な権利の発行・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必要性は異ならないと考えられる。そのため、発行者と異なる第三者が、ト

クン表示権利の発行者に係る事業・財務状況を審査することが考えられるが、どうか。また、ICO特有の審査項目として、どのようなものが考えられるか。

(注) 株式投資型CFの場合、インターネットを通じて非対面で行われる資金調達であることの特質を踏まえ、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。

○ 金融商品取引法においては、有価証券の取扱業者は、その取り扱う有価証券の流通性の高低に応じ、第一種金融商品取引業又は第二種金融商品取引業に区別され業規制が課されている。トークン表示権利は、事実上多数の者に流通する可能性がある点で前者と同様であることを踏まえれば、それを取り扱う業者は、例えば、第一種金融商品取引業、又はそれと同等の業規制の対象とすることが適当と考えられるが、どうか。

○ 有価証券のうち、集団投資スキーム持分等の発行者自らがその販売を行う場合(いわゆる自己募集)に当たっては、第二種金融商品取引業の登録を要する。

(注) 当該規制は、平成18年証券取引法改正の際、ファンドの自己募集の形式を用いた問題事例が見られたこと等に起因して設けられたもの。

○ ICOにおいては、トークン表示権利の自己募集も多いとされる。詐欺的な行為や内容が曖昧な権利の発行・流通の防止等の必要性を踏まえると、自己募集よりも、投資型CFにおけるCF仲介業者のように、第三者である仲介業者による審査を経る方が、お手盛りの危険の排除、審査実務の蓄積・発展の観点から、より望ましい形と考えられるが、この点についてどのように考えるべきか。

○ 仮に自己募集を認める場合には、上記の問題への対応方法としては、下記の案が考えられるが、どうか。

- ・ 例えば、金融商品取引業のような業の登録を求め、業規制の対象とする
- ・ 業規制の対象とはせず、発行に係る開示規制を課した上で、開示内容等の審査を厳格に行う

○ この点、将来における投資回収の機会に至るまで継続的に監督下に

置くとの観点から、上記両案の中では、業登録の仕組みを活用することも考えられるが、どうか。

(4) 一般投資家への投資勧誘の制限等

- 非上場株式については、未公開株詐欺が社会問題となってきたが、現状、日本証券業協会（以下、「日証協」）の自主規制規則により適格機関投資家以外への投資勧誘が制限されているため、一般投資家に広く流通することは通常想定されていない。

（注1）日証協は、同規則の趣旨を、非上場株式は、「ディスクロージャー及び会計監査が求められておらず、投資判断に必要な情報が適切に提供されている」とは言い難いことから、本協会では、証券会社が投資者に対して非上場株式の投資勧誘を行ってはならないこととしている」としている。

（注2）同規則では、以下の投資勧誘は制限されていない。

- ・ 店頭取扱有価証券の勧誘（フェニックス銘柄はここに含まれる）
- ・ 株式投資型CFとして実施する勧誘
- ・ 株主コミュニティ制度の対象銘柄の、同コミュニティ参加者への勧誘

- ICOについては、杜撰な事業計画や詐欺的な事案が多いとの指摘もある中で、投資者保護の観点から、一般投資家に広く販売することは控えるべきとの意見がある。

このため、上場していないトークン表示権利については、非上場株式等と同様に、適格機関投資家以外への投資勧誘を、例えば、上記と同様に制限することにより、一般投資家への流通を一定程度抑止することが適当かどうかについて、どのように考えるべきか。

また、仮に投資勧誘を制限する場合、いかなる行為を投資勧誘と捉えることが適当か。

（注）ICOにおいては、投資機会に関する情報提供はインターネット上で行われることが一般的である。その際、発行者や販売者がターゲティング広告等を利用することにより、ICOへの参加を積極的に求めていない一般の投資家に対しても、他のウェブサービス等の利用の際に特定のICO案件の広告を自動的に表示する等して誘引が図られる場合がある。また、いわゆるアフィリエイト広告として、発行者や販売者以外の者（ブロガー等）が投資家を販売用ウェブページ等に誘引することで報酬を得る事例も多く見られる。これらの行為は、ICO以外の投資サービスの提供に際しても同様に見られるものであるが、従来考えられてきた意味での投資勧誘とは性質を異にするとも考えられ、今後、横断的な

検討が必要か。

- また、トークン表示権利を自己募集により投資勧誘する場合にも同様の対応をすることが適当と考えられるが、どうか。

(5) 流通の場に関する規制

- 株式の流通の場としては、自主規制を含む規制の柔構造化により、現在、以下のようなものが存在している。

- ・ 金融商品取引所（いわゆる証券取引所。東京証券取引所等）
- ・ 株式PTS（私設取引システム。現在上場株式のみ流通）
- ・ 特定取引所金融商品市場（いわゆるプロ向け市場。TOKYO PRO Market）
- ・ 日証協の株主コミュニティ銘柄制度上の店頭取引
- ・ 証券会社における上記以外の店頭取引

