

# 国内IEO（Initial Exchange Offering）制度改革の 方向性に関する初期案

2023年9月26日

日本暗号資産ビジネス協会 ICO・IEO部会



日本暗号資産ビジネス協会  
Japan Cryptoasset Business Association

# サマリー

## 本提言の前提

- 本資料は当協会単独で議論したものであり、各関係機関とは、本リリース以降に適切に協議を行なった上で、主に自主規制規則の範疇において、実現性の有無を検証する初期案である。

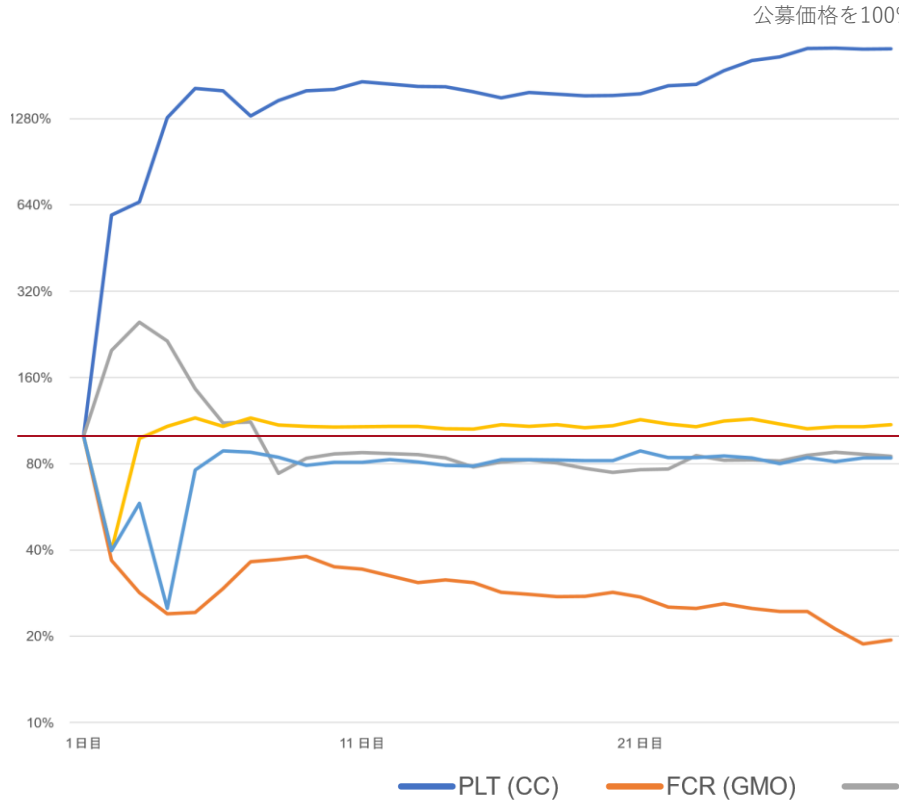
## 本提言に至った経緯

- これまでに行われた国内IEO（Initial Exchange Offering）は計4件。しかしながら、**4案件中3件で公募割れが発生した。**
- 一時的な価格下落は起こりうるものであるが、今後の本邦IEO市場への影響に鑑み、**業界関係者自らが率先して、より良い市場形成のための環境、ルールづくりを検討することとなった。**

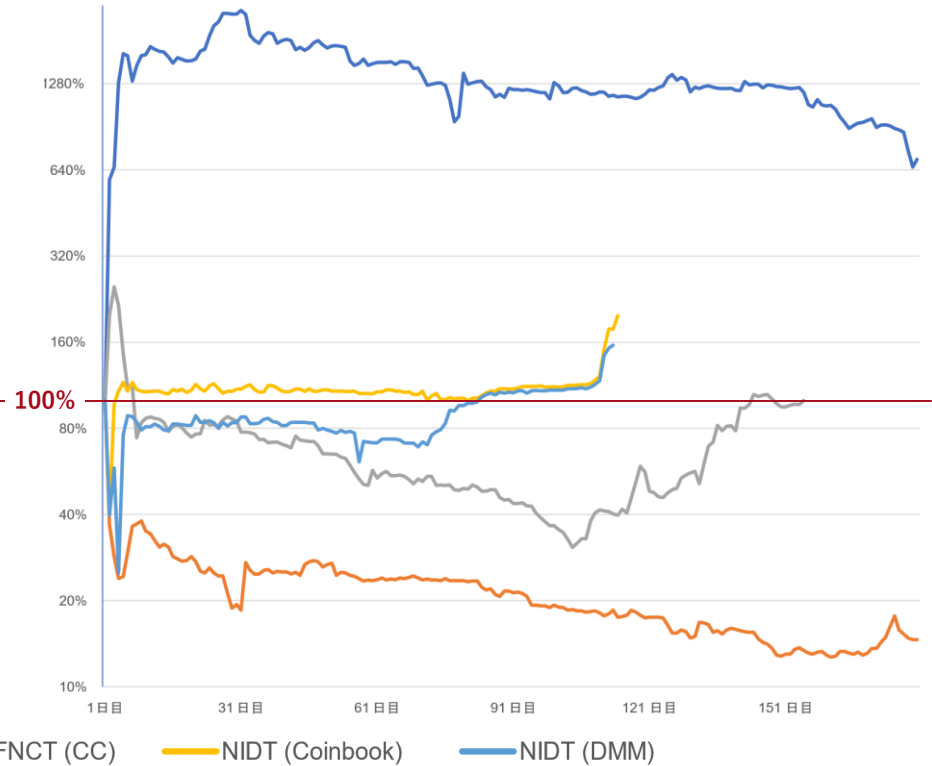
## 本提言の Scope

- 国内IEO制度についての課題や論点は多岐に渡るため、当部会においては Scope を三つに分けて議論を行った。
  - ① **IEO実施直後の安定した価格の形成**
  - ② IEO審査プロセスの改善
  - ③ IEOに関する自主規制規則全体の改善
- 本提言においては、①IEO実施直後の安定した価格の形成 にフォーカスを当てて、議論を行った。

