

証券関係法規の規律管轄権と ICO (Initial Coin Offering)

同志社大学教授

高 橋 宏 司*

- I 序
- II 証券関係法規による ICO 規制
 - 1 米国連邦法
 - 2 他の諸国の法
- III 規律管轄権を基礎付ける諸原理
- IV 属地主義を具体化する諸基準
 - 1 行為地基準
 - 2 効果発生地基準
 - 3 取引地基準
- V 諸基準の ICO に対する適用
 - 1 行為地基準
 - 2 効果発生地基準
 - 3 取引地基準
- VI 結 語

I 序

ICO (Initial Coin Offering) は、ブロックチェーン技術を利用した新たな資金調達手段であり、法定通貨や仮想通貨を拠出した投資者に対して、ブロックチェーン上で取引できるトークンを付与するものである。トークンには、様々なサービスや配当を受ける機能が付与されうる。ICO は、最狭義では仮想通貨交換所への上場時のものに限られるが、本稿では、仮想通貨交換業者を介さないトークンの発行も扱うほか、発行されたトークンの流通の場面も対象とする。

ICO は、近年その件数が飛躍的に伸びたが、詐欺の疑われる案件が横行する事態となったため、各国の規制当局から注視されている。一律に禁止する国々¹⁾も現れる一方で、一

* 執筆に際し、大崎貞和氏 (NRI 主席研究員) から有益なご助言を賜った。ここに謝意を表したい。ただし、文責は著者のみにある。

1) 金融庁「事務局説明資料 (国際的な議論・各国の対応の状況)」(仮想通貨交換業等に関する研究会)

定の要件を備えた ICO トークンを証券であるとみなし、証券関係法規の適用によって、投資者保護を図る方向性を打ち出す国々も現れている。しかし、後者の国々の証券関係法規も、ICO に対して国際的にどのような範囲で適用されるのかは必ずしも明らかでない。

ICO の強みは、ボーダレスなネットワーク上に流通する仮想通貨やトークンを用いて、世界中から円滑に資金を調達できることにある。しかし、規制の国際的な適用範囲が明確でないと、萎縮効果を生む²⁾。そこで、本稿では、米国法を中心に、証券関係法規の国際的適用範囲を画する諸基準を検討し³⁾、インターネットの普及の影響も考察した後、それらの基準の ICO への適用の可否と当否を分析する。なお、法令や判例がない部分については、事実上の規範として通用している規制当局の見解を分析する。

証券関係法規の主要部分は行政法規であるが、民事責任を規律する部分もある。後者の国際的な適用関係については、日本⁴⁾ や欧州諸国⁵⁾ では、準拠法の指定を通して決められるべきとの見解が支配的である。これに対して、米国では、外国法の適用可能性はなく、後述するように、もっぱら自国法規の適用範囲の確定のみに関心が払われる⁶⁾。本稿では、民事責任の規律については、米国法のみを検討する。

本稿で特に米国に着目するのは、証券関係法規に限らず一般的に、域外適用は、實際上、それを強行する力と意思を持ち合わせる「アメリカ問題」である⁷⁾ ことに加え、特に証券関係法規については、潤沢な予算⁸⁾ を持つ米証券取引委員会が絶大な調査および法執行能

1) 第2回(2018年4月27日)資料3)によると、韓国では、金融委員会がICOを禁止する意向を2017年9月に表明した。中国でも、人民銀行等の金融当局が、ICOを通じた資金調達のための口座開設や取引への金融機関の関与を禁止する旨を2017年9月に公表した。

2) 国際的な適用範囲外となるよう配慮したスキーム設計のほか、緩和された要件に服する私募等を行う実務対応がなされている(大崎貞和「米国SECの仮想通貨規制への実務家の対応」(2018年7月30日) at http://fis.nri.co.jp/ja-JP/knowledge/commentary/2018/20180730_2.html)。これは、従来型証券に関する実務対応(西村あさひ法律事務所編『ファイナンス法大全(上) 全訂版』(商事法務、2017年)25頁)と異なる。

3) 日本の証券関係法規のより網羅的な検討は、龍田 節「証券取引法の域外適用」『日本国際経済法学会年報』第2号(1993年)23頁、松尾直彦『金融商品取引法 第5版』(商事法務、2018年)88頁。

4) 不破 茂「証券取引規制における民事責任規定の国際的適用」『国際商取引学会年報』第13号(2011年)200頁等。ただし、藤澤尚江「証券取引における民事責任と法の適用関係」『筑波ロー・ジャーナル』第20号(2016年)202頁は、反対。

5) スイス国際私法156条。Matthias Lehmann, "Prospectus Liability and Private International Law," *Journal of Private International Law*, Vol. 12, No. 2 (2016), pp. 318, 335 など参照。

6) Wolf-Georg Ringe & Alexander Hellgardt, "The International Dimension of Issuer Liability — Liability and Choice of Law from a Transatlantic Perspective," *Oxford Journal of Legal Studies*, Vol. 31 No. 1 (2011), pp. 23, 38.

7) 小寺 彰「国家管轄権の構造」『法学教室』第254号(2001年)116頁。

8) 2018年度の予算は、16億ドルであった(SEC, "Fiscal Year 2019 Congressional Budget Justification" ↗

力を有し、米国法的世界的な影響が大きいからである。ただし、本稿の扱う問題は、行政機関が強制調査等の物理的な強制措置により国内法を執行する権限（執行管轄権）ではなく、また、司法機関が審理および裁判を行う権限（裁判管轄権）でもなく、証券関係法規がどのような国際的な要素のある事案を適用対象としているか（規律管轄権）である。

常設国際司法裁判所はローテウス号事件において、規律管轄権については、禁止規則がないときは、国家は領域外の人・物・行為に対してその法を適用する広い裁量権を有するとした⁹⁾。禁止規範には、国家の統治権が「公正かつ衡平に（fair and equitable）行使されなければならない」（公正衡平待遇義務）という国際慣習法上の規則などがあると解されている¹⁰⁾。しかし、各国に認められている裁量が広いと、国家実行を検討する意義は大きいと考えられる。

II 証券関係法規による ICO 規制

本章（第二章）では、米国を中心に、ICO に対して証券関係法規の適用可能性を認める若干の国々の規制を概観する。

I 米国連邦法

米国では、証券取引委員会（SEC；Securities and Exchange Commission）の委員長が 2017 年末に声明を発表¹¹⁾し、大概の ICO は、証券（security）の勧誘と売付けを伴い、したがって、連邦証券諸法の適用を受けるとの見解を公表した。以下では、投資勧誘に関する登録・開示等の行政的規制と不公正取引規制に分けて、主要規定を概観する。

(1) 投資勧誘の行政的規制

1933 年証券法（Securities Act 1933）は、証券の公募前に発行体に課される登録および開示義務を定め、登録届出書提出前の投資勧誘（offer）等を禁じている¹²⁾。また、1934 年証券取引所法（Securities Exchange Act 1934）は、ブローカー（他人の計算において証券取

↘ Annual Performance Plan” (2018), p. 3)。

9) The Case of the S.S. “Lotus” PCIJ, Series A. No. 10 (1927), p. 19.

10) 小寺 彰「国内法の『域外適用』と国際法」『自由と正義』第 61 巻 5 号（2010 年）11 頁。

11) Jay Clayton, “Statement on Cryptocurrencies and Initial Coin Offerings” (December 11, 2017), at <https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-clayton-2017-12-11>.

