

# 協同組合——デジタル・ネットワークのオーナーシップのモデル<sup>1</sup>

信用組合や地域公益事業体に用いられてきた法人形態は、ブロックチェーンの活性化とWeb3の描く新たなデジタル世界の実現に貢献し得るか。

ここ1年間の暗号資産とブロックチェーン市場の混乱は、一層の注目を集める問題に一筋の光を投げかける。その問題とは、Web3カンパニーは、デジタル・ネットワークにおけるオーナーシップの共有（トークンを通じてする場合を含む）をどのように行うのかというものである。

業界がこの問題に取り組む中、ビルダーや投資家は、複数の点において優位性を有する協同組合を、オーナーシップ形態の1つとして加えることを検討すべきである。既にこれを採用するWeb3プロジェクトは少数ながら存在するが、Web3の文脈においてこのモデルが広く理解されているとはいえない。

信用組合、地域公益事業体、保険会社、農業生産者は、しばしば協同組合として組織される。Web3においても、プロジェクトが、オーナーシップの形態として協同組合を活用することで、参加の拡大を実現しつつ規制上のリスクを低減させ、かつ、利用者に対して、デジタル・ネットワークに対する一層の支配（コントロール）の確立とその創造する価値のシェアを提供することができるかもしれない。

米国証券取引委員会（SEC）は協同組合持分の「証券」該当性を一貫して否定してきていることから、協同組合を用いれば、重要な保護を与えつつ、利用者迅速かつ容易にオーナーシップを分配することが可能である。

我々は、より多くのビルダーや投資家が、既存のオーナーシップ形態への協同組合の組み込みや協同組合を用いた新たなベンチャーの組成を検討するようになって考えている。ビルダーや投資家は、協同組合を通じて利用者にオーナーシップを付与することで、トークンだけで利用者とオーナーシップを共有するよりも良い投資収益を上げること考え得る。というのも、協同組合では、参加の度合に応じて報酬が与えられるから、利用者に対し、デジタル・ネットワークに関与してこれを強固にすることについて、トークンよりも強いインセンティブを与える可能性があるからである。

協同組合は、あらゆるプロジェクトにとっての解決策ではないかもしれないが、既存のオーナーシップの形態では不十分な場合には有力な選択肢となり得るものであり、分散化と利用者による主導という広くWeb3に寄せられている大きな期待に応えるための有力な道筋となるものである。

## デジタル・ネットワークにおけるオーナーシップについての課題

数多くの分散型台帳技術（DLT）プロジェクトに通底する1つの命題がある。すなわち、人々が、自らの利用するデジタル・ネットワークに対してより大きな支配（コントロール）を獲得し、また、自ら創造する価値に対す

---

<sup>1</sup> この原稿は Orrick, KPMG LLP, Upside Cooperative が共同発行した Cooperatives: An Ownership Model for Digital Networks をベースに Orrick が翻訳しております。翻訳と英語原文間に齟齬がある場合は、当該英語原文が優先するものとします。

る権利を獲得するようにすることだ。これらは「オーナーシップ」と呼ばれることが多いが、この文脈では「分散型オーナーシップ」というほうが正確である。イーサリアム財団が述べるように([こちら](#)を参照)、

「中央集権化は、何十億人もの人々をワールド・ワイド・ウェブに乗せ、その基礎となる安定した堅牢なインフラを作り出すのに役立った。同時に、一握りの中央集権的な事業体は、広大なワールド・ワイド・ウェブを支配し、何が許され何が許されないかを一方的に決定している。

Web3はこのジレンマに対する答えである。大規模なテクノロジー会社に独占されたウェブではなく、Web3は分散化を内包し、利用者によって構築、運営、保有がされる。Web3は、企業ではなく個人の手にかを託すものである。」

ビルダーは、デジタル・ネットワークの分散型オーナーシップを実現するために絶え間なく努力してきたが、近時の業界の失敗は、既存モデルに限界があることを示している。2つの有力なモデルにある、以下のような欠点を想起されたい。

