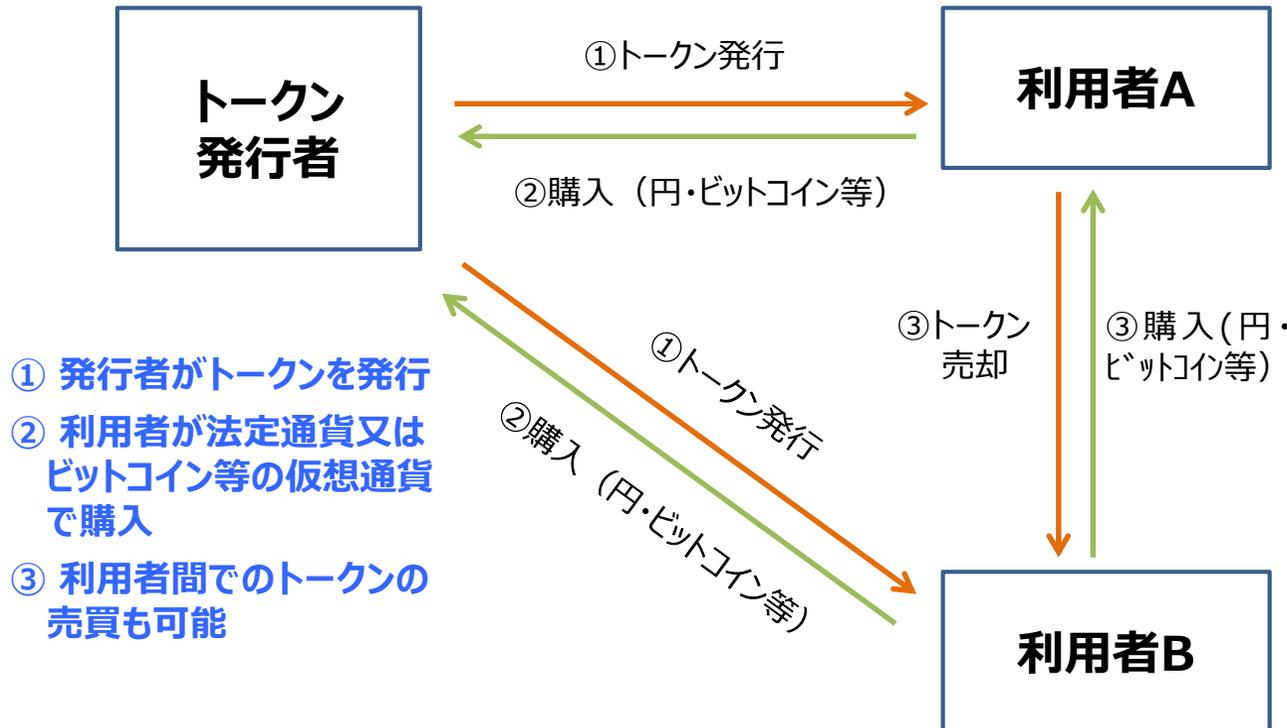


参考資料

2018年11月26日
金融庁

ICO (Initial Coin Offering)

- 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**の総称。
- トークン設計の自由度は高く、**様々な性格のトークンが存在**。
- ICOに係る「権利」がある場合、その内容等は通常、発行者が公表するいわゆる“ホワイトペーパー”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とされる。ただし、**根拠法（株式でいえば会社法）はなく、権利内容が曖昧な場合も多い**との指摘がある。
- ICOは、海外において活発に行われているが、国内での実施例は少ない。
- 多くの主要国が投資型トークンに金融規制が適用され得る旨を公表している中、**国内では実質的に法定通貨による出資と同視される場合を除き規制対象外**。



【ICOの分類の例】

- (1) 投資型：
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
- (2) その他の利用権型：
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) 無権利型：
発行者からの直接的な見返りは求めていないケース

- **78%**のICOプロジェクトが**詐欺 (scam)** 案件であるとオンライン上のコミュニティで認識されている (Satis Group のレポート, 2018.07)
- **71%**のICOは、**製品やプロトタイプを全く市場に提供していない** (Ernst & Young のレポート, 2018.10)
- ホワイトペーパー等の**販売資料で約束した内容** (トークンの供給量上限・譲渡制限の有無等) が、実際のトークン設計に**反映されていない**ケースがある (ペンシルバニア大学ロースクール研究者らによる研究, 2018.07)
- **リターン**がプラスとなるICOプロジェクトの数は、ICO実施後、時間が経過すればするほど**急速に減少する** (GreySpark Partners のレポート, 2018.09)
- 米国にて、2018年9月末までに**20件**のサイバー関連案件 (ICO、暗号資産事案を含む) を**検挙**、**225件以上**を**捜査中** (SEC執行部門の年次報告書, 2018.11)