12) 第 5 条において、登録届出書の提出前の証券の買付けの勧誘（offer）や登録届出書の効力発生前の売付け（sale）を禁じ、第 7 条で登録届出書に記入されるべき情報や添付されるべき書類を規定している。

引を執行する業務に従事する者)¹³⁾ またはディーラー (自己の計算において証券の買付けおよび売付けの業務に従事する者)¹⁴⁾ が米証券取引委員会に登録することなく、証券取引を執行すること、または証券の買付けや売付けを勧誘し、もしくは勧誘を試みることを禁じている¹⁵⁾。登録をしたブローカー・ディーラーは、米証券取引委員会による行為規制や財務規制を含む各種の監督規制に服する。

米証券取引委員会は、このような規制が ICO に対して適用される可能性を認める見解を明らかにしている。まず、2017年7月公表の調査報告書¹⁶⁾ において、The DAO と呼ばれる発行体が ICO によって募集したトークンは、証券であったと認定し、適用除外事由に該当しないかぎり、当該発行体は、トークンの勧誘と売付けを登録する必要があったと指摘した。その際、当該発行体のウェブサイトが米国内の個人も含めて、一般にアクセス可能であったことに言及したが、それ以上詳細には、米国法が適用されると思料する根拠は明らかにしなかった。次いで、2018年3月公表の公開声明¹⁷⁾ において、証券に該当するトークンの売買を成立させる場合は、「証券取引所 (exchange)」または「私的取引システム (ATS; Alternative Trading System)¹⁸⁾」であり、その運営は登録を受けて行う必要があるという警告を発した。さらに、2018年9月には、ブローカー・ディーラーとしての登録を受けずに、ICO トークンの売付けや勧誘を行っていた Tokenlot 社およびその関係者に対して、排除命令等を申し立てた¹⁹⁾。Tokenlot 社は、米国ミシガン州に設立され、そのウェブサイトを通じて ICO トークンを購入した者の多くが米国居住者であったためか、米国法の適用について争うことはせず、和解が成立した²⁰⁾。

(2) 不公正取引規制

1934年証券取引所法は、証券の買付けまたは売付けに関し、米証券取引委員会が定めた規則に反して、相場操縦的もしくは欺罔的な計略または策略を用いることを違法としてい

13) 第3条 a 項 4 号。

14) 第3条 a 項 5 号。

15) 第15条。

16) “Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO,” Release No. 81207, July 25, 2017.

17) Divisions of Enforcement and Trading and Markets, “Statement on Potentially Unlawful Online Platforms for Trading Digital Assets,” March 7, 2018, at <https://www.sec.gov/news/public-statement/enforcement-tm-statement-potentially-unlawful-online-platforms-trading>.

18) 同様のシステムは、日本では PTS (proprietary trading system) と呼ばれることもあり、EU では MTF (multilateral trading facility) と呼ばれる。

19) In the Matter of Tokenlot, SEC Administrative proceeding File No. 3-18739 (September 11, 2018).

20) In the Matter of Tokenlot, *ibid.*, pp. 2-3.

る（第10条 b 項）。そして、米証券取引委員会が定めた規則 10b-5 は、証券の買付けまたは売付けに関して、詐欺となる行為を行うことを違法としている。本稿では、両規定による規制をまとめて不公正取引規制と呼ぶ²¹⁾。両規定の射程は広く、発行者の開示義務違反、相場操縦、インサイダー取引など、あらゆる不公正取引に対する法執行（エンフォースメント）の根拠となる。法執行の方法には、課徴金や刑事告発といった公的な法執行のほか、私人による民事訴訟を通じた責任追及がある²²⁾。

米証券取引委員会は、2017年末に、ICO を行っていた Plexcorps と呼ばれる団体およびその関係者を相手取り、不公正取引規制に違反しているとして、ニューヨークの連邦地裁に訴えを提起した²³⁾。被告は、自らがカナダを拠点としていること、その ICO トークンが米国外に所在するコンピュータから発行されたことなどを理由として、米国の連邦証券関係法規の適用を争っている。

また、仮想通貨の市場において相場操縦がなされているとの報道に接することがあるが、ICO で発行されたトークンが証券であるならば、その相場操縦は、不公正取引規制の違反となる可能性がある。もっとも、本稿執筆時点（2018年10月）では、米証券取引委員会による提訴の事例はない模様である。

2 他の諸国の法

米国以外にも、カナダ²⁴⁾、スイス²⁵⁾ などの国々の規制当局も、ICO に対して、一定の要件の下で証券関係法規の適用可能性を認める見解を公表している。スイスの当局は、トークンを決済トークン、ユーティリティ・トークン、資産トークンに分類して、後二者は一定の要件の下で証券に該当するとしている。

日本では、ICO 規制は、証券関係法規よりも、資金決済法の土俵で論じられることが多

21) 米国の連邦証券関係法の中には、他に1933年証券法第17条 a 項、1940年投資顧問法（Investment Advisers Act 1940）第206条にも不公正取引規制の規定が置かれている。

22) 私人によるクラスアクションは、懐の深い業者を狙うのに対して、米証券取引委員会による公的な執行は、比較的規模の小さい業者を狙う傾向にあると言われている（後藤元「流通市場の投資家による発行会社に対する証券訴訟の実態」『金融商品取引法研究会研究記録』第60号（2017年）18頁）。

23) Securities and Exchange Commission v. Plexcorps *et al.*, District Court for the Eastern District of New York (Case 1: 17-cv-07007).

24) CSA (Canadian Securities Administrators) Staff Notice 46-307 “Cryptocurrency Offerings” (24 August 2017); CSA Staff Notice 46-308 “Securities Law Implications for Offerings of Tokens” (June 11, 2018).

25) FINMA (Swiss Financial Market Supervisory Authority), “Guidelines for enquiries regarding the regulatory framework for initial coin offerings (ICOs)” (16 February 2018).

い。ICO トークンが同法上で定義された「仮想通貨」に該当する可能性があるからである。しかし、仮想通貨が同法上で規制対象となっているのは、それが決済手段として用いられることが本来想定されているからである²⁶⁾。したがって、投資対象となっているトークンは、投資者保護の見地から、証券関係法規の整備によって規制する必要がある。金融庁は、2017年10月に、「ICO が投資としての性格を持つ場合、仮想通貨による購入であっても、実質的に法定通貨での購入と同視されるスキームについては、金融商品取引法の規制対象となると考えられます。」との見解を公表した²⁷⁾。これは、ICO トークンが集団投資スキーム持分として(第2条2項5号)、みなし有価証券になる可能性を指摘したものと考えられる。すると、事前の発行登録義務や、詐欺的行為・不実開示等に対する事後的な責任追及に関する規定が適用されることになる。しかし、実質的に法定通貨での購入と同視される場合とはどのような場合かなど、解釈論上の難点がある。また、開示義務は、調達した資金が主として有価証券に対する投資に充てられる場合にのみ生じ²⁸⁾、これは ICO では通常想定されていない。したがって、現行の金融商品取引法は、ICO トークンを実効的に規律できる規定ぶりにはなっていないと言えよう²⁹⁾。このほか、仮に、ICO トークンが発行者の従属法上、株式とみなされれば、日本法上も株式として規制対象となると解される³⁰⁾が、本稿執筆時点においては現実化していない。

Ⅲ 規律管轄権を基礎付ける諸原理

本章(第三章)では、規律管轄権を基礎付ける原理である保護主義、普遍主義、属人主義、および属地主義について、証券関係法規との関係において、それぞれの妥当性を検討する。

まず、保護主義(protective principle)は、安全保障等国家が存立する上で特に重要な国家法益に関することを理由として、行為地その他を問わず、当該国家の管轄権を認める原

26) 畠山久志「『仮想通貨法』(資金決済法の一部改正)の施行について」『金融法務事情』第2067号(2017年)27頁。

27) 「ICO (Initial Coin Offering) について——利用者及び事業者に対する注意喚起——」(2017年10月27日) at https://www.fsa.go.jp/policy/virtual_currency/06.pdf。

28) 第3条3号イ参照。

29) 「金融庁 移行検討 仮想通貨 金商法で規制 顧客資産保護を強化」産経新聞2018年7月3日朝刊13頁も参照。

30) 有吉尚哉「Initial Coin Offering (ICO) に対する金融規制の適用関係に関する一考察」『NBL』第1111号(2017年)10頁同旨。ただし、この場合、現行の金融商品取引法がICO トークンという形をとる株式に対して適用されるのに適した内容となっているかが別途問題になろう。

理である。例えば、内乱、外患誘致等は、国内外のいずれで罪を犯しても日本の刑法の適用が認められており（第 1 条、第 2 条参照）、保護主義の現れと考えられている。証券関係法規の保護法益は、それらに比肩しうるほどに重要な国家法益とは位置づけられないので、保護主義の対象とはならないと考えられる。