- **ガバナンス・トークン**: 多くのWeb3カンパニーは、利用者に、プロジェクトのオーナーシップを保有する感覚を与えるべく、しばしば議決権の形式でガバナンス・トークンを発行する。しかし、規制当局は、これらのトークンを、株式と同様に証券法の対象とみなすようになってきている([こちら](#)を参照)。利用者はガバナンス・トークンをもってプロジェクトからの収益を受ける権利を取得したと思っていることがあるかもしれないが、通常は、それは誤りである。また、2022年及びそれ以前から明らかにように、ガバナンス・トークンの価値も激しく変動する可能性がある。
- **セキュリティ・トークン**: 上記ほど一般的ではないが、Web3プロジェクトでは、これまでの株式と同様の権利を与えるものとして、セキュリティ・トークンを用いてオーナーシップを共有することがある。このような形態でのオーナーシップの共有は、証券法の遵守が求められるために、時間と費用を要するものとなる。いま1つの欠点は、大多数の利用者は、当該セキュリティ・トークンが規制当局に登録されていない限りこれを買えず、あるいは、その発行のために有効に適用免除を受ける必要があることである(これは、広く利用可能なトークンに関しては困難である可能性がある)。

## 協同組合とは何か

協同組合とは、所有者が、ガバナンス、収益、清算価値に対して権利を有する法人である。協同組合では、事業の負債に対するオーナーの責任を制限する。

協同組合は、消費者が所有するものと生産者が所有するものの2つに大別される。協同組合は、通常、(出資とは対照的に)事業に対する「パトロン」としてのオーナーの参加の量又は価値に基づいて経済的利益を分配する。

協同組合のオーナー(一般には「組合員(members)」と呼ばれる)になるには、1つの譲渡不能の組合員としての「持分」を協同組合から直接取得し(名目的価格を対価とすることが多いが、無料のこともある)、メンバーシップ契約(membership agreement)を締結する。これにより、組合員は協同組合の規程に拘束され、議

決権を持ち、事業への参加の度合に応じた収益の分配を受ける資格を得ることになる。この一連の権利の総体が協同組合における「組合員の持分」である。

協同組合は、組合員に対し、譲渡不能の組合員持分(membership shares)に加えて、出資持分(equity)の買取りを求めることもあるが、この出資持分は、通常、その基礎をなす組合員持分から得られるものを超えて、議決権や経済的利益に対する権利を与えるものではない。こうした追加的な出資持分は、通常、譲渡不能であるが、組合員が協同組合を脱退する場合には協同組合は額面で償還し得る。

### Web3 プロジェクトにおいて協同組合はどのように位置づけられるか。

新規のWeb3プロジェクトでは、協同組合を用いることで、トークンを発行せずに、利用者に投票権や経済的権利を与えることができるようになる。もっとも、組合員としての持分を通じてプロジェクトに対してオーナーシップを付与することに加え、ユーティリティ・トークンやデジタル収集品(NFTなど)を発行することも可能である。

従前トークンを発行していた既存Web3カンパニーでは、協同組合をその組織体制に組み込んだところで、そのトークンが当然にSECから見て証券非該当となるものではない。とはいえ、協同組合体制を取ることで、ユーティリティ・トークンとデジタル収集品が、典型的な株式と異なり、コントロールに対する権利や配当を受ける権利をもたらさない消費財であることを明確化するという可能性はある。

ガバナンスに対する権利のある既発行のトークンに関しては、ビルダーと投資家は、弁護士と相談の上、こうした権利を協同組合のガバナンス体制に最も効果的に組み込む方法を定めるべきである。

