

## 仮想通貨に対する米規制当局のスタンスと課題

岡田 功太、木下 生悟

### ■ 要 約 ■

1. 現在、仮想通貨に対する米規制当局の管轄は、複数に分断された状況である。まず、証券取引委員会（SEC）は2017年7月、イニシャル・コイン・オファリング（ICO）によって売り出されたトークンは、1933年証券法等が定義する「証券（Securities）」に該当する場合があるとの見解を示した。これを受けて、ICOの発行体は、IPOの発行体と同様の法的義務を負う場合があると考えられており、実際に最近数ヶ月間に複数のICO案件が証券法違反として摘発されている。
2. 次に、商品先物取引委員会（CFTC）は2015年9月、仮想通貨は商品取引所法が定義する「コモディティ」であるという見解を示した。その結果、仮想通貨のデリバティブ取引を行う市場参加者は、コモディティ・デリバティブ取引を行う者と同様の要件を満たす必要がある。
3. さらに、仮想通貨のスポット市場に携わる仮想通貨交換業者については、マネー・トランスミッター業者と見なされ、州当局が規制・監督を担っている。例えば、ニューヨーク州において、仮想通貨交換業を行うには、ニューヨーク州金融サービス局（NYDFS）が、2015年6月に公表したビットライセンス（BitLicense）を取得し、財務状況の開示、コンプライアンス、顧客資産の保護等の要件を満たさなければならない。
4. 現在、仮想通貨取引について、ある一つの国の政府や法規制の範囲を超えた課題が顕在化しつつある。仮想通貨交換業者の中には、多国間もしくは多通貨間にまたがってサービスを提供している業者も多く、また仮想通貨を悪用したマネーロンダリングがグローバルに展開しているからである。
5. さらに、クロスボーダー取引を行っている仮想通貨交換業者の投資家保護、ガバナンス強化、分別管理等の枠組みを、どのように整備するのか等の課題もある。そのため、SEC、CFTC、州当局だけではなく、米財務省等も連携して、仮想通貨に関する包括的な規制枠組みの構築が必要であることに加えて、国際的な協調が必要であり、連邦議会や国際会議等における今後の議論の進展が注目される。

## I. 分断する仮想通貨の法的な位置づけ

米国では、仮想通貨（Virtual Currency）の規制を巡る議論が注目されている<sup>1</sup>。現在、仮想通貨に対する米規制当局の管轄は、以下のように複数に分断された状況である。まず、証券取引委員会（SEC）は2017年7月、イニシャル・コイン・オファリング（ICO: Initial Coin Offering）によって売り出されたトークン（Digital Token または Utility Token）は、1933年証券法及び1934年証券取引所法が定義する「証券（Securities）」に該当する場合があるとの見解を示した。当初、ICOは、新規株式公開（IPO: Initial Public Offering）を代替する新たな資金調達手段になり得るとみられてきたが、SECの見解を受けて、ICOの発行体は、IPOの発行体と同様の法的義務を負う場合があると考えられる。

次に、商品先物取引委員会（CFTC）は2015年9月、仮想通貨は商品取引所法（Commodity Exchange Act）が定義する「コモディティ」であるという見解を示した。その結果、仮想通貨のデリバティブ取引を行う市場参加者は、コモディティ・デリバティブ取引を行う者と同様の要件を満たす必要がある。この決定は、一見すると規制強化とも言えるが、仮想通貨をコモディティと定義したことによって、シカゴ・オプション取引所（CBOE）及びシカゴ・マーカント取引所（CME）によるビットコイン先物相場（2017年12月）の道を開いたと言える<sup>2</sup>。

更に、仮想通貨のデリバティブ取引については、CFTCが管轄している一方で、仮想通貨のスポット市場に携わる仮想通貨交換業者については、州当局が規制・監督を担っている。例えば、ニューヨーク州において、仮想通貨交換業を行うには、ニューヨーク州金融サービス局（NYDFS: New York State Department of Financial Services）が、2015年6月に公表したビットライセンス（BitLicense）を取得する必要がある。これは、米国では、州当局が送金サービス事業を管轄しており、仮想通貨交換業者は同事業に分類されると考えられたためである。

連邦議会上院銀行委員会は、上記のような状態が投資家保護等の観点から、どのような問題を起こしているのかを把握するため、2018年2月8日、「仮想通貨: SEC 及び CFTC の監督機能」と題する公聴会（仮想通貨公聴会）を開催し、仮想通貨に対する包括的な規制の枠組みについて議論を開始した<sup>3</sup>。本稿では、この公聴会で明らかとなった SEC と CFTC の仮想通貨に対する規制監督上のスタンスを整理し、今後の課題について展望してみたい。

<sup>1</sup> 仮想通貨とは、暗号技術を用いて取引の安全性の確保、及びその新たな発行を統制していることから、「暗号通貨（Cryptocurrency）」と呼ばれることも多い。