他方、普遍主義 (universality principle) は、国際社会に普遍的な利益の侵害を理由として、行為地その他を問わず、すべての国家の規律管轄権を認める原理である。この原理の射程を海賊取締り以外にどこまで広げられるかは議論がある³¹⁾。ICO トークンは、ブロックチェーン上で発行されて流通し、匿名性の高い取引が可能であることから、資金洗浄やテロ資金供与に利用されるおそれが強い。そこで、各国において、顧客の本人確認 (KYC: Know Your Customer) の義務を仮想通貨を扱う業者等に対して課する規制が導入されてきている³²⁾。これは国際社会に普遍的な利益の保護に係るものであるから、将来的には普遍主義の対象として認められる可能性があるように思われる。これに対して、本稿のテーマである証券関係法規の保護法益は、投資者の保護や市場の公正な価格形成であり、それは、資金調達 の 便宜等との兼ね合いで、各国の立法者が具体的内容を決めるべきものであるから、普遍主義の対象とはならないと考えられる。

属人主義 (personality principle) とは、自国民に対して、行為地その他を問わず、規律管轄権を認める原則を言う。米国では、証券発行の登録および開示に関する前記1933年証券法の規定の適用については、かつて部分的に属人主義が採用されていた。すなわち、1964年に公表されたリリース³³⁾ 4708号³⁴⁾の中で、米証券取引委員会は、米国会社が³⁵⁾証券を米国外において外国人 (foreign nationals) に対して分売する場合、それが証券を米国外に定着させる方法で行われるときは、1933年法による登録がなくとも、法執行を行ってこなかったと述べる一方、海外における米国人 (American nationals) に対する公募は、登録されなければならないと述べた³⁶⁾。属人主義には、実行者の国籍に着目する能動的属人主義

31) 酒井啓亘・寺谷広司・西村 弓・濱本正太郎『国際法』（有斐閣、2011年）96頁 [寺谷執筆箇所]。

32) FATF (Financial Action Task Force), "International Standards on Combating Money Laundering and the Financing of Terrorism & Proliferation," (2012-2018) at <http://www.fatf-gafi.org/recommendations.html>, p. 15 参照。

33) 一般に、リリース（「通牒」と訳されることもある）は、米証券取引委員会がその見解を法律に定める形式を採らずに公表する媒体で、法的効力は有しないものの、事実上大きな影響力を有する。

34) "Registration of Foreign Offerings by Domestic Issuers," Release No. 33-4708 (1964).

35) このリリースは、米国会社の証券のみを対象としているが、SEC の職員は、同じ方針を外国会社の証券にも適用してきた ("Offshore Offers and Sales," Securities Act Release No. 6779 (1988), n. 9)。

36) ただし、青木浩子「証券取引の国際化にともなう各国証券開示規制の展開 (二)」『法学協会雑誌』第115巻8号 (1998年) 1084頁の指摘するとおり、投資者が米国に居住している場合にはその国籍を問わず規制の対象であるとしていた点は、属地主義の現れである。

(active personality principle) もあるが、リリース 4708号で示された方針は、証券発行者の国籍ではなく、投資者の国籍を基準としていたので、自国民の保護を目的とする受動的属人主義 (passive personality principle) であったと言える。

登録・開示義務を通じて米国人投資者を全世界的に保護するこの方針は、米証券取引委員会により1990年に制定されたレギュレーション S によって変更された。同レギュレーションは、「1933年証券法の下で登録されずに米国外でなされる勧誘および売付けに適用される規則」³⁷⁾ と題され、その規則第901条は、一般原則 (General statement) として、証券法第5条の下で言う勧誘 (offer) および売付け (sale) は、米国内でなされるものを指すと規定している。また、規則第902条(k)は、「米国人 (U.S. person)」を定義し、自然人については、国籍にかかわらず、米国に居住する者がそれに該当すると規定している。米証券取引委員会は、同レギュレーション制定時に、リリース 6863³⁸⁾ を公表し、その中で³⁹⁾、同レギュレーションは、属地主義 (territoriality principle) にもとづくものであると説明し、証券の登録制度は、国籍を問わず、米国の市場で買付けをする投資者および米国の証券市場を保護するものであると述べている⁴⁰⁾。これにより、属人主義の放棄が明確になった。

この方針転換は、レギュレーション S 制定の数年前になされた米証券取引委員会幹部の講演⁴¹⁾ において、まずは私見として提示された。同講演では、リリース 4708号の立場は、ユーロ市場やロンドン、日本、その他の市場が主要市場として成長する以前には適当であったとしても、投資者が市場を選ぶことができる今日では、選んだ市場において適用される法を受け入れるのが妥当であるとの見解が示された。この見解は、その1年後に米証券取引委員会の職員が議会に提出した報告書⁴²⁾ や前記リリース 6863⁴³⁾ などにも反映され

37) Regulation S—Rules Governing Offers and Sales Made Outside the United States Without Registration Under the Securities Act of 1933 (17 CFR 230) (1990).

38) “Offshore Offers and Sales,” Release No. 33-6863 (1990).

39) *Ibid.*, “II. Background and Introduction”.

40) なお、「米国内でなされる」(第901条)とみなされないためには、第903条によれば、勧誘や売付けがオフショア取引でなされるだけではならず、米国に向けた募集努力がなされていないことや、証券の米国への還流防止のためのその他の要件も備える必要がある。これは、勧誘や売付けの効果が米国内に生じ得る場合には、米国法の適用が留保されていることを意味し、ここに効果理論の投影を看取することができる。

41) Linda Quinn (Director of the Division of Corporation Finance), “Redefining ‘Public Offering or Distribution’ for Today,” Address to Federal Regulation of Securities Committee Annual Fall Meeting (November 22, 1986), SEC News Release (1986), p. 9.

42) “Internationalization of the Securities Markets: Report of the Staff of the Securities and Exchange Commission to the Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs and the House Committee on Energy and Commerce” (1987), para. III-317.

43) “Offshore Offers and Sales,” *supra* note 38, “II. Background and Introduction”.

た⁴⁴⁾。

1934年証券取引所法の下でのブローカー・ディーラーの登録義務（前記）に関しては、米証券取引委員会は、レギュレーション S の制定に先立つ1989年に規則 15a-6⁴⁵⁾ を制定し、外国のブローカー・ディーラーに対しては、勧誘をせずに取引を執行する場合には免除されるとした。そして、その制定時に公表したリリース 27017⁴⁶⁾ において、ブローカー・ディーラーの登録規制についても、今日では属地主義に依拠していると表明し、米国内で証券取引を執行し、勧誘し、または勧誘を試みるブローカー・ディーラーは、たとえ米国外の投資者のみを相手としている場合でも登録義務を負い、反対に、完全に米国外で証券取引を執行し、勧誘し、または勧誘を試みる場合には、米国の業者であっても登録義務を負わないと述べている。

属地主義は、ある事象が領域内で生じたことを根拠に規律管轄権を正当化する原理である。そこで、より具体的には、いずれの事象発生地を基準として認めるかが問題となる。証券関係法規との関係では、勧誘や詐欺的行為等の行為地、投資者の投資判断や市場の価格形成に対する影響等の効果発生地、証券取引地等⁴⁷⁾ が候補となる。そこで、次章（第 IV 章）では、行為地基準、効果発生地基準、取引地基準の順に、まず従来型証券との関係で現行法とその当否を検討し、次次章（第 V 章）において、それらの ICO への適用の可否と当否を考察する。

IV 属地主義を具体化する諸基準

1 行為地基準

行為地基準は、勧誘や詐欺的行為のように、各規定の対象となる行為が領域内でなされたことを根拠として、規律管轄権を正当化する原理である。属地主義を具体化する最も基本的な基準として、国家実行上広く採用されている。

米国では、前述したとおり、国内で証券取引を執行し、勧誘し、または勧誘を試みるブ

44) Samuel Wolff, "Offshore Distributions under the Securities Act of 1933: An Analysis of Regulation S," *Law and Policy in International Business*, Vol. 23 (1992), pp. 101, 113.

45) 17 C.F.R. § 240.15a-6 "Exemption of certain foreign brokers or dealers".

46) "Registration Requirements for Foreign Broker-Dealers," Release No. 34-27017 (1989).

