

# ウェーブ3で重要な資金調達手法 「IEO」の発展に向けた課題

## 価格算定や流動性など四つの観点での改革が急務

日本暗号資産ビジネス協会（JCBA）は2023年9月末、自主規制団体である日本暗号資産取引業協会（JVCEA）に対して「国内IEO制度改革の方向性に関する初期案」を提出した。国内IEOは、金融庁の監督下にある暗号資産交換業者の審査を受けた上で実施される資金調達方法であり、ユーザー保護に重きが置かれている。ただ、直近のIEO事例においては価格変動が大きく、公募割れの案件も見受けられる。これらの課題の解決に向けた方策の一案を示したのが初期案である。本稿ではその概要を紹介したい。

日本暗号資産ビジネス協会  
理事（ICO・IEO部長）

吉田 世博

### 広がるIEOでの資金調達

IEO（Initial Exchange Offering）は、暗号資産交換業者を介したトークンの募集・販売による資金調達方法である。暗号資産交換業者がプロジェクト（発行体）の審査を担うかたちで、ウェーブ3関連プロジェクト

で活用されている。

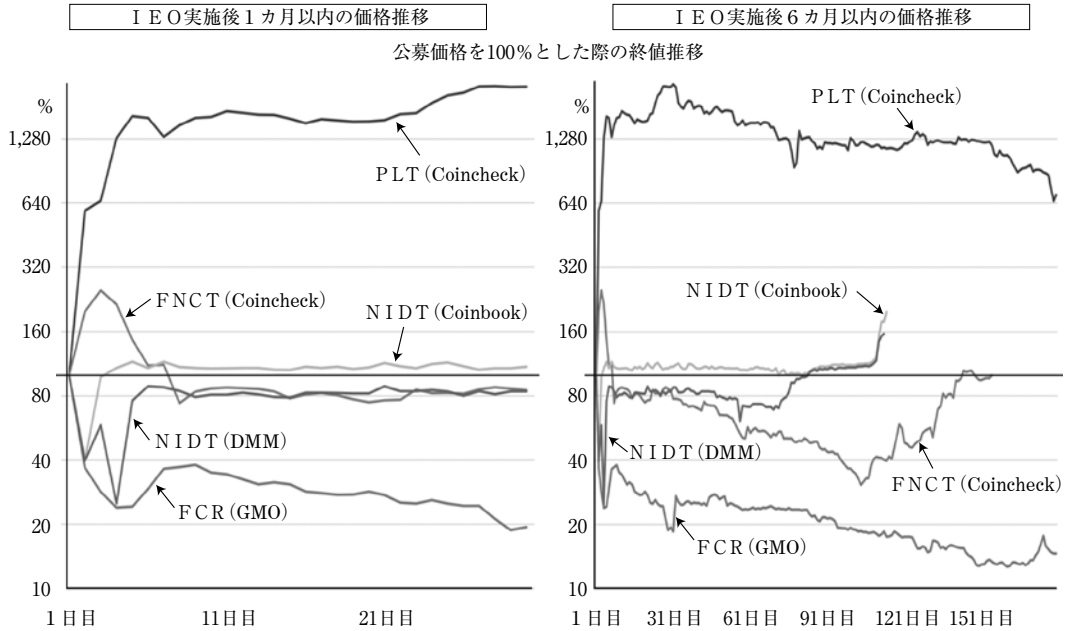
過去には、トークンの発行体自らが公衆に対してその募集・販売を行う資金調達方法のICO（Initial Coin Offering）が盛んだったが、少なからず詐欺まがいの事案も見られた。その後、資金決済法や金融商品取引法の改正により、ICOはこれらの法律の規制対象となった。

そして現在、国内でのトークンによる資金調達に当たっては、IEOが一般的となりつつある。IEOに関わる暗号資産交換業者は、資金決済法に基づく登録を行っており、金融庁の監督下にあるほか、認定自主規制団体であるJVCEAによるモニタリングの対象となっている。IEOの実施に際しても、JVC

EAによる自主規制規則に準拠した審査が実施されており、ユーザーの安心・安全が図られた体制が構築されている。実は、IEOに関するルールを業界標準として定めている取り組みは、日本以外にはほとんど見られない。日本は、世界でも先駆けて暗号資産交換業に関するルールを整備し、23年には