## IEO実施後1ヶ月以内の価格推移



## IEO実施後6ヶ月以内の価格推移



# IEO制度改革の4つのアジェンダ

ICO・IEO部会においては、① IEO実施直後の安定した価格の形成 について、4つのアジェンダを設定し、議論を行った。議論のサマリーとしては、以下のとおり。（詳細は次頁以降に記載）

	論点	部会が考える検討の方向性
①	価格算定	本邦IEOにおいては、QTM（貨幣数量説）法での価格算定が主流だったが、プロジェクトに合わせた多様な計算手法（ダイナミックプライシング含む）を認める。
②	流動性	流動性に対する方針について、現時点で実現可能性があるのは以下の2点。 (1) マーケットメーカーの導入 (2) シンジケート団（主幹事、副幹事）の導入
③	安定操作	関係各機関と協議の上、適法に実施可能な安定操作取引の要件について検討し、将来的な自主規制規則化を目指す。
④	売却制限*	IEOプロジェクトの関係者（取引所含む）に対して、原則最低3ヶ月間のロックアップを適用。第三者が保有する暗号資産に対する期末時価評価課税の課題が解決するまで、必要な例外を認める。

\* IEO引受企業に対するロックアップ制度を強制力のある形で整備すると、第三者保有暗号資産の期末時価評価課税問題が発生する懸念がある。ロックアップ制度導入の前提として、第三者保有暗号資産を期末時価評価課税の対象外とする税制改正の実現が必要と考えられる。

4つのアジェンダに関する議論の中で、② IEO審査プロセスの改善と③ IEOに関する自主規制規則全体の改善に関して、今後検討するアジェンダとして以下の内容が挙げられた。

	環境整備項目	内容
②	1 発行体に関する基準の統一	IEO発行体の管理体制・企業体力の基準に関する考え方が引受企業間で大きく異なっており、プロジェクトのレベルのばらつきに繋がっている。 <u>IEO発行体に関する一定の統一基準を設ける</u> ことも考えられる。
	2 ゲートキーパーたる引受企業の適格性担保	引受業者の適格性を担保する案として、口座数や取引量等の引受能力に比して過剰な規模のIEO引受を抑制するため、 <u>IEOを取り扱える取引所の資格基準を定める</u> ことが考えられる。
	3 引受審査基準の統一化と透明性確保	引受審査基準は、取引所間の競争戦略に関わる部分である一方、業界として、 <u>最低限の統一された審査項目が必要</u> 。また、プロジェクトが引受業者を選択する際の判断材料となるよう、各取引所における <u>審査基準についての一定の透明性を確保</u> することも有益であると考えられる。
	4 ルール整備でのトークンの特殊性への考慮	収支計画やKPIの厳密な評価とあるが、トークンによるファイナンスは、コミュニティの形成も大きなポイントであり、IEOはIPOと違い、プロジェクトの中間ゴールではなく、スタート地点である。このような観点から、 <u>株式市場を安易にコピーしたルール整備には慎重になる必要性がある</u> と考えられる。
	5 IEO発行体のメリットの増加	現状では厳しい審査をクリアし、定期的に開示する必要がある国内IEOを発行体を選択するメリットが乏しい。通常の新規暗号資産取扱審査以上に厳しい審査を経た <u>IEO銘柄については、自動的にグリーンリストの対象銘柄となる仕組み等</u> が考えられる。
③	6 IEO発行体の定期開示の負担軽減	現在の自主規制規則上、IEO実施のタイミングから3ヶ月ごとの開示が必要であるが、決算期とズレが生じる場合もあり、 <u>開示の負担が大きい</u> 。発行体が現実的に運営可能な開示規則の制定や、四半期開示の年度開示への変更等も考えられる。
	7 日本企業の海外IEOを使った規制回避の制限	海外でIEOした日本企業のトークンが日本国内において逆上場し、開示やロックアップに関していかなる制約を受けないことは国内IEOと比較すると公平性に欠ける。逆上場の事例では、90%以上のユーザーが日本人という事例も存在しており、開示やロックアップを通じた利用者保護が図られない懸念がある。規制回避に対応しないと、 <u>国内IEO規制の有名無実化が危惧される</u> 。

# 提案内容

- はじめに
- 現行制度の課題
- 国内IEOの現状
- IEO制度改革の4つのアジェンダ
  - ① 価格算定：算定方法の多様化と価格に関する注意喚起の明記
  - ② 流動性：上場時流動性目標の設定と流動性が確保可能な環境整備
  - ③ 安定操作：上場時の価格安定化措置に関するルール整備
  - ④ 売却制限：発行体・引受交換業者へのロックアップの制度化・厳格化
- IEO健全化に向けた環境整備の今後の議論の方向性



1

## IEO実施直後の安定した価格形成

### □ ロックアップ

- 発行済トークンをアロケーションされた関係者による売却が市場へ影響を与えている可能性、またレピュテーションを考慮
- 小ロットな買い支えで価格を垂直回復させることができちゃう
  - 発行体・引受企業・関係者の売却制限の必要性について検討
  - 税制上の課題（発行体以外は期末時価評価課税対象）をどのようにクリアするか
  - オペレーションコスト
  - 流動性が薄い VASP に上場した際、委任先等関係者が小ロットの売りを入れることで価格に影響を与えてしまう可能性を考慮
    - 共同主幹事制度等、複数 VASP 同時上場により回避も可能か

### □ 流動性

- 上場後の流動性が低く、顧客資産保護、またプロジェクトの海外上場等グロース上の課題に
  - 複数取引所上場
  - マーケットメイカーの導入について検討
- そもそも流動性が低い VASP、ユーザー数が少ない VASP、預かり資産残高が一定量を下回る VASP 等は IEO 引受不可とする等、アディショナルな議論も必要か

### □ 売出価格の妥当性

- 機関投資家とのブックビルディング等スキームを検討
- これまで実施された 4 件はいずれも価格算定手法に QTM 法を用いているが、全件が妥当なものか検証が必要か

### □ ミニマムキャップの必要性

- 調達せずとも事業運営可能なパターンも存在するが、事業計画、財務状況を加味したミニマムキャップを設定すべきか
  - セカンダリー、価格の安定性の観点からミニマムキャップの設定をすべきか検討が必要
- 調達ニーズがなければ販売額、販売総量で調整可

