第7段階から第9段階：上場、ロックアップ、マーケットメイク

Dr Alexander Ressos, TEP
Attorney-at-Law (Switzerland and Germany),
Solicitor (England & Wales and Hong Kong)
Of Counsel, KGP Legal LLC
alexander.ressos@kgplegal.com.sg
www.ressos.com.sg

上場契約

中央集権型取引所は、取引所自身が起草した契約に基づいてトークンを上場させます。これらの契約は中核的な条項についてほとんど交渉の余地がなく、発行体に義務を課すものであり、発行体の法務チームはその義務を規制上の誓約として読むべきです。標準的な条項では、発行体に対し、特定の法域においてトークンが証券に該当しないことを表明保証させ、その旨の法律意見書の提出を求めます。さらに、トークンの配分とベスティングの開示、重要事象の通知、相場操縦の禁止、取引所を受益者とする補償が求められます。上場手数料、マーケットメイク用の預託金、「マーケティング・コミットメント」はトークンまたはステーブルコインで支払われ、発行体の帳簿上、費用として、または役務の対価として会計処理しなければなりません。外国の取引所に対して数十万ドル相当のトークンを上場手数料として支払う財団は、その支払いが目的に照らして正当であ

© 2026 Dr Alexander Ressos. General information only, not legal, tax or investment advice. No client relationship is created. All Singapore law advice is provided by a duly licensed and regulated firm of Singapore advocates and solicitors only on the basis of an express written letter of engagement. More information at SingaporeIQ.com and ressos.com.sg.

ることを監督当局から説明するよう求められる可能性があります。ツークの税務当局は、文書化されている場合に限り、これを費用として扱います。

ロックアップとベスティング

ロックアップには2つの目的があります。チームと初期投資家を長期にわたってプロジェクトと利害一致させると同時に、流通量が管理されていることを市場に示すことです。また、ロックアップは第I章で扱った税務と証券法上の問題が再び浮上する局面でもあります。ロックアップの解除は、スイスの従業員にとってはベスティング事由であり、シンガポールの従業員にとっては受領に当たるからです。したがって、ロックアップの条件は、トークンプラン、SAFT、ワラントにおいて一貫して定める必要があります。第I章の税務プランニングは、解除スケジュールを軸に組み立てるべきです。スマートコントラクトによって執行されるロックアップは、契約のみによって執行されるロックアップよりも有力な証拠となります。両国の規制当局と両国の税務当局がオンチェーンで検証できるからです。

マーケットメイクと市場阻害行為

発行体は、上場後に取引所で流動性を供給させるためにマーケットメーカーを起用します。その契約には2つの形態があります。1つは、固定価格でのコールオプション付きでマーケットメーカーにトークンを貸し付ける形態、もう1つは、マーケットメーカーが発行体の勘定で発行体のトークンを売買するリテイナー契約の形態です。いずれの形態も、市場阻害行為規制の境界に近いところに位置します。スイスの金融市場インフラ法は、スイスの取引所に取引が認められた証券について相場操縦を禁止しており、刑事規定も同様に証券に適用されます。証券に該当せず、外国の取引所でのみ取引されるトークンは、この法律上の禁止の対象外です。ただし、刑法の詐欺規定と不法行為に関する一般法は引き続き適用され得ま

© 2026 Dr Alexander Ressos. General information only, not legal, tax or investment advice. No client relationship is created. All Singapore law advice is provided by a duly licensed and regulated firm of Singapore advocates and solicitors only on the basis of an express written letter of engagement. More information at SingaporeIQ.com and ressos.com.sg.

