

米国の暗号資産は変わるか？

米国ではSECがいわゆるICOで組成されるデジタル・トークンなどの暗号資産が多くの場合、証券法の規制に服するとして積極的なエンフォースメント活動を進めてきた。しかし、司法と政治の両面から従来の規制に修正が迫られている。

SECによるエンフォースメント

筆者は、ビットコインなどの暗号資産に対する米国証券取引委員会（SEC）の規制をめぐる動向を本誌『金融ITフォーカス』で何度か取り上げてきた。

SECは2017年9月、詐欺的なデジタル・トークン販売などに対処する専門部署を設置し、本格的な規制に乗り出した。①資金の拠出、②共同事業、③事業から得られる収益の期待、④収益の獲得がもたら他者の努力による、の4つの要件が満たされれば証券法の規制を受ける「投資契約」が成立するという判例法理（ハウイ基準）を用い、多くの暗号資産販売は無登録の証券募集だとして積極的な摘発を進めた（2018年4月号）。

当初は明らかに詐欺的な事案を取り上げていたSECだが、一定の合理性を有するプロジェクトの資金調達に用いられるトークン発行も規制の対象となった。特定のサービスへのアクセス権を提供するユーティリティ・トークンや保有者が意思決定に参画できるガバナンス・トークンも証券だとされた（2022年10月号）。

2022年11月の暗号資産交換業者FTXの破綻以降、SECの矛先はコインベースやバイナンスなど業界最大手の業者にも向けられた。あらゆる暗号資産に証券規制を及ぼすかの態度は、法令上の明確なルールの実行ではなく、予測可能性を損なう不当な「エンフォースメントによる規制」だとの批判も受ける（2023年9月号）。

その後、2023年8月から9月にかけては、デジタルアートやトレーディングカードなどに活用される非代替性トークン（NFT）も証券募集にあたる場合があると規制の対象とされた。

裁判所の介入と変化の兆し

ここへきてSECの厳しい姿勢に若干の変化の兆しが見える。

2024年1月、過去10年近く不承認とされてきたビットコイン現物ETFの証券取引所への上場申請が、SECによって承認され、3つの証券取引所で取引が始まった。5月には、ビットコインに次ぐ取引規模を有する暗号資産イーサ（ETH）の現物ETFの上場も承認され、7月末までに取引が開始された。

きっかけとなったのは、2023年8月に連邦控訴裁判所が、ビットコイン現物ETFの上場申請を不承認としたSECの決定は、恣意的で予測不能な行政行為であり無効だとする判決を下したことである。

裁判所は、暗号資産以外の分野におけるSECの規制にも厳しい目を向ける。2024年6月には、SECが前年8月に制定したヘッジファンドやプライベート・エクイティ・ファンドといった私募ファンドに対する規制を強化する規則を無効とする連邦控訴裁判所の判決が下された。同月の連邦最高裁判所の判決では、証券詐欺行為を行った者に対してSEC内での行政審判で民事制裁金を課したことが、陪審裁判を受ける権利を保障した憲法の規定に違反して無効だとされた。

SECに直接関係する事案ではないが、同じ6月の連邦最高裁判所判決では、法律の規定の意味が曖昧な場合には、裁判所は行政機関の法解釈に従うべきだとする判例法理（シェブロン法理）が破棄された。この判決も、今後のSECのエンフォースメントをめぐる訴訟で、SEC側に不利に働く可能性がある。

注目される政治の動き

米国の暗号資産規制の今後を占う上で、裁判所の動向と並んで注目されるのは、政治の動きである。

SECは5名の委員から成る合議制機関。ゲンスラー委員長など3名が民主党、2名が共和党に所属する。共和党のピアース委員は、早くから暗号資産に理解があるとされ「クリプトの母」の異名をとる。他方、民主党所属委員は、同党が消費者保護を重視する傾向が強いこともあり、暗号資産の規制では厳しい姿勢が目立つ。米国社会の分断を反映して、SEC内部も党派的对立が顕著になり、暗号資産関連のエンフォースメントは3名の民主党委員が賛成票を投じる多数決で決まることが多い。

もっとも、それだけで共和党は暗号資産業界に好意的で、民主党は規制強化を支持するという政治的色分けができるかという点、事態はそれほど単純ではない。

そもそも暗号資産にハワイ基準を適用して証券規制を及ぼす手法は、トランプ前政権に任命された共和党のクレイトン前SEC委員長の下で編み出された。同氏は退任直前の2020年12月、当時、時価総額規模でビットコインとイーサに次ぐ位置にあったリップルの暗号資産XRPに対する訴訟提起に踏み切った。このことは、クレイトン氏が暗号資産業界への全面攻撃を置き土産にしたのも同然だと強い反発を呼んだ。

2024年7月の共和党全国大会で大統領候補指名を受けたトランプ前大統領自身も、2019年には、「ビットコインなどの仮想通貨の価値は薄い空気のようなもので、麻薬の密輸などの犯罪を助けるだけ。自分は支持者ではない」と暗号資産に否定的な見解を述べていた。

ところが、そのトランプ氏も最近は暗号資産での献金を受け入れるなど、姿勢を変化させている。今回の共和党大会が採択した大統領選挙の公約には、技術革新の推進に関連して、「民主党の違法で非アメリカ的な暗号資産抑圧（crackdown）を終わらせる」という文章が盛り込まれた。副大統領候補のバンス上院議員は、多額のビットコインを保有する著名な暗号資産支持者だ。

なお、トランプ氏は中央銀行FRBへの批判的姿勢で知られ、今回の公約にも「中央銀行デジタル通貨（CBDC）に反対する」ことが明記された。同氏が支持するのは、あくまで民間の暗号資産である。

もちろん11月の大統領選挙で民主党と共和党のいずれが勝利するかはまったくわからない。しかし、民主党政権が継続しても、従来のSECのエンフォースメントによる規制が引き続き容認されるとは限らない。

おりから議会では、共和党が主導する形で、暗号資産に対する規制をSECではなく商品先物取引委員会（CFTC）の所管とする法案が審議されている。この法案がそのまま成立する可能性は低いが、議会民主党の幹部は、同党の議員にも法案の支持者が多いとして、採決時の党議拘束を外すことにした。

米国の暗号資産ビジネスに影を落としてきたSECの規制が、2025年以降大きく変化する可能性は、決して小さくないと言えるだろう。

Writer's Profile



大崎 貞和 Sadakazu Osaki

未来創発センター
主席研究員
専門は資本市場法
focus@nri.co.jp