47) 行為規制と区別されるところの業者規制（経営健全性確保や顧客財産保護等のための規制）については、事業所の立入検査等、執行の実効性を確保するためにも、当該業者の設立地を基準とするのが妥当であると思われる。Sōichirō Kozuka, "Trading Securities over the Internet: Recent Developments in Japanese Securities Regulation," *Die Zeitschrift für Japanisches Recht*, Vol. 7, No. 14 (2002), pp. 79, 87 も同旨。

ローカー・ディーラーは、たとえ国外の投資者のみを相手としている場合でも登録義務を負う(リリース 27017)⁴⁸⁾。また、1934年証券取引所法は、同法の不公正取引規制の違反に対し、証券取引委員会または司法省が訴えを提起した場合、違反を助長する重要な行為が米国内で行われたか、米国外で行われた行為の予見可能で重大な効果が米国内で発生したときに連邦地裁は管轄権を有するという規定を置く(第27条b項)。この規定の下で、不公正取引規制は、公的な法執行に関しては、行為地および効果発生地の基準により適用範囲が決まることになる。

日本でも、金融商品取引業者等が国内から非居住者に対して勧誘・販売する場合に、当該非居住者は金融商品取引法の保護対象とされている⁴⁹⁾。また、金融法委員会⁵⁰⁾は、2002年に公表した「金融関連法令のクロスボーダー適用に関する中間論点整理」の中で、「証券取引法の適用範囲に関し、従来の『属地主義』を基本とする議論においては、同法の規定に定める(結果・効果を含まない意味での)『行為』が国内で行われる限り、これに対し当該規定を適用することに異論は少ないようである。」と述べている⁵¹⁾。そして、次のような設例を提示する⁵²⁾。

国内に拠点を有する者が、米国の顧客からの注文を受け、米国債を米国内の取引市場において当該顧客のために購入し、または他の米国内の相手との間の売買取引を媒介して成立させる、といった活動の場合、当該媒介行為に関連する一定の連絡事務等が日本において行われる場合には、わが国において「行為」があったとして「属地主義」に基づいて証券取引法を適用し、同法による証券業の登録を要求することも考えられる。

しかし、自国内でなされた行為の効果が国外においてのみ生ずる場合に、当該行為を規律する国益があるかは、自明ではない。金融法委員会の前掲論点整理も、上記設例のような場合には、「わが国の証券取引法の保護しようとする法益を直接に侵害するものではない」という点を重視して、同法による登録は要しないという立場もありうる」ことを認めている⁵³⁾。また、米国の最高裁は、Morrison v. National Australia Bank 事件判決において、不公正取引規制に関し、取引地基準を採用し(ただし、その射程は今日では私人による民

48) “Registration Requirements for Foreign Broker-Dealers”, *supra* note 46.

49) 特定投資家私募の対象に非居住者を含める第2条3項2号ロ2、特定投資家の範囲に外国法人を含める第2条31項4号、金融商品取引法第2条に規定する定義に関する内閣府令第23条10号参照。

50) 金融取引を専門とする学者と実務家によって、自発的に1998年に設立された団体である。

51) 金融法委員会「金融関連法令のクロスボーダー適用に関する中間論点整理」(<http://www.flb.gr.jp/jdoc/publication11-j.pdf>, 2002年) 3頁。

52) 同上、6頁。

53) 同上、7頁。

事訴訟に限定されている)、行為地基準を否定したが、その際、行為地法が取引地法と抵触する可能性に対して懸念を表明した⁵⁴⁾。行為地法の適用を控えても、取引地や効果発生地の規制が適用されるならば、「規制の鞘取り (regulatory arbitrage)」を許すことにはならないであろう。

実際、行為地基準をあえて放棄していると見受けられる国家実行も存在する。例えば、連合王国 (英国) では、2000年金融サービスおよび市場法 (Financial Services and Markets Act 2000) が金融サービスの勧誘制限を定めるが (第21条)、2005年金融販売促進規則 (Financial Promotion Order 2005) は、同制限は、国外居住者のみに向けられた通信に対しては、原則として適用されないとし、それは当該通信が国外から発せられようと、国内から発せられようと異ならないと規定する (第12条 1 項 b 号)。したがって、勧誘の通信が国内において発せられる場合でも、国外居住者のみに向けられているときには、勧誘制限の規律は及ばない。

では、行為地基準の積極的根拠は、何に求めることができるであろうか。金融法委員会の前掲論点整理は、国外投資家を相手とする取引を行う施設を備えた業者は、容易に国内投資家を相手方とする取引を行うことができるとし、これが政策的な根拠となりうるとする⁵⁵⁾。他方、米国第 2 巡回区連邦控訴裁判所は、IIT v. Vencap 事件において、詐欺的な証券の作成拠点として米国が利用されるのは、たとえ販売が外国においてのみなされるとしても、望ましくないとの価値判断を示している⁵⁶⁾。米国が詐欺的行為の逃避地 (haven) として見られるようになれば、米国企業の国外における資金調達力が損なわれる懸念があるとする論考もある⁵⁷⁾。逆の言い方をすると、投資者保護の厳格な規制を及ぼす国において勧誘行為をなす者は、投資者保護の未熟な国に居住する投資者から信頼を得て、円滑な資金調達が可能となる。行為地基準の積極的根拠は、ここに見出すことができよう。

2 効果発生地基準

効果発生地を法の国際的適用範囲を画する基準とする考え方は、効果理論と呼ばれ、属地主義と相反するものとして捉えられることもある⁵⁸⁾。しかし、領域内で生じた事象を根

54) Morrison v. National Australia Bank, 130 S.Ct. 2869 (2010) at p. 2885.

55) 金融法委員会「前掲論点整理」(注51) 7頁。

56) IIT v. Vencap, 519 F.2d 1001, 1017 (2d Cir. 1975).

57) Stephen Choi & Linda Silberman, "Transnational Litigation and Global Securities Class-Action Lawsuits," *Wisconsin Law Review*, Vol. 2009 (2009) pp. 465, 490.

58) 杉原高嶺『国際法学講義 第2版』(有斐閣、2013年) 258頁、酒井ほか『前掲書』(注31) 91頁 [寺谷執筆箇所]。

拠に管轄権を正当化する原理として属地主義を広く理解すると、行為の結果発生地にも管轄権を認めることができる(客観的属地主義)。そして、行為の経済的効果(投資者の投資判断や市場の価格形成に対する影響等)も結果に含めて考えると⁵⁹⁾、効果理論は、属地主義の一態様であり、効果発生地は属地主義の具体化基準の1つと見ることができる⁶⁰⁾。

(1) 投資勧誘の行政的規制とインターネット普及への対応

(a) 米国連邦法

証券取引でのインターネット利用が活発化したのは、前記規則 15a-6 やレギュレーション S の制定された1989年および1990年より後である。電話やファクスといった従来のメディアを使っても、国境を越えた証券取引は可能であるが、その場合、証券の発行者や業者は、投資勧誘を行う際に、対象国を自ら特定することになる⁶¹⁾。これに対して、インターネットを使う場合、ウェブサイト上の情報は、特別な制限を行わない限り、世界中どこからでも閲覧できるので、極論すれば、すべての国々で投資勧誘を行っているとも見ることが不可能でない。そこで、レギュレーション S で言うところの米国内でなされる勧誘(offer)とはどのような場合かを明確化する必要が生じた⁶²⁾。同様に、規則 15a-6 で言うところの「勧誘された(solicited)」についても、前記リリース 27017 の下で属地主義が宣明されたので、米国内でなされたと言えるのはどのような場合かを明確化する必要が生じた。

米証券取引委員会は、1998年に公表したリリース 1125⁶³⁾ において、米国外からのインターネットを利用した勧誘は、それに米国居住者が応じないよう、勧誘者が「十分な措置」(adequate measures) を講じている場合には、米国に向けられたものではなく、したがって、登録義務との関係では、米国内でなされているとは扱わないとの立場を明らかにした。何を以て「十分な措置」と言えるかは、事案次第であるとしつつも、米国外の発行体が⁶⁴⁾ インターネットを使って行う勧誘は、以下のような要件が満たされていれば、米国に対して向けられたものとは一般的にみなさないとしている。すなわち、ウェブサイト上に当該勧誘が米国以外の国のみに向けられたものである旨を明記していること(注記要件)およ

59) 小寺「前掲論文」(注7) 117頁。

60) 杉原高嶺・水上千之・白杵知史・吉井 淳・加藤信行・高田 映『現代国際法講義 第5版』(有斐閣、2012年) 81頁〔高田映執筆箇所〕も同旨と考えられる。

61) 大崎貞和『ネット証券取引』(日本経済新聞社、2000年) 114頁。

62) Wolff, *supra* note 44, p. 113.

63) “Re: Use of Internet Web Sites To Offer Securities, Solicit Securities Transactions, or Advertise Investment Services Offshore,” International Series Release No. 1125.