### 協同組合は、コーポレーション、LLC、パートナーシップ(組合)とどのような異同があるか。

協同組合は、コーポレーション、LLC、パートナーシップ(組合)といった他の事業体と共通する特徴を有しているが、協同組合は、ガバナンス及び経済的権利を積極的な参加に結びつけているという点で、コーポレーション、LLC及びパートナーシップと異なる。

|                   | 協同組合  | コーポレーション・LLC  | パートナーシップ(組合)   |
|-------------------|---|---|--|
| 誰が事業を所有しているか。     | 顧客や生産者が、通常、協同組合の「組合員」と呼ばれる。   | 投資家が、通常、コーポレーションの「株主」又はLLCの「社員」と呼ばれる。                             | 投資家が、通常、パートナーシップの「パートナー」と呼ばれる。                                       |
| 社員になるにはどうすればいいか。  | 付属定款(bylaws)に定める会員資格要件を満たし、メンバーシップ契約に署名し、組合員持分を取得する。<br><br>組合員は、追加資金調達のため、譲渡不能で無利息の出資持分の引受けを求められることがある。この出資持分は、協同組合の定款(articles及びbylaws)に定めるところに従い、協同組合が償還し得る。 | コーポレーション又はLLCの株式又は持分を買取る。<br><br>従業員や業務受託者も、業務の対価として、株式又は持分を取得可能。 | パートナーシップに金銭、財産又は労務を拠出する。<br><br>従業員や業務受託者も、業務の対価として、パートナーシップ持分を取得可能。 |
| 所有者は事業の負債に責任を負うか。 | 負わない。   | 負わない。   | 負い得る。債務の種類、パートナーシップの内容、パートナーの種別による。                                  |

|                          |  |   |   |
|--------------------------|--|---|---|
| 事業のために戦略上の意思決定を行うのは誰か。   | 組合員が、法令及び付属定款 (bylaws) に定められた一定の決議について投票し、また理事会 (board of directors) を選ぶ。理事会が、多くの重要な決定を行う。   | 株主又は社員は、法令及び付属定款 (bylaws) 又は運営協定に定められた一定の決定について投票し、取締役会又は業務執行社員を選ぶ。取締役会又は業務執行社員が、多くの重要な決定を行う。 | パートナーが重要な決定に投票する。                                 |
| 事業を運用するのは誰か。             | 理事会 (board of directors) で選定された執行役員 (officer) が事業の日常業務を掌理。   | 取締役会によって選定された執行役員 (officer) が、通常、事業の日常業務を掌理。  | 無限責任パートナーは通常、事業の日常業務を掌理。                          |
| 投票権はどのように配分されるのか。        | 1人1票だが、投票は参加の度合により加重されることもある。  | 株主又は社員は、その保有する株式又は持分の数に応じた数の議決権を有する。優先株主又は優先社員は、特別の議決権を有することもある。                              | 議決権は、該当する場合には、無限責任パートナーと有限責任パートナーとの間で配分可能。        |
| 利益はどのように分配されるか。          | 社員のバトロネージ (利用分量) (すなわち、協同組合から購入し、又は協同組合を通じて販売した商品・業務の量ないし価値) に基づいて社員に収益を分配。<br><br>バトロネージに由来しない利益は留保され、優先出資に対する限られた配当に充当されるか、バトロネージの度合に基づき組合員に配分される。 | 保有する株式又は持分の数に基づき、株主又は社員に利益を配当。優先株主又は優先社員は、配当に対する特別の権利を有し得る。                                   | パートナーシップ契約に定められた利益 (及び損失) の分配割合に従って利益を分配。         |
| 会社の売却・清算時の分配はどのように行われるか。 | 付属定款 (bylaws) に規定され、又は理事会の決定した算式に基づき、組合員に分配された売却益又は残余財産を分配。通常、組合員への分配は、売却又は清算までの期間におけるバトロネージの度合に応じる。   | 保有する株式又は持分の数に基づき、株主又は社員に売却益又は残余財産を配当。優先株主又は優先社員は、分配に対する特別の権利を有し得る。                            | パートナーシップ契約に定められた利益 (及び損失) の分配割合に従って売却益ないし残余財産を分配。 |

協同組合に特有の特徴が、Web3において役立つ。協同組合は、組合員に対し、その参加の度合に応じて利益を配分することから、組合員が利用するネットワークに関わり、これを成長させる強いインセンティブを与える。さらに、協同組合は、(最も多くの株式やガバナンス・トークンを購入した者に最も多くの議決権を与えるのではなく) 各組合員に1票又は参加度合により加重した議決権を与えることによって、分散型組織において回避すべき権限集中の防止を図ることができる。

