



Payment Services Bill 施行後のシンガポール ICO 規制

執筆者: 有吉 尚哉、煎田 勇二

1. はじめに

数年に亘る草案・パブリック・コンサルテーションを経て、Payment Services Bill¹がシンガポールの国会で審議されています。Payment Services Bill は、いわゆる仮想通貨²を Digital Payment Token と定義し、Digital Payment Token の売買(ディーリング)および交換(ファシリテーション)の業務を行うためにライセンスを受けることを必要とし、かつ、ライセンスを受けた者をマネーローンダリングおよびテロ資金供与規制(以下「マネロン規制」といいます)³の対象とすることにしました。Payment Services Bill の成立・施行後は、シンガポールにおいて仮想通貨取引所を営むに当たってライセンスが必要となるなど、日本の資金決済に関する法律(以下「資金決済法」といいます)に基づく仮想通貨交換業規制に類似する規制がシンガポールでも課されることとなります⁴。

仮想通貨やその基礎となるブロックチェーンの技術の登場により、主としてスタートアップ企業が、株式や債券ではなく、電子的なトークンを発行して資金調達を行うこと、いわゆる Initial Coin Offering(以下「ICO」といいます)が可能となりました⁵。Payment Services Bill の施行により、シンガポールにおいて ICO がどのように規制されることになるか注目が集まる中、シンガポール通貨

¹ <https://www.parliament.gov.sg/docs/default-source/default-document-library/payment-services-bill-48-2018.pdf>

² 近時、「仮想通貨」に代えて「暗号資産」の用語が使われるが増えてきていますが、本稿では仮想通貨の用語を使用いたします。

³ Payment Services Bill の主要な目的の一つは、仮想通貨取引所に金融機関と同等の AML(Anti-Money Laundering)および CFT(Countering the Financing of Terrorism)の規制を適用することにあります。もっとも、金融機関以外にも適用される一般的なマネロン規制(Corruption, Drug Trafficking and Other Serious Crimes (Confiscation of Benefits) Act, Terrorism (Suppression of Bombings) Act 等)が存在し、これらは Payment Services Bill に基づくライセンスの要否にかかわらず、遵守する必要があります。

⁴ Payment Services Bill の具体的な施行時期は明らかになっていませんが、順調に成立すれば 2019 年中にも施行されることが見込まれます。なお、法案において Digital Payment Token Services に関しては、施行後 6 ヶ月間の猶予期間が規定されています。

⁵ ICO は登録等の手続を経ずに実施されることが多く、調達額を正確に把握するのは困難ですが、Coinschedule Limited.が公表している統計によると、2018 年下半期に入ってから月次ベースの件数・調達額が急激に減少しており、一時のブームは沈静化しているものの、2018 年の ICO による全世界での調達額は 200 億米ドルを超えており、2017 年の約 60 億米ドルの約 3 倍超に相当する規模になっています(<https://www.coinschedule.com/stats.html>)。

本ニューズレターは法的助言を目的とするものではなく、個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、日本法または現地法弁護士の適切な助言を求めて頂く必要があります。また、本稿に記載の見解は執筆担当者の個人的見解であり、当事務所または当事務所のクライアントの見解ではありません。

本ニューズレターに関する一般的なお問い合わせは、下記までご連絡ください。

西村あさひ法律事務所 広報室 (Tel: 03-6250-6201 E-mail: newsletter@jurists.co.jp)

金融庁(Monetary Authority of Singapore; 以下「MAS」といいます)が Payment Services Bill の内容を踏まえ、2018 年 11 月 30 日付で A Guide to Digital Token Offerings⁶(以下「本ガイドライン」といいます)を改訂し、その立場を明らかにしました。本稿は、本ガイドラインの内容を踏まえ、Payment Services Bill の施行後のシンガポールの ICO 規制について概説します。