<sup>2</sup> 詳細は、岡田功太、木下生悟「米国のビットコイン先物及び ETF 市場の整備を巡る課題と展望」『野村資本市場クォーターリー』2018年冬号（ウェブサイト版）を参照。

<sup>3</sup> 上院銀行委員会のウェブサイト

（<https://www.banking.senate.gov/public/index.cfm/2018/2/virtual-currencies-the-oversight-role-of-the-u-s-securities-and-exchange-commission-and-the-u-s-commodity-futures-trading-commission>）を参照。

## Ⅱ. SEC による ICO トークンに関する法的な検証結果

### 1. ICO に厳格な姿勢を示す SEC

SEC は、いかにブロックチェーン技術が生産性向上の原動力となる偉大な技術であったとしても、公正かつ健全な市場を揺るがすものであってはならないとの考えの下、現時点では仮想通貨に対して、厳しい姿勢を示している。ジェイ・クレイトン SEC 委員長は、仮想通貨公聴会において、「世界のソーシャルメディアと金融市場は仮想通貨と ICO に沸き立っている」とした上で、「（仮想通貨や ICO によって）大金持ちになったという話や、それを夢見ているという話が語られている。『今回は（過去のバブルとは）違う』という聞き覚えのあるフレーズが聞こえてくる」と述べ、現在の仮想通貨ブームに懸念を示した。その上で、クレイトン SEC 委員長は、ICO とは「ブロックチェーン技術が創造した商業機会を悪用する手段」と批判し、ICO によって売出されるものが、トークンであろうが、コイン（Virtual Coin）と呼称されようが、実体を伴わない形だけの売出しや、投資家が保護されない形式的な募集は訴追の対象となり得ると言及した。

ICO の定義は、必ずしも統一的なものはないが、SEC は、一般的に、①投資家（Purchaser）が、法定通貨または仮想通貨を用いて、発行体（Promoter）が発行するトークンを購入する、②発行体は、投資家から調達した法定通貨または仮想通貨を基にプロジェクトを運営する、③投資家は、そのプロジェクトから得られた利益（Return）の一部を享受することが可能であり、④または、投資家は当該トークンを仮想通貨交換業者、もしくは、その他のプラットフォーム（Platform）において売却する、というブロックチェーン技術を活用した一連の資金調達行為の総称と定義している<sup>4</sup>。

つまり、トークンとは、上記の定義に基づいて、ICO において、プロジェクトから得られた利益の一部を取得する電子データの権利証書を指す。場合によっては、トークンとは、仮想通貨そのものを指すケースも散見されるが、本稿では、SEC の定義に則って、仮想通貨とトークンは別物であるとした上で、議論を整理する。

### 2. ザ・ダオの事案の詳細

SEC が、ICO に対する立場を鮮明にする契機となったのは、2016 年 6 月に発生したザ・ダオ（The DAO）の事例である<sup>5</sup>。ザ・ダオとは、ドイツに拠点を有するベンチャー企業であるスロック・イット（Slock.it）の創業者であるクリストフ・イェンチ氏が提唱した自律分散型組織（Decentralized Autonomous Organization）を具現化するための試みである。自律分散型組織とは、ブロックチェーン技術によって、資金調達、その資金を活用したプロジェクトの運営等の経営の意思決定や、企業統治を行う仮想の組織（データの集合体）であ

<sup>4</sup> SEC のウェブサイト ([https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ib\\_coinofferings](https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ib_coinofferings)) を参照。

<sup>5</sup> SEC, “Release No. 81207 Report of investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO” July, 2017.

る。イェンチ氏は、同組織を「ブロックチェーンと IoT (internet-of-things) ソリューション会社」と称し、最高経営責任者（中央管理者）がいなくても経営・運営できる分散型で民主化された組織の構築を目指した。

ザ・ダオは、仮想通貨イーサを対価として、トークンを投資家に発行することによって資金調達し、その資金（イーサ）をプロジェクトに投資する営利を目的とした組織である。投資家は、イーサの出資割合に応じて、一定の投票権が付与されたトークンを取得する。その投票権とは、新規のプロジェクトへの出資やトークン保有者への分配を決定する権利であり、その意思決定に関する情報は、スマートコントラクトに記録される。スマートコントラクトとは、契約の条件確認や履行までを自動的に実行させるブロックチェーン上のプロトコル（容量、取引情報入力方法、認証方法等の手順・規定）である。このように、ザ・ダオは、ブロックチェーン技術を活用することで、ファンドマネージャーあるいはゼネラルパートナーの存在しないファンドのような仕組みを創ろうとしていたと言える。実際に、SEC は、ザ・ダオは 1940 年投資会社法が定義する「投資会社 (Investment Company)」に該当する可能性がある」と指摘している。

