

2025 年 6 月 20 日

トークン発行における資金調達手法の法的検討：SAFT、海外 IEO、国内 IEO、DEX 上場と法的論点

創・佐藤法律事務所
弁護士斎藤創
同 水嶋優

本書のまとめ

- ・ Web3 プロジェクトにおいてトークンを用いた資金調達を行う場合、主な手法として SAFT・海外 IEO・国内 IEO・DEX 上場 の 4 つがあり、それぞれに法的リスク・コスト・調達規模・市場適合性が異なります。
- ・ SAFT はプロジェクト初期における関係者向け調達手段として機能しますが、「業」該当性に注意が必要です。
- ・ 海外 IEO は大規模調達に適しますが、多国籍ストラクチャーと各国規制への対応が前提となります。
- ・ 国内 IEO は規制適合性と信頼性が高く、日本市場向けには有効ですが、審査負担と調達規模に限界があります。
- ・ DEX 上場 は技術的には簡便ですが、プロモーション等を通じた違法勧誘リスクが高く、慎重な運用が求められます。
- ・ これらは排他的な選択肢ではなく、シード期：SAFT → 成長期：IEO → 展開期：DEX といった段階的・併用的活用が実務上有効です。
- ・ なお、上場企業や IPO 準備企業がトークン発行を行う場合には、会計処理や監査法人との調整が極めて重要な検討項目となります。特に、発行体の連結可否やトークンの性質整理（収益認識を含む）を巡って、プロジェクト初期からの設計と監査対応方針の明確化が求められます（詳細は末尾コラム参照）。
- ・ 成功には、初期設計時からの専門家関与と、将来的な変更に耐えうる柔軟な設計、継続的な規制・税務モニタリング体制の構築が不可欠です。プロジェクトの特性と目的に応じたスキーム選択が、中長期的な成功を左右します。

1 はじめに

Web3 プロジェクトにおいては、トークンを利用して資金調達がなされることがあります。

この方法としては、初期段階で SAFT(Simple Agreement for Future Tokens)により関係者から資金調達を行い、その後、海外 IEO、国内 IEO、DEX 上場を行うなど、複合的、段階的な資金調達をする実務が多く見られます。

これらの手段は、それぞれにメリット・デメリットがあるほか、規制上の論点も異なります。設計段階での検討不足は事後的な重大な規制対応を要する結果を招きかねません。

本稿では、トークン発行をめぐる資金調達スキームについて、その経済的構造と法的考慮事項を整理して検討します。

2 SAFT：将来のトークンを引き渡す投資契約

(1) SAFT の概要

SAFT(Simple Agreement for Future Tokens)は、「将来発行されるトークンの引渡しを約束する投資契約」です。米国の著名 VC である Y Combinator が開発した SAFE(Simple Agreement for Future Equity)を暗号資産業界向けに応用したもので、Web3 プロジェクトの資金調達で広く利用されています。

SAFT は資金調達の初期段階で使用され、この時点ではトークンはまだ存在しません。出資者は、将来発行されるトークンを一定条件下で受け取る権利を得ます。契約には通常、トークン引渡条件、ロックアップ期間、価格算定方法、クローズ要件等が規定されます。

(2) 日本法上の位置づけ

SAFT は、契約内容によって暗号資産の売買(暗号資産交換業)または集団投資スキーム(第二種金融商品取引業)として規制対象となる可能性があります。

将来の一定時期にトークンを付与し、対価を先履行で受け取る契約と捉えれば暗号資産の売買に該当します。他方、資金を集めてトークンの開発を行い、将来、配当や元本償還としてトークンを渡す契約と捉えれば集団投資スキームに該当すると考えられます。前者の場合には「業として」行う場合には暗号資産交換業の登録が、後者の場合には「業として」行えば第二種金融商品取引業の登録が必要となる可能性があります。

このような登録なしで SAFT を日本で一般募集することは極めて困難です。

(3) 「業」該当性の判断要素

上述の「業として行う」とは対公衆性と反復継続性を要する概念です。現実に対公衆性ある行為が反復継続して行われている場合のみならず、対公衆性や反復継続性が想定されている場合も含まれます。

対公衆性の判断においては、不特定多数者という要素に加え、取引相手方の要保護性も重要な考慮要素となります。この解釈は明確ではありませんが、筆者らとしては以下の要素が総合的に判断されると考えます：

- **販売先の特定性**：事業関係者、業務提携先、戦略的パートナー等の特定された関係者への販売か否か
- **販売数の限定性**：少数への販売か否か

- **取得目的・関係性**：事業協力関係・戦略的目的(一般的には要保護性を否定する方向へ働くと思われる)、投資目的(特に公衆による投資の場合要保護性を認める方向へ働くと思われる)等の取得動機
- **要保護性の程度**：取得者が暗号資産事業者、大手企業、投資の専門家等であるか否か

「業」に関する実務上の留意点

筆者らとしては、複数の関係者が集まってプロジェクトを開発・運用する場合において、その関係企業や主要メンバー等、販売先を限定して SAFT を販売するケースでは、「業」に該当せず、金融規制に服さない可能性があると考えています。

もっとも、「業」概念には法的不確実性があるため、どの程度の規模・頻度であれば問題ないか、販売先の限定がどこまで有効かといった点については、個別案件ごとに慎重な検討が必要です。特に将来的な展開を視野に入れると、初期段階での設計が後の規制判断に大きく影響する場合があります。

