

米国などでの、暗号資産規制に向けての動きはいかに？

—暗号資産分野において不安定な状況が続く中、効率的な発展のためには明確な規制が必要であることが浮き彫りにされているながら、どのように規制すべきかについては、現在も議論が続いています。

アダム・ゴールドバーグ、リチャード・ドノヒュー、デイビッド・オリウエンスタイン、エレノア・ファーロン

- 最近の仮想通貨分野における不安定な状況は、暗号資産が米国証券取引委員会 (SEC) や米国商品先物取引委員会 (CFTC) の管轄下にある証券に該当するかどうかをめぐる米国内の議論をさらに激化させることになるでしょう。
- SEC を含む主要なプレーヤーは、すべての暗号資産が証券であるわけではないとの見解をもっており、米国が国際競争力のある暗号資産のエコシステムを発展させるためには、連邦政府からさらなる指針が必要であると主張しています。
- 他の国では、暗号資産が広範囲な特性を持ち得ることを考慮して、様々なトークン分類を許容するという暗号資産規制へのアプローチを既にとっていたり、そのようなアプローチの構築に取り組む姿勢を示しています。

FTX の崩壊後、暗号資産の規制に対する注目が世界的に高まっています。特に米国で重要な問題となっているのは、暗号資産を証券規制の対象とすべきかどうか、また、どのような場合に証券規制の対象とすべきかという点です。この議論は、暗号資産の用途が多様であるため、複雑です。一例として、イーサリアム (Ethereum) ブロックチェーン上の ERC-20 から派生したトークンは、配当支払いを自動化する機能を備えた企業株のトークン化に使用されてきた一方、ERC-721 トークン標準は、非代替性トークン (NFT) の作成に使用されてきました。これらのトークンの使用例は、全く異なる機能を持ち、さらに変更することも可能です。様々な使用例をどのように規制するのが最適なのかが、暗号資産の法的議論の中心にあります。

米国のアプローチ

米国連邦証券法の下では、暗号資産は、米国最高裁判所が 1946 年に SEC 対 W.J. Howey Co. 事件の判決で定めた 4 つの要因テスト (Howey テスト) の下で「投資契約」に該当する場合、1933 年証券法および 1934 年証券取引所法の対象となる「証券」とみなされます。規制対象の投資契約は、(1) 金銭の投資であり、(2) 共同事業への投資であり、(3) 利益の期待があり、(4) 他者の取り組みへの依存がある場合に存在するとみなされます。

SEC は、2017 年に初めて暗号資産にこの Howey テストを適用しました。Munchee 社は、iPhone アプリを改善するために約 1500 万ドルを調達する ICO (Initial Coin Offering) を発表し、

そのトークンは「ユーティリティトークン」、すなわち特定の用途 (この事例においては Munchee アプリ内での使用のみに限定) を想定して設計されたトークンであるため、ICO は SEC 登録を必

要としないとの立場を同社はとりました。しかし、SEC は Munchee 社の主張を否定し、2017 年 12 月、Munchee 社のトークンはその価値の上昇によって投資家の利益の期待が生じるため、規制の対象となる投資契約であると認定しました。SEC は、Munchee 社に対する強制執行措置を実行した数ヶ月前(2017 年 7 月)に、暗号資産に対する連邦証券法の適用性に関するガイダンスを示した調査報告書(DAO レポート)を発行したときに、この立場を既に示していました。

2019 年に、SEC は“[Framework for Investment Contract Analysis of Digital Assets](#)”(「暗号資産の投資契約分析の枠組み」、以下、「2019 年フレームワーク」)において、暗号資産に対する Howey 分析の適用性に関する見解をさらに説明しました。2019 年フレームワークでは、購入者が他者の取り組みから得られる利益について合理的な期待を持っているかどうかを SEC がどのように判断するかについて、とりわけ焦点が当てられています。2019 年フレームワークでは、Howey テストを適用するにあたり、SEC は、(a)購入者が、プロモーター、スポンサー、その他の関連する第三者の取り組みに依存することを合理的に期待しているかどうか、(b)これらの第三者の取り組みが事務的のものではなく、重要かつ管理的であるかどうか、そして(c)購入者が、原資産の需給だけに起因する単なる価格上昇ではなく、当初の投資や事業展開から生じる資本増価などの利益や、購入者の資金から生じる収益への参加を合理的に期待しているか否か、という点を判断しようと考えていることが示されています。2019 年フレームワークでは、暗号資産の二次販売または提供は、最初の販売と同じ分析に加えて、他者の継続的な取り組みに関する追加の考慮事項の対象となることが規定されています。