### □ 安定操作等

- 金融商品取引法上、暗号資産の安定操作取引は禁止されていないものの、禁止されている相場操縦取引との区別が困難であるため、適法に行うことができる安定操作取引の範囲の明確化が必要

以下の2項目についても、今後の当部会の検討項目として議論していく予定。

2

## IEO審査プロセスの改善

### □ IEO実施前審査

- ビジネスプラン・ビジネス実行体制
- 内部統制体制
- トークン発行の必要性
  - JVCEAの審査FMTの改定は行われたが、個別の審査重点項目等は発行体とVASPの個別契約により多岐に渡るため統一基準があるべきか
- 価格算定手法

### □ IEO実施後のモニタリング

- 開示周期が早く、オペレーションコストが膨大
- 開示内容に関する取り決めが厳しい

### □ 海外IEOトークンの国内上場と国内IEOの整合性

- 国内IEOは審査からモニタリングまで厳しく実施されている一方、発行体が日本企業やその子会社であり、ユーザーのほとんどが日本人であっても一度海外でIEO等を行い日本のVASPに上場する際は通常の新規通貨プロセスのみでありモニタリングも存在しない、ダブルスタンダードな状態

3

## IEOに関する自主規制規則全体の改善

### □ 発行体資格審査の必要性

- ライトライセンスの導入等、発行体となる企業選別の必要性について検討
- 市場分けの検討も必要か

### □ 発行体と引受企業の利益相反の可能性

2021年7月に国内初となるIEOが実施されて以降、現在4件実施済み。

## これまでの歩み

- 2021年7月
  - コインチェック株式会社にて、株式会社HashPaletteが発行する PLT の IEO が実施
- 2021年8月
  - コインチェック株式会社にて、PLTのセカンダリーマーケット流通開始
- 2022年5月
  - GMOコイン株式会社にて、琉球フットボールクラブ株式会社が発行するFCRのIEOが実施
  - オーケーコイン・ジャパン株式会社にて、PLTの取扱開始
- 2022年5月
  - GMOコイン株式会社にて、FCRのセカンダリーマーケット流通開始
- 2022年7月
  - 株式会社マーキュリーにて、PLTの取扱開始
- 2023年1月
  - ビットトレード株式会社にて、PLTの取扱開始
- 2023年3月
  - コインチェック株式会社にて、株式会社フィナンシェが発行する FNCTのIEOが実施
  - コインチェック株式会社にて、FNCTのセカンダリーマーケット流通開始
  - 株式会社bitFlyerにて、PLTの取扱開始
- 2023年4月
  - 株式会社DMM Bitcoinと株式会社coinbookにて、株式会社オーバースが発行する NIDTのIEOが実施
  - 株式会社DMM Bitcoinと株式会社coinbookにて、NIDTのセカンダリーマーケット流通開始

## 販売条件等比較 ①

	PLT	FCR	FNCT	NIDT
引受業者	コインチェック株式会社	GMOコイン株式会社	コインチェック株式会社	株式会社DMM Bitcoin 株式会社coinbook
発行体	株式会社HashPalette	琉球フットボールクラブ 株式会社	株式会社フィナンシェ	株式会社オーバース
トークン	Palette Token (PLT)	FC Ryukyu Coin (FCR)	フィナンシェトークン (FNCT)	Nippon Idol Token (NIDT)
総発行枚数	1,000,000,000枚	1,000,000,000枚	20,000,000,000枚	1,000,000,000枚
販売総数	230,000,000枚 (23%)	450,000,000枚 (45%)	2,600,000,000枚 (13%)	300,000,000枚 (30%) ・ DMM Bitcoin: 150,000,000枚 ・ Coinbook: 150,000,000枚
販売総額	931,500,000円	990,000,000円	1,066,000,000円	1,500,000,000円
販売価格	4.05円 / PLT	2.2円 / FCR	0.41円 / FNCT	5円 / NIDT
バリュエーション方式	QTM法	QTM法	QTM法	QTM法

## 販売条件等比較 ②

	PLT	FCR	FNCT	NIDT
申込単位 (1口)	1,000PLT = 4,050円	2,500FCR = 5,500円	10,000FNCT = 4,100円	1,000NIDT = 5,000円
申込上限	2,400口 = 9,720,000円	9,000口 = 49,500,000円	2,000口 = 8,200,000円	10,000口 = 50,000,000円
払込通貨	日本円	日本円	日本円	日本円
ミニマムキャ ップ	609,000,000円	設定無し	850,000,000円	設定無し
販売手数料	8% (消費税含む)	5% (消費税含む)	8% (消費税含む)	8% (消費税含む)
申込取消 / 変 更	不可	申込取消可、変更不可	不可	取消可 / 変更不可 (申込完了後の 数量の変更は不可、変更する場 合は一度取消した上で再申込)

## 販売条件等比較 ③

	PLT	FCR	FNCT	NIDT
サイトリリース	2021年5月31日	2022年4月27日	2023年2月15日	2023年3月13日
申込開始	2021年7月1日12時00分	2022年4月27日16時00分	2023年2月21日正午	2023年3月29日19時00分
申込終了	2021年7月15日18時00分	2022年5月18日14時59分	2023年3月7日正午	2023年4月19日11時59分
申込期間	15日間	21日間	15日間	22日間
抽選日時	2021年7月20日	2022年5月18日15時00分	2023年3月7日	2023年4月20日
受渡日	2021年7月20日～7月28日	2022年5月18日15時00分	2023年3月8日～3月9日	2023年4月24日
取扱開始	2021年7月29日	2022年5月18日	2023年3月16日	2023年4月26日
結果連絡方法	メール及びサイト上に掲示	メール及びサイト上に掲示	①電子メールでの連絡 ②フィナンシェトークン (FNCT) ページ上に掲示 (当社 サイト)	メール及びログイン後のマイページ上に掲示

## 各案件のトークン初期分布

### PLT

340,000,000 PLT (34%)	エコシステム報酬
270,000,000 PLT (27%)	チーム自己保有
230,000,000 PLT (23%)	投資家保有(IEO販売)
160,000,000 PLT (16%)	パートナー報酬

