

2019年6月5日

金融財財務研究会セミナー

STO(Security Token Offering)による資金調達と国内外の法律上の問題点

創・佐藤法律事務所

弁護士 斎藤 創

0 目次

- 1 STO とは何か
 - (1) STO とは何か、定義
 - (2) 国内情勢、海外情勢
- 2 現行法下での STO
 - (1) 仮想通貨法
 - (2) 金融商品取引法(ファンド規制)、仮想通貨による出資
- 3 STO に関する金商法改正
 - (1) 金商法改正の概要
 - (2) 今後の想定スケジュール
 - (3) 考えられる STO とは
- 4 検討すべきその他の論点
 - (1) 会社法上の手続き
 - (2) 上場会社の場合のディスクロージャー
 - (3) 税法
- 5 海外の規制の概要
 - (1) 米国法と Howey Test
 - (2) その他の国の法律

I STO とは何か

1 STO の定義

Security Token と呼ばれるトークン(ブロックチェーン上での権利)の発行による資金調達

ただし、何が Security Token に該当するかは国や論者により定義が異なる。

例えば Inwara(ICO、STO についてのリサーチ会社の Report だと、セキュリティートークンは実社会の金融資産を表彰する暗号トークン。ユーティリティートークンは発行体のサービスや製品へのアクセスを付与する。発行会社に対する権限を表す場合、株式トークンとなる場合もある、と定義される。(金融資産を表彰、又は株式を表彰)

本セミナーでは、主として、金銭・仮想通貨・その他財産により、配当又は 100%以上の元本償還が想定されているトークンを Security Token とする。但し、例えば米国では Security Token の範囲が広い等、定義が変わる

2 国内情勢、海外情勢

国内では”流通可能な”STO の発行事例は知っている限り存在しない(後記の規制の問題)。

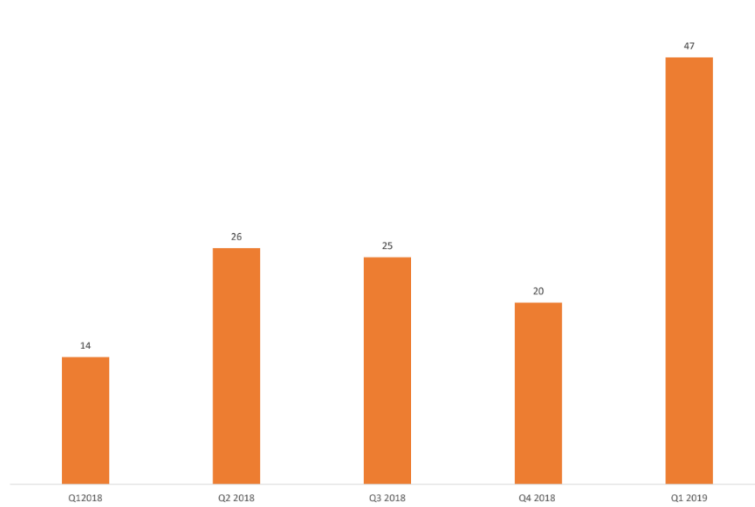
なお、インドの会社が譲渡制限がある配当付 Security Token を日本の適格機関投資家に販売した事例、匿名組合出資持分をトークン化した事例(譲渡は発行体の承諾で?)、等の例も存在

海外では、2019Q1 の STO が 47 件、去年 1 年の STO が 85 件(2018 年 Q 1 が 20 件)だったのに比べて倍増であり、STO ブーム到来と言われている。

→ 但し、まだまだ数が少なく、ブームとまで言えないのではの声も

→ ICO の数が減少しており、2018Q4 が 741 件、2019Q1 が 285 件、それを埋められてはいない。

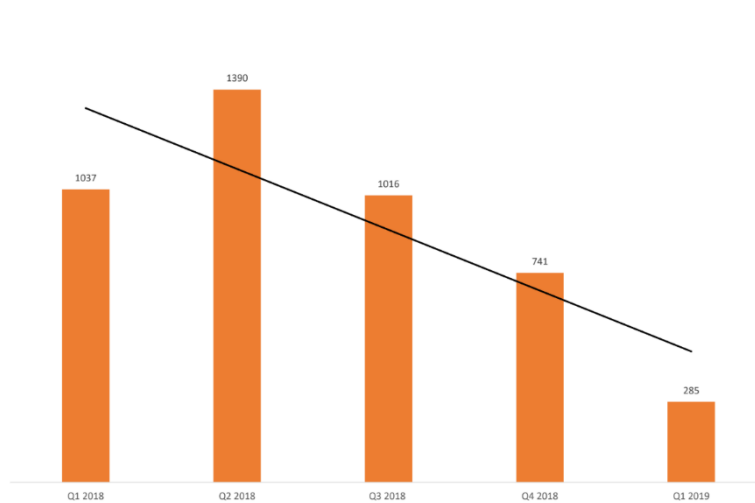
No. of STOs by Quarter: STOs are booming!