（注）このほか、日証協が設置可能な店頭売買有価証券市場（旧ジャスダック。現在は存在しない）、日証協の自主規制に基づく店頭取扱有価証券としての店頭取引（フェニックス銘柄制度。現在の指定銘柄はない）が、制度上存在する。

- トークン表示権利については、その特徴を踏まえたとしても、上記のようなもの以外の独自の流通形態をあらかじめ用意すべき特段の必要性があるかどうか。他方、上場を制度的に禁止するなど、上記形態の一部を利用できないようにする対応の必要性があるかどうか。

（注）現在、株式PTSでは非上場株式の取扱いが認められていないところ、仮に、上場していないトークン表示権利についても同様の扱いとすれば、PTSでの取扱いは認められないこととなる。

(6) 不公正取引規制

- 金融商品取引法では、流通性が低い有価証券も含め、不正行為の禁止や風説の流布等の禁止が適用されるが、さらに、上場有価証券等については、下記のとおり相場操縦の禁止やインサイダー取引規制も適用される。

- ・ 相場操縦の禁止：上場有価証券、店頭売買有価証券（旧ジャスダッ

ク銘柄。現在は存在しない)、日証協が投資勧誘を禁じていない一部の有価証券

・ インサイダー取引規制: 上記有価証券のうち、株式、社債、REIT等。

○ トークン表示権利についても、流通の場における不公正な行為を抑止する仕組みが必要と考えられるところ、仮に、トークン表示権利を金融商品取引法の規制対象たる有価証券と同等なものとして位置付けた場合、不正行為の禁止や風説の流布等の禁止は、当然に適用されることになる。また、取引所に上場された場合、相場操縦の禁止の対象ともなる。

○ 他方、インサイダー取引規制は、会社情報の適時開示制度を前提とするものであるところ、トークン表示権利については、その設計の自由度が高い一方、何が投資者の投資判断に著しい影響を及ぼす重要事実に該当するかは現時点において明らかでない。こうしたことから、インサイダー取引規制については、実施例の蓄積や自主規制による適時開示の充実といった状況が生じた後に、改めて検討することも考えられるが、どうか。

(7)その他

○ 上記(1)～(6)のほか、検討すべき点はあるか。

3. 決済に関する金融規制を要する ICO に係る規制の内容【参考資料 P7】

○ ICOにおいて発行されるトークンが、下記①又は②を満たし、かつ、法定通貨建てでない場合、当該トークンは資金決済法上の仮想通貨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

○ 第6回研究会で討議いただいたように、仮想通貨交換業者においては、利用者保護や仮想通貨交換業の適正な遂行の確保に支障を及ぼすおそれのある仮想通貨を取り扱わない措置を講じ、そのために必要な審査・継続的な検証を行っていくことが重要と考えられる。こうした点は、仮

想通貨に該当するICOトークンについても同様に妥当と考えられるが、どうか。

○ また、ICOトークンを含め、発行者が存在する仮想通貨については、発行者が業として当該仮想通貨を販売する場合には、当該行為は仮想通貨交換業に該当すると考えられる一方、発行者の依頼に基づき、仮想通貨交換業者が販売を行い、発行者自身はその販売を全く行わない場合には、発行者の行為は基本的に仮想通貨交換業に該当しないと考えられる。

○ こうした場合も含め、発行者が存在する仮想通貨については、利用者保護の観点から、仮想通貨交換業者の顧客が適切な情報提供を受けられるよう、仮想通貨交換業者に対し、以下のような情報を顧客に提供することなどを求めることも考えられるが、どうか。

- ・ 発行者に関する情報、発行者が仮想通貨の保有者に対して負う債務の有無・内容、発行価格の算定根拠
- ・ ICOの場合には、上記に加え、発行者が作成した事業計画書、事業の実現可能性、事業の進捗

(注1) 資金決済法上、仮想通貨交換業者には、顧客に対し、以下のような情報を提供する義務が課されている。

- ・ 利用者の取引判断に影響を及ぼすこととなる重要な事由を直接の原因として損失が生ずるおそれがあるときは、その旨及びその理由
- ・ その他取引の内容に関し参考となると認められる事項

(注2) 第5回研究会における配布資料によれば、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、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。

○ なお、ICOについては、詐欺的事案が多いとの指摘があることを踏まえると、購入者自らが自己責任で十分に注意することについて繰り返し注意喚起を行うことや、仮想通貨交換業者において、特に厳正な審査を行い、問題がないと判断したもの以外の販売を行わないといった対応が必要とも考えられるが、どのように考えるべきか。

(注) 以下のような事例もあるとの指摘もあり、ICOに係る詐欺的事案の抑止の

観点から、監督上、無登録営業について適切に対応していくことも重要である。

- ① 日本国内にある者が仮想通貨に該当するICOトークンを発行。
- ② 当該発行者が、国内の者に対して、トークンの内容や購入方法を宣伝し、
(日本で無登録の)海外の仮想通貨の交換業者を通じ、トークンを販売。