### FCR

450,000,000 FCR (45%)	トークンセール
350,000,000 FCR (35%)	プロジェクト機能
200,000,000 FCR (20%)	プロジェクトチーム&アドバイザー

### FNCT

8,400,000,000 FNCT (42%)	コミュニティ
5,000,000,000 FNCT (25%)	チーム
4,000,000,000 FNCT (20%)	パートナー
2,600,000,000 FNCT (13%)	投資家保有(IEO販売)

### NIDT

300,000,000 NIDT (30%)	利用者保有 (IEO販売)
300,000,000 NIDT (30%)	プロジェクト報酬
210,000,000 NIDT (21%)	チーム自己保有
190,000,000 NIDT (19%)	エコシステム報酬及びマーケティング分

## 各案件のトークンロックアップ及び解除について

### PLT

340,000,000 PLT (34%)	エコシステム報酬	6年かけてすべて放出。
270,000,000 PLT (27%)	チーム自己保有	トークン販売6ヶ月後より、3ヶ月ごとに10回に分けて均等放出。
230,000,000 PLT (23%)	投資家保有 (IEO販売)	ロックアップなし。
160,000,000 PLT (16%)	パートナー報酬	都度付与。

### FCR

450,000,000 FCR (45%)	トークンセール	ロックアップなし。
350,000,000 FCR (35%)	プロジェクト機能	1年ごとに5年間かけて放出。
200,000,000 FCR (20%)	プロジェクトチーム & アドバイザリー	トークン販売6ヶ月後に初回放出、その後3ヶ月に一回放出、3年間で放出完了。(GMOコインへの割当を除く)

### FNCT

8,400,000,000 FNCT (42%)	コミュニティ	段階的に放出し、5年後に全量放出。
5,000,000,000 FNCT (25%)	チーム	トークン販売後1年後から放出開始。4年後にすべて放出。
4,000,000,000 FNCT (20%)	パートナー	段階的に放出し、4年後に全量放出。
2,600,000,000 FNCT (13%)	投資家保有 (IEO販売)	ロックアップなし

### NIDT

300,000,000 NIDT (30%)	利用者保有 (IEO販売)	ロックアップなし
300,000,000 NIDT (30%)	プロジェクト報酬	開発・コンサル報酬はLUなし。その他PJ報酬は20回目で全量放出。
210,000,000 NIDT (21%)	チーム自己保有	20回目で全量放出。
190,000,000 NIDT (19%)	エコシステム報酬及びマーケティング分	ロックアップなし



## 各案件の調達資金の使途について

### PLT

35%	パレットグラントプログラム
28%	マーケティング
17%	予備費
12%	コントラクター
8%	オペレーション

### FNCT

30%	開発費
30%	マーケティング
15%	コントラクター
15%	予備
10%	オペレーション運営

### FCR

40%	FC琉球のチーム運営・強化費・育成費
40%	FC RYUKYU SOCIO システム開発 ・運用・マーケティング費
12%	FCRコイン発行・運用費用
8%	予備費用

### NIDT

67%	対象事業プロジェクト
20%	オペレーション
13%	予備費

## 各案件の販売結果①

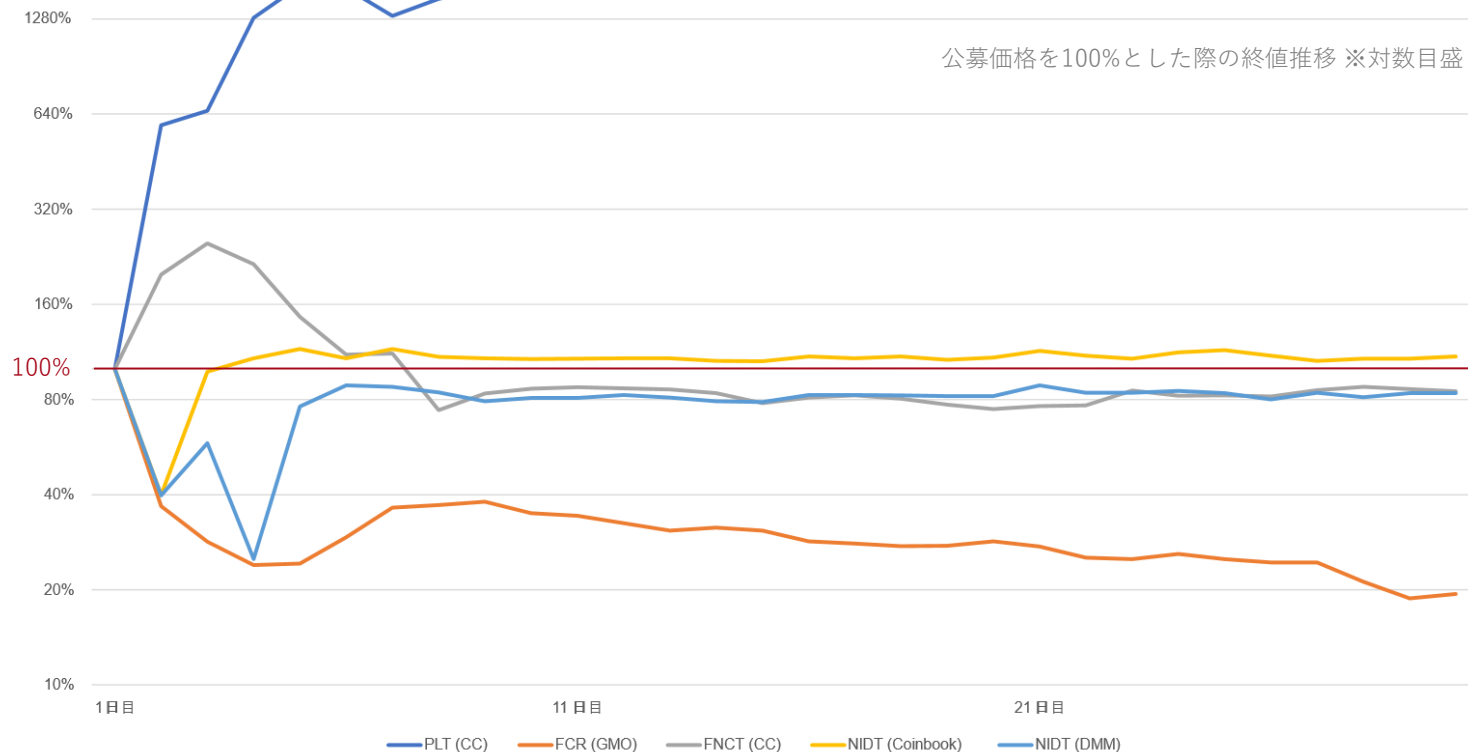
	PLT	FCR	FNCT	NIDT
総発行量	1,000,000,000枚	1,000,000,000枚	20,000,000,000枚	1,000,000,000枚
払込総額	1,005,438,096円 ※販売総額と販売手数料 (消費税込み)の合計額	1,039,500,000円 ※販売総額と販売手数料 (消費税込み)の合計額	1,151,280,000円 ※販売総額と販売手数料 (消費税込み)の合計額	1,081,992,600円 【内訳】 株式会社coinbookでの払込総額等 の合計：376,164,000円 株式会社DMM Bitcoinでの払込総額等 の合計：705,828,600円 ※販売総額と販売手数料 (消費税込み)の合計額
販売総量	230,000,000 PLT	450,000,000 FCR (45%)	2,600,000,000 FNCT	200,369,000枚 (20%) 【内訳】 株式会社coinbookでの販売総量： 69,660,000枚 株式会社DMM Bitcoinでの販売総 量：130,709,000枚 ※予定販売総量に対する割合：67%
目標販売総量 達成率	予定販売総量に対する割合： 100% (完売)	予定販売総量に対する割合： 100% (完売)	予定販売総量に対する割合： 100% (完売)	予定販売総量に対する割合： 67% (完売ならず)