- The number of Security Token Offerings during Q1 2019 observed a meteoric rise with over 130% growth over the previous quarter
- When regulatory authorities in major countries like the USA, imposed stringent ICO sales regulations, this created a hostile environment for launching an ICO – Enter the STO. The inadvertent fall of ICOs at the hand of regulatory authorities is likely the reason for the advent of regulatory compliant token offerings or Security Token Offerings

13

No. of ICOs by Quarter: ICOs are tapering in Q1 2019



- 280 Initial Coin Offerings were launched during Q1 of 2019; A significant dip from the 662 ICOs launched during Q4 of 2018. **The number of ICOs have shrunk by as much as 61%.**
- This is the lowest number of ICOs projects recorded since the advent of the ICO boom period.

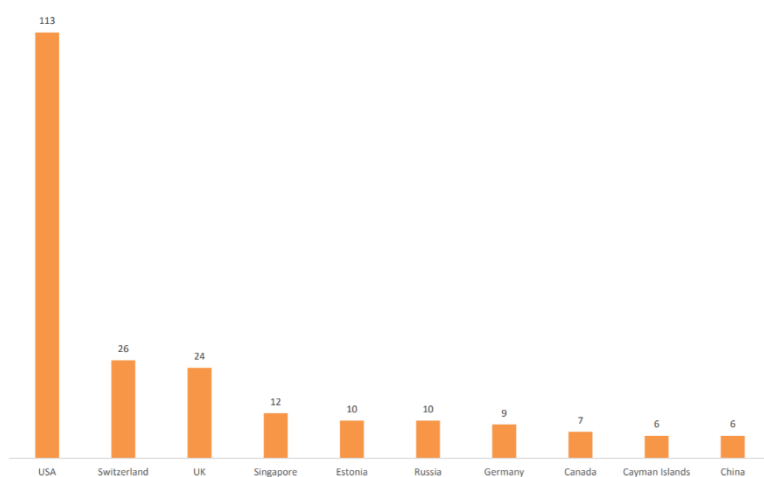
5

STO が増加の理由

- 信頼性
- 規制強化

米国が数及び金額ともマーケットの中心(但し、最新レポートだと 2019 の Q1 は UAE の金額が大きかったよう。理由未調査)

Country wise breakdown: USA takes the lead



- On a global scale, it is observed that the highest concentration of STOs launched is in the United States of America at a 113 STOs.
- Followed by the European countries of Switzerland and the UK at 26 and 24 STOs respectively.
- A likely reason for the surge in number of STOs in the USA could be because of the increased regulatory oversight on Initial Coin Offerings, prompting companies to change gears and heavily rely on regulatory compliant security token offerings.

8

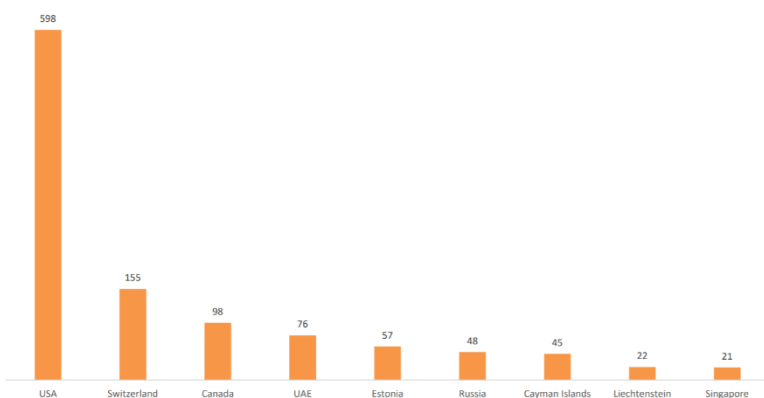


Subscribe to this data at www.inwara.com

Funds raised (\$MM): USA takes the lion's share



Total funds raised: \$1258 million



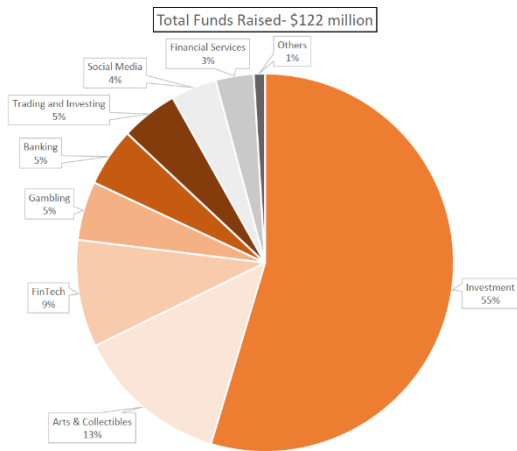
- Companies based out of the USA are spearheading the STO space in terms of funds raised as well. Attracting a staggering \$598 million to date, which is over 280% higher than funds raised by companies in Switzerland.
- Switzerland based companies attracted an impressive \$155 million to date. Notably, Switzerland is among the top countries with crypto-friendly laws.