す。[1]シンガポールの証券先物法（Securities and Futures Act、SFA）は、資本市場商品における仮装取引と相場操縦を禁止しています。また、シンガポール金融管理局（Monetary Authority of Singapore、MAS）は、ライセンス保有者によるデジタル・ペイメント・トークン市場の操作を、ライセンス条件および適格性要件への違反として扱うと表明しています。[2]

ストラクチャリング上の解決策は、マーケットメーカーの業務を所定のスプレッド内での双方向の気配提示に限定するマーケットメイク契約です。この契約は、仮装売買（ウォッシュトレード）、見せ玉（スプーフィング）、発行体との協調取引を禁止します。また、在庫と取引を発行体のコンプライアンス部門に報告することを義務付け、オプション価格を検証可能なベンチマークに基づいて事前に固定します。貸付とオプションを組み合わせた構造のほうが危険です。マーケットメーカーにとって、オプション行使前に価格を押し下げる誘因が生じるからです。第N部で取り上げる執行事例のいくつかは、まさにこの誘因に関わるものです。

実務上の留意点

マーケットメイク契約に署名する前に、発行体の取締役会は次の4つの問いに書面で答えられるようにしておくべきです。マーケットメーカーはどのトークンを、どの配分枠から受け取るのか。そのトークンは取引所に開示される流通供給量に算入されているか。マーケットメーカーは気配提示以外にそのトークンで何をすることが許されているか。オプション価格はいつ、どのように固定され、誰がベンチマークを検証するのか。発行体はどのような報告を受け取り、誰がそれを読むのか。これらの問いに答えられない取締役会は、自らのトークンの相場操縦を助長したとの非難にさらされます。

© 2026 Dr Alexander Ressos. General information only, not legal, tax or investment advice. No client relationship is created. All Singapore law advice is provided by a duly licensed and regulated firm of Singapore advocates and solicitors only on the basis of an express written letter of engagement. More information at SingaporeIQ.com and ressos.com.sg.

注

1. Financial Market Infrastructure Act of 19 June 2015 (FinMIA; FinfraG), SR 958.1, Art. 143（相場操縦：スイスの取引所またはDLT取引施設で取引が認められた証券に関する行政上の禁止）およびArt. 155（刑事上の相場操縦）；Swiss Criminal Code (SCC; StGB), SR 311.0, Art. 146（詐欺）。第E部第X章および第H部第I章。 ↩

2. Securities and Futures Act 2001, ss. 197 to 201（仮装取引、相場操縦、資本市場商品の操作）；MAS, "Response to Public Consultation on Proposed Measures on Market Integrity in Digital Payment Token Services", 2 July 2023（ライセンス保有者は不公正な取引慣行を防止する方針を定めなければならない）。第K部第III章および第N部第I章。 ↩

Disclaimer

This article is provided for general information only. It is based on publicly available sources as at its date of publication. These sources have not been independently verified against licences, regulatory registers or the records of the entities concerned. It is not legal, tax, financial or investment advice. Nor is it a recommendation to invest in, transact with or use the services of any entity mentioned. Law and regulation change frequently, so the content may be incomplete or outdated. To the fullest extent permitted by law, Dr Alexander Ressos and the publisher of SingaporeIQ exclude all liability for loss or damage arising from the use of or reliance on this article. Readers should obtain advice on their specific circumstances before acting or refraining from action.

Names and trademarks of the entities discussed belong to their owners and are used for identification only. Their mention implies no endorsement, affiliation or allegation of wrongdoing. All Singapore law advice is provided by a duly licensed and regulated firm of Singapore advocates and solicitors only on the basis of an express written letter of engagement. Corrections and updates: contact@ressos.com.

© 2026 Dr Alexander Ressos. This article may be quoted with attribution to SingaporeIQ (SingaporeIQ.com). Reproduction in full and any commercial use require prior written consent. The Legal Terms at https://singaporeiq.com/legal-terms apply.

Author contact: Dr Alexander Ressos, TEP · contact@ressos.com

© 2026 Dr Alexander Ressos. General information only, not legal, tax or investment advice. No client relationship is created. All Singapore law advice is provided by a duly licensed and regulated firm of Singapore advocates and solicitors only on the basis of an express written letter of engagement. More information at SingaporeIQ.com and ressos.com.sg.