〔図表 1〕

I E O 実施後の価格推移



(注) 第4号案件のニッポンアイドルトークン (N I D T) については、DMM Bitcoin と coinbook の両取引所による I E O 案件であることから、それぞれの取引所での価格を掲載している。  
(出所) J C B A (図表 2 も同じ)

## I E O 後の価格形成の安定などに課題も

ステーブルコインに関する規制も定められた「規制先進国」である。暗号資産の会計上・税務上の取り扱いについても明確化が進みつつある。

21年7月に国内初となる I E O が実施されて以降、国内では計4件の I E O が行われた。各案件では、いずれも10億〜11億円の資金調達を実現しており、トークンによる資金調達の新たな形式として一定程度の有効性を示せたと考えている。

一方、国内 I E O 制度についての課題や論点も存在する。それらは大きく①安定した価格の形成、② I E O 審査プロセスの改善、③ I E O に関するスキームの改善、④ I E O に関する会計・税務上の取り扱い——に区分できる。

このうち①について、特に I E O 実施直後のトークンの価格変動は激しく、 I E O 直後に大きく公募割れが発生するような事案も見受けられる。図表1は、それぞれの公募価格を100%とした際の I E O 実施後1カ月以内の価格推移を示したグラフである。これを見ると、 I E O 直後の値動きは激しく、第1号案件のバレットトークン (P L T) を除いて、 I E O 実施10日以内に公募割れが発生している。価格下落はさまざまな要因によって起こり得るが、 I E O 直後の混乱が続く事態となれば、今後の国内 I E O 市場にマイナスのイメージが定着しかねない。

こうした状況を受け、パブリックブロックチェーンやウェブ3のエコシステムを構成するステークホルダーが中心となって設立した J C B A は23年4月以降、検討を重ねてきた。そして23年9月末、 J V C E A に対して「国内 I E O 制度改革の方向性に関する初期案」を提出した。

## 国内 I E O 発展に向けた四つの改革案

初期案では「 I E O 実施直後の安定した価格形成」にフォーカスを当て、次の四つの観点での改革が必要だと結論付けた。一つ目は価格算定である。こ

れまで実施されてきたIEOの4案件すべてがQTM（貨幣数量説）法による価格算定であった。QTMとは、貨幣の供給量や流通速度、生産量によって物価（貨幣価値）が決定するという学説である。

ただ、株式市場におけるIPOでの公開価格決定プロセスにおいては、価格決定前の投資家からのヒアリングやブックビルディングなどの事前のマーケティングプロセスが重要な役割を果たしている。また、海外のIEOでは、固定価格ではなく、ダッチオークションやイングリッシュオークションの形式（注）で価格決定している例が見られた。これらを踏まえると、国内IEOの価格算定プロセスにおいても、より柔軟な計算手法が認められるべきであろう。

二つ目は流動性である。流動性を高める施策として、①マーケットメーカー（MM）の導入、②シンジケート団（主幹事、副幹事）の導入――の2点を優先して検討すべきである。

①に関しては、MMの導入にかかる費用が発行体や取引所の

負担となることから、それら負担が正当化されるような契約スキームが必要になるほか、MMに対する市場参加へのインセンティブの持たせ方の検討も必要だろう。②に関しては、現行の自主規制規則上、副幹事であったとしても、主幹事と同様の厳しい審査が必要とされることから、審査プロセスの省力化の検討が必要である。また、暗号資産交換業者1社当たり（同時に）2件までのIEO実施申請までしか認められていないことから、貴重な1枠を副幹事として使うのを躊躇することが想定される。

三つ目は安定操作取引の問題である。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（金融商品取引法185条の24）。しかし、安定操作取引と他の相場操縦行為との区別は必ずしも明確ではないため、関係各機関と協議の上、適法に行うことができる安定操作取引の範囲について、あらかじめ自主規