64) 米国の発行体の場合には、証券が米国に還流する可能性の高いこと等に鑑み、米国非居住者のみが募集にアクセスできるよう、パスワード等を用いた合理的な仕組みを設けることを加重要件としている。

び米国外からの売付けが米国居住者に対してなされないよう、ウェブサイトの提供者が合理的な措置を講じておくこと（販売防止措置要件）である。そして、同リリースは、注記方法として、公募が米国居住者に向けられていないことの記載や、公募対象となっている米国以外の特定の法域を明記することを例示している。また、販売防止措置の例示として、売付けに先立って被勧誘者から郵送先住所や電話番号（または市外局番）を入手することを挙げている。

他方、勧誘者が外国のプロカー・ディーラーである場合、同リリースは、ウェブサイトを通じた取引は、一般的には、規則 15a-6 で言うところの「勧誘された (solicited)」取引に当たるという解釈をとる。しかし、前記と同様の注記をした上で、郵送先住所、支払い方法その他の情報に基づいて、米国居住者であると信ずる理由のある者に対してサービス提供を拒絶していれば、登録義務との関係では、米国内でなされているとは扱わないとしている。

(b) 日本法（外国証券業者の勧誘）

日本では、2000年に、金融庁が「外国証券業者によるインターネットを利用したクロスボーダー取引」についての事務ガイドラインを公表した。当時、「日本の投資者向け」と記したウェブサイトを日本語で作成していた海外の証券会社もあったようである⁶⁵⁾。

今日、同ガイドラインに相当するものは、金融庁の「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」（平成30年4月）の中の「外国証券業者に対する基本的考え方」に見られる。前提となる関係法令⁶⁶⁾は、国内に拠点を有しない無登録の外国証券業者であっても、有価証券関連業に係る行為についての勧誘をすることなく、国内にある者の注文を受けて⁶⁷⁾、外国からその者を相手方として有価証券関連業に係る行為を行うことを容認している。同「基本的考え方」において、金融庁は、「外国証券業者によるインターネット等を利用したクロスボーダー取引」について、「外国証券業者がホームページ等に有価証券関連業に係る行為に関する広告等を掲載する行為については、原則として、『勧誘』行為に該当する」との見解を表明している⁶⁸⁾。ただし、「日本国内の投資者との間の有価証券関連業に係る

65) 大崎貞和「インターネットの利用に関する米国 SEC の解釈通達」『資本市場クォーターリー』（1998年春号）10頁。

66) 金融商品取引法第58条の2および金融商品取引法施行令第17条の3第2号。

67) 日本居住の投資者が能動的に海外の証券会社に接触するのも違法ではない。対照的に、保険業法は、日本に支店等を設けない外国保険業者に対して、内閣総理大臣の許可（第186条2項）を得ることなく保険契約を締結した日本居住者を過料の制裁に処する（第337条1号）。これにより、直接付保規制の実効性が確保されると解されている（山下友信『保険法（上）』（有斐閣、2018年）205頁）。

68) 不特定多数の者に向けられたネット広告であっても「勧誘」に該当するかは、法目的によって異なる。例えば、法の適用に関する通則法第11条6項1・2号の「勧誘」には該当しないとの解釈が一般的⁷⁾

行為につながるような合理的な措置が講じられている限り、国内投資者に向けた『勧誘』には該当しないものとする」として、米証券取引委員会のリリース 1125 に準じた基準を立てている。それによれば、「日本国内の投資者が当該サービスの対象とされていない旨の文言が明記されて」おり、「日本国内にある投資者との間の有価証券関連業に係る行為を防止するための措置が講じられている」場合には、当該広告等の提供は、国内投資者向けの「勧誘」に該当しないとされている。

(c) 証券監督者国際機構 (勧告)

主要国の証券規制当局で構成される証券監督者国際機構 (IOSCO: International Organization of Securities Commissions) は、1998年に、「インターネットにおける証券活動に関する報告書 (Report on Securities Activity on the Internet)」を公表した。その主要勧告 (key recommendations) の1つ (勧告 15) は、次のように述べる。

発行者もしくは金融サービス提供者のインターネットを利用した勧誘もしくは売付けの活動が規制当局の管轄内で行われる場合、またはこれらの者の海外における活動が規制当局の管轄内の居住者もしくは市場に重大な効果 (significant effect) を与える場合、規制当局は、当該活動に対して規制 (例えば免許や登録の要件) を課すことができる。

この勧告は、米証券取引委員会の前記リリース 1125 を踏まえて作成され、日本の前記事務ガイドライン作成の際に参考にされたものである。前段で行為地が、後段で効果発生地が基準となることが明言されている。したがって、この勧告は、効果理論を受け入れたものであり、日米の監督指針は、効果発生地基準をインターネット利用に則して具体化したものであると捉えることができる。インターネットを通じた投資勧誘について、ウェブサイトが閲覧できるすべての国において勧誘の行為が行われていると捉えることも不可能ではない。しかし、そうすると、行為地基準を採用するあらゆる国の投資勧誘規制への対応が必要となりかねず、インターネットの有効な活用を阻害することとなる。むしろ、「国内では勧誘行為はない」と捉えた上で⁶⁹⁾、国内において一定以上の勧誘の「効果」が及ぶ (投資者の投資判断への影響の可能性がある) 場合に、自国法の適用を認める立場に立脚していると捉える⁷⁰⁾ 方が妥当な結論を導くことができるであろう。

、である (小出邦夫「逐条解説 法の適用に関する通則法」(商事法務、2009年) 141頁等)。

69) 森下国彦「金融関連法令の国際的適用範囲」『ジュリスト』第1232号 (2002年) 123頁は、日本国外に本拠を置きつつ、インターネットによって直接日本の顧客に対して貸付けを行う国外の業者に対して、日本の貸金業法の登録義務を及ぼすための理論構成として『行為の場所』に着目する方法は、当事者の活動方法の変化や技術の進歩等により法適用の可能性が影響を受けるという結果になりやすい」と述べる。同様の指摘は証券関係法についても可能であろう。

70) 金融法委員会「前掲論点整理」(注51) 13頁も同様の見方をする。

インターネットの普及以前から、機関投資家を中心に国境を越えた証券取引は行われていた⁷¹⁾。しかし、一般投資家の証券売買は、証券会社の店頭または電話によるのが普通であった⁷²⁾ので、投資勧誘の効果は、通常、その行為がなされた国で発生したものと思われる。法の国際的適用範囲も、属地主義によって決めると言っていれば十分であり、あえて行為地と効果発生地の違いを意識して考える必要性は大きくなかったであろう。ところが、インターネットの普及により、一般投資家に対する国境を越えた勧誘が容易になったため、行為地と効果発生地との区別を意識して、効果理論を認める必要性が高まったと考えられる。

(2) 日本法 (一般)

日本では、インターネットを利用した投資勧誘の行政的規制のみならず、日本の証券関係法規全般について、効果理論に依拠し、効果発生地が日本にある場合には適用を肯定する解釈論が示されている。例えば、金融法委員会の前掲論点整理は、次のように述べている⁷³⁾。

クロスボーダーの取引が拡大し、金融市場のグローバル化が既に相当程度進展している中で、わが国で行為が行われる場合にのみ国内法を適用したのでは、当該法令の目的が十分に達成できないおそれがある。……こうした観点から、現行法の解釈として、市場の価格形成機能を通じた効率的な資源配分の実現や投資家保護といった証券取引法の目的を達成するのに必要な限りにおいて、わが国にその効果が及ぶ場合……には、わが国の証券取引法を適用できると考えることも、十分検討に値するであろう。

この解釈論は、現在の日本の金融行政においても採用されているとの指摘が証券法の専門家からなされている⁷⁴⁾。前掲論点整理は、次のような設例も提示している⁷⁵⁾。

国内の取引所に上場されている日本企業の株式（わが国の取引所が当該株式の主要市場であることを前提とする）に関し、専ら国外において風説を流布し、または馴れ合い取引等を行い、かつその目的が日本の取引所市場における相場を操縦することにあつた場合には、直接の「行為」は国外で行われてはいるが、その行為はわが国の有価証券市場に向けられ

71) Klaus Hopt, "The European Insider Dealing Directive," *Common Market Law Review*, Vol. 27 (1990), pp. 51, 78 等参照。