9



Subscribe to this data at www.inwara.com

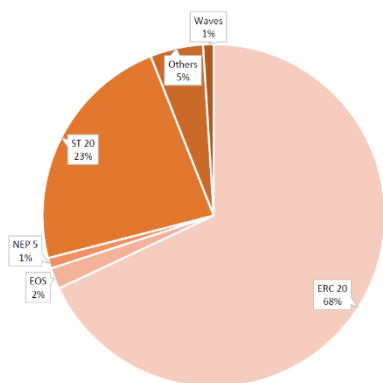
Funds raised by Industry in STOs: Investment takes the lion's share



- During Q1 2019, the Investment sector is leading the security token landscape in terms of funds raised. Attracting a whopping \$67 million in funds, Investment sector has taken 55% of the total funds raised
- Art & Collectibles sector, which hasn't traditionally attracted serious funds in the ICO landscape, is among the leading sectors in the security token landscape having attracted a cool \$16 million; Traditionally assets like Art work and rare collectibles have very low liquidity. But a tokenized form of the same assets can significantly increase liquidity by making the trade of these assets efficient and seamless

米国の Ecosystem。発行は Ethereum、Polymath、Securitize などを通じて。売買は Binance、Huobi、tZero など

Token standard in STOs : Unlike in ICOs, Market Place is Shared



- Ethereum's ERC 20 dominates the space with 68% adoption by STOs
- Polymath, one of the first companies to create a platform for STOs takes the next biggest share of 23% with its ST-20 token standard
- Securitize has developed four digital security issuers namely Spice venture capital, Blockchain Capital, 22X, and Augmate exclusively for STOs

STO Ecosystem



上記資料は、InWara Annual Report 2018、InWara's Security Token Offering Report、InWara's Quarterly Report Q1 2019 から抜粋

II 現行法下での STO

1 仮想通貨法

2017年12月 上場可能性ある ICO トークンは幅広く「仮想通貨」に該当すると FSA が解釈

→ STO は ICO の一種であり、上記規制が適用

日本での販売には「仮想通貨交換業の登録」+「コインの届出」が必要

(仮想通貨交換業の登録)

発行体自らが登録、又は、登録業者を通じて販売

登録はハードル高く、自らの登録は現状、現実的ではない

登録業者による販売も現時点では現実的ではない

(コインの届出)

新規コインを取り扱うには FSA への届出と審査

コインの内容や取扱セキュリティ

コインチェック事件後、厳格化し、現状、新規コインは一つも認められていない

2017年12月以降、日本では合法的な ICO が発行されていない

日本仮想通貨交換業協会(JVCEA)の自主規制基準が明確化すれば、認められる可能性も？

自主規制基準はいつでるか

2 金融商品取引法(ファンド規制)、仮想通貨による出資

配当等(配当、収益の分配)がないコイン

金商法の「有価証券」や「デリバティブ」の規定は限定列挙

少なくとも「配当等」がないコインは、現在の金商法の定義上は、金商法規制に服する可能性は低い

配当等が行なわれるコイン

ファンド(集団投資スキーム)として金商法規制の可能性

①他人から金銭を集め、②事業に投資し、③投資家に対して配当等を行う

Bitcoin や Ether で出資を受ける場合、法律の文言上はファンド規制に服さない。脱法的な場合、規制される

3 現在の法律の纏め

仮想通貨法規制と金商法規制は重畳適用

- 但し、金商法規制は一定の場合かからない
- 仮想通貨法規制のため、ICO/STO 発行困難

なお、金商法規制が適用される場合、セカンダリー取引の規制についても留意（PTS 免許など）

4 現行法下での STO

ICO の自主規制が出るのをまって販売？

又は、現行法の元では移転ができないが(仮想通貨ではない)、法改正後に移転ができる Security Token に切り替わる、等の仕組みであれば、発行できる可能性？

Ⅲ 仮想通貨法、金商法の改正後の STO

1 法改正概論

本年、3月に仮想通貨法と金商法の改正案が閣議決定され、国会に提出、5月31日に原案通り可決された。仮想通貨の定義を「暗号資産」に改称し暗号資産交換業者の規制をより厳格化するほか、STOについては暗号資産の定義から外し、金商法でのみ規制する等の整備がなされる。

今後の想定される予定

- ① 金融庁が2019年10月～末頃にかけて、改正法の下位規定である政省令をドラフトし、パブリックコメント手続。その2～3ヶ月後(本年末～来年3月)にパブリックコメント回答と最終版の政省令公表
- ② 改正法は、公布後1年以内(すなわち、2020年4月または5月頃)に施行
- ③ 暗号資産カストディ規制、デリバティブ商品に関する規制などは、法施行後6ヶ月間の移行期間