## 各案件の販売結果②

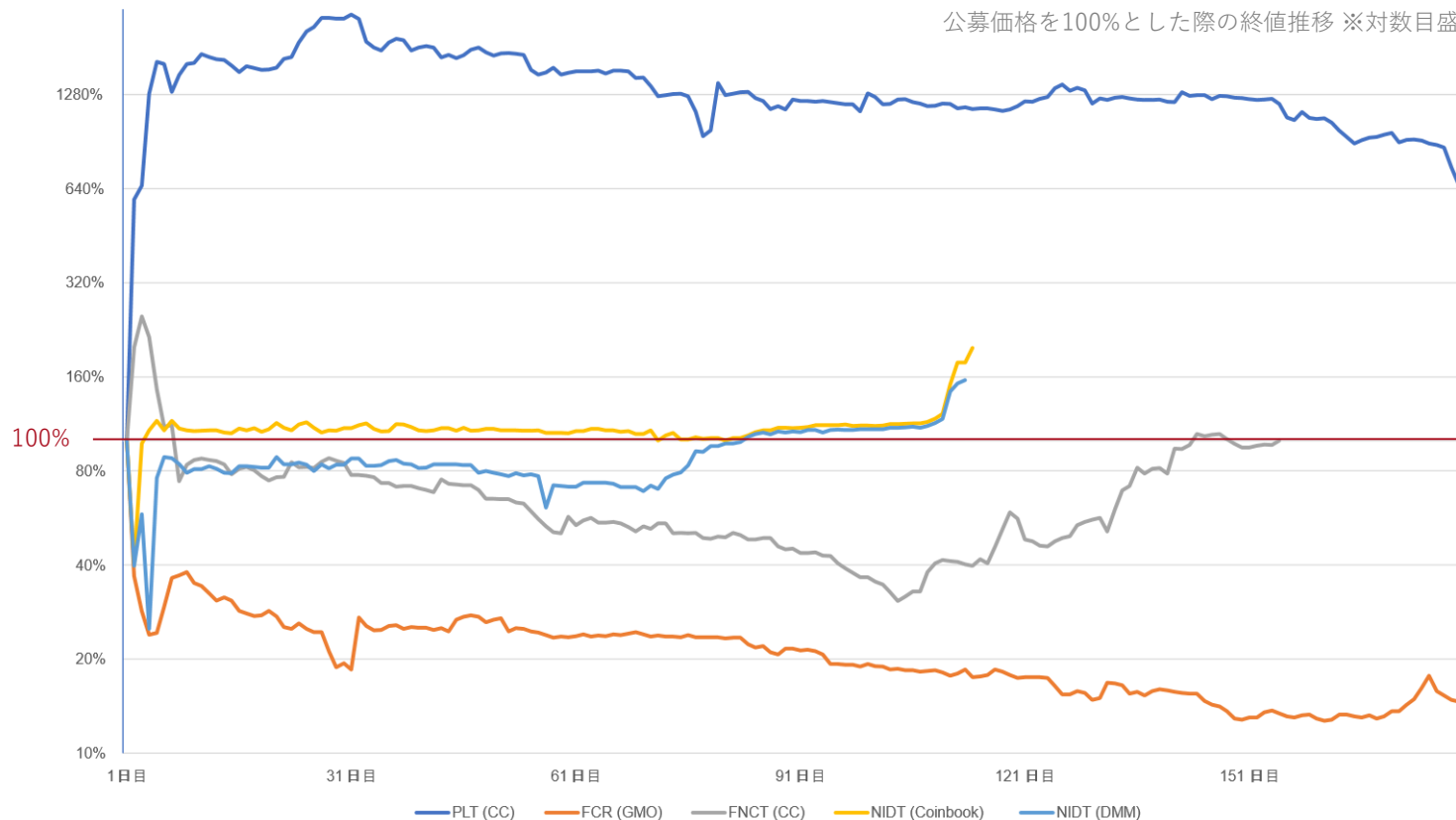
	PLT	FCR	FNCT	NIDT
販売価格が複数存在するか	該当なし	該当なし	該当なし	該当なし
無償付与	該当なし	該当なし	該当なし	42,000 枚
優待プログラムの適用状況	該当なし	該当なし	該当なし	該当なし
不成立、その旨並びに返還時期 及び返還方法	該当なし	該当なし	該当なし	該当なし