72) 近藤光男・吉原和志・黒沼悦郎『金融商品取引法入門 第4版』（商事法務、2015年）86頁。

73) 金融法委員会「前掲論点整理」（注51）3頁。

74) 松尾直彦「金融商品取引法の国際的適用範囲」『東京大学法科大学院ローレビュー』第6号（2011年）279頁。

75) 金融法委員会「前掲論点整理」（注51）8頁。

たものであり、かつその「効果」としてわが国の有価証券市場の公正という法益が害される危険性があるものであることを理由として、……証券取引法の相場操縦に関する規定を適用することができるのではないかと思われる。

ただし、効果理論の有用性は認めつつ、法律の誠実な執行に要する規制コスト、他の法域における規制との調和、海外の業者を利用することができることによる国民の利便等の対立する利益や価値に配慮する必要性も説かれ⁷⁶⁾、相当重大な直接的効果が及ぶ場合に効果理論を限定すべきとの説⁷⁷⁾もある。

ところで、不公正取引がなされた市場と異なる国の取引所に同一銘柄の証券が上場されている場合、裁定取引を通じて市場間の価格差が解消され、行為地以外の市場にも行為の効果が波及する可能性がある。そのような場合に、法適用基準としての効果発生地をどのように限定すべきかが効果理論の1つの課題である。前記論点整理も、先の設例に続けて、次のような問題提起をしている⁷⁸⁾。

国内の取引所に上場されている外国企業で本国の取引所を主要取引所とするものの株式に関して、……専ら国外において相場操縦を目的とする行為が行われた場合には、……当該外国企業の株主の一定割合以上が日本に所在するか、あるいは国内取引所における売買高が一定以上存在する等の事情がある場合に限り、国内の有価証券取引市場における取引の公正という法益を一定程度以上害するものとして証券取引法の適用対象とすることも考えられる。

これに対しては、わが国における株主数や国内の取引所での取引量等に関わらず、当該行為がわが国の市場における取引に対しても影響がある場合には、法益侵害のおそれは存在するのであり、したがって証券取引法の適用対象とすべきであるという立場も考えられる。

もっとも、近年では、情報通信技術の進展に伴って、流動性の高い市場（通常は、発行者の本国市場）に売買が集中する傾向にあり、それを受けて、国内外での重複上場を解消する動きが世界的に強まっている⁷⁹⁾。したがって、不公正取引の効果が複数国の市場に波及して行く場合に、法適用基準としての効果発生地をどのように限定すべきかという問題の重要性は低下しつつあると思われる。

76) 八木俊則「金融規制法のクロスボーダー適用に関する試論」『資本市場』第303号（2010年）31頁。

77) 龍田「前掲論文」（注3）34頁。

78) 金融法委員会「前掲論点整理」（注51）8頁。

79) 「NY上場廃止ラッシュ NTTも4月に」日本経済新聞電子版（2017年3月9日）、西村あさひ法律事務所編『前掲書』（注2）29頁。

(3) 米国連邦法（不公正取引に対する公的な法執行）

前述したとおり、1934年証券取引所法は、同法の不公正取引規制の違反に対し、証券取引委員会または司法省が訴えを提起した場合、違反を助長する重要な行為が米国内で行われたか、米国外で行われた行為の予見可能で重大な効果が米国内で発生したときに連邦地裁は管轄権を有するという規定を置く（第27条b項）。この条文は、前段で行為地を、後段で効果発生地を基準とするもので、同法の2010年改正時に挿入され⁸⁰⁾、今日では、不公正取引に対する公的な法執行にのみ適用される。しかし、その法理は、同年の改正直前に下された Morrison 事件最高裁判決⁸¹⁾ 以前には、私人による民事訴訟の場合も含めて、判例法上、数十年にわたって適用されてきた。すなわち、米国の判例は、不公正取引規制については、インターネットの普及以前から効果理論を受け入れ、投資勧誘の行政的規制に比べて、連邦法の規律管轄権を広く認めてきた⁸²⁾。

米国外でなされた行為に対して、米国内で発生する効果を根拠にして不公正取引規制の適用を認めた指導的先例は、1968年の Schoenbaum 事件⁸³⁾ である。この事件では、油井を掘り当てたカナダの会社の取締役が、油井発見の事実を隠して、カナダにおいて、同社の自己株式を関連会社に安値で売り付けた。これによって同社が損害を被ったとして、同社の米国在住の株主が取締役らを相手に、不公正取引規制の違反を理由とする代表訴訟を米国で提起した。第2巡回区連邦控訴裁判所は、不公正取引規制の違反行為が米国外で行われた場合でも、取引された株式が米国内の証券取引所に上場されており、米国内の投資者の利益を害するときには、規律管轄権が認められると判示した。本事件では、カナダで取引された銘柄が米国の取引所にも上場されていたため、取引の効果が米国の市場にも及ぶと考えられ、不公正取引規制の適用が認められた。

3 取引地基準

前述したとおり、米国の不公正取引規制の国際的な適用範囲は、判例法によって、長年にわたり、行為地および効果発生地が基準とされてきた。しかし、2010年の Morrison 事件最高裁判決⁸⁴⁾ は、行為地および効果発生地の基準を否定し、不公正取引規制の規定が、そ

80) 米国の他の証券関係法である1933年証券法にも第22条c項に、1940年投資顧問法にも第214条b項に、同様の規定がそれぞれの不公正取引規制（前掲注21参照）に関して挿入された。

81) Morrison v. National Australia Bank, *supra* note 54.

82) 前記リリース 1125 は、不公正取引規制がその対象外であることを明言している。龍田 節「国際的な証券取引の法的規制」龍田 節・森本 滋編『商法・経済法の諸問題』（商事法務研究会、1994年）505頁は、この二分論でうまく割り切れるかという疑問を呈する。

83) Schoenbaum v. Firstbrook, 405 F.2d 789 (2d Cir. 1968).

84) Morrison v. National Australia Bank, *supra* note 54.

の文言上、「証券取引所に上場されている証券または上場されていない証券」を対象としている(1934年証券取引所法第10条b項)ことから、その文理解釈により、米国内の証券取引所に上場されている証券の取引または上場されていない証券の国内取引(transactions in securities listed on domestic exchanges and domestic transactions in other securities)にのみ同項は適用されると判示した。この基準を同判決は、“transactional test”と呼んでおり、本稿では「取引地基準」と呼ぶ。同判決の直後に、前述したとおり、1934年証券取引所法の2010年改正によって、公的な法執行に関する限りは、行為地および効果発生地の基準が再導入された⁸⁵⁾。したがって、Morrison 判決の採用した取引地基準は、今日では私人による民事訴訟についてのみ適用される⁸⁶⁾。

取引地基準も行為地や効果発生地の基準と同様、属地主義の具体化基準であると整理することが可能である⁸⁷⁾。取引地は、多くの事案で行為地や効果発生地と符合するが、そうでない場合もある。例えば、Morrison 事件においては、オーストラリア法人がオーストラリアで公表した開示情報に依拠し、同法人の株式を米国外で購入したオーストラリア人投資者らが、不実開示により損害を被ったとして、同法人らを相手取って米国で訴えを提起した。不実の開示情報は、米国内の行為に端を発して作成されていたことから、仮に行為地基準を適用し、それを広く解釈すると、米国の不公正取引規制の適用が認められる余地もあったが、最高裁は行為地基準を否定し、取引地基準を採用することで、不公正取引規制の適用を否定した。また、取引地と効果発生地も符合しない場合がある。例えば、不公正取引の影響を複数国の市場が受ける場合⁸⁸⁾、取引地は1つであっても、効果発生地は複数となる可能性があり、前述したように、それをどのように限定するかが問題となる。

取引地は、規制された市場に証券が上場されている場合には明確であるが、非上場証券については、必ずしもそうではない。第2巡回区連邦控訴裁判所は、Absolute Activist 事件⁸⁹⁾において、米国内において、証券売買の契約債務が確定的に発生するか、証券上の権

85) Morrison 事件における最高裁も、議会による立法の前提となる法環境を整えることが自らの役割であると見ていた (Morrison v. National Australia Bank, *supra* note 54, p. 2881)。