### 協同組合の組合員持分は、証券か

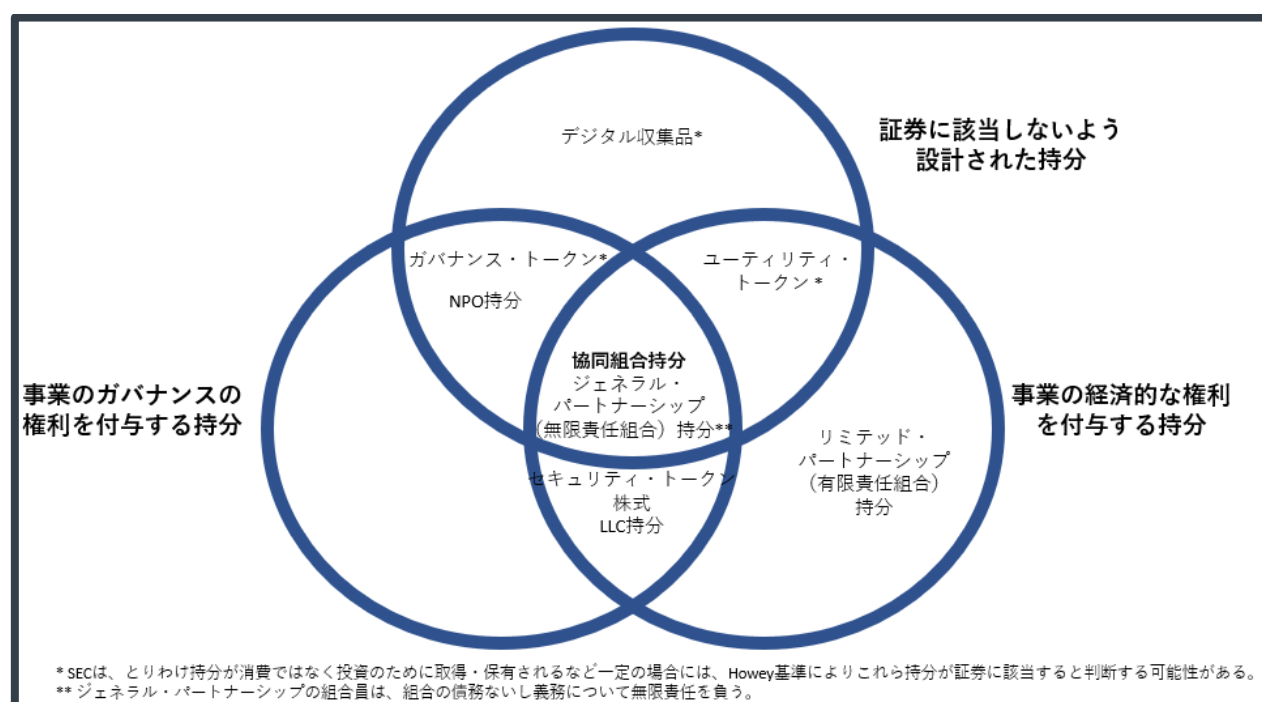
米国の規制当局は、一貫して、協同組合の組合員持分が連邦証券法の対象とならないことを示唆してきた。

協同組合は、何十もの事例において、組合員が、他者の努力から利益を得ることを期待することなく、自ら事業に参加することで利益を得るために加入するものであると主張してきた。このことゆえ協同組合は連邦証券法令等の対象とすべきではない、との主張である。SECは、住宅用水道会社 ([こちら](#)を参照)、聴覚機能訓練士協同組合 ([こちら](#)を参照)、テンサイ加工協同組合 ([こちら](#)を参照) などの多様な団体に関し、(事例ごとの判断であるとの含意の下で) 上記の立場に同意した。グリーンベイ・パッカーズやロサンゼルス・ラムズ・ファンクラブ ([こちら](#)を参照) などの非営利団体は、同様の理屈に依拠してその株式ないし持分が証券ではないと主張した。