調達プロセス関与者

● 事務取扱者・販売者

発行者以外の者の関与により、一定のルール・慣行に従った形で資金調達を実施させる。

- (例) ・証券会社 (IPO)
・J-Adviser (プロ市場)
・CF仲介業者

● 流通の場の提供者

流通のゲートキーパーとなる。

- (例) ・証券取引所
・プロ向け市場
・証券会社 (店頭取引)

● 発行者

※自己募集の場合。

発行局面の規律

● 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。

- IPOでは: ・幹事の引受審査 (目論見書審査を含む)
・証券取引所の上場審査
・公認会計士・監査法人の財務諸表等監査

● 発行価格の設定

投資価値に一定の根拠を持たせる。

- IPOでは: ・仮条件の設定 (一定の方式での算定)
・ブックビルディング (需要に基づく調整)

● 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。

- IPOでは: ・有価証券届出書等の提出、公衆縦覧
・公認会計士・監査法人の財務諸表等監査
・投資家に対する目論見書の交付

流通局面の規律

● 流通の場を通じた規律

流通の場を限定することで、規制の適切な適用を図るとともに、自主的な規律を通じ、公正な流通を実現する。

- IPOでは: ・取引所 (免許制) 及びPTS (認可制)
・取引所による上場適格性の継続監視

● 不公正取引規制

取引の公正、取引価格に対する信頼を確保する。

- IPOでは: ・不正行為の禁止 ・風説の流布等の禁止
・相場操縦の禁止 ・インサイダー取引規制

● 継続開示等

投資判断に不可欠な情報を、標準化した形で提供。

- IPOでは: ・有価証券報告書等の提出、公衆縦覧
・公認会計士・監査法人の財務諸表等監査
・TDnetにおける適時開示

開示規制違反に対する エンフォースメント手段

課徴金制度、刑事罰、裁判所への禁止・停止申立て、民事責任の特則 (無過失責任等)

関連する制度的枠組

● 民事法に基づくガバナンス等

● 監査のための会計基準

● 資金調達に係る税制

既存の資金調達手段に対する規律と、投資性を持つICOに係る検討事項①

第8回研究会・事務局
提出資料より抜粋

	投資対象・販売先	(1) 事務取扱者・販売者	(2) 流通の場の提供者
株式のIPOに伴う募集	株式(上場有価証券) → 一般投資家に販売 [一項有価証券]	幹事証券会社 ※特に主幹事 [一種金商業者]	・証券取引所 ・証券会社(店頭) [流通性:高]
プロ向け市場上場に 伴う特定投資家私募	株式(上場有価証券) → 特定投資家だけに販売 [一項有価証券]	J-Adviser [取引所の特定業務受託者]	・証券取引所(プロ向け市場) ・証券会社(店頭) [流通性:中]
株式投資型クラウド ファンディング(CF)	株式(非上場有価証券) → 一般投資家に販売 ※1人50万円、総額1億円まで [一項有価証券]	CF仲介業者 [一種金商業者、又は一種少額電子募集取扱業者]	証券会社(店頭) ※ただし非上場株式であるため勧誘禁止 [流通性:低]
集団投資スキームの募集	特定の事業に対する収益 分配権の持分 → 一般投資家に販売 [二項有価証券]	発行者自身 or 販売業者 [二種金商業者]	(通常流通しない) [流通性:通常無]
ICOの現状	特定の事業に対する収益 分配権を表章するトークン → 一般投資家に販売	発行者自身 or ICOプラットフォーム	ICOプラットフォーム or トークンの交換所 [流通性:高]
主な検討対象	—	<ul style="list-style-type: none"> 販売・勧誘行為について、何らかの業規制が必要か。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か。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担わせるか。 	<ul style="list-style-type: none"> 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。

既存の資金調達手段に対する規律と、投資性を持つICOに係る検討事項②

第8回研究会・事務局
提出資料より抜粋

	(3) 事業・財務状況の精査、スクリーニング	(4) 発行価格の設定 (客観的算定等)	(5) 発行開示等
株式のIPOに伴う募集	<ul style="list-style-type: none"> ・幹事による引受審査 ・取引所による実質的審査 ・監査証明(2年分) 	主幹事による仮条件の決定、ブックビルディングによる価格の決定	<ul style="list-style-type: none"> ・有価証券届出書のEDINET 公衆縦覧 ・目論見書の交付
プロ向け市場上場に 伴う特定投資家私募	<ul style="list-style-type: none"> ・J-Adviserによる審査 ・取引所による形式的審査 ・監査証明(1年分) 	発行者による評価額算定書の提出	特定証券情報の公表 ※取引所HP or 発行者HP
株式投資型クラウド ファンディング(CF)	CF仲介業者による審査 ※発行者や事業の実在性、事業計画の妥当性、 調達資金の用途等	CF仲介業者による目標 募集額の適当性審査	CF仲介業者による、投資判断に 重要な影響を与える事項の公表 ※CF仲介業者HP
集団投資スキーム の募集	—	—	契約締結前交付書面の交付 ※有価証券に投資している場合、公 衆縦覧型の開示規制あり
ICOの現状	(具体的な規律なし) ※仮想通貨に該当する場合について、認定協 会は、対象事業の適格性、実現可能性の審査 義務、情報提供義務等の自主規制案を検討	(具体的な規律なし) ※発行者が独自に決定し、 調達総額は需給次第	(具体的な規律なし) ※通常はいわゆるホワイトペー パーが公表されるが、内容や作成プロ セスは区々
主な検討対象	<ul style="list-style-type: none"> ・発行者の事業・財務状況の精査・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。 ・トークンの内容が非定型であることに伴い、何が 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。 	<ul style="list-style-type: none"> ・発行に際し、公正な条件 決定のための何らかの対 応が必要か。どのような 方策が考えられるか。 	<ul style="list-style-type: none"> ・利用者への情報提供のため、発行 開示等について何らかの対応が必要 か。どのような方策が考えられる か。