制規則等によって明確化することが望ましい。

四つ目は売却制限である。IPOにおいては、公開後一定期間売却しないロックアップ規制が一般的である。従前のIEOにおける慣習では、あくまでロックアップは任意であり、暗号資産交換業者や発行体の意向に委ねられてきた。しかし、ロックアップの活用でIEO直後の急激な売り圧力を予防できると考える。そのため、原則として3カ月間のロックアップを適用するなど、ルールを明確化することが必要と考えている。なお、暗号資産取引業者等の関係法人に対するロックアップを強制力のあるかたちで整備した場合、第三者が保有する暗号資産の期末価値評価に対する課税の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に当たっては、この問題の解消が求められる。

### 審査プロセスを見直し 利用しやすいIEOへ

初期案はJCB A単独で議論したものであり、今後、各関係

機関と協議を行いつつ、その実現性の有無を検証していく予定である。また、今回の検討スコープからは除外したものの、「IEO審査プロセスの改善」および「IEOに関する自主規制規則全体の改善」に関しても今後、議論を進めていく。

このうち審査プロセスについて、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は乏しい。IEOを利用しやすくするためには、例えば、通常の新規の暗号資産取引扱いの審査以上に厳しい審査を経た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の整備が考えられる。グリーンリストとはJVC EAの自主規制規則に基づき、一定の会員（暗号資産交換業者）について事前審査の対象外とする制度である。そのほかにもIEOには多くの課題がある。現状で考えられる課題と改善案を図表2に示した。

22年6月に公表された「経済財政運営と改革の基本方針20

〔図表 2〕

I E O 市場の健全化に向けた環境整備の今後の方向性（案）

項目	内容
発行体に関する基準の統一	I E O 発行体の管理体制・企業体力の基準に関する考え方が暗号資産交換業者間で大きく異なっており、プロジェクトのレベルのバラつきにつながっている。I E O 発行体に関する一定の統一基準を設けることが考えられる。
ゲートキーパーたる暗号資産交換業者の適格性担保	口座数や取引量等の引受能力に比して過剰な規模の I E O 引き受けを抑制するため、暗号資産交換業者の適格性を担保する案として、I E O を取り扱うことができる取引所の資格基準を定めることが考えられる。
I E O 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、最低限の統一された審査項目が必要。また、プロジェクトが暗号資産交換業者を選択する際の判断材料となるよう、各取引所における審査基準についての一定の透明性を確保することも有益であると考えられる。
ルール整備でのトークンの特殊性への考慮	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る。I P O では取支計画や K P I の厳密な評価が求められることが多いが、I E O は I P O 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、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がある。
I E O 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 I E O 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 I E O 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が考えられる。
I E O 発行体の定期開示の負担軽減	現在の自主規制規則上、I E O 実施のタイミングから 3 カ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、開示の負担が大きい。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。
日本企業の海外 I E O を使った規制回避の制限	海外で I E O を実施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も受けないことは、国内 I E O 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、国内 I E O 規制の有名無実化が危惧される。

（本稿は、筆者が部長を務める J C B A 「I C O ・ I E O 部会」の運営メンバーである副部長・播磨徹（コインチェック I E O 事業部）、同・大和省悟（ビットフライヤークリプトストラテジー室副室長）、幹事・李維寧（アンバージャパン）、同・初澤慶介（ビットトレード取締役）、法律顧問・増島雅和（森・濱田松本法律事務所

22）（骨太の方針）を契機に、日本政府もウエブ 3 関連ビジネスの環境整備に本格的に取り組み始めた。今こそ I E O 制度の改革に取り組む絶好のタイミングといえよう。J C B A は今後も、各関係機関と丁寧に協議を行いつつ、日本のウエブ 3 業界の発展に貢献していく。

よしだ せいはいはく  
慶應義塾大学法学部卒。ポストン・コンサルティング・グループのデジタル事業開発部門である B C G デジタルベンチャーズにて、東京オフィス最年少の投資・事業開発担当者（ベンチャーアーキテクト）として日本および中国でのプロジェクトに従事。18 年からハッシュポット代表取締役 C E O。東京大学工学系研究科共同研究員。

（注）ダッチオークションは、提示する価格を徐々に下げ、最初に購入の意思を示した者が購入者となる形式。イングリッシュオークションは、当初に提示された価格から買い手側が競り上げて、最高値を提示した者が購入者となる形式。

（パートナー）、同・福井崇人（アンダーソン・毛利・友常法律事務所 所外国法共同事業パートナー）の協力の下、執筆した）