協同組合の組合員としての地位とそれを表す持分が譲渡不能であるということは、一般に連邦証券法の対象となる譲渡可能なコーポレーション、LLC又はパートナーシップの株式ないし持分との違いである。

協同組合の組合員は、こうした協同組合の持分の特徴により、証券規制当局が防止しようとする種類の弊害から性質上保護されている。協同組合の持分は譲渡できないため、金融投機の対象となることは滅多にない。経営者と所有者との間の情報の非対称性は、他の事業形態ほど顕著でないといえる。それは、消費者や生産者は、(受動的な投資家と異なり)協同組合を所有し、事業に対する参加を通じて協同組合の商品、業務、経営の質を判断できるからである。

以下では、ガバナンス、経済的権利及び証券としての性質に関して、様々な事業におけるオーナーシップの権利やトークンと協同組合における組合員の持分との間にどのような異同があるのかを示している。



なお、多くの州は、協同組合の持分ないし他の財産が証券に該当するか否かの判断に当たり、連邦において示された基準に従っているが、カリフォルニア州の「risk capital」審査のように、異なった基準を採用する州もあることに注意が必要である。連邦法の下で証券に該当しない協同組合の権利は、多くの場合、州法下でも証券に該当しないが、ビルダーは、とりわけ協同組合持分の売却代金を新たな商品やサービスの開発に充てるつもりであれば、必ず弁護士に確認することが必要である。

### オーナーシップの形態として協同組合を用いるに当たり、ビルダーが行うべき7つのこと

ビルダーが、証券法を遵守しながら、協同組合を用いて参加を増大しつつWeb3プロジェクトのオーナーシップを利用者に付与できる方法は、多数存在する。最も効果的な方法の1つは、母体会社の下でプロジェクトの生産的資産を保有・集積し、協同組合をキャップ・テーブル(株主名簿等)に組み込むことである。この方

法により、ビルダー、投資家及び利用者は、事業全体の収益及びガバナンスに対してイコール・フットイングで関与できるようになる。

キャップ・テーブルに協同組合を組み込んだ後、ビルダー及び投資家は、ユーザー・ネットワークが十分に強固となりプロジェクトの評価が十分に高くなって理想的なエグジットが可能となるに至るまでの間、母体会社株式の保有を通じて事業に対するコントロールを保持できる。同時に、利用者は、ネットワークが成長することにより、協同組合が母体会社エクイティをさらに獲得・購入することで、プロジェクトに対するコントロールを強めていく可能性がある。

デジタル・ネットワークに協同組合の手法を導入するに当たり、ビルダーは以下7ステップを取ることが考えられる。

### 1. 既存プロジェクトの場合:生産的資産の集積

- プロジェクトによっては、ガバナンス・トークンを通じて、特定の資産(プロジェクトのトレジャリーなど)に対するコントロールを利用者に付与するものもある。一方、ビルダーや投資家は、ガバナンス・トークンとプロジェクトを開発するコーポレーションその他の事業体に対する出資とを通じて、他の生産的資産(知的財産権や第三者契約など)に対するコントロールを保持し得る。
- 既存プロジェクトが生産的資産に対するコントロールをこのように分割した場合、ビルダーは、プロジェクトの資産を母体会社ないしその子会社を通じて集積することになる。
- ビルダーは、単一の事業体グループ内で資産を保有することにより、エクイティ・オーナーらに事業の価値を増大させる補完的なインセンティブを持たせることになる。

### 2. 母体会社のキャップ・テーブル(株主名簿等)に参画するため協同組合を設立する

- 会員資格要件、投票手続、役員会の構成、パトロネージ・アロケーション・ユニット又はプール、パトロネージ・キャピタル・プログラム及び配当の方法を規定する文書を準備する。
- 多くの法域では、協同組合の設立・統治のための成文法がある。
  - 柔軟性の高い枠組みとしては、統一法委員会が公表するUniform Limited Cooperative Association Actを基礎とするものがある。
  - コロラド、ケンタッキー、ネブラスカ、オクラホマ、ユタ、バーモント、ワシントンの各州とワシントンDCは、上記Actを基礎とする法を制定している。デラウェア州で設立されるコーポレーションと同様、協同組合は、他の州に本社を置いていたとしても、ある州の法に基づいて設立され、他の州でもその存在を維持することができる。