イェンチ氏は、ザ・ダオに関する専門ウェブサイトを立て、「コードこそが法である (Code is Law)」と大々的に宣伝し、スマートコントラクトを使った組織は、あたかも既存の法体系の外に存在するかのようなアピールをしたことに加えて、トークン保有者がウェブサイトを通じて、そのトークンを売却して換金できるよう流通市場を設計することを約束した。その後、ザ・ダオは、この投資家候補に対して、2016 年 4 月末から同年 5 月末に、約 1,200 万イーサ（当時）に相当するトークン（正式名称は DAO トークン）を売出した。その際、売出されたトークンの数、トークンの購入者の数、購入者の投資知識の水準に制約はなかった。

しかし、トークンが売り出された後の 2016 年 6 月 17 日、ハッカーがザ・ダオのセキュリティの脆弱性を突いて、約 360 万イーサを不正に引き出し、同組織は資産の 3 分の 1 以上を失った。イェンチ氏は、ハッキング前の状態に戻すため、イーサをハードフォーク（ブロックチェーンのプロトコルの変更）することによって、ハッキングによる不正送金を無効化した<sup>6</sup>。

### 3. 投資契約の該当性を規定するハウイー・テスト

SEC は、ザ・ダオが 1933 年証券法及び 1934 年証券取引所法に違反している可能性があるとして、法的な検証を行った。その際に争点となったのは、ザ・ダオが発行するトークンが投資契約に該当するか否かであった。1933 年証券法及び 1934 年証券取引所法は、株式、債券、約束手形など特定の名称を有する金融商品に加えて、債務の証拠 (Evidence of Indebtedness)、投資契約 (Investment Contract)、利益分配契約の持分証書 (Certificates of

<sup>6</sup> ハードフォークは、中央管理的な介入であるという側面がある。非中央集権的な仮想通貨を目指すコミュニティーの一部は、イーサのハードフォークに反発し、その結果、イーサとは別の仮想通貨であるイーサリアムクラシックが誕生した。

Interest In Profit-Sharing Agreements) など、一定の法的性質を有する商品 (Instrument) を証券と定義している。ただし、ある商品や取引が証券に該当するか否かについて、法律の文言だけで判断することはできず、判例理論に基づいて検討しなければならない。

SEC は、ザ・ダオの事案を法的に検証するにあたって、1946 年のハウイー判決を参照した<sup>7</sup>。同判決では、当時、ハウイー社が関係会社に果樹園を運営させ、そこから配当を投資家に支払うという内容の契約が、投資契約にあたるかが争われた。その際に、連邦最高裁は、投資契約の該当性を判断するにあたって、4 つの要件を示した (図表 1)。これを「ハウイー・テスト (Howey Test)」と呼称する。同テストに該当した商品や取引は、投資契約に該当し、1933 年証券法及び 1934 年証券取引所法が定義する証券と判断され、その発行体は同法の適用を受ける。

図表 1 ハウイー・テストの要件

①	投資	商品やサービスの提供ではなく、金銭的な利益を受けることに対して、現金またはその他の金銭的価値のあるものを支払うこと
②	共通性	複数の投資家の資金が共有されるという水平的共通性と、投資家と投資運用者が共通の利益を有するという垂直的共通性があること
③	利益の期待	投資家の主要な動機が、利益を得ることであること
④	他人の努力	利益が、投資家ではなく、専ら運用者の努力によって得られること

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

トークン保有者は、ザ・ダオが運営するプロジェクトからの収益が分配されることを期待して、投資していたという状況や、ザ・ダオの仕組み等を鑑みると、当該トークンは図表 1 の①②③に該当する。また、ザ・ダオは、自律分散型組織であると謳いながらも、実態として、トークン保有者の利益は、イェンチ氏をはじめとするスロック・イットの経営陣等、他人の努力から得られたものであったことから、当該トークンは図表 1 の④にも該当する。したがって、SEC は、ザ・ダオが発行したトークンは証券に該当すると断定した。

ハウイー・テストは、形式よりも、取引の経済的な現実 (Economic Realities)、実質性を重視したものであり、もし、その商品が証券に該当した場合、発行体は開示等の責任を負うことによって、投資家が安心して投資ができるようにするべきであるとの考えに基づく。要すれば、ICO によってトークンを売り出す発行体は、ブロックチェーン技術を活用したからといって、既存の法制度が規定する要件が免除・軽減されるわけではない。1933 年証券法及び 1934 年証券取引所法の適用は、証券の購入に米ドルが用いられるか、仮想通貨が用いられるか、という点に関わらない。

1933 年証券法において、発行体とは「あらゆる証券を発行する、もしくは発行を提案するあらゆる者」と定義されている。ザ・ダオは、1940 年投資会社法の投資会社であることを踏まえると、ザ・ダオは、投資家保護を目的とした登録、情報開示、不正防止要件等を

<sup>7</sup> SEC v. W. J. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946) .