2 Security Token(電子記録移転権利)の定義

<電子記録移転権利の定義>

下記の①～③を満たし、④を除く権利

- ① 金商法第2条第2項各号に掲げる権利(ファンド、信託受益権、合名合資合同会社の社員権など)
- ② 電子情報処理組織を用いて移転することができる財産的価値に表示される場合
- ③ 電子機器その他の者に電子的方法により記録される場合
- ④ 流通性その他の事情を勘案して内閣府令に定める場合を除く

- ・ 電子記録移転権利に該当する場合には「第1項有価証券」となる。
他方、非該当の場合には従前どおり「第2項有価証券」となる。
- ・ なお、現行の金商法上、株券、社債券、投信の受益証券等の第1有価証券に表示される権利は、券面が発行されない場合(ペーパーレスの場合)においても有価証券とみなされ(金商法第2条第2項前段)、かつ第1項有価証券として整理される(同条第3項柱書)。
→ 株券等の有価証券トークン化した場合、現行の金商法下においても、上述のとおり第1項有価証券として整理されるため、電子記録移転権利の定義には含まれないと思われる。
- ・ また、ブロックチェーンの利用方法によっては、そもそも上記②「財産的価値に表示される場合」に該当しないという考えもありうる。

- 例えば、単に、ファンドの権利者が誰であるかをブロックチェーン上で管理するが、権利者は秘密鍵を管理せず、ブロックチェーンの書換えはファンド運営者が行う場合、上記②の「表示される」に該当しないのでは、と思われる。
- ・ どのようなトークンであれば除外規定に該当するのかは、金商法改正案上、不明である。
 - トークンの流通性が技術的に制限されている場合、上記④の除外事由に該当する可能性がありうるが、そもそも内閣府令でどのような考え方がなされるか今のところ不明である。

3 「暗号資産」の定義との関係

- ・ 資金決済法改正案の暗号資産の定義から「電子記録移転権利」は除外されている。
 - 上記 1(1)④の要件により電子記録移転権利に該当しないものについては、理論上、金商法の規制に加えて資金決済法の規制が重疊的に適用されうる。他方、上記 1(1)④の要件に該当する場合には、流通性がなく、資金決済法改正案上の暗号資産の定義にもそもそも該当しない、という考え方もありうる。今後、改正が予定される内閣府令、及び暗号資産の定義の解釈次第と思われる。

以下では ST が第 1 項有価証券になる場合を前提として検討する。

IV セキュリティトークンの開示規制

1 第1項有価証券の募集に係る開示規制

- ・ 現行の金商法上、第1項有価証券の募集に該当する場合、原則、発行開示(例：有価証券届出書¹、目論見書等)、継続開示(例：四半期報告書、臨時報告書等)等の公衆縦覧型の開示規制が課せられる。
- ・ 電子記録移転権利たる ST の募集に該当する場合に、如何なる情報を開示するかについては、今後改正される内閣府令に規定される予定である(なお、一般的に開示書類の作成には、かなりの手間を要する。)
- ・ 他方、第1項有価証券の私募に該当する場合には、公衆縦覧型の開示規制は課せられていない。

2 第1項有価証券の募集・私募の概念

- ・ 募集(公募²)
新たに発行される有価証券の取得の申し込みの勧誘のうち
 - (i) 多数(50名以上³)の者を相手方とする場合
 - (ii) 私募に該当しない場合
- ・ 私募
 - (i) 適格機関投資家のみを相手方とする場合(適格機関投資家私募)
 - (ii) 特定投資家のみを相手方とする場合(特定投資家私募)
 - (iii) 少人数(50名未満)の者を相手方とする場合(少人数私募)

3 第1項有価証券の「私募」に該当するための要件(転売制限要件)

(1) 適格機関投資家私募

- ・ 「取得勧誘において適格機関投資家以外の者に譲渡されるおそれが少ないものとして政令で定める場合」という要件(転売制限要件、金商法第2条第3項第2号イ)を満たす必要がある。転売制限要件は、有価証券の種類によって異なるが、例えば、株券等・新株予約権等以外の有価証券(以下「その他の有価証券」という。)として整理される場合(金商法施行令第1条の4第3号参照)、以下のような転売制限を付

¹ 発行価格の総額が1億円未満の募集の場合、有価証券届出書(金商法第4条第1項第5号)の届出義務が免除される。

² 私募と対比する意味で公募とも呼ばれるが、法律上の用語ではなく、また公募概念は多義的であるため、その点には留意が必要。

³ 49名以下の場合であっても、①6か月以内に発行された同種の新規発行証券の取得勧誘の相手方(転売制限要件が付されている場合における適格機関投資家を除く)の人数との合計が50名以上となる場合(金商法第2条第3項第2号ハ、定義府令第1条の6。但し、ストック・オプションについては通算されない)、②「当該有価証券が多数の者に所有されるおそれが少ない場合」に該当しない場合(金商法第2条第3項第2号ハ、定義府令第1条の7参照)、には有価証券の募集に該当する。