2. 本ガイドラインにおける ICO 規制

(1) ユーティリティ・トークンとセキュリティ・トークン

シンガポールでは、ICO によって発行されるトークンをユーティリティ・トークンとセキュリティ・トークンに分けて議論することが一般的です。一般に、前者は、物またはサービスの代価を支払うための媒体として用いられるトークンを意味し、後者は、株式、債券、集団投資スキーム持分等の有価証券と同等の性質を有するトークンを意味します⁷。本ガイドラインでは ICO および仮想通貨取引所に対する規制の適用関係を判断するための参考として 11 の Case study が記述されていますが、そのうちの Case study 1 のトークンはユーティリティ・トークンに該当し、Case study 3 のトークンは、集団投資スキーム持分に類似した性質を有するためセキュリティ・トークンに該当します。

Case study 1(ユーティリティ型)

会社 A は、ユーザー同士の間でコンピューターによる計算能力を共有および貸出をするプラットフォームの構築を計画しています。会社 A は、プラットフォームの開発のためにデジタル・トークンを発行して、資金調達をすることを考えています。トークン保有者は、プラットフォームに参加し、計算能力を借りる際の代価をトークンで支払うことができますが、それ以外の権利は付与されません。トークンについては、対象にシンガポール居住者を含むグローバルオファリングがなされます。

Case study 3(セキュリティ型)

会社 C は、デジタル・トークンの(シンガポールを対象を含む)グローバルオファリングを考えています。会社 C は、グローバルオファリングによって得られた資金を FinTech のスタートアップ企業に投資するとともに、リスク分散のためマイニング機材または不動産にも投資します。トークン保有者は会社 C の業務やポートフォリオのマネジメントに関与できませんが、当該ポートフォリオによって生じた利益がトークン保有者に対して分配されます。

セキュリティ・トークンは、基本的に Securities and Futures Act(以下「証券先物法」といいます)上の有価証券に該当すると考えられます。トークンが有価証券に該当する場合、Payment Services Bill の施行の前後を問わず、証券先物法上の規制に従わなければ ICO を実施することができません。実務上、ユーティリティ・トークンによる ICO と区別するため、セキュリティ・トークンによる ICO は、特に Security Token Offering(以下「STO」といいます)と呼ばれますが、STO は、証券先物法に従い、原則として募集を行うに際して目論見書の作成・登録が必要となることとなります。少額募集⁸、少人数募集⁹、プロ向け募集¹⁰等、募集の様相が一定の要件を満たす場合には目論見書作成・登録の義務が免除されますが、ICO においては広く一般から資金を調達することを目的

⁶ <http://www.mas.gov.sg/News-and-Publications/Monographs-and-Information-Papers/2018/A-Guide-to-Digital-Token-Offerings.aspx>

⁷ なお、ユーティリティ・トークンおよびセキュリティ・トークンの定義は法律に定められたものではなく、本ガイドラインにおいてもユーティリティ・トークンという用語を意図的に使用しない旨が明記されています。また、名称そのものに法的な意味があるものではなく、「ユーティリティ・トークン」という名称が付されたものであっても、実質的にセキュリティ・トークンの性質を有する場合にはセキュリティ・トークンに関する規制が適用されることとなり、その逆も同様です。したがって、規制の適用関係を判断するには、個々のトークンの実質的な内容を吟味することが必要となります。

⁸ 一定の条件を満たす調達額を 12 ヶ月間に 500 万シンガポールドル以下に限定して行う募集をいいます。

⁹ 一定の条件を満たす 12 ヶ月間に 50 名以下の者を対象とする募集をいいます。

¹⁰ 機関投資家(institutional investor)のみを対象とした募集および一定の条件を満たすプロ投資家(accredited investor)のみを対象とした募集をいいます。