また、取得目的が純投資である場合と、事業協力目的である場合とでは、特定性や要保護性の観点から異なる評価がなされる可能性があり、当事者がどこまでリスクを取るかという点とも関係してきます。明確な判断基準が存在しない領域であるため、法的な不確実性を踏まえたうえでの検討が不可欠です。

3 海外 IEO：グローバル展開と複合的リスク

(1) 海外 IEO の概要

海外 IEO(Initial Exchange Offering)は、グローバル暗号資産取引所において、発行体が自らのトークンを新規上場(リスティング)させ、パブリック販売する資金調達手法です。実務上は、Binance、Gate.io、Bitget、MEXC、OKX、Bybit 等の取引所が頻繁に利用されており、形式上は取引所がトークンを引受け、販売を行う構造を取ることが一般的です。

特に、2020 年頃までは国内に IEO 制度が整備されておらず、事実上、選択肢は海外 IEO に限られていました。現在においても、大規模な資金調達やグローバル展開を志向するプロジェクトにとっては、海外 IEO が依然として有力な選択肢となっています。

(2) 海外 IEO のメリット

海外 IEO には以下のような利点があります：

- グローバル投資家へのアクセスが可能となり、国内 IEO では到達し得ない規模の調達が見込まれる。
- 規制上の制約が相対的に緩やかであり、国内法に縛られない柔軟なトークン設計・分配が可能。
- 上場後の流動性確保が期待できる点で、マーケット形成にも優れる。

筆者が関与した案件においても、日本市場の規模的制約や IEO スキームの柔軟性の観点から、海外 IEO が選択された事例が多数存在します。

(3) 海外 IEO の主なリスク

① ストラクチャー構築と高コスト

海外 IEO の実施には、複数の海外法人を設立する必要があり、いわゆる多国籍ストラクチャーが前提となります（詳細は下記(4)参照）。これにより、海外法人の設立・維持管理费用、法務・会計体制の整備など、初期段階でのコストは数千万円～数億円規模に達することもあります。

例えば、BVI やケイマン等のタックスヘイブンに現地法人を設立し、形式的に現地ディレクターを雇用することで実体性を確保するケースもあります。ただし、トークン発行事業に対してはリスクを懸念する現地人材も多く、報酬が年間数百万円に達することもあり、費用対効果の観点からも慎重な判断が求められます。

また、多くの海外取引所ではリスティング費用が高額に設定されており、法定通貨または USDC/USDT 等のステーブルコインによる支払いが一般的です。その金額は、数億円から 10 億円規模に達する事例も見られます。

さらに、海外 IEO ではコミュニティ規模やマーケティング能力が重視される傾向が強く、上場予定トークンの一部をマーケティング目的や取引所インセンティブとして、無償または極めて低額で提供することが求められるケースもあります。中には、調達額の相当部分が手数料やマーケティング原資として消化される設計のスキームも存在します。

② 取引所選定の重要性

IEO の成否は、どの取引所を選定するかによって大きく左右されます。取引所の信頼性、既存ユーザー層、IEO 後のマーケット支援の有無、上場の審査水準などを総合的に検討しなければなりません。

日本の取引所と異なり、海外取引所については透明性や情報開示が限定的であり、事前調査と取引条件の確認が不可欠です。

③ 規制不透明性と日本法リスク

海外 IEO を行う取引所の中には、当該国や第三国において暗号資産規制の適用が明確でないケースが多く、規制変更によって販売停止や流通停止といった事態が生じる可能性もあります。

また、日本法の観点からは、たとえ発行体が海外法人であっても、日本居住者が販売やプロモーションに関与すれば、暗号資産交換業・有価証券の規制対象となる可能性があります。

(4) 多国籍ストラクチャーの構成と理由

典型的な構成モデル

海外 IEO の実施にあたっては、以下のような多国籍ストラクチャーが、実務上しばしば採用される典型的なスキームです：

- 発行体：BVI 法人
- 管理主体：ケイマン・ファウンデーション・カンパニー
- 運営法人：シンガポールまたは香港法人

この構成は、各地域の制度的・実務的な特性を踏まえたものであり、プロジェクトの実行可能性・ガバナンス設計・規制対応を支える基盤として機能します。

各法人の役割・意義

それぞれの法人の役割は下記のようになります。これらのストラクチャーは、単なる節税スキームではなく、規制順守、事業の実体確保、DAO に適したガバナンス、中立的な資金管理体制、国際法務との整合性といった観点から総合的な合理性を備えていると考えられます。

そのため、暗号資産関連の国際的プロジェクトでは、本構成が事実上の業界標準として採用されている実態があります。

BVI 法人の活用理由

BVI(英領バージン諸島)は、英米法を基礎とする法制度を採用しており、暗号資産ビジネスに対して一定の制度整備が進んでいます。トークン発行体法人の設立先として、実務上は以下の理由で評価されています：

- 制度的透明性の確保：Virtual Assets Service Providers Act 2022(VASP 法)により、暗号資産関連ビジネスに対する登録制度が整備されており、一定の法的予見可能性が認められます。
- 開示負担の軽減：登記上の情報開示要件が限定的であり、投資家以外に対する開示負担が相対的に軽く、匿名性も一定程度維持可能です。
- 国際法務との整合性：英米法ベースの法体系であるため、SAFT 契約・Token Terms・ホワイトペーパー等を英語・コモンロー前提で設計しやすく、グローバルな実務との親和性が高いです。
- 実務体制の整備：現地において弁護士・会計士・登記エージェント等との連携体制が整っており、法人設立・維持管理の手続も比較的スムーズです。