### 3. 利用者に協同組合への参加を呼びかける

- 利用者が、組合員持分を取得するに当たり、有償とするのかそれとも追加費用なしとするのかを決定する。
- 組合員となるには、メンバーシップ契約を結び、参加のための一定の条件を満たさなければならない。利用者が協同組合の組合員になるための条件としては、以下のようなものが考えられる。
  - ビルダーが以前に発行したNFT又はトークンの保有権。
  - 利用者の本人確認。
  - プロジェクトへの積極的かつ継続的な参加。
- 協同組合は、最初の組合員のグループの加入後も、引き続き組合員の加入を継続し得る。

#### 4. 以前にトークンを発行していたプロジェクトの場合:トークンの取扱いの決定

- ユーティリティ・トークン又はデジタル収集品を発行していたプロジェクトでは、プロジェクトのオーナーシップ形態として協同組合を採用した後も、これらのトークンを使用し続けることができる。これらのトークンの保有者は、適用法令の許容する限度で、誰とでも取引を継続できる。
- ユーティリティ・トークンやデジタル収集品が、プロジェクト・ポリシーの対象となる協同組合におけるアクティブな組合員の間でのみ取引される場合、SECは、その先例であるAmerican Crystal Sugar優先株の事案([こちら](#)を参照)やサンフランシスコ・ジャイアンツのシート・ライセンスの事案([こちら](#)を参照)によれば、これらの資産を証券とみなさない可能性がある。プロジェクトによっては、こうした先例を援用できるよう、トークンの譲渡に合理的な制限を課すことが選択されることがある。
- 協同組合の持分は利用者にコントロールを与えるため、利用者が、投票権その他のプロジェクトに対するコントロールを有することとなるトークンを保有する場合には、重複が生じる可能性がある。プロジェクトが既にガバナンス・トークンを発行している場合、ビルダーと投資家は、弁護士と相談の上、これらの権利を協同組合における議決権の枠組みに統合する方法を決めるべきである。