# 国内IEOの現状

IEO実施後1ヶ月以内の価格推移について検証。一号案件以外上場後5日以内のボラティリティが激しい結果に。



IEO実施後6ヶ月以内の価格推移について検証。



# IEO制度改革の4つのアジェンダ

ICO・IEO部会においては、① IEO実施直後の安定した価格の形成 について、4つのアジェンダを設定し、議論を行った。議論のサマリーとしては、以下のとおり。（詳細は次頁以降に記載）

	論点	部会が考える検討の方向性
①	価格算定	本邦IEOにおいては、QTM（貨幣数量説）法での価格算定が主流だったが、プロジェクトに合わせた多様な計算手法（ダイナミックプライシング含む）を認める。
②	流動性	流動性に対する方針について、現時点で実現可能性があるのは以下の2点。 (1) マーケットメーカーの導入 (2) シンジケート団（主幹事、副幹事）の導入
③	安定操作	関係各機関と協議の上、適法に実施可能な安定操作取引の要件について検討し、将来的な自主規制規則化を目指す。
④	売却制限*	IEOプロジェクトの関係者（取引所含む）に対して、原則最低3ヶ月間のロックアップを適用。第三者が保有する暗号資産に対する期末時価評価課税の課題が解決するまで、必要な例外を認める。

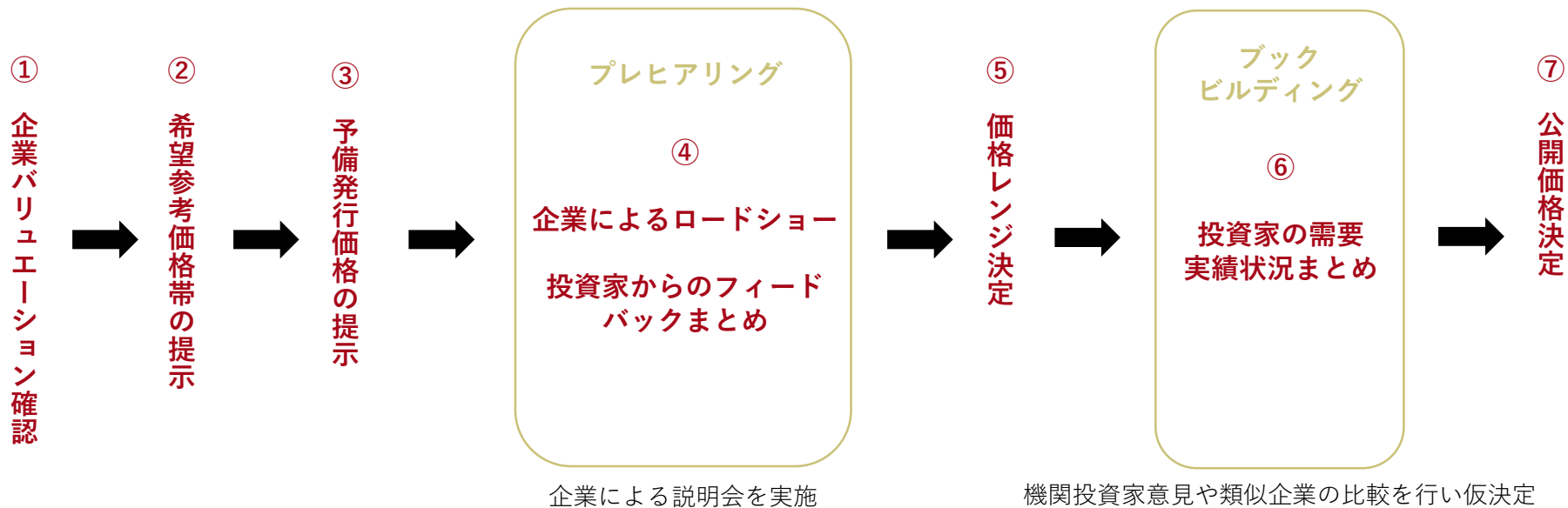
\* IEO引受企業に対するロックアップ制度を強制力のある形で整備すると、第三者保有暗号資産の期末時価評価課税問題が発生する懸念がある。ロックアップ制度導入の前提として、第三者保有暗号資産を期末時価評価課税の対象外とする税制改正の実現が必要と考えられる。

## 推奨される対応策

	対応案	コメント
1	画一的な算定方法による 固定価格以外での 価格決定方法の採択	価格決定方法の多様化は今後必要。 画一的な算定方法による固定価格以外の価格決定方法も 利用可能となるようなルールを制定することが望ましい。
2	公募価格と二次市場の価格が 異なる旨の注意喚起の明記	顧客の理解促進のため、注意喚起的な意味合いにおいて、 明記することが望ましい。

# 改革提案①：価格算定

## IPOの公開価格決定プロセス



### ブックビルディング

新規上場申請者と主幹事証券会社は、新規上場申請者の財政状態、経営成績、事業内容などについて類似性の高い会社との比較や、機関投資家の意見などから総合的に判断し、公開価格に係る仮条件の決定を行う。



## 海外でIEOを行う場合の売り出し価格設定方法①

### 固定価格

固定価格とは、IEO開始前に取引所とプロジェクトオーナーがトークンの発行価格を事前に決定し、IEO期間中は固定価格でトークンを販売することを意味します。

#### メリット

1. 導入が簡潔
2. ユーザーが理解しやすい
3. 販売側も運用しやすい

#### デメリット

1. 市場価格形成に向かない
2. 価格の過大評価や過小評価
3. 発行の効果やその後の価格変動に影響

### ダイナミック価格

ダイナミック価格とは、IEO期間中にトークンの価格が市場の需要と供給の変化に応じて動的に調整される方法を指します。ダッチオークションとイングリッシュオークションの2種類が多く採用されています。

#### メリット

1. 市場の需要と供給の変化に応じて価格を調整できる
2. 真の価値を適切に反映できる
3. 話題性がある

#### デメリット

1. 投資家がトークンの価値について一定の知識と判断力が必要
2. セカンダリマーケットと似ている
3. 設計が複雑

## 海外でIEOを行う場合の売り出し価格設定方法②

### 1. 競合プロジェクト比較

---

同分野の類似プロジェクトを比較を行い当該トークンの市場価格を計算する方法。

### 2. 市場動向

---

IEOの時期によって、市場の変動に注意して価格を設定する方法。

### 3. 未来予測

---

将来的にプロジェクトがどのように成長するかを予測し、その成長を反映した価格を設定する方法。

流動性のターゲットとなる「期間」(\*)