とするのが通常ですので、目論見書作成・登録の義務が免除されるケースは限定されるものと想定されます。また、有価証券に該当するセキュリティ・トークンを取り扱う取引所は、MAS のライセンスを受けた証券取引所であることが必要となり、証券取引所のライセンスを有しない仮想通貨取引所でセキュリティ・トークンを取り扱うことはできません。さらに、集団投資スキームとしての登録が必要となる可能性があるほか、ICO の態様によっては、発行体が有価証券のディーリングやファンドマネジメント業務を行っているともみなされ、証券先物法に基づくライセンスが必要になる場合があります。これらの規制に対応すれば、シンガポールで STO を実施することは可能ですが、事実上、ハードルが高いものと思われます。MAS は、Case study 3 においては、原則として、開示規制が適用されるほか、集団投資スキームの登録が必要となるとともに、会社 C はファンドマネジメント業のライセンスを受けることが必要となるとしています。

一方で、ユーティリティ・トークンについては、証券先物法上の規制の対象とならないため、Payment Services Bill の施行前においては、開示規制の適用を受けたり、発行体が何らかのライセンスを要したりすることなく実施することが可能でした。Case study 1 においては、会社 A は、証券先物法上の開示規制および業規制の適用を受けることなくトークンを発行することができますが、Payment Services Bill の施行により、Payment Services Bill に基づく規制の適用を受けることになるかという点は明らかではありませんでした。MAS は、本ガイドラインにおいて、ICO におけるトークンが Payment Services Bill に定義される Digital Payment Token に該当するか否かによって、同法に基づく規制の適用関係を判断することを示しています。

(2) Digital Payment Token

Payment Services Bill に定義される Digital Payment Token の要件は、以下のとおりです。

| |
|--|
| (a) 一定の単位で表示されること |
| (b) 法定通貨建てではなく、かつ、発行体により法定通貨と価値が連動するように設計されているものでないこと ¹¹ |
| (c) 物もしくはサービスの代価の支払または債務の履行のための交換媒体として公衆(または一部の公衆)において受け入れられている(またはそれが意図されている)こと |
| (d) 移転、保管または取引が電子的に行われること |
| (e) その他当局が規定する性質に合致すること |

Case study 1 においては上記(c)の要件が重要であり、MAS は、トークンが、物もしくはサービスの代価の支払または債務の履行のための交換媒体として公衆(または一部の公衆)において受け入れられている(またはそれが意図されている)ものでなければ、Digital Payment Token に該当しないため、Case study 1 のトークンは Digital Payment Token に該当せず、その発行体である会社 A は、Payment Services Bill に基づく業規制およびマネロン規制の適用を受けないという見解を示しました。ここで注目すべき点は、日本の資金決済法上のいわゆる 2 号仮想通貨¹²に相当する仮想通貨は、Digital Payment Token に必ずしも該当しないことを示した点です。すなわち、日本の資金決済法上は、特定の少数店舗でしか使用できなかったり、そもそも物やサービスの代価の支払には使用できないトークンであったとしても、当該トークンが仮想通貨取引所に上場するなどして不特定の者との間で Bitcoin などの他の仮想通貨と交換可能な場合には 2 号仮想通貨に該当し、当該トークンの発行体は、同法に基づく仮想通貨交換業の登録が必要になりうると解されています。これに対して、シンガポール法では、特定の少数店舗でのみ使用可能であるなど、物もしくはサービスの代価の支払または債務の履行のための交換媒体として公衆(または一部の公衆)に受け入れられてお

¹¹ Payment Services Bill において別途規制される e-money と区別するための要件となります。

¹² 資金決済法上の「仮想通貨」は以下のとおり定義されています。一般に、以下の 2 の仮想通貨が 2 号仮想通貨と呼ばれています。

1. 物品を購入し、もしくは借り受け、または役務の提供を受ける場合に、これらの代価の弁済のために不特定の者に対して使用することができ、かつ、不特定の者を相手方として購入および売却を行うことができる財産的価値(電子機器その他の物に電子的方法により記録されているものに限り、本邦通貨および外国通貨ならびに通貨建資産を除く。2.において同じ。)であって、電子情報処理組織を用いて移転することができるもの
2. 不特定の者を相手方として 1.に掲げるものと相互に交換を行うことができる財産的価値であって、電子情報処理組織を用いて移転することができるもの

ず、かつ、受け入れられることが意図されていなければ、上記(c)の要件により、Digital Payment Token に該当しないと解釈できることになると考えられます。