なお、BVI にはファウンデーション制度(財団型法人格)が存在しないため、トークン管理や DAO ガバナンスといった用途には不向きであり、別途ケイマンでファウンデーションを設立するのが一般的です。

ケイマン・ファウンデーション・カンパニーの活用理由

ケイマン諸島も英米法系の法制度を採用しており、国際的な信託・ファンドビークルの設立先として知

られています。とりわけ、Foundation Companies Act 2017 により、DAO や中立的なトークン管理主体としての活用が可能です。主な活用意義は以下のとおりです：

- ガバナンスの中立性：株主や役員の意向に左右されず、特定のトークンホルダーやステークホルダーによる分散的ガバナンス設計が可能です。
- DAO 設計への柔軟な対応：投票権、意思決定機構、目的条項などを定款で自由に設計できるため、スマートコントラクトとの整合性がとりやすく、DAO 体制の中核母体となり得ます。
- 法的安定性と柔軟性の両立：財団でありながら法人格を有し、トークンの発行・管理・バーン等に関する実務的な契約主体として機能できます。
- CFC 税制等への備え：発行体法人(例：BVI)との間でガバナンス・経済的独立性を制度的に確保でき、日本法人からみた場合の外国子会社合算税制(CFC)の適用回避にも資する構造です。

ただし、ケイマンではトークンの発行・販売自体を同財団が担うことには慎重な運用が必要とされ、一般にはトークン発行は BVI 等の法人が担い、ケイマン財団はガバナンスや資金管理、投票機能の母体として補完的に機能する構成が多く採られます。

シンガポール／香港法人の設置理由

実際の技術開発・マーケティング活動・カスタマーサポート等の実働部隊は、以下の理由からシンガポールや香港等に設置されるケースが多く見られます：

- 実体のある事業活動の確保：現地にエンジニアやマーケティング人員を配置することで、名目でない実働体制を整備できる。
- 制度環境の整備：ビザ、知財、法人登記等の制度整備が進んでおり、暗号資産事業者にとって友好的な規制環境が整っている。
- 継続的活動の基盤整備：必要に応じて金融ライセンスの取得も可能であり、将来的な事業のスケラビリティにも対応しやすい。

(5) 実務上の運営課題と体制整備

- 人員の居住地・ビザ取得の可否を含め、プロジェクトの中核人材が海外で実働可能かを検討。
- 運営費用(現地給与、オフィス費用、役員報酬)をカバーできる体制。
- 銀行口座開設、税務申告、会計管理といったインフラ整備。

(6) 税務・監査面での論点

- 外国子会社合算税制(CFC 規制)の対象となるリスクがあり、法人間の管理・支配構造、経済的独立性に配慮が必要です。
- 上場企業または IPO 準備企業では、監査法人が海外子会社の会計・税務を精査する必要がある、監査の難易度やコストが増大する点も見逃ごせません(詳細は末尾コラム参照)。

(7) 総括：海外 IEO は「実務力の試金石」が要求される

海外 IEO は、調達規模・市場展開・分散型設計の観点から極めて魅力的ですが、その実現には、多額の初期コスト、高度な法務・税務・ガバナンス設計能力と、長期的な運営体制の構築力が求められます。

プロジェクトの特性・資金・人材・リスク耐性に応じて、安易な期待感ではなく、現実的な執行可能性に基づいた意思決定が必要です。

4 国内 IEO：規制への適合と実務上の課題

(1) 国内 IEO の概要と実施プロセス

国内 IEO は、日本の暗号資産交換業者において、発行体がトークンを新規に上場させ、パブリック販売する手法です。

実施プロセスは以下の段階的な手順を経る必要があります：

プロセス	内容
①暗号資産交換業者との契約締結	発行体と交換業者間での基本契約(「IEO 支援契約」や「基本業務委託契約」)
②暗号資産交換業者による JVCEA への審査依頼	日本暗号資産取引業協会への正式申請
③暗号資産交換業者による金融庁への届出	監督官庁への最終届出

(2) 国内 ICO 及び IEO の歴史的経緯

ICO ブーム期(2017 年)

2017 年に ICO ブームが到来し、暗号資産交換業者が発行体となった COMSA や QASH を初め、相当数の ICO が実施されました。

冬の時代(2018-2020 年)

2017 年末以降、国内で暗号資産を販売する際には原則として暗号資産交換業者を通じて行うことが必要となり、かつ、2018 年から 2020 年頃まで、いわゆる「暗号資産の冬の時代」が継続し、国内 IEO の実施は事実上困難な状況にありました。

市場復活期(2020 年以降)

2020 年に HashPort 社によるパレットトークン(PLT)が第一号 IEO として実現して以降、徐々に市場環境が整備されてきています。現在までにフィナンシェトークンや Nippon Idle Token、Not A Hotel Token などを含め約 10 件弱 の国内 IEO が実施されており、制度的な成熟度も向上しています。主要な国内暗号資産取引所がそれぞれ IEO サービスを提供し、競争環境も形成されています。

(3) 国内 IEO の審査体制

国内 IEO における主要な審査項目(分類別)