86) なお、1934年証券取引所法の2010年改正法 (Dodd-Frank Act) は、行為地および効果発生地の基準を私人による民事訴訟にも及ぼすことの可否を検討するよう、米証券取引委員会に求めており (第929Y条)、それを受けて、Staff of the U.S. Securities and Exchange Commission, “Study on the Cross-Border Scope of the Private Right of Action Under Section 10(b) of the Securities Exchange Act of 1934” (2012) が作成された。

87) Morrison 事件最高裁判決も、前記レギュレーションSの依拠する属地主義と取引地基準が整合的であることを指摘している (Morrison v. National Australia Bank, *supra* note 54, p. 2885)。

88) Schoenbaum v. Firstbrook, *supra* note 83 の事例等。

89) Absolute Activist Value Master Fund v. Ficeto, 677 F.3d 60, 68 (2d Cir. 2012)。

利が移転するのであれば、それは国内取引となると判示し、この解釈が下級審判例として定着している。しかし、この解釈によっても不明確さは残る。なぜなら、契約債務の発生や権利移転の時点は、準拠法によって確定できなくはないが、それらの地点は一義的に決まらないからである。権利移転の地は、権利移転時における券面所在地や証券保管振替機関の所在地等と解し得るとしても、契約債務発生地は、契約債務発生時において、両当事者の営業所や居住地が異なる国に所在している場合などには自明でない⁹⁰⁾。

ところで、取引地基準によると、取引が米国外でなされるかぎり、詐欺的な勧誘が米国内で行われた場合も、米国外から米国の居住者に対して行われた場合も、米国の不正取引規制は適用されないことになる。このような場合、行為地基準や効果発生地基準によれば、適用可能性が認められるので、取引地基準は、不正取引規制の潜脱を許すものとして批判⁹¹⁾ されることがある。

V 諸基準の ICO に対する適用

前章（第IV章）では、属地主義を具体化する行為地基準、効果発生地基準、および取引地基準について、従来型証券との関係で現行法とその当否を検討した。本章（第V章）では、それらの基準の ICO への適用の可否と当否を考察する。

I 行為地基準

前章（第IV章）で見たとおり、行為地基準は、属地主義を具体化する最も基本的な基準として、国家実行上広く採用されている。同基準を ICO に適用することには、投資勧誘の行政的規制および不正取引規制のいずれの文脈においても、特段の困難はないと思われる。

しかし、その妥当性は別途の検討が必要と思われる。というのは、前章で見たとおり、一般に、自国内でなされた行為の効果が国外においてのみ生ずる場合に、当該行為を規律する国益があるかは、自明ではないからである。特に ICO は、ブロックチェーン技術という新興領域を開拓するベンチャー企業の資金調達手段として有望視されているので、厳しい規制を及ぼそうとしてそのような企業から敬遠されると、産業振興上、不利になる。実

90) John Birkenheier & George Vasios, "The Application of Morrison in an Era of Electronic Trading and Increasingly Global Markets," *Journal of Business & Securities Law*, Vol. 15 (2015), pp. 53, 107 も同旨。

91) Staff of the U.S. Securities and Exchange Commission, *supra* note 86, pp. iv, 48, 51 に紹介されている。

際、ICOが禁止されている国の企業が他国を拠点としてICOを実行する例⁹²⁾もあるようである。したがって、国内でなされるICOの勧誘行為が専ら国外に振り向けられるならば、行為地基準による規制の適用を控えるという政策判断がなされることも想定され得る。

しかし、本稿執筆時現在、そのような国家実行は確認できない。例えば、マルタ共和国は、仮想通貨業者に好意的とされ、多くの仮想通貨交換業者の拠点となっているが⁹³⁾、ICOを規制し、合法化する仮想金融資産法 (Virtual Financial Assets Act) を制定した (2018年7月4日成立)。同法は、「自国内において、または自国内からなされる (in or from within Malta)」発行および仲介業務を規制している (第3条および第13条) ので、行為地基準を採用しており、国外のみに向けてなされるICO勧誘に対して規制を免除するものではない。

前章で見たとおり、投資者保護の厳格な規制を及ぼす国において勧誘行為をなす者は、投資者保護の未熟な国に居住する投資者から信頼を得て、円滑な資金調達が可能となると考えられる。この点に関し、従来型証券の募集と比べてICOにおいては、投資者保護の規律が緩い国が現時点では多い。したがって、自国で勧誘行為をなす者に対して厳格な投資者保護の規律を及ぼせば、自国を拠点とするベンチャー企業の資金調達を支援することができると考えられる。行為地基準をICOにも適用する妥当性は、ここに見出すことができよう。

2 効果発生地基準

前章 (第四章) で見たとおり、効果発生地基準は、米国において、投資勧誘の行政的規制について採用され、また不公正取引規制の公的な法執行についても採用されており、日本の金融行政においても一般的に採用されているとされる。では、同基準のICOへの適用は、可能かつ妥当であろうか。以下では、個々の投資者の投資判断に与える影響が問題となる場合の効果発生地 (すなわち、投資勧誘を受けた地) と、相場操縦など市場の価格形成機能への影響が問題となる場合の効果発生地 (すなわち、市場地) とを分けて検討する。

まず、前者の場合には、効果発生地基準のICOへの適用は、可能であり、妥当でもあると思われる。なぜなら、ICOの投資勧誘の手法は、従来の証券の投資勧誘をインターネット利用により行う場合と本質的に異なるからである。例えば、米国証券法上の登録・

92) 韓国企業ヒュンダイのグループ会社がスイスに拠点を置くエイチダック社と協力して行ったICO (2017年) 等。

93) 「マルタ仮想通貨大国に」『日本経済新聞朝刊』(2018年8月10日) 7頁によると、1日あたりの仮想通貨取引量が世界最大となっている。

開示義務については、投資勧誘に内国居住者が応じないよう「十分な措置」が講じられているかという効果発生地基準が採用されているが、この基準を ICO の投資勧誘に適用するのに困難はない。米証券取引委員会も、前記 Plexcorps 事件⁹⁴⁾において、米国の不公正取引規制の適用が認められるべき根拠として、被告が米国全土からアクセスできるソーシャルメディアやウェブサイトを使って、その ICO トークンの広報を行い、米ドルを対価として米国に拠点を置く企業を通じて支払いを受けていたことなどを挙げ、被告の行為は、意図的で、予見可能な現実の効果を米国内に及ぼしたと主張している⁹⁵⁾。ICO の発行体の中には、アクセス元の IP アドレス⁹⁶⁾を検知することにより、特定国に居住する投資者との取引を拒絶する手法を使う者もいるが⁹⁷⁾、IP アドレスは VPN (仮想プライベートネットワーク)⁹⁸⁾の利用によって偽ることができるので、それだけで「十分な措置」とみなされるかは疑問がなくはない。勧誘者がブローカー・ディーラーである場合には、資金洗浄防止とテロ資金対策のために、顧客の本人確認義務を負っていることが多い⁹⁹⁾であろうから、その一環として居住地確認を行い、特定の国の居住者との取引を避けるのは困難でないと思われる。

これに対して、市場に対する影響が問題となる場合の効果発生地 (すなわち、市場地) の特定は、ICO の場合には、困難が予想される。というのは、ICO トークンは、ボーダレスなネットワーク上で流通し、市場地を一国に特定できないからである。ICO トークンが特定の仮想通貨交換所に上場されて取引される場合でも、次節(「取引地基準」)で後述するように、仮想通貨交換所は、少なくとも現状では証券取引所や私設取引システム (ATS) と同視できないので、その登録等がなされた地を以て市場地とみなすことが適当かは疑問である。また、仮にそれが妥当であるとしても、同じトークンが複数の仮想通貨交換所に上場され、取引される場合には¹⁰⁰⁾、それらすべての仮想通貨交換所の登録等がなされた地を効果発生地として認め、それぞれの規制を重疊的に及ぼすことが妥当かという問題が生

94) Securities and Exchange Commission v. Plexcorps *et al.*, *supra* note 23.