既存の資金調達手段に対する規律と、投資性を持つICOに係る検討事項③

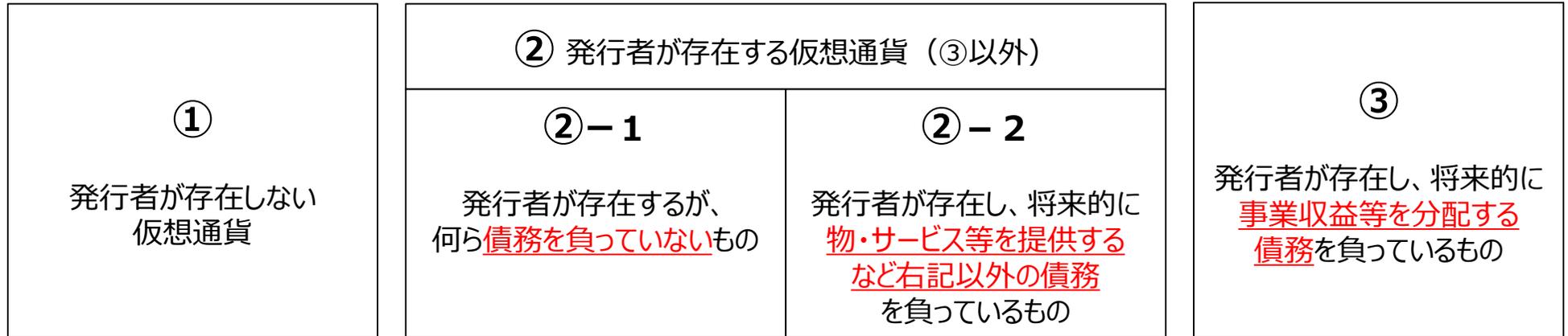
第8回研究会・事務局
提出資料より抜粋

	(6) 流通の場を通じた規律・不公正取引規制		(7) 継続開示等
株式のIPOに伴う募集	<ul style="list-style-type: none"> 取引所(免許制) PTS(認可制) 証券会社の店頭(登録制) 	<ul style="list-style-type: none"> 不正行為の禁止 風説の流布等の禁止 相場操縦の禁止 インサイダー取引規制 	<ul style="list-style-type: none"> 有価証券報告書等のEDINET 公衆縦覧 TDnet適時開示
プロ向け市場上場に 伴う特定投資家私募	<ul style="list-style-type: none"> プロ向け市場(免許制) 証券会社の店頭(登録制) 		<ul style="list-style-type: none"> 発行者情報の公表 ※取引所HP or 発行者HP TDnet適時開示
株式投資型クラウド ファンディング(CF)	<ul style="list-style-type: none"> 証券会社の店頭(登録制) ※ただし非上場株式であるため勧誘禁止	<ul style="list-style-type: none"> 不正行為の禁止 風説の流布等の禁止 	発行者による事業状況の定期的な情報提供 ※CF仲介業者は、当該情報提供を確保するための措置を講じる
集団投資スキームの募集	(通常流通しない)		(原則なし) ※有価証券に投資している場合、公衆縦覧型の開示規制あり

ICOの現状	ICOプラットフォーム or トークンの交換所	(具体的な規律なし)	(具体的な規律なし)
主な検討対象	<ul style="list-style-type: none"> 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か。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販売は抑止すべきとの指摘もあるが、どう考えるか。 		<ul style="list-style-type: none"> 利用者への情報提供のため、継続開示等について何らかの対応が必要か。どのような方策が考えられるか。

仮想通貨に係る整理

(決済規制の対象となる仮想通貨への対応)



決済規制

上記①、②について

- 交換業者に、「利用者保護又は仮想通貨交換業の適正かつ確実な遂行に支障を及ぼすおそれがある」仮想通貨を取扱わない措置を求めることが考えられる。

上記② (発行者が存在する場合) について

- 交換業者に、顧客に対する以下の情報提供を求めることが考えられる。
 - ・ 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など
 - ・ (ICOの場合は上記に加え) 発行者が作成した事業計画書、事業の実現可能性、事業の進捗など

投資規制

投資に関する既存の金融規制を参考に対応を検討。