項目	審査内容
① 勧誘・広告関連	トークンの販売前に行うマーケティング活動、広告表示、SNS 等を通じた広報内容が、誤認を招いたり、過度な期待を煽るものでないかを審査。
② ホワイトペーパーの記載内容	トークンの機能、技術仕様、分配計画、リスク要因などが適切に記載され、投資判断に必要な情報が網羅されているかを確認。
③ 内部統制・コンプライアンス体制	発行体と取引所との情報遮断措置(Chinese Wall)、トークンの鍵管理、社内統制体制の整備状況を点検。
④ 価格操作防止策	初期保有者の分布、自己取引制限、価格形成の公平性(市場価格との乖離防止)など、市場操作リスクを抑止する仕組みの有無を確認。
⑤ マネーロンダリング対策(AML/CFT)	トランザクション追跡体制、KYC(本人確認)、トラベルルール対応等、犯罪収益移転防止のための措置を審査。
⑥ 技術的要件	スマートコントラクトコードの監査証明、脆弱性報告対応体制、ネットワーク構成や依存性など、技術的な信頼性を評価。
⑦ 事業計画の妥当性・財務基盤の安定性	トークン発行の資金使途、収益構造、将来の運営体制、発行体の財務健全性・継続企業性を含めた事業の実現可能性を確認。

審査の特徴

これらの審査は、発行体と取引所の間で十分な準備と調整を要することが多く、複数回の修正・補足対応を経て、ようやく JVCEA に申請されるケースが一般的です。

海外の IEO においても一定の審査は存在しますが、筆者の関与経験上、ガバナンス体制や投資家保護の観点からは、国内 IEO における JVCEA 審査の方が一般的により詳細かつ厳格に実施されていると考えられます。この厳格性は投資家からの信頼性向上には寄与しますが、その反面、準備期間の長期化や実務負担の増大といったハードルを伴います。

(4) 国内 IEO の主な検討要素

検討項目	詳細内容
① 調達規模に関する考慮	・現在の調達額：数億円～10 億円程度が標準的 ・大規模調達の制約：数十億円を超える場合、投資家層の厚みの観点から制約となる可能性

	・投資家の質：国内市場は質の高い投資家層を有している
②交換業者との戦略的連携	・提出案件数の制限：実務上 JVCEA への同時提出可能数に制限 ・交換業者の特性：ユーザー数、得意分野(ゲーム、エンタメ、実物資産等)、審査アプローチに特徴 ・関係構築の重要性：早期からの関係構築と綿密なコミュニケーションが成功要因
③審査期間とスケジュール管理	・標準的審査期間：数ヶ月～半年程度 ・追加対応の可能性：審査過程で追加対応が求められる場合があるため、余裕を持った計画が推奨
④税務上の考慮事項	従来の問題 いわゆる「Astar 問題」：例えば時価総額 100 億円のトークンで 10 億円を調達した場合、残る 90 億円分についても期末時価評価し 27 億円の課税。これにより国内トークン発行は事実上困難とされ、起業家の海外流出が相次いだ 現在の状況 ・令和 5 年度(2023 年度)税制改正：自己発行暗号資産について ・令和 6 年度(2024 年度)税制改正：第三者発行暗号資産について →適切なロックアップ措置等により期末時価評価課税を回避可能

(5) 国内 IEO の優位性

審査ルールの明確化、予見可能性の向上、投資家保護制度の確立等、国内 IEO の制度的基盤は着実に整備されつつあります。特に以下の要素を重視するプロジェクトにとっては、国内 IEO は有力な選択肢となりえます。

国内 IEO の 5 つの優位性

項目	内容説明
①規制への適合性の確保	日本居住者をメインターゲットとするプロジェクトの場合、規制を順守した販売チャネルの確保は不可欠です。国内 IEO を通じた調達は、資金決済法・金融商品取引法等の適用を前提に適法性を担保する仕組みとして機能します。
②当局との関係構築	長期的な事業展開において、関係当局や自主規制機関(JVCEA 等)との建設的な関係性は、将来的な制度変更や許認可の必要性が生じた際にも大きな資産となります。
③投資家保護と信頼性	国内 IEO 案件は、JVCEA による審査を経て上場されるため、発行体の体制整備やホワイトペーパーの記載内容が一定の基準に適合

	していることが確認され、投資家にとって安心材料となります。
④税務・会計の簡素化	多国籍ストラクチャーを採用する海外 IEO と比べ、国内法人ベースでの資金調達であれば、税務・会計処理が相対的に単純化され、実務負担が軽減されます。
⑤日本語でのコミュニケーション	情報開示、ホルダー対応、カスタマーサポート等を日本語で一貫して実施でき、日本人ユーザーとの信頼構築やエンゲージメント強化が容易になります。

(6) 海外 IEO との比較における国内 IEO の位置づけ

比較項目	国内 IEO	海外 IEO
調達規模	数億円～10 億円程度	数十億円規模も可能
審査の厳格性	JVCEA 基準により詳細かつ厳格	相対的に緩やか、取引所により差が大きい
ストラクチャー	日本法人での実施が可能	多国籍ストラクチャーが前提
コスト構造	審査コスト、比較的予見可能	設立・維持費用、リスティング手数料が高額
規制リスク	明確な規制フレームワーク	規制不透明性、複数法域への対応が必要