す必要がある(金商法施行令第1条の4第3号ハ、定義府令第11条第2項等)

定義府令第11条第2項

2 令第一条の四第三号ハに掲げる内閣府令で定める要件は、次の各号に掲げる要件に該当することとする。

一 次に掲げるいずれかの要件に該当すること。

イ 当該有価証券に転売制限が付されている旨が当該有価証券に記載され、当該有価証券の取得者に当該有価証券が交付されること。

ロ 当該有価証券の取得者に交付される当該有価証券に関する情報を記載した書面において、当該有価証券に転売制限が付されている旨の記載がされていること。

ハ 社債等振替法の規定により加入者が当該有価証券に転売制限が付されていることを知ることができるようにする措置がとられていること。

- ・ 適格機関投資家私募の転売制限に違反して適格機関投資家以外の者に転売される場合には、「発行者」に有価証券届出書の提出義務が課される(金商法第4条第2項本文参照)⁴。

(2) 特定投資家私募

- ・ 特定投資家私募の要件についても転売制限要件が存在し⁵、当該要件は有価証券の種類に応じて定められている(金商法第2条第3項第2号ロ、金商法施行令第1条の5の2第3号、定義府令第12条)。
- ・ 特定投資家私募の転売制限に違反して特定投資家等以外の者に転売される場合には、発行者に有価証券届出書の提出義務が課される(金商法第4条第3項本文参照)⁶。

(3) 少人数私募

- ・ 少人数私募についても転売制限要件が存在し、当該要件は有価証券の種類に応じて定められている(金商法第2条第3項第2号ハ)。
- ・ 株券等についてはそもそも転売方式の制限がない
- ・ 他方、新株予約権等やその他の有価証券については①一括譲渡方式(一括して他の1の者に譲渡する場合以外の譲渡禁止)、又は②有価証券の枚数又は単位の総数が50未満である場合において、当該有価証券の性質によりその分割ができない旨若

⁴ 松尾直彦「金融商品取引法(第5版)」126頁

⁵ 転売制限要件のほか、“当該取得勧誘の相手方が国、日本銀行及び適格機関投資家以外の者である場合にあっては、当該取得勧誘を金融商品取引業者等に委託して行うもの又は金融商品取引業者等が自己のために行うものであること”、も特定投資家私募の要件となる。

⁶ 前掲松尾 127頁

しくは当該有価証券に表示されている単位未満に分割できない旨の制限が必要となる(金商法施行令第1条の7第2号ハ、定義府令第13条第3項等)。

定義府令13条

3 令第一条の七第二号ハ(3)に規定する内閣府令で定める要件は、次の各号に掲げる要件に該当することとする。

一 次に掲げるいずれかの要件に該当すること。

イ 次に掲げるいずれかの制限(以下この号において「転売制限」という。)が付されている旨が当該有価証券に記載され、当該有価証券の取得者に当該有価証券が交付されること。

(1) 当該有価証券を取得し、又は買い付けた者がその取得又は買付けに係る当該有価証券を一括して譲渡する場合以外に譲渡することが禁止される旨の制限

(2) 当該有価証券の枚数又は単位の総数が五十未満である場合において、当該有価証券の性質によりその分割ができない旨又は当該有価証券に表示されている単位未満に分割できない旨の制限

ロ 当該有価証券の取得者に交付される当該有価証券に関する情報を記載した書面において、当該有価証券に転売制限が付されている旨の記載がされていること。

ハ 社債等振替法の規定により加入者が当該有価証券に転売制限が付されていることを知ることができるようにする措置がとられていること。

- ・ 少数者私募の転売制限に違反して多数の者に転売された場合であっても、有価証券届出書の提出義務は課されない(金商法第4条第2項、第3項参照)⁷。

(4) 電子記録移転権利たるセキュリティトークンの場合

- ・ STが現行の金商法施行令・内閣府令等における“その他の有価証券”として整理され、当該有価証券と同様の転売制限要件を課すことは考え得る(その場合は、上記(1)乃至(3)と同様の要件となる。)
- ・ 他方、STについては、現行の転売制限要件のほか、追加で何らかの技術的制約が必要とされる可能性もあり得る。
- ・ いずれにせよ、今後改正される予定の内閣府令を確認する必要がある。

(5) 実務上の検討事項・疑問点等

- ・ STの場合において、どのように取得勧誘の相手方を少数者、適格機関投資家等に限定するか。
- ・ ①日本では適格機関投資家私募として販売、海外では海外における適格機関投資家に限定して販売することができるか(おそらく可能と思われる。)、②①について如何なる方法によるか(従前の株式発行の場合と同様の方法で可能か。)
- ・ また、日本で適格機関投資家私募・少数者私募として販売し、その後海外の取引