2019 年フレームワークでは、暗号資産が証券であるかどうかを判断する際に SEC が考慮する要因を多く挙げていますが、SEC のゲーリー・ゲンスラー委員長は 2022 年 4 月に、ほぼすべての暗号資産が証券であると考えていると述べています。彼は[公開された発言](#)で、「実際、ほとんどの暗号トークンには、利益を見込んで一般から資金を調達しようとしている起業家グループが関与しており、これはまさに我々の管轄下にある投資契約または証券の特徴である。」と述べています。これとは対照的に、元 SEC 法人金融局長のビル・ヒンマン氏は 2018 年 6 月、分散型であり中央の第三者が存在しない [Bitcoin と Ether は証券ではない](#)と述べています。これらの対照的な見解が、今、ニューヨーク南部地区連邦地方裁判所で争われているのです。2022 年 10 月、裁判所は、ビル・ヒンマン元局長の講演に関連して作成された SEC 内部の通信・文書(ヒンマン文書)の開示を命じ、多くの人がその閲覧を待ち望んでいます。その後、SEC は、ヒンマン文書などを公開から除外するようにと裁判所に求めています。

一部の利害関係者は、暗号資産がどの場合に証券になるかについて、ゲンスラー委員長の広範な見解と一致する行動をとっています。最近の動きとしては、[Nexo 社が米国でのサービスを段階的に終了すると発表](#)し、投資家が特定の暗号資産について利益を得ることができる同社の収益商品を 2022 年 12 月 5 日に米国 8 州から撤退させたことが挙げられます。一方、投資家は、利子獲得プログラムを有価証券として登録しなかったとして、[ジェミニ社を提訴](#)しています。

ゲンスラー委員長の見解が正しいとすれば、米国の証券取引法が米国外の暗号資産市場参加者にどのように適用されるかについての疑問が浮上します。Morrison 対 National Australia Bank (561 U.S. 247、2010 年) は、1934 年の証券取引所法の域外適用を制限したものの、SEC は、その後のドッド・フランク法の成立により、当局の米国の領土外の行為に証券法を適用する能力が回復されたという立場をとっており、裁判所のその後の判例もその姿勢を支持するものです。(SEC 対 Traffic Monsoon, LLC, 245 F. Supp. 3d 1275, 1282 (D. Utah 2017 年) を参照ください。) 市場参加者は、例えば、海外に居住する米国市民や永住権保持者と暗号資産取引を行う場合、米国法の域外適用に留意する必要があります。

暗号資産に関する SEC の広範な立場が正しいということに、すべての関係者が同意しているわけではありません。2022 年 7 月、暗号資産取引所の Coinbase は、暗号資産の規制を規定す

る明確な規則を求める嘆願書を SEC に提出し、従来の株式中心の証券規制はブロックチェーンベースの技術に適していないと訴えました。CFTC も、暗号資産に対して SEC が管轄権を有しているかについて疑問を呈しています。CFTC は、レバレッジドリテール商品取引、デリバティブ、先物契約などを規制しています。その CFTC は、Bitcoin や Ether は同委員会の管轄下にある商品であり、暗号資産の先物契約に投資するファンドマネージャーや、暗号資産に投資するためにレバレッジや証拠金を使用するファンドは CFTC に登録しなければならない、という立場を取っています。