かかる解釈によって、これまでユーティリティ・トークンによるものとして業規制およびマネロン規制の適用を受けることなくシンガポールにおいて実施できた ICO は、当該トークンが Bitcoin のように公衆(または一部の公衆)において物もしくはサービスの代価の支払または債務の履行の手段として許容される(またはそれが意図されている)場合を除き、Payment Services Bill の施行後も、従前と同様に規制を受けることなく実施可能と考えられます。なお、かかる結論が、ICO において発行されたユーティリティ・トークンが仮想通貨取引所に上場された場合も同様か否かについて、本ガイドラインでは明記されていないものの、上場された結果として、公衆(または一部の公衆)において物もしくはサービスの代価の支払または債務の履行の手段として許容される(またはそれが意図されている)こととなるような場合を除き、未上場の場合と同様に解釈することが可能と思われ¹³。

(3) Case study および MAS への照会

本ガイドラインは、5 つの Case study を追加し、以下のとおり合計 11 の ICO に関する Case study を盛り込んでいます。

| | |
|----------------------------|--|
| 有価証券非該当のユーティリティ・トークンの事例 | Case study 1 Case study 8 ¹⁴ Case study 9 ¹⁵ |
| 株式型のセキュリティ・トークンの事例 | Case study 2 |
| 債券型のセキュリティ・トークンの事例 | Case study 5 Case study 10 ¹⁶ Case study 11 ¹⁷ |
| 集団投資スキーム型のセキュリティ・トークンの事例 | Case study 3 |
| シンガポール発行体によるシンガポール国外募集の事例 | Case study 4 |
| 外国(米国)発行体によるグローバルオファリングの事例 | Case study 7 ¹⁸ |
| 仮想通貨取引所の事例 | Case study 6 |

これらの Case study も網羅的なものではなく、ICO のストラクチャリングをするに当たって規制の適用関係が不明確な場合があります。この場合の対応として、MAS は、FinTech Regulatory Sandbox¹⁹を利用することのほか、個別に照会するという選択肢を提

¹³ なお、Case study 7 では、トークンがセカンダリー市場で取引可能であることが、証券先物法上の規制対象となる有価証券該当性を決定づけるものではないという MAS の見解が示されています。

¹⁴ Case study 8 では、トークンの保有者に、会社それ自体ではなく会社が開発するプラットフォームの機能に関する議決権を付与するに過ぎない場合には、株式とみなされないという点を明確にしています。

¹⁵ Case study 9 では、ユーティリティ・トークンであり有価証券には該当しないものの、トークンを利用できる会社が 1 社に留まらないため、Digital Payment Token に該当する事例が示されています。Payment Services Bill の規制の適用関係を判断するに当たって、今後はかかる事例がどのように解釈・運用されるかを注意する必要があります。

¹⁶ Case study 10 では、発行体がトークンの買取義務を負うような場合には、債券とみなされる可能性があるという見解を示しています。

¹⁷ Case study 11 では、トークンが法定通貨建てであるため Digital Payment Token には該当しないものの、同じく Payment Services Bill により規制される e-money に該当する可能性があることを示す事例となっています。

¹⁸ Case study 7 では、トークンがセカンダリー市場で取引可能であることが、証券先物法上の規制対象となる有価証券該当性を決定づけるものではない点、および有価証券該当性の判断は、証券先物法の解釈に従って行う必要があり、米国における Howey Test(Securities and Exchange Commission v. W.J. Howey Co. 328 US.293(1946))に従って有価証券と判断されるか否かが直接、結論に影響を与えるものではない点を明確にしています。

¹⁹ MAS が FinTech 分野の育成を図るために設置したレギュラトリー・サンドボックス(規制の砂場)です。申請が許可された場合、申請者は、一定の期間、金融規制の適用を受けずに新商品・ビジネスの開発が可能となります。