⁷ 前掲松尾 129 頁

所では完全に自由に転売できるとした場合、どうなるか(海外の取引所で日本居住者が売買を行うと、発行体が開示違反になるか。)

V セキュリティトークンの取扱いに関する業規制

1 電子記録移転権利の募集の取扱

- 業として電子記録移転権利の売買、売買の媒介等、募集・私募の取扱い等を行う場合には、以下のとおり、第一種金融商品取引業(例：証券会社等と同様の資格)の登録が必要となる。

第 28 条 この章において「第一種金融商品取引業」とは、金融商品取引業のうち、次に掲げる行為のいずれかを業として行うことをいう。

一 有価証券(第 2 条第 2 項の規定により有価証券とみなされる同項各号に掲げる権利(電子記録移転権利を除く。次項第 2 号及び第 64 条第 1 項第 1 号において同じ)を除く。)についての同条第 8 項第 1 号から第 3 号まで、第 5 号、第 8 号又は第 9 号に掲げる行為
一の 2 (以下省略)

[第 2 条第 8 項 1 号から第 3 号まで、第 5 号・第 8 号・第 9 号につき以下抜粋]

一 有価証券の売買(デリバティブ取引に該当するものを除く。以下同じ。)、市場デリバティブ取引(金融商品(第二十四項第三号の二に掲げるものに限る。))又は金融指標(当該金融商品の価格及びこれに基づいて算出した数値に限る。)に係る市場デリバティブ取引(以下「商品関連市場デリバティブ取引」という。)を除く。)又は外国市場デリバティブ取引(有価証券の売買にあつては、第十号に掲げるものを除く。)

二 有価証券の売買、市場デリバティブ取引又は外国市場デリバティブ取引の媒介、取次ぎ(有価証券等清算取次ぎを除く。)又は代理(有価証券の売買の媒介、取次ぎ又は代理にあつては、第十号に掲げるものを除く。)

三 次に掲げる取引の委託の媒介、取次ぎ又は代理

イ 取引所金融商品市場における有価証券の売買又は市場デリバティブ取引

ロ 外国金融商品市場(取引所金融商品市場に類似する市場で外国に所在するものをいう。以下同じ。)における有価証券の売買又は外国市場デリバティブ取引

五 有価証券等清算取次ぎ

八 有価証券の売出し又は特定投資家向け売付け勧誘等

九 有価証券の募集若しくは売出しの取扱い又は私募若しくは特定投資家向け売付け勧誘等の取扱い

- 第一種金融商品取引業の範囲から金商法第 2 条第 2 項のみなし有価証券に係る各行為が除外されているが、当該除外規定から電子記録移転債権が除かれている(除外の除外)。

2 電子記録移転権利の自己募集・私募

(1) 業規制の概要

- ・ 現行の金商法上、株式や社債等の自己募集・私募業規制は存在しないが、集団投資スキーム持分の自己募集・私募については、以下のとおり業規制が存在する(金商法改正案において変更がない。)

第28条(1項省略)

2 この章において「第二種金融商品取引業」とは、金融商品取引業のうち、次に掲げる行為のいずれかを業として行うことをいう。

- 一 第2条第8項第7号に掲げる行為
- 二 (以下省略)

[第2条8項第7号につき抜粋]

この法律において「金融商品取引業」とは、次に掲げる行為……のいずれかを業として行うことをいう。

七 有価証券(次に掲げるものに限る。)の募集又は私募

へ 第2項の規定により有価証券とみなされる同項第5号又は第6号に掲げる権利

ト イからへまでに掲げるもののほか、政令で定める有価証券

[第2条第2項第5号・第6号につき抜粋]

五 民法……に規定する組合契約、商法……に規定する匿名組合契約、投資事業有限責任組合契約に関する法律……に規定する投資事業有限責任組合契約又は有限責任事業組合契約に関する法律……に規定する有限責任事業組合契約に基づく権利、社団法人の社員権その他の権利(外国の法令に基づくものを除く。)のうち、当該権利を有する者(以下この号において「出資者」という。)が出資又は拠出をした金銭……を充てて行う事業(以下この号において「出資対象事業」という。)から生ずる収益の配当又は当該出資対象事業に係る財産の分配を受けることができる権利であって、次のいずれにも該当しないもの(前項各号に掲げる有価証券に表示される権利及びこの項(この号を除く。)の規定により有価証券とみなされる権利を除く。)

(省略)

六 外国の法令に基づく権利であって、前号に掲げる権利に類するもの

- 金商法改正案上、集団投資スキーム持分をトークン化した場合でも、金商法第2条第2項第5号・6号との関係では依然として集団投資スキーム持分に該当する。したがって、集団投資スキーム持分に係る自己募集・私募の業規制、すなわち第二種金融商品取引業の規制が適用されると思われる。