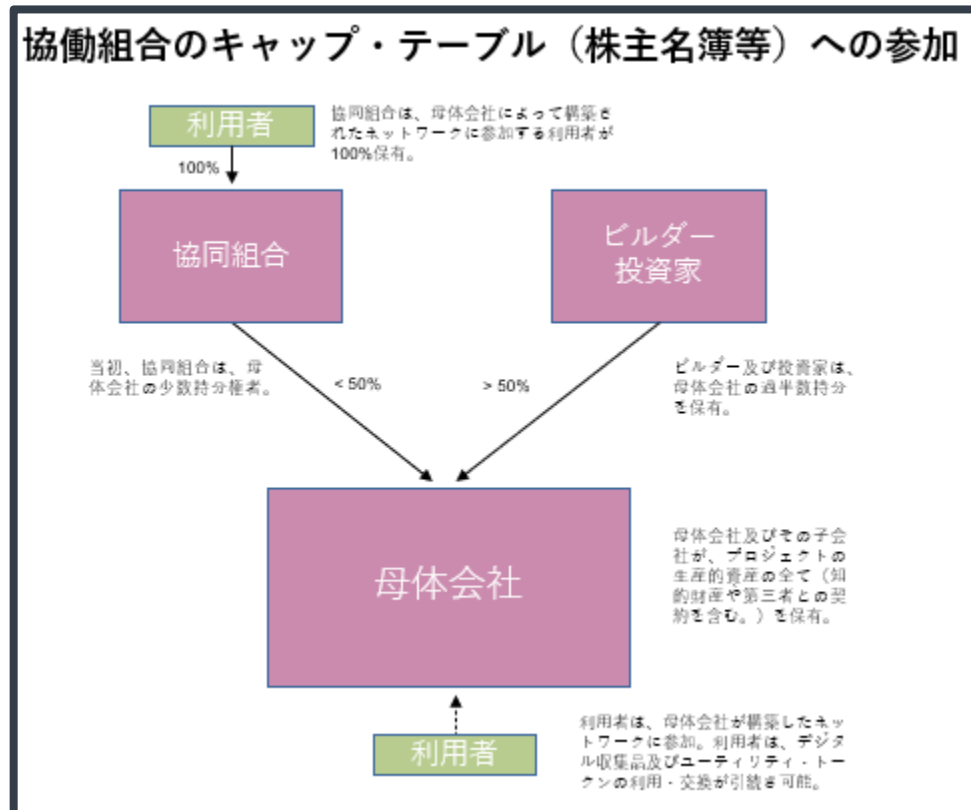
#### 5. 母体会社キャップ・テーブル(株主名簿等)への参画

協同組合は、主に以下の2つの方法で母体会社株式を取得することができる。

- 協同組合が、母体会社に業務を提供する対価として株式又は制限付株式を受け取る。
- 協同組合が、ビルダー、投資家又は母体会社から、組合員持分の売却、利益剰余金その他の資金源から調達した資金を用いて、母体会社株式を買い取る。

協同組合は、「認定 (accredited)」投資家又はプロ投資家に対する証券登録要件の免除の規定に従い、母体会社株式を取得し得る。ビルダーや投資家は、弁護士や税務アドバイザーと相談の上、これらの免除が利用可能であり、それぞれのケースにおいて適切に適用されること、また、株式購入が協同組合や母体会社にとって税務上効率的であることを確認する必要がある。

次の図は、会社のオーナーシップ形態に協同組合を採用する場合の典型的なモデルを示している。



## 6. 母体会社のガバナンスとエコノミクスに参加する

- 利用者は、協同組合の理事会の構成員を選び得る。
- 協同組合の理事会は、協同組合の保有する母体会社株式に基づき、取締役を選任したり、株主代表訴訟を提起したりすることを決定し得る。
- ビルダーが、利用者に、プロジェクトのガバナンスについてもっと発言権を持ってほしいと望むのであれば、協同組合及びその利用者に対し、母体会社に関する事項について投票権を与えることもできる。
- プロジェクトの初期には、母体会社がビルダー、投資家及び利用者に収益を分配することは考えにくい。