これらの比較を踏まえ、プロジェクトの性質、調達目標、チーム体制、リスク許容度等に
応じた適切な選択が重要となります。

5 DEX 上場：技術的簡便性と法的リスクの乖離

(1) DEX 上場の基本的仕組み

DEX(分散型取引所)上場は、中央集権的な取引所(CEX)を介さず、ブロックチェーン上のスマートコントラクトを通じてトークンの取引を可能にする手法です。代表的な DEX としては、Ethereum 上の Uniswap、BSC 上の PancakeSwap、Polygon 上の QuickSwap 等が挙げられます。

DEX では、CEX とは異なり、流動性プールと呼ばれる仕組みを通じて取引が実行されます。発行体またはコミュニティが流動性プール(例：ETH/新規トークンのペア)に資金を提供することで、自動マーケットメーカー(AMM)のアルゴリズムにより価格が決定され、取引が可能となります。

(2) DEX 上場の特徴と実務上の留意点

DEX を通じたトークン上場は、手続きの簡易さやコスト面での優位性がある一方、流動性確保や法的リスクにおいて課題も多く、十分な理解と準備が必要です。

<① DEX 上場のメリット>

観点	内容
手続きの簡索性	審査や中央管理者の承認が不要で、即時上場が可能。スマートコントラクトのデプロイと流動性の提供のみで取引を開始できる。
コスト構造の簡索性	上場に関する費用が極めて低く、ガス代および開発費程度で済む。取引所への上場手数料なども不要。
アクセスの開放性	地域や投資家属性を問わず、誰でもウォレット経由でトークンを取引可能。グローバルなアクセス性が確保される。
検閲耐性	一度デプロイされたスマートコントラクトは原則として変更・削除ができず、特定の主体による制御が困難。

<② 実務上の課題>

観点	内容
流動性の確保	十分な流動性を自己資金で提供する必要があり、不足すると価格の乱高下や取引不能リスクが高まる。
マーケティングの難しさ	取引所の支援がないため、初期の認知獲得・コミュニティ形成に高度な戦略が必要。
技術的リスク	スマートコントラクトの実装ミスや監査不備によるバグ・ハッキング等のリスクを自ら管理する必要がある。
価格操作リスク	板が薄く、ボラティリティが高いため、悪意ある市場操作(例：フロントランニング)に弱い傾向がある。

<③ 法的・規制リスク>

観点	内容
日本居住者の排除困難性	DEX の構造上、地域制限の実装が困難であり、日本居住者への提供リスクを回避しにくい。
実効性に乏しい対応策	「日本居住者向けではない」との免責表示や日本語 UI の排除といった措置は、形式的に留まりがちで、法的リスクを十分に低減しない。
将来的な規制対象化	「誰でもアクセス可能」という構造が、かえって当局の規制強化対象となる可能性を高める。
スマートコントラクトの変更不能性	一度上場したスマートコントラクトは変更が困難であり、将来的な規制対応に柔軟に追随できない。

(3) DEX 上場の戦略的位置づけと留意点

DEX 上場は、技術的には最も簡便かつ迅速な資金調達手法の一つですが、法的リスクの管理が最も難しい選択肢でもあります。特に日本法人や日本居住者が関与するプロジェクトにおいては、「DEX なら問題ない」といった形式的理解は誤解を招きやすく、実務上極めて危険です。

とりわけ重要なのは、プロジェクトによるマーケティング活動との関係です。上場後は、流動性確保やユーザー獲得のため、SNS や AMA、広告等による積極的な情報発信が不可避となりますが、これらが日本居住者に対する投資勧誘と評価される可能性があり、無登録営業や表示規制違反といった法的リスクを伴います。

また、DEX はその構造上、日本からのアクセス制限や販売対象者の制御が困難であり、「日本居住者を対象としない」といった免責表示や、UI 上の制限だけでは実効性に乏しいのが現実です。英語のみでの情報発信、日本向けプロモーションの回避といった一定の配慮は可能ですが、法的リスクを実質的に排除する手段とはなり得ません。

このような状況を踏まえると、DEX 上場は、あくまで補完的・段階的な手段としての活用が現実的であり、単独での資金調達手法として依拠するのは推奨されません。採用にあたっては、プロジェクトの性質、フェーズ、他スキームとの併用可能性等を踏まえた総合的な検討が必要です。

以上から、DEX 上場は技術的利便性に優れる一方で、法的持続性の観点からは極めて慎重な取り扱いが求められるスキームであり、初期設計段階から法的助言を得た上で、マーケティング方針や情報発信方法を含めた実態整備を行うことが不可欠です。

6 SAFT、海外 IEO、国内 IEO、DEX 上場の選択と判断要素

ここまで述べてきた各スキームの特徴を踏まえ、実務上の選択にあたって考慮すべき要素を整理します。プロジェクトの類型、調達規模、法的スタンス等に応じて、各手法の採用・併用・段階的活用をどう位置づけるかが重要な検討課題となります。

以下では、「①プロジェクト類型」「②調達規模」「③法的スタンス」の3つの視点からの傾向整理に加え、選定マトリクスや実務的戦略を提示します。

(1) 選択指針マトリックス

プロジェクト類型×調達規模による適用可能性

プロジェクト類型 / 調達規模	数千万円以下	5-10 億円	数十億円以上
グローバル向けインフラ系 (L1/L2、DeFi 等)	DEX 上場※ SAFT(関係者向け)	海外 IEO SAFT→海外 IEO	海外 IEO (多国籍ストラクチャーにより対応)
日本市場向けサービス型	国内 IEO DEX 上場※	国内 IEO + 海外 IEO 検討	海外 IEO (但し、国内利用に関