95) この問題についての裁判所の判断は執筆時現在まだ出ていないが、人的管轄 (personal jurisdiction) を認める判決は、既に下されている (2018年 8 月 9 日 (未公開))。人的管轄の法理は、規律管轄と異なるが、類似性も大きい。

96) インターネットに接続されている機器に割り当てられている番号のことであり、インターネット上のいわば「住所」にあたる (影島広泰『IT 技術用語辞典』(商事法務、2017年) 3 頁)。

97) 過去最大規模の調達額となった Block. one 社による ICO (2018年) など。

98) 通信を暗号化するなどして、インターネット上で、イントラネットのようなプライベートなネットワークを構築すること (影島広泰『前掲書』(注96) 135頁)。

99) 前掲 (注32) 参照。

100) 従来型証券に関しては、複数国での重複上場を解消する動きがあることについて、前掲 (注79) 参照。

じる。

3 取引地基準

前章（第IV章）で見たとおり、取引地基準は、米国の Morrison 事件最高裁判決の法理の下で、私人による民事訴訟において、不公正取引規制の国際的適用範囲を画する基準とされている。では、同基準は ICO にも適用できるであろうか。

まず、Morrison 事件判決は、米国内の証券取引所に上場されている証券の取引には、米国の不公正取引規制が適用されると判示した。ICO トークンは、仮想通貨交換所に上場されて取引されることもあるが、仮想通貨交換所は、証券取引所と異なり、物理的所在地がなく、世界展開しているものも少なくない。また、現状では、その多くがいずれの国にも登録等されておらず、反対に複数の国に登録等される可能性もある¹⁰¹⁾。したがって、仮想通貨交換所は、現状では証券取引所や私設取引システム（ATS）と同視できるか疑問である。しかし、米国では、証券に該当するトークンの売買を成立させる場合は、証券取引所または私設取引システムとしての登録が求められている¹⁰²⁾ ので、今後、証券とみなされる ICO トークンの範囲が明確化されると、少なくとも米国においては、仮想通貨交換所が私設取引システムとして登録される動きが進展すると予想される。そうなると、ICO トークンが米国で登録された仮想通貨交換所に上場されて取引された場合には、米国を取引地とみなすことが妥当となる可能性がある。

ICO トークンは、仮想通貨交換業者等の中間業者を介在させず、相対で取引することも可能である。前章で見たとおり、Morrison 事件判決は、上場されていない証券の取引にも、米国内で行われたものには、米国の不公正取引規制が適用されると判示した。その後の下級審判例では、米国内において、証券売買の契約債務が確定的に発生するか、証券上の権利が移転する場合に、米国内の取引となると解されている。ICO トークンは、証券保管振替機関のような中間者を介することなく、ボーダレスなネットワーク上で直接保有されるので、トークン上の権利移転地を一国に特定できない。また、契約債務発生地の特定は、前章で述べたとおり、従来型証券について困難があり¹⁰³⁾、ICO でも同様の困難が生じるであろう。

前記 Plexcorps 事件¹⁰⁴⁾ では、被告自らがソーシャルメディアやウェブサイトを使って

101) 資金決済法第63条の5第1項第1号の「外国仮想通貨交換業者」への言及もそれを前提としている。

102) Divisions of Enforcement and Trading and Markets, *supra* note 17 参照。

103) 前掲（注90）に係る本文参照。

104) Securities and Exchange Commission v. Plexcorps *et al.*, *supra* note 23.

ICO トークンの広報を行い、従来型証券の募集引受人のような中間業者は介在していない。米証券取引委員会が原告となっており、公的な法執行の事案であるので、本来は Morrison 事件判決の法理の対象外である。しかし、被告は同判決の法理に依拠し、トークン上の権利が米国で移転したとも言えないし、トークン売買の契約債務が確定的に米国で発生したとも言えないと主張して、米国法の適用を争った¹⁰⁵⁾。その際、発行者がカナダの団体であること、国籍の観念できない仮想通貨によって一部の資金は拠出されたこと等を指摘し、投資者の中に米国居住者が含まれているだけでは、取引地を米国であるとみなすのに十分でないと主張した。そこで、米証券取引委員会も同判決の採用した取引地基準に則り、米国の統一電子取引法 (UETA; Uniform Electronic Transactions Act) を援用し、米国居住の投資者については、米国が取引地となると反論した¹⁰⁶⁾。統一電子取引法は、1999年に、米国の統一法委員会によって作成されたモデル法で、米国のほとんどすべての州で立法化されている。Plexcorps のトークンの投資者は、発行体の自動化された販売システムに電子記録を送信していたが、米証券取引委員会は、それは購入義務の確定的な発生に必要な行為であり、統一電子取引法の下では、取引当時の投資者の営業所から送信されたことになることと主張した。確かに、同法第15条 d 項は、電子記録は、原則として、送信人の営業所所在地において送信されるものとみなされると規定する。しかし、同項は、電子記録は、原則として、受信人の営業所所在地において受信されるものとみなされることも規定する。同法の公式注釈では、通信処理システムの所在地が送信地や受信地とみなされるわけではないことが強調されており、同項の存在意義は、主としてその点にあるように思われる。他方、同法は、電子記録の送受信によって成立する契約がいずれの地において成立するとみなされるかについては、規定していない。したがって、米証券取引委員会の主張する論理には飛躍があるように思われ、裁判所の判断が待たれる。

VI 結 語

本稿では、まず、証券関係法規による ICO 規制を米国法中心に概観し (第 II 章)、続いて、規律管轄権を基礎付ける原理である保護主義、普遍主義、属人主義、および属地主義について、証券関係法規との関係において、それぞれの妥当性を検討した (第 III 章)。次に、属地主義を具体化する行為地基準、効果発生地基準、および取引地基準について、従来型証

105) E-filing by the defendants' firm MorrisonCohen (December 21, 2017).

106) Letter Re Defendants' Proposed Motions by Securities and Exchange Commission (January 5, 2018).

券の規制との関係で、現行法およびその当否を検討した(第IV章)。そして、最後に、それらの基準のICOへの適用の可否と当否を考察した(第V章)。結びの本章では、インターネットおよびブロックチェーンの技術が規律管轄権にもたらした影響および今後もたらし得る影響を考察する。

一般に、ある行為の効果を特定の国で発生させるには、インターネットの登場以前には、国際電話やファックス等を利用する場合を除き、通常は、その国で行為をなす必要があった。ところが、1990年代後半以降のインターネットの普及によって、ウェブサイト上の情報が世界中から閲覧可能となると、インターネットにはファックス等と違って双方向性もあるため、一般投資家を相手とする国境をまたぐ(cross-border)勧誘と取引が容易になった。その結果、投資勧誘の行政的規制において、行為地と効果発生地の区別を意識して、投資者保護のために、規律管轄権を効果発生地国に認める必要性が高まった。

ICOの依拠するブロックチェーン技術は、デジタル資産(トークン)を客体として、中間者を排した直接保有や相対取引を可能にするものである。ICOでは、ボーダレスなネットワーク上で流通する無国籍の仮想通貨を資金として受け入れることができ、その見返りに付与されるトークンも、やはりボーダレスなネットワーク上で発行され、流通する。インターネットは国境をまたぐ(cross-border)勧誘と取引を容易にしたが、ブロックチェーン技術の登場は、さらに進んで、いわば国境のない(borderless)資金調達を可能としたと言える。

そうは言っても、ICOの投資勧誘の手法は、従来型証券の投資勧誘をインターネット利用により行う場合と本質的に異ならない。したがって、投資勧誘に関しては、行為地基準や効果発生地基準のICOへの適用は、従来型証券の場合と同様に可能である。

これに対して、取引地基準のICOへの適用や、相場操縦のように市場の価格形成機能への影響が問題となる場合の効果発生地基準のICOへの適用には、困難が予想される。この場合の効果発生地は、市場地である。従来型証券の取引であっても、仲介業者を通じて世界中の市場へのアクセスが可能で、裁定取引も盛んに行われているので、経済的には、グローバルに一体化した市場が実現していると言えなくはない。しかし、当該証券の上場されている証券取引所や保管されている振替機関等を手掛かりにして、取引地や市場地をいずれかの国に特定することが困難でない場合が多い。これに対して、ICOトークンは、証券保管振替機関のような中間者を介することなく直接保有されており、相対で取引されると、取引地や市場地の特定が困難である。相対ではなく、仮想通貨交換所において取引される場合でも、現状では、仮想通貨交換所を証券取引所や私設取引システム(ATS)と同視できるか疑問である。ただし、今後、米国やその他の国々で、仮想通貨交換所が私設取

引システム等として登録等される動きが進展することが予想される。そうになると、そのように登録等された仮想通貨交換所に ICO トークンが上場されて取引された場合には、当該登録地等を取引地や市場地とみなすことが妥当となる可能性がある。