

先行き不透明な米国SECの暗号資産規制

大手暗号資産交換業者FTXの経営破綻を機に、米国のSECが暗号資産業界への規制強化に乗り出した。しかし、2020年から続くリップル社との訴訟ではSECの主張が一部棄却されるなど、規制の先行きが見通せない不透明な状況に陥っている。

規制強化に動くSEC

米国では、証券市場の規制監督機関である証券取引委員会（SEC）が、暗号資産業界に対する規制強化に乗り出し、大きな波紋を呼んでいる。その直接のきっかけとなったのは、2022年11月の大手暗号資産交換業者FTXの経営破綻である。

2019年に設立され、大リーグで活躍する大谷翔平選手ら著名スポーツ選手を広告塔にしながら急成長したFTXだが、その実態はお粗末で、若手敏腕経営者と持ち上げられた創業者のサム・バンクマンフリード氏が詐欺やマネーロンダリングの容疑で刑事訴追される事態となった。FTXの独自トークンFTTの価格は暴落し、投資家は暗号資産業界全体への不信感を募らせた。

危機感を抱いたSECは2023年2月、大手暗号資産交換業者クラークンの提供するステーキングと呼ばれるサービスが違法な証券募集だと指摘し、クラークンはサービスの停止に応じた。ステーキングとは、投資家が業者に暗号資産を預託し、業者が暗号資産の新たなブロックの承認者となることで獲得した報酬としての暗号資産を投資家に分配するもので、暗号資産を簡単に増やせる仕組みとして投資家の人気を集めてきた。

さらにSECは、2023年6月、大手暗号資産交換業者コインベース及びバイナンスに対して証券法違反を理由とする訴訟を起こした。バイナンスについては顧客資産の管理が不適切だとして資産凍結も申し立てた。業界を代表する暗号資産交換業者への相次ぐ提訴に、暗号資産業界関係者は、業界を窒息させようとする宣戦布告のようなものだと反発する。

ハウイ基準によるエンフォースメント

一連の訴訟でSECは、暗号資産交換業者の取り扱う各種トークンの多くは証券法の規制を受ける証券だと主張する。暗号資産交換業者の実態は証券取引所かそれに近いものであり、取引所、証券ブローカー、証券決済清算業者等として必要な登録を怠っているというのだ。

SECの主張は、1946年に連邦最高裁判所が下したハウイ事件判決で示された「証券」の定義に関する「ハウイ基準」と呼ばれる判例理論に依拠する。

同判決は、(1) 資金の拠出が行われ、(2) 拠出資金で共同の事業が営まれ、(3) 事業による収益獲得が期待され、(4) 収益獲得が資金拠出者自身ではなくもっぱら他人の努力によって実現する、という四つの要件が満たされる場合、証券の一種である「投資契約」の売付けが行われていることを明らかにした。ハウイ事件で問題となったのは果樹園の売買契約だったが、SECは、近年のトークン組成が、多くの場合、ハウイ基準に照らせばSEC登録が必要な証券の売付け行為にあたるとする。

これに対して暗号資産業界からは、SECのエンフォースメント（法執行）活動は、法令に定められた明確なルールに基づく規制ではなく、予測可能性の低い不当な「エンフォースメントによる規制」だとの批判が上がる。

強気のエンフォースメントを主導するのが民主党のゲンスラーSEC委員長ということもあり、規制手法をめぐる議論は政治色も帯びる。SECの決定が共和党委員の反対で全会一致にならないケースも多く、共和党が主導する議会下院では、SECに歯止めをかけるために新たな立法に乗り出すべきとの意見も強まっている。

XRP訴訟でSECが一部敗訴

こうした中で、2023年7月、ニューヨーク南地区連邦地方裁判所で下された一つの決定が注目を集めた。これはSECが2020年12月に提起したリップル社のトークンXRPをめぐる訴訟に関するものである。

SECは、ハウイ基準に照らしてXRPは違法な無登録証券だと主張し、リップルとその経営者に対する民事制裁金の賦課などを求めている。裁判所は、リップルとその経営者によるXRPの売付けを複数の類型に分けた上で、機関投資家に対する売付けは証券である投資契約の違法な無登録販売だが、暗号資産交換業者を通じた個人投資家への売付けや従業員や取引先に対するXRPの付与は投資契約には該当しないとし、SECの主張を一部退けたのである。

暗号資産業界は、この決定を「業界の大勝利」と歓迎し、XRPの取引価格は数時間で2倍近くに暴騰した。SECによる提訴を受けてXRPの取引を停止していた大手暗号資産交換業者は、次々にXRPの取扱いを再開した。

SECのゲンスラー委員長は、裁判所がXRPの機関投資家への売付けを違法だと認めたことを評価しつつ、その他の点では「失望した」とメディアのインタビューで述べた。今後、SECが上級審である連邦控訴裁判所の判断を求める可能性もあり、XRP訴訟の先行きは不透明である。今回の決定がSECの「エンフォースメントによる規制」にブレーキをかけることになるのかも見通しにくく、米国の暗号資産規制は混迷状態にあると言わざるを得ない。

平穏な日本の制度環境

米国では民間事業者は法令で明確に禁じられていない行為は許されると考える傾向が強く、新しい技術を用いた商品やサービスが大胆に生み出される。それがイノベーションを促す土壌となっているが、他方で行政による規制が後追いとなる「後出しじゃんけん」のような状況も生まれやすい。現在のSECによる暗号資産規制は、その典型例ともいえる。

翻って、日本の暗号資産規制の状況を見ると、資金決済法や金融商品取引法の改正でステーブルコインなども含む暗号資産の法的位置付けが明確化されたことに加え、暗号資産交換業者による顧客資産の分別管理が義務付けられていることなどで、業界を取り巻く制度環境は平穏に見える。民間事業者が法令で明確に許されている行為以外は禁じられていると考え、官民一体で制度の整備を進めるといふ日本型のルール形成のパターンが功を奏したともいえよう。

とはいえ、暗号資産をめぐる技術やビジネスモデルは日進月歩であり、望ましいルールの内容に関するコンセンサスの形成を待っていたのではビジネスチャンスを失うリスクも大きい。日本の暗号資産規制がどう進化するのか、今後の展開が注目される。

Writer's Profile



大崎 貞和 Sadakazu Osaki

未来創発センター
主席研究員
専門は証券市場論
focus@nri.co.jp