(ゲーム、IP 活用等)			する規制を要検討)
実験的・小規模コミュニティ型	DEX 上場※ SAFT(小規模)	国内 IEO または DEX 併用	海外 IEO(段階的拡張)

※DEX 上場には法的リスク評価・プロモーション制限の検討が不可欠

各手法の特性比較

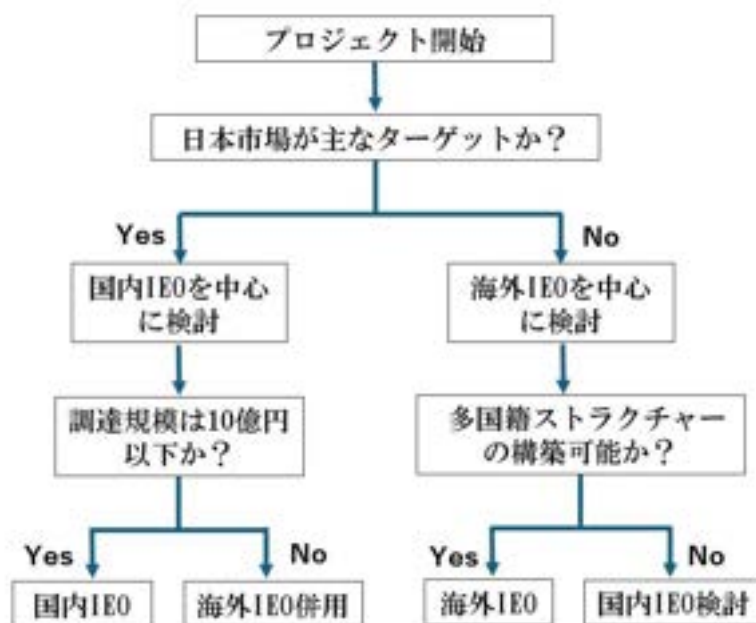
手法	審査期間	コスト水準	法的リスク	調達可能規模	主な適用場面
SAFT	1-2 ヶ月	低	中(業該当性)	限定的	立上げ期、関係者資金調達
海外 IEO	2-4 ヶ月	高	中(多法域対応)	10 億円以上	グローバル展開、大規模調達
国内 IEO	3-6 ヶ月	中	低(明確な法適用)	数億~10 億円	日本市場に特化、信頼性重視
DEX 上場	即時	極低	高(居住者向け違法勧誘リスク)	不確定	初期流動性確保、試験導入

(2) 段階的な資金調達戦略

各手法は「排他的選択」ではなく、「段階的活用」や「役割分担による併用」が実務上効果的です。

フェーズ	手法	目的	調達規模目安
Phase 1: シード期	SAFT(関係者限定)	プロジェクト初期立ち上げ、チーム形成	数千万~数億円
Phase 2: 成長期	国内 IEO/海外 IEO	本格開発・認知獲得・マーケティング	5~50 億円
Phase 3: 展開期	DEX 上場	流動性確保、グローバル市場参加	上限なし(変動)

(3) 選択基準フローチャート



(4) 成功のための選択原則

トークン発行スキームは、選択後に後戻りが困難となる構造的特徴を持ちます。したがって、プロジェクト初期段階から、以下の原則を踏まえた意思決定が不可欠です。

- 初期段階での柔軟な設計
トークンの仕様や発行ストラクチャーは、一度実装されると後からの変更が極めて困難です。とくに、スマートコントラクトが監査済み・デプロイ済みである場合、技術的にもガバナンス上もロールバックや修正は実務上ほぼ不可能となります。したがって、初期段階では将来的な選択肢を狭めないよう、「拡張可能性」や「変更余地」を見据えた柔軟な設計が不可欠です。
- 情報開示と透明性の確保
配布先、価格、ロックアップ条件など、情報格差が生じやすい要素については、投資家や取引所の信頼を得るため、正確かつタイムリーな情報開示が求められます。
- 継続的な制度対応を前提とした構築
国内外ともに暗号資産を巡る法制度は変動が激しく、単発の法的整理では不十分です。行政の運用や業界慣行の変化も含めた制度動向を継続的に監視・反映できる体制整備が必要です。

7 トークン発行の実務上の留意点とベストプラクティス

トークン発行スキームは、一度設計・実装されると修正が困難であり、初期段階での的確な設計が成功の可否を大きく左右します。以下では、実務で頻出する課題と対応策を、プロジェクトのフェーズに沿って整理します。

(1) 典型的な失敗と対応策

主な失敗	問題の所在	実務上の対応
法務が後回し	SAFT や IEO の構造が後付けになり、規制に抵触	トークン設計段階から弁護士が関与し、規制対応を事前検討
税務設計の甘さ	CFC 税制・期末評価課税など想定外の課税が発生	設立地・キャピタルゲイン課税・移転価格の整理と事前シミュレーション
コミュニティ戦略不足	技術水準は高いが支持基盤がなく、上場後の流動性が形成されない	トークンのユーティリティ設計、報酬・投票設計等の導入
規制対応が断片的	制度改正・運用変更に追従できず違法状態に陥る	継続的な規制フォローと、見直し体制の構築