▶ 取り扱い開始後、**3ヶ月**

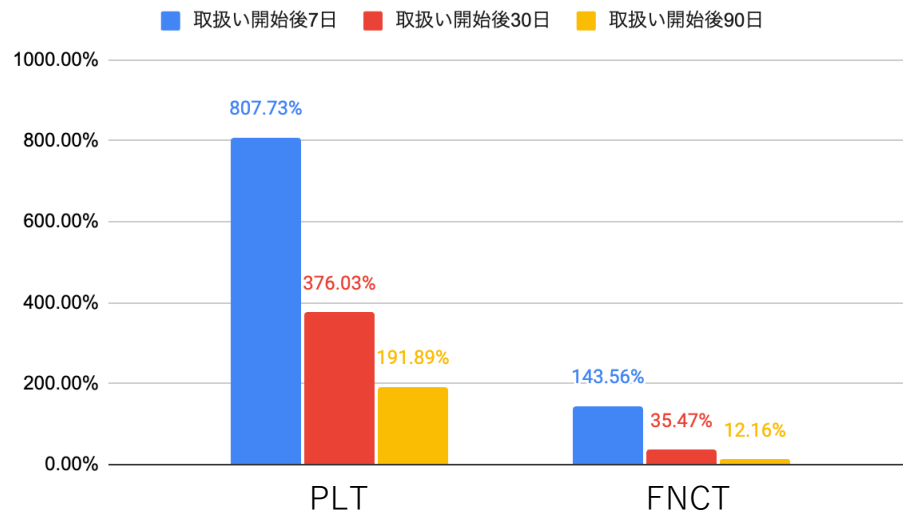
流動性のターゲットとなる「量」(\*)

▶ 対IEO販売総額で、**平均100%**

\* 「期間」「量」については、あくまで目安であり、PJごとに考える必要があるが、一定目線を定めて計画を立てることが望ましい。

(図) コインチェックにおけるIEOトークンの出来高比較

取扱い開始後の日次出来高（販売総額対比、期間平均値）



# 改革提案②：流動性

方針	対応案	対応案実現に向けた課題例	課題例に対する対策案
1社で流動性*を増やす	引受業者がマーケットメイク	<ul style="list-style-type: none"> <li>インサイダー取引への該当性の観点から、実現性について議論が必要</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>重要情報を利用した恣意的な取引を行ってはいないことを説明可能なシステムチックな取引方法を実装する</li> <li>自社のトレーディング部門を、情報管理的な観点で組織的に適切に分離する</li> </ul>
	引受業者以外がマーケットメイク (マーケットメイカー導入)	<ul style="list-style-type: none"> <li>マーケットメーカーに対する市場参加へのインセンティブの持たせ方</li> <li>発行体や取引所が費用負担をする場合、費用負担者の負担を正当化するための動機づけ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>発行体や取引所が一定の損失までは負担するなど、損失が限定的で、利益はMM側が取得できるというようなスキームを提供する</li> <li>発行体や取引所が定額のマーケットメイクの対価としてのFeeを支払う</li> </ul>
複数社で流動性を増やす	国内取引所に上場 (同時上場含む)	<ul style="list-style-type: none"> <li>国内投資家だけでIEOトークンの販売流通量を補う買い需要があるか</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>テクニカルで短期的な解決策はない</li> </ul>
	IEOを主幹事、副幹事で実施	<ul style="list-style-type: none"> <li>主幹事と副幹事の利害調整が困難</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>制度は必要であり、それを利用するかどうかは引受業者次第</li> <li>現行2枠の例外規定や審査プロセスの省力化が必要</li> </ul>
	IEOは主幹事1社で取扱いを開始し、他社は主幹事の後に取扱いを開始	<ul style="list-style-type: none"> <li>JVCEAの独自銘柄の先行者利益ルールによって他社の取扱いが遅れること</li> <li>(仮に先行者利益ルールがないとして、) 主幹事に対するインセンティブの持たせ方</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>IEO主幹事と通貨上場に参加する取引所の利害調整により、先行者利益ルールを柔軟に調整する余地を残す</li> </ul>
海外取引所に上場 (同時上場含む)	<ul style="list-style-type: none"> <li>海外取引所が取り扱うことへのインセンティブの持たせ方</li> <li>国内取引所が推薦できる取引所の選定</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>今後検討</li> </ul>	

\*ここでの「流動性」は、IEO実施後のセカンダリーの出来高と板の厚みを指すものとする

## 1. IEO直後のトークン価格に関する課題

- IEO直後からトークン価格のボラティリティが高く、**IEO価格以下に値下がりする現象（公募価格割れ）**が生じている。原因としては、①上場株式等と異なり暗号資産には取引所が存在しないため、IEOは暗号資産交換業者1社で行うことが多く、その顧客数に限りがあるため**IEO直後の流動性も限定的**であること、②IEOにおいては、IPOにおけるオーバーアロットメントやシンジケートカバー取引のような実務が存在せず、**トークン価格を安定させる機能が欠けている**こと、等が考えられる。

## 2. 改革提案

- 暗号資産取引に関しては、基本的に有価証券取引と同様の不公正取引規制が導入されているものの、**安定操作取引の禁止に関する規定は存在しない**（金商法185条の24参照）。これは、暗号資産は有価証券と比較して一般的に価格変動が大きく、価格安定化の必要性が高いため、安定操作取引を一律には禁止しない趣旨と考えられる。したがって、その他の相場操縦行為に該当しない限り、**適法に安定操作取引を行うことは可能**であると考えられる。
- ただし、安定操作取引と、その他の相場操縦行為の区別は必ずしも明確ではないため、実務的に実行可能なものとするためには、適法に行うことができる**安定操作取引の範囲をあらかじめ明確化する必要がある**。そのため、**関係各機関と協議の上、適法に実施可能な安定操作取引の要件について検討し、自主規制規制化することが望ましい**。