米国上院では、ワイオミング州選出のシンシア・ラムス共和党上院議員とニューヨーク州選出のキルステン・ジリブランド民主党上院議員が、暗号資産に関する幅広い規制の枠組みを考案し、CFTC に監督責任の大部分を与えるという超党派の法案を作成中です。また、ミシガン州選出のデビー・スタベナウ民主党上院議員は、暗号資産と取引プラットフォームに対する広範な管轄権を CFTC に認めるという法案を提出しました。更に、米国下院では、超党派グループが、CFTC によるデジタル商品取引所の規制を可能にし、デジタル商品の販売や取引所の登録などの条件を定める法案を提出しています。これらの法案は重複している所もありますが、完全に一致しているわけではありません。そして、ここでは3つの法案を例として挙げましたが、議会には、暗号資産の規制に関連する法案や決議が、これまでに 50 以上提出されています。

国際的な取り扱い

米国以外では、いくつかの国が、暗号資産の多様な用途を認識し考慮した規制の枠組みに向けて、重要な一歩を踏み出しています。例えば、英国では、金融行為規制機構(Financial Conduct Authority)が 2019 年に暗号資産に関する指針 ([Guidance on Cryptoassets](#)) を発表し、デジタルトークンを規制対象トークンと非規制対象トークンに分けています。規制対象となるトークンには、(i)「セキュリティトークン」及び(ii)「電子マネートークン」などが含まれ、所有権、返済または将来の利益の分配を受ける権利などといった 2000 年金融サービス市場法 (Financial Services and Markets Act, FSMA) 上の「特定投資」(Specified Investments) に類似した権利及び義務を提供するものです。規制対象外のトークンには、ユーティリティトークンやエクステンジブトークンなど、他のすべての種類のトークンが含まれます。英国議会では、金融市場及びサービスに関する法案 ([Financial Markets and Services Bill](#)) も審議されています。この法案は、英国の暗号資産市場に対する規制当局の監視を強化し、暗号資産を明示的に FSMA の範囲に取り込むものです。

スイスでは、2021 年に分散型台帳技術法 ([Decentralized Ledger Technology Act](#)) が採択され、証券がブロックチェーンに基づくものであるという法的根拠が示されました。一方、EU は暗号資産規制法案 ([Market in Crypto Assets \(MiCA\)](#)) の一環で複数の暗号資産市場に関する規制の導入を進めており、既存の法律でまだカバーされていないすべての暗号資産を取り込み、規制することになります。この他、オーストラリア、ブラジル、ドバイ、香港、シンガポールなども、独自の暗号資産規制の枠組みの確立に取り組んでいます。

結論

米国は暗号資産に関する包括的な規制及び執行の枠組みをまだ採用していません。したがって、米国の暗号資産市場への参加は、関連する取引が証券として規制されるのか、商品として規制されるのか、あるいは全く規制されないのかを事前に慎重に検討する必要があります。国際的な規制のアプローチは大きく異なるため、暗号資産を用いた多地域間取引を行う際には、さらなる検討と分析が必要です。

本稿の原文(英文)につきましては、[How Are Digital Assets Regulated in the United States and Elsewhere?](#) をご参照ください。

本稿の内容に関する連絡先

ジェフ・シュレップファー（日本語対応可）

jeff.schrepfer@pillsburylaw.com

サイモン・バレット

simon.barrett@pillsburylaw.com

松下 オリビア（日本語対応可）

olivia.matsushita@pillsburylaw.com

奈良房永（日本語版監修）

fusae.nara@pillsburylaw.com

Adam Goldberg

adam.goldberg@pillsburylaw.com

Richard P. Donoghue

richard.donoghue@pillsburylaw.com

David Oliwenstein

david.oliwenstein@pillsburylaw.com

Eleanor Furlong

eleanor.furlong@pillsburylaw.com

Legal Wire 配信に関するお問い合わせ

田中里美

satomi.tanaka@pillsburylaw.com

This publication is issued periodically to keep Pillsbury Winthrop Shaw Pittman LLP clients and other interested parties informed of current legal developments that may affect or otherwise be of interest to them. The comments contained herein do not constitute legal opinion and should not be regarded as a substitute for legal advice.

© 2023 Pillsbury Winthrop Shaw Pittman LLP. All Rights Reserved.