(2) フェーズ別の要点チェック

Phase 1：企画・構想

- ・ トークンの法的性質(証券性、前払式など)と販売主体の整理
- ・ 設立国の選定、CFC 税制や期末評価課税への対策
- ・ スマートコントラクトの将来拡張性とセキュリティ計画

Phase 2：調達準備・実行

- ・ JVCEA 対応(国内 IEO)ではホワイトペーパー、AML/CFT 体制、内部統制の整備
- ・ 海外 IEO では BVI・ケイマン・現地法人の組成と実体整備
- ・ 勧誘・広告表示規制を法域ごとに精査、販売先制限の徹底

Phase 3：上場・運営段階

- ・ 規制・税制の変化を常時モニタリングし、ガイドライン等に対応
- ・ 流動性供給体制、価格操作防止の設計
- ・ スマートコントラクト監視と運用時の更新手続

(3) 専門家関与タイミングの例

フェーズ	専門家	主な役割
企画段階	弁護士・税理士	スキーム構築、規制・税務対応の基本設計
設計段階	弁護士(多法域)・会計士・技術監査会社	規制適合性チェック、会計処理、コード監査
調達段階	弁護士(募集規制)・ marketer	勧誘規制、販売体制整備、プロモーション対応
運営段階	弁護士・コンプラ担当	継続的法令対応、投資家対応

(4) 実務設計の3原則

1. 後戻り困難性の前提

- 一度デプロイしたスマートコントラクトや構造は、後からの変更が実務的に困難。
- 将来的な制度・仕様変更に耐えうる柔軟性をもった初期設計が不可欠。

2. 情報開示の整合性

- ホワイトペーパー、配布計画、マーケティング資料は投資家の信頼に直結。
- 「誇大でない」「正確かつタイムリーな更新」が重要。

3. 継続的な規制フォロー体制の構築

- 規制・税制・ガイドラインは継続的に変化。
- 実務慣行、行政解釈、海外動向も含めた多面的なアップデート体制を整備。

《コラム》上場企業によるトークン発行と連結・監査対応の実務的課題¹

近年、上場企業がトークン発行を検討するケースが徐々に増えていますが、特に課題となるのが「会計監査・連結財務諸表上の取り扱い」です。特にトークンの法的性質が明確でない場合、会計基準上の評価が困難となり、監査法人の了承が得られず、プロジェクトが頓挫する事例も少なくありません。

◆ 主な論点：トークンの法的性質と連結可否

監査上の懸念点は、主に以下の2点に集約されます：

1. 発行体の連結対象該当性

上場企業自体が発行体とならず、発行体を別に設ける場合、当該発行体が連結対象と判定されるのが問題となります。連結対象とされた場合、当該発行体のトークンの発行に関する会計処理や期末に保有するトークンの会計処理（期末評価、損益処理等）について、上場企業の監査上の説明責任が発生します。

2. トークンの法的性質が確定しておらず、会計処理が不透明

トークンが暗号資産、前払式支払手段、有価証券、ポイント等のいずれに該当するかが問題となることが多く、資金決済法上「暗号資産」と分類される場

¹ 本コラムについては、公認会計士齊藤洸氏および同柚木庸輔氏よりご助言をいただきました。但し、ありうべき誤りは全て筆者らに帰します。

合でも、私法上の権利義務関係（何の対価として発行されるか、いかなる機能・価値を持つか）が曖昧な場合には、会計処理の前提が不明確となります。

暗号資産であるトークンの販売による資金調達においては、調達額の全額を「売上」として計上することが通例です。しかし、いつの時点で収益を認識すべきかについては、発行に係る会計処理が「資金決済法における暗号資産の会計処理等に関する当面の取扱い」で明示されておらず、「収益認識に関する会計基準」も暗号資産を対象外としていることから、適用すべき会計基準が不透明です。

仮に「収益認識に関する会計基準」の考え方を適用した場合でも、トークン販売が将来のサービス提供と結びつく場合、その履行義務の有無や履行時点の判断が求められます。この点は会計士にとっても判断が難しく、私法上の性質整理が不可欠となる場面が多いのが実情です。

【対応方針①】連結回避の構造設計

日本基準や US-GAAP における連結範囲の決定ルールでは、支配力の有無で連結対象が決まります。実務では、発行体を連結対象外とするために独立した法人設計を行ったり、トークンの表章する権利・義務の内容を決めたりする方針が取られることもあります。

<代表的な手法>

- 発行体との資本関係を排除（完全な第三者法人とする）
- 発行体の役員に上場企業の関係者を関与させない（OB の起用、形式分離）
- 発行体と上場企業の間に重要な契約を締結しない

こうした設計により、連結回避の可能性を高めることができます。実務上は、ファウンデーションや第三者法人を株主とし、開発・運営等の業務を別会社で担い、サービス契約等で報酬を受け取るといった手法も検討されます。

ただし、大企業の場合には「自社グループと無関係な法人がトークンを発行する」と自体に対する社内の説明責任もあり、設計には慎重な配慮が必要です。また、US-GAAP においては「変動持分事業体（VIE）」等の具体的なルールがあり、経済的実態を個別具体的に設計する必要があります。いずれの会計基準でも単純な形式分離では対応できない点に留意が必要です。