# 改革提案④：売却制限

	内容
ロックアップ期間	IEO実施日から3ヶ月
ロックアップ対象	<ul style="list-style-type: none"><li>発行体の「チーム保有分（チームが自由に裁量できるトークン）」</li><li>プライベートラウンドで発行体からトークンを取得した投資家</li><li>トークンを無償付与された株主</li><li>IEO引受企業（暗号資産交換業者）</li><li>IEO公募開始日において、IEO売出数量*に対して5%以上トークンを割り当てられている者（個人・法人問わない）</li></ul>
ベスティング解除サイクル	1ヶ月ごと
月間の売却可能数量	IEO売出数量*に対して <b>10%</b> を上限とし、且つ個別案件に応じた売り出し数量を定める
モニタリング実施者	<ul style="list-style-type: none"><li>原則IEO引受企業が実施</li><li>発行体はロックアップ対象者との契約をIEO引受企業に提出</li></ul>

## 【例】

IEO売出分	<b>30%</b>
エコシステム報酬	30%
チーム保有	30%
IEO引受企業	5%
マーケティング	5%

上記の例の場合、月間の売却可能数量の上限は、

$$30\% \times 10\% = 3\%$$

個別案件の内容に応じ、発行体とIEO引受企業間で実際のロックアップ内容を確定させる。

\* 公募総数を基準とする。ミニマムキャップでのIEO実施の場合も、ロックアップ対象リスクは固定

# 改革提案④：売却制限

	Question	Answer
1	IEO引受業者は、期末時価評価課税の対象であるが、懸念はあるか。	新たにロックアップ制度を強制力のある形で整備すると、対象となるIEO引受企業に第三者保有暗号資産の期末時価評価課税問題が発生する懸念がある。ロックアップの制度的な実施段階においては、 <u>第三者保有の期末時価課税の問題が解消されているか、解消まで経過措置が設定されていることが望ましい。</u>
2	ロックアップ期間中、第三者に譲渡（ロックアップは継続）は可能か。	直近の問題（ex. 大手プロジェクトによるロックアップ期間中のステーキング分売却）を踏まえると、 <u>原則禁止が望ましい。</u>
3	ロックアップ条項違反の場合の罰則は。また、その実施主体・方法は。	IEO引受業者と発行体間での契約において、ロックアップに関する条項を盛り込む。 <u>罰則もその二社間で規定する。</u> また、JVCEAの自主規制規則においてもその旨を盛り込み、JVCEA→取引所→発行体の流れでの監督を行う。なお、第三者の関係者（特に海外居住者）に対するロックアップの実効性については、要検討。
4	各関係者ごとの毎月の売却可能数量の計算は誰が行うか。	発行体責任で各関係者と契約締結の上、 <u>IEO引受業者との契約にも明記する。</u>

4つのアジェンダに関する議論の中で、② IEO審査プロセスの改善と③ IEOに関する自主規制規則全体の改善に関して、今後検討するアジェンダとして以下の内容が挙げられた。

	環境整備項目	内容
②	1 発行体に関する基準の統一	IEO発行体の管理体制・企業体力の基準に関する考え方が引受企業間で大きく異なっており、プロジェクトのレベルのばらつきに繋がっている。 <u>IEO発行体に関する一定の統一基準を設ける</u> ことも考えられる。
	2 ゲートキーパーたる引受企業の適格性担保	引受業者の適格性を担保する案として、口座数や取引量等の引受能力に比して過剰な規模のIEO引受を抑制するため、 <u>IEOを取り扱える取引所の資格基準を定めること</u> が考えられる。
	3 引受審査基準の統一化と透明性確保	引受審査基準は、取引所間の競争戦略に関わる部分である一方、業界として、 <u>最低限の統一された審査項目が必要</u> 。また、プロジェクトが引受業者を選択する際の判断材料となるよう、各取引所における <u>審査基準についての一定の透明性を確保</u> することも有益であると考えられる。
	4 ルール整備でのトークンの特殊性への考慮	収支計画やKPIの厳密な評価とあるが、トークンによるファイナンスは、コミュニティの形成も大きなポイントであり、IEOはIPOと違い、プロジェクトの中間ゴールではなく、スタート地点である。このような観点から、 <u>株式市場を安易にコピーしたルール整備には慎重になる必要性がある</u> と考えられる。
	5 IEO発行体のメリットの増加	現状では厳しい審査をクリアし、定期的に開示する必要がある国内IEOを発行体を選択するメリットが乏しい。通常の新規暗号資産取扱審査以上に厳しい審査を経た <u>IEO銘柄については、自動的にグリーンリストの対象銘柄となる仕組み等</u> が考えられる。
③	6 IEO発行体の定期開示の負担軽減	現在の自主規制規則上、IEO実施のタイミングから3ヶ月ごとの開示が必要であるが、決算期とズレが生じる場合もあり、 <u>開示の負担が大きい</u> 。発行体が現実的に運営可能な開示規則の制定や、四半期開示の年度開示への変更等も考えられる。
	7 日本企業の海外IEOを使った規制回避の制限	海外でIEOした日本企業のトークンが日本国内において逆上場し、開示やロックアップに関していかなる制約を受けないことは国内IEOと比較すると公平性に欠ける。逆上場の事例では、90%以上のユーザーが日本人という事例も存在しており、開示やロックアップを通じた利用者保護が図られない懸念がある。規制回避に対応しないと、 <u>国内IEO規制の有名無実化が危惧される</u> 。



部会長	吉田 世博	株式会社HashPort 代表取締役CEO
副部会長	播磨 徹	コインチェック株式会社 IEO事業部
副部会長	大和 省悟	株式会社bitFlyer クリプトストラテジー室 副室長
法律顧問	増島 雅和	森・濱田松本法律事務所 パートナー
法律顧問	福井 崇人	アンダーソン・毛利・友常法律事務所 外国法共同事業 パートナー
幹事	李 維寧 (Li Weining)	AMBER Japan株式会社
幹事	初澤 慶介	ビットトレード株式会社 取締役

## 一般社団法人日本暗号資産ビジネス協会

〒101-0044 東京都千代田区鍛冶町1-10-6  
BIZ SMART神田901号室

E-mail : [info@cryptocurrency-association.org](mailto:info@cryptocurrency-association.org)

TEL : 03-3502-3336