示しています。

もっとも、MAS は、照会に当たっては、申請者に本ガイドラインを熟読することに加え、事前に本ガイドラインの Appendix 1 に記載された以下の質問に回答することを求めており、これによって自主的に照会の要否を判断させることとしています。

| | |
|---|---|
| ✓ | 金融規制に詳しいシンガポール法弁護士の独立したアドバイスを受けているか否か(→アドバイスを受けていない場合には、アドバイスを受けることを推奨) |
| ✓ | 計画しているトークンまたはビジネスモデルが本ガイドラインに記載されている Case study に類似するか否か(→類似していれば、MAS に照会する必要はない) |
| ✓ | トークンに付与された権利が証券先物法上の有価証券の性質・特徴を有するか否か ²⁰ (→当該性質・特徴を有しているものでなければ、MAS に照会する必要はない) |
| ✓ | 国外で実施されたオファリングがシンガポール法の域外適用に関するガイドライン ²¹ に照らして規制対象となるか否か(→規制対象となるものでなければ、MAS に照会する必要はない) |

上記の質問に回答した上で、MAS への照会が必要と判断した場合には、本ガイドラインの Appendix 2 のチェックリストに記載された情報を提供して MAS に照会することができます。もっとも、かかる照会の結果は、MAS が ICO について承認を与えるものではなく、その後に法律違反が発見された場合には、MAS が執行手段を講じることが妨げられない点が本ガイドラインに明記されています。

3. おわりに

シンガポール政府はアジア金融のハブとして FinTech の成長を期待する一方で、仮想通貨に対して投資家保護およびマネロン規制を課すことを喫緊の課題と捉えていました。実際に、MAS は、2018 年において、8 つの仮想通貨取引所に対して有価証券に該当する仮想通貨を取り扱っているとして警告を發出し、また、ICO のためのトークンの発行体に対して株主権を表象するトークンを発行しているとして発行差止の命令を出した事例も存在します。このような中、新しく制定される Payment Services Bill が ICO にどのような影響を与えるかについては、法案の段階から、文言上、不明確な点が残っておりました。実際の個別案件の規制の適用関係を検討するに当たっては MAS への個別照会等が必要になりうるものの、本ガイドラインは、Payment Services Bill の施行を前提としてシンガポールにおける ICO がどのように取り扱われるかについて、MAS の公式の見解を示し、解釈の透明性・予見可能性を高めたという点で大きな意義を有するといえます。

本ガイドラインに従えば、有価証券に該当しないユーティリティ・トークンによる ICO については、Digital Payment Token に該当しない限りにおいて、従前どおり規制の適用を受けることなく実施できるものと考えられ、シンガポールは引き続き ICO を実施しやすい国として認知されていく可能性が高いものと思われま。

²⁰ 主として有価証券該当性の判断となりますが、厳密には先物取引やデリバティブ取引といった有価証券以外の「Capital Markets Products」に該当する場合も、証券先物法の規制の対象となります。

²¹ Guidelines on the Application of Section 339 (Extra-Territoriality) of the Securities and Futures Act。シンガポール法の域外適用の成否は、問題となっている行為がシンガポールにおいて重大(Substantial)かつ合理的に予測できる(Reasonably foreseeable)効果を有するか否かにより判断されます。



ありよし なお や
有吉 尚哉

西村あさひ法律事務所 パートナー弁護士

n_ariyoshi@jurists.co.jp

金融取引、信託取引、金融規制対応等の金融分野を中心に多様な分野の企業法務を手掛けている。2010年から2011年まで金融庁総務企画局企業開示課に出向し、金商法の改正等の企画立案に携わった経験も有する。



せんだ ゆう じ
煎田 勇二

西村あさひ法律事務所 シンガポール事務所 弁護士

y_senda@jurists.co.jp

2005年慶應義塾大学総合政策学部卒業。2006年弁護士登録。2016年シンガポール法弁護士(FPC)登録。2018年ケンブリッジ大学ビジネススクール修了(MBA)。シンガポールを拠点にアジア金融法務に従事し、バンキング、不動産ファイナンス、FinTech、コンプライアンスを専門とする。