(2) 実務上の検討事項・疑問点等

- ・ 集団投資スキーム持分の自己募集・私募には、適格機関投資家等特例業務⁸が認められているが、STについても同様に認められるか。

⁸ いわゆるプロ向けファンドの自己募集業務又は自己運用業務を行う者については登録制としない一方、実態把握が可能となるように特例業務届出者として事前届出制として、業規制の柔構造化が図られている(前掲松尾 377 頁)。

- 特に変更なく認められるようにも思われるが、第1項有価証券としてのSTに特定業務が認められるかについては今のところ不明である。
- ・ 仮に特例業務が認められる場合、どのような制限により、適格機関投資家の範囲を限定すれば良いのか不明である。

VI セキュリティトークンのセカンダリー取引に関連する規制

- ・ STのセカンダリー取引に関して、当該トークンの売買の媒介を行う場合には、第一種金融商品取引業の登録が必要となる(金商法第2条第8項第2号、第28条第1号)。
- ・ STのセカンダリー取引に関して、「板取引」等の取引所を設置する場合、その態様により、金融商品市場の免許(金商法第2条第14項、第80条第1項)、又は私設取引システムに該当するものとしてPTS業務の認可(同法第80条第2項、第2条第8項第10号、第30条第1項)を受けることが必要になると思われる。
 - 現実的にはこれらの免許・認可取得は困難であり、また、PTS業務については、取扱銘柄や取引方式に相応の制限がある。いずれにせよ取引所形式でのセカンダリー取引は実現困難と思われる。
 - このため、当初は、いわゆる店頭取引にて、金融商品取引業者がビッドプライス・オファープライスを提示してSTを販売する「販売所形式」でのセカンダリー取引になるのではないかと推察される。

参考 金融商品市場

[金商法第2条第14項の抜粋]

14 この法律において「金融商品市場」とは、有価証券の売買又は市場デリバティブ取引を行う市場(商品関連市場デリバティブ取引のみを行うものを除く。)をいう。

参考 PTS業務

[金商法第2条第8項第10号の抜粋]

十 有価証券の売買又はその媒介、取次ぎ若しくは代理であつて、電子情報処理組織を使用して、同時に多数の者を一方の当事者又は各当事者として次に掲げる売買価格の決定方法又はこれに類似する方法により行うもの(取り扱う有価証券の種類等に照らして取引所金融商品市場又は店頭売買有価証券市場(第六十七条第二項に規定する店頭売買有価証券市場をいう。)以外において行うことが投資者保護のため適当でない認められるものとして政令で定めるものを除く。)

イ 競売買の方法(有価証券の売買高が政令で定める基準を超えない場合に限る。)

ロ 金融商品取引所に上場されている有価証券について、当該金融商品取引所が開設する取引所金融商品市場における当該有価証券の売買価格を用いる方法

ハ 第六十七条の十一第一項の規定により登録を受けた有価証券(以下「店頭売買有価証券」という。)について、当該登録を行う認可金融商品取引業協会が公表する当該有価証券の売買価格を用いる方法

ニ 顧客の間の交渉に基づく価格を用いる方法

ホ イからニまでに掲げるもののほか、内閣府令で定める方法

1 業規制

(1) プライマリー

	募集・私募等の主体	募集・私募等の相手方	必要な登録・届出等
a	ST 発行者	適格機関投資家 + 49名未満の富裕層に限定(*)	発行者において適格機関投資家等 特例業務の届出が必要
b	ST 発行者	a 以外の場合	発行者において第二種金商業の登 録が必要
c	ST 発行者以外の 第三者	—	当該第三者において第一種金商業 の登録が必要

(*) 認められない可能性もあるが、この方式が認められる可能性は高いと思われる

(2) セカンダリー

- ・ 例えば、業として、ST の売買の媒介を行う場合、第一種金融商品取引業の登録を必要とする。
- ・ なお、取引所形式での取引は現実的には困難であり、販売所方式での取引になると思われる。

2 開示規制

	募集・私募の区分		募集・私募等の相手方	開示義務
a	私募	適格機関投資家 私募(*1)	適格機関投資家に限定	通常無し
b		少人数私募(*1)	49名以下に限定	
c		特定投資家私募	特定投資家に限定	
d	募集		多数	有価証券届出書(*2) (その他、四半期報告書、臨 時報告書等の継続開示に ついても留意する)

(*1) 限定の方法については要検討

(*2) 発行価格の総額が 1 億円未満の募集の場合、有価証券届出書(金商法第 4 条第 1 項第 5 号)の届出義務が免除される。

3 当職らの考え

上記は、あくまで現状の金商法改正案を前提した当職らの予想に過ぎないが、今後は、まず、規制が緩やかな方式から、具体的には、①発行者自らが、少人数(但し、適格機関投資家を1名以上入れる)に限定して募集を行う方法(1(1)a - 2b方式)、又は②発行者が第三者に対し適格機関投資家私募を委託する方式(1(1)c - 2a方式)から、STの取引が進展するのではないか、と思われる。