【対応方針②】トークン性質整理と連結前提の対応

他方で、「連結対象とする前提で、トークンの性質と会計処理を構築する」アプローチもあります。この場合には：

- トークンの利用目的・設計内容に基づく明確な法的整理（→ 会計整理）

- 法務・税務・会計・監査法人が初期段階から連携して論点整理・対応方針を作成

この方法は一定の準備・コストを要しますが、Web3 事業を自社グループ内に中核事業として位置づけたい場合には、現実的かつ堅実な対応策といえます。

暗号資産の発行について明示的に定めた会計基準はないため、企業の判断で会計方針を定めて会計処理を行うことが考えられます（「会計方針の開示、会計上の変更及び誤謬の訂正に関する会計基準」参照）。会計方針を定める際、暗号資産を販売したという実態をとらえて「収益認識に関する会計基準」を参照することも考えられます。この場合においては、「履行義務の識別と充足」に関する判断が求められ、トークンが何らかのサービス提供義務と結びつく場合、受領した対価を一括で収益に計上できず、一旦契約負債に計上の上、段階的に収益認識されることもあると考えられます（結果として売上計上が後ろ倒しとなる）。この際、会計士からは「どのような法的整理がなされているか」が重要な論点とされ、弁護士による意見書提出が要請される場面も少なくありません。

筆者らとしては、トークンの性質整理は、設計初期段階から法的観点で丁寧に構築すれば比較的明確にできると考えますが、会計士・監査法人の理解と納得を得るためには、事前協議と一貫した整理が不可欠です。

◆ 参考資料

本論点については、一般社団法人日本暗号資産ビジネス協会（JCBA）および一般社団法人日本暗号資産取引業協会（JVCEA）が共同で公表した「暗号資産発行者の会計処理検討にあたり考慮すべき事項」30 頁以降、《付録：法的義務の明確化と会計判断の例》も参考になります（※下記リンクの「資料 2」）。

<https://cryptocurrency-association.org/news/release-info/20230906-001/>

また、同日には日本公認会計士協会（JICPA）から「Web3.0 関連企業における監査受嘱上の課題に関する研究資料（公開草案）」が発出されており、その最終公表版も以下からご覧いただけます：

https://jicpa.or.jp/specialized_field/20231120aef.html

◆ 結論

このように、上場企業にとってトークン発行における最大のリスクは「監査対応」であり、初期段階から法務・会計・税務の横断的な連携による設計が不可欠です。Web3 領域への進出を戦略的に位置づける場合には、社内の会計・監査体制と整合的なトークン設計こそが、成功の鍵となります。

留保事項

- 本書の内容は、関係当局の確認や承認を得たものではなく、現行法令に基づき合理的に構成し得る議論を筆者らの見解として記載したにすぎません。今後の法令改正や実務運用の変化等により、見解は変更される可能性があります。
- 本稿は、トークンを用いた資金調達または投資を推奨するものではありません。
- 本書は一般的な理解を目的として Blog 向けに簡潔に取りまとめたものであり、特定の案件への法的・税務的・会計的アドバイスを構成するものではありません。個別案件については必ず弁護士、税理士、公認会計士等の専門家にご相談ください。

以 上

◆付録：チェックリストと個別相談のご案内

本稿本文では、トークン発行における代表的な資金調達手法と、それぞれの法的・実務的検討事項について概観しました。

実際のプロジェクトでは、トークンの性質や対象地域、関係者構成に応じて、規制の適用関係や対応方針が大きく異なります。当事務所では、これまで以下のようなご相談を数多くいただいています：

- ・ 関係者向けに日本国内で SAFT を発行したいが、規制対象となる「業」に該当するか懸念がある
- ・ 国内 IEO を見据えて、JVCEA 審査の準備を進めたい
- ・ 海外 IEO に向けたストラクチャー構築や規制対応を検討している
- ・ 複数の調達手法を組み合わせたスキーム設計を相談したい

プロジェクトの段階やご相談内容に応じて、以下の方法でサポートしております。

【1】検討初期の方向け実務チェックリストのご案内

- ▶ トークン発行をご検討中の方向けに、初期段階で確認すべき法務・税務・ストラクチャー上の論点を整理した A4・全 3 ページの「トークン発行法務チェックリスト（2025 年版）」をご用意しています

 お申込みはこちら → <https://forms.gle/dAG1aYv1VS9oxDsF9>

※お申し込み後、2～3 営業日以内に PDF をメールにてお送りします。

✓ 主なチェック内容：

- スキーム選択と実行可能性の判断基準
- SAFT 発行時の「業」該当性と販売制限
- 国内・海外 IEO の準備と取引所選定
- 勧誘規制・AML/CFT 等のコンプライアンス対応
- 期末評価課税・CFC 税制等の税務対応
- 技術監査・流動性管理・情報開示の運営面

【2】すでに具体的なご相談がある方へ

- ▶ 弁護士による個別の法的アドバイスをご希望の方は、以下の連絡先までご相談ください：s.saito@innovationlaw.jp

初回のご相談は無料です（30 分程度／オンライン対応可）

ご連絡の際には、可能な範囲で以下の情報をご記載いただけますと、よりの確な対応が可能です：

- プロジェクトの概要（事業内容、トークンの性質など）
- ご検討中のスキーム（SAFT、IEO、DEX 等）と現在の検討段階
- 特にご懸念のある論点（業規制、日本居住者への販売制限、税務など）

※詳細な調査や継続的なサポートが必要な場合には、別途お見積りをご提示いたします。