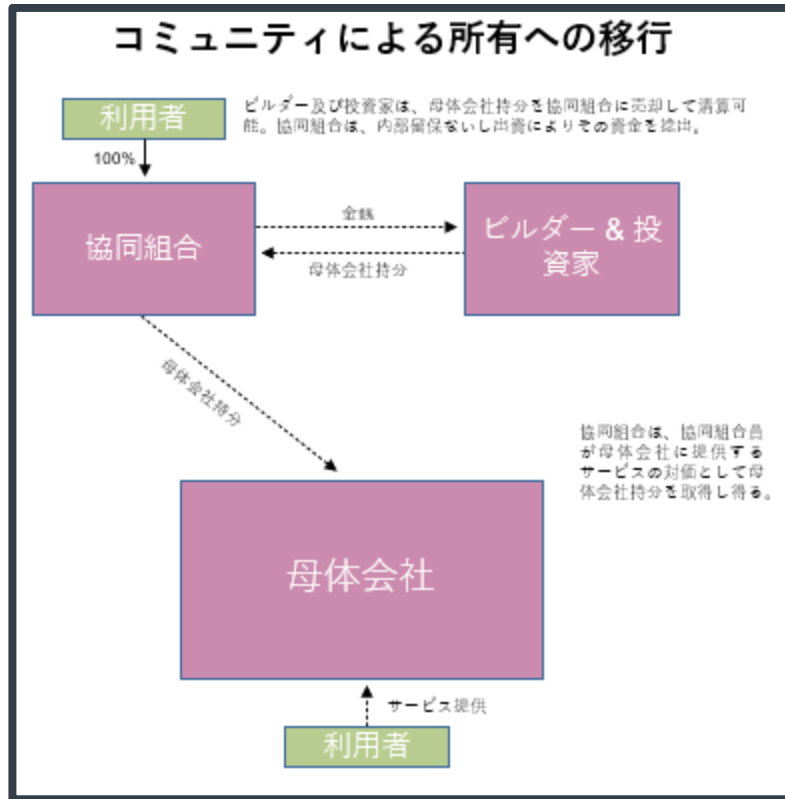
- しかし、収益を分配したいと考える母体会社は、協同組合に対し、母体会社株式の割合に応じて(あるいは、協同組合と母体会社との間で合意されたところに従って)分配を行うことは可能である。
- 協同組合に分配される利得は、各利用者にその参加の度合いに応じて配分されるが、これは、通常、利用者と母体会社及びその子会社等との取引の価値に基づき、又は他の何らかのパトロネージ(利用分量)の尺度に従い、計算される。例えば、これは、利用者が特定のソーシャル・メディアのプラットフォーム上でのコメント、「いいね」やシェアをした数といった通貨以外の変数を用いて参加の度合いを測定するスコアリング・アルゴリズムが考え得る。
- 利益は、内国歳入法のSubchapter Tに従って分配され、協同組合に特別な税制上の優遇措置が与えられている。Subchapter Tでは、パトロネージ(組合員と協同組合又はその母体会社との商品又はサービスの取引)により生み出される収益は、一般に協同組合において税控除の対象となるとされている。
- 組合員に対する税控除可能な分配金は、金銭、暗号通貨、「適格な書面による割当通知」(協同組合に特有の一種のIOU(債務承認書))又は他の財産とすることができる。金銭での払戻し及び適格割当通知書については、割り当てられる金額ないし適格割当通知書の額面金額、ないし非適格割当通知書の償還として割り当てられた金銭は、様式1099-PATRで組合員に報告されなければならない。暗号通貨又は他の不動産については、協同組合は、様式1099-PATRにより組合員に報告するに当たり、公正な市場価格を設定する必要がある。
- 分配金は、一般に、これを受け取る組合員において課税されるが、個人、生活又は家族の利用のための購入からの払戻金である分配金については、税金を支払う必要がない場合がある。

## 7. エグジット

- 母体会社による協同組合への定期的な株式売却は、Web3プロジェクトが成長するにつれてビルダー及び投資家に流動性を提供することとなるとともに、協同組合が母体会社株式の保有を増やすことで、そのプロジェクトに対するコントロールと経済的なエクスポージャーを増大させることに繋がる。協同組合は、持分、ユーティリティ・トークン若しくはデジタル収集品の売却、内部留保又は利用者が調達した他の資本を原資として、母体会社株式の購入を行い得る。
- ビルダーや投資家は、適用法令の許容する限度で、プロジェクト内での消費目的でトークンをコミュニティ・メンバーに販売し得る。

- 母体会社が買収された場合、協同組合はその保有する母体会社株式に比例して売却代金を受け取る可能性が高く、この売却代金は協同組合の組合員にその参加の割合に比例して分配されることになる。

ビルダー及び投資家は、以下のとおり、母体会社株式を協同組合に売却して清算し、利益を獲得できる。



**協同組合は、ビルダー、投資家、規制当局及び利用者に利益をもたらす可能性がある**

協同組合はWeb3の万能薬ではなく、相談、検討及び準備が必要な税務上、法務上の問題を内包している。

しかし、多くのビルダーや投資家にとって、協同組合は、利用者の参加拡大、透明性、規制の明確性に向けた道筋を提供する。さらに、規制当局は、協同組合体制を通じてコミュニティのメンバーに与えられる保護及び権利ゆえに、よりコンフォートを得られるかもしれない。

最終的には、協同組合によって、価値を創造する利用者やコミュニティに対し、プロジェクトの経済的なりターンに与えることを可能にする。このように、協同組合は、Web3の分散型で利用者主導の世界にぴったりといえるかもしれない。