その後、徐々に、発行者が第三者に委託してSTの募集を多数の者に対し行う方式(1(1)c - 2d方式)による取引についても行われることになろう。

Ⅶ 法改正と ST0 に関するその他の質問

金商法改正に関連して以下のような質問を受けた。なお、今回の改正はあくまで業法の改正であり、ST の私法上の位置づけ、発行手続きその他関連規定に直ちに影響を及ぼす訳ではない。

1 セキュリティトークンの移転の方法と私法上の有効性

匿名組合契約その他ファンド上の地位をトークン化して、トークンの移転によって、匿名組合契約上の地位を自由に移転できるか。

日本の民法上、契約上の地位の移転には、地位の譲渡人及び譲受人の合意と契約の相手方の承諾が必要となる。この点は改正法で何らの変更はなく、トークンの移転によって権利が自動的に移転する、ということが可能かはあくまで今後の解釈による。なお、実務上は何法を準拠法にするか、私法上どのような権利を有するかについては Code is Law として明確には規定しない対応になるのでは、と思われる。

2 セキュリティトークンの会社法上の発行手続き

会社法上の ST の発行手続きはどうか。

ST は、株式ではなく社債でもなく⁹、これらに対する会社法の発行手続規制がそのまま当てはまる訳ではない。匿名組合その他ファンドの権利をトークン化したものである、と考えれば、株主総会の決議は必要ではなく、但し、重要な業務執行であり取締役会の決議(会社法第 362 条第 4 項柱書)を経ることが妥当とは思われるが、今後の解釈による。

3 セキュリティトークンの税務上の取扱い

匿名組合その他ファンドの権利をトークン化したものである、と考えれば、ファンドと同様の取扱いになるのでは、と思われるが、税務専門家との協議が必要である。

4 既存株主への説明義務

会社法上、既存株主に対して特段、説明義務等が求められる訳ではない。但し、穏当な経営という観点からは既存のステークホルダーの権利を害さないトークン組成が必要であろう。

5 上場会社の適時開示

上場会社が ST を発行する場合、金融商品取引所における適時開示についても留意が必要である。いかなる情報を開示すべきかについては、適宜、各金融商品取引所と調整する必要があるだろう。

⁹ なお、株式・社債等をトークン化したものについては、会社法上に定める手続きによると思われる。

6 法改正の私法上の影響

暗号資産の私法上の位置付けについては、様々な議論がなされているが、今回の金商法の改正（例えば以下）は、当該議論に今後どのような影響を与えると考えられるか。

- ・ 2条24項3号の2において、有価証券や通貨と並んで暗号資産が金融商品となった
- ・ 2条の2において、金商法の一部の規定に関し暗号資産が金銭とみなされることとなった
- ・ 暗号資産の「売買」という表現が（既にある資金決済法に次いで）取り入れられた

個人的には規制法ができた/改正されたことが、民商法にあまり影響することはない、と思われるが、財産的価値であることが明確化され、実体に近いものとしてより取扱いやすくなるのではないと思われる。

Ⅷ 海外の規制の概要

1 米国法と Howey Test

米国では securities の概念が極めて広範であり、日本とは異なり明確には決まっていない。そのうちの investment contract については、通常、Howey Test という判例基準で決定される。

Howey Test

An investment contract for purposes of the Securities Act means a contract, transaction or scheme whereby a person [1] invests his money in [2] a common enterprise and its led to [3] expect profits [4] solely from the efforts of the promoter or a third party, [excluded factors] its being immaterial whether the shares in the enterprise are evidenced by formal certificates or by nominal interests in the physical assets employed in the enterprise.

[1]資金の出資、[2]共同事業への出資、[3]収益を期待して、[4]当該収益は専らプロモーター又は第三者の努力によりなされる、[excluded factors] シェアが正式な証書や資産に対する名目的な権利等で表されているかは重要ではない

他国ではユーティリティトークンとして規制対象ではないトークンであっても、米国ではセキュリティとして規制される場合が多い。

2 その他の国の法律

他の殆どの国では、トークンが有価証券に該当するかで規制を考え、かつ有価証券の範囲は①出資、②運用、③配当があるか否かで考えているように思われる(シンガポール、香港、英国、EU など)。その上で、多くの国に適格機関投資家向け販売、少人数向け販売、少額販売などに Exemption があるようである。

例えば、EU だと、EUR1M 以下の販売については、目論見書の提出義務が免除され、ただ各国はこの金額を EUR8M にまであげることができ、例えばドイツ(一定の条件あり)、フランス、イタリア、デンマーク、フィンランドなどで 8M の上限、クロアチア、ベルギー、オーストリアで 5M 上限などとなっている。

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma31-62-1193_prospectus_thresholds.pdf

以 上