満たす法的義務を負っている。しかし、ザ・ダオは、証券（トークン）の募集・売出しについて登録していなかったため、SEC は、同事案を 1933 年証券法違反であると結論付けた。もっとも、SEC はザ・ダオを提訴せず、市場関係者に注意喚起するに留まった<sup>8</sup>。

### Ⅲ. 仮想通貨をコモディティと位置付けた CFTC

#### 1. 商品取引所法が定義するコモディティ

CFTC は、仮想通貨に対して厳格な姿勢を示す SEC とは対照的に、ブロックチェーン技術は、金融機関、慈善事業、社会事業、農業、物流等多くの産業に恩恵をもたらす可能性があり、同技術の発展を阻害しない規制枠組みの構築が必要であると考えている。実際に、クリストファー・ジャンカルロ CFTC 委員長は、仮想通貨公聴会において、「否定的な対応でなく、思慮深くバランスの取れた対応によって仮想通貨への熱意を尊重するのは、次世代への義務ではないかと感じる」と発言している。

ただし、CFTC は、商品取引所法に違反した市場参加者に対しては、厳格な制裁を下してきた。例えば、電子取引プラットフォームの運営者であったコインフリップ（Coinflip）に対する制裁事例が挙げられる<sup>9</sup>。コインフリップ（本拠地はカリフォルニア州サンフランシスコ）は、デリバビット（Derivabit）と呼ばれるウェブサイトを運営しており、2014 年 3 月から同年 8 月にかけて、同サイトの登録者に対して、ビットコインのオプション取引を仲介していた。その際、コインフリップは 2015 年 9 月、商品取引所法が定める要件等を満たしていなかったとして処罰された。

CFTC は、コインフリップを制裁するにあたって、仮想通貨は商品取引所法が規定するコモディティであると定義し、仮想通貨のデリバティブ取引を行う者は、コモディティ・デリバティブ市場の参加者と同様に、商品取引所法に服する必要があるとの見解を示した。商品取引所法が規定するコモディティとは、小麦や綿等の農業製品、金（ゴールド）や原油等の天然資源、金利や為替と広く定義されている。SEC は過去の判例を用いてトークンを法的に検証したが、CFTC は商品取引所法のコモディティの定義が広範であるが故に、判例等を参照せず、CFTC 自らが、仮想通貨も同法の定義に含まれると判断した。その結果、規制は強化された一方で、市場参加者は、仮想通貨をコモディティとして扱うことが可能になり、仮想通貨の商品組成の実現に向けた第一歩となった。

#### 2. 仮想通貨先物の上場手続きに関する議論

CFTC の見解を受けて、CBOE 及び CME は 2017 年 12 月、ビットコイン先物をコモディティ先物の一種として上場させた。しかし、JP モルガン、メリルリンチ、シティ・グルー

<sup>8</sup> SEC は、本件における事実と状況に照らし、ザ・ダオを提訴しなかったとしており、注意喚起にとどめた明確な理由を公表していない。SEC のウェブサイト (<https://www.sec.gov/news/press-release/2017-131>) を参照。

<sup>9</sup> CFTC のウェブサイト (<http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr7231-15>) を参照。

プ等の大手金融機関は、ビットコインのボラティリティが極めて高いことから、清算に関するオペレーショナル・リスクを懸念し、ビットコイン先物を取り扱うことに懐疑的な姿勢を示した。そのような状況を踏まえて、先物取引業協会は2017年12月、ビットコイン先物の上場は、清算に関するリスク検証が不十分で、時期尚早であり、CFTCに対して、同先物の上場の際にパブリックコメントを募集すべきであったと指摘した。

これに対して、CFTCは、仮想通貨公聴会において、パブリックコメントを募集するのではなく、従来から採用している自己認証プロセス（self-certified process）を維持すべきであると反論した。自己認証プロセスとは、自主規制機能を有するCBOE及びCMEが、新たな先物の上場の可否について、自ら精査する手続きを指す。自己認証プロセスを維持すべき理由として、CFTCは、同プロセスによって、過去10年間において約12,000の新たな先物が上場しており、同プロセスが機能しているが故に、米国の先物市場はダイナミズムを生んでいると主張した。

加えて、CFTCは、今般のビットコイン先物の上場については、CBOE及びCMEと証拠金に関する要件や、同先物の価格参照先である仮想通貨交換業者との情報共有に合意しており、市場を監視する上で必要なデータにアクセスできるように対応済みであると主張した。つまり、CFTCは、商品取引所法に基づく法的な執行権限を明瞭化しながらも、ビットコインをはじめとする仮想通貨先物の上場については、市場参加者に一定の裁量を付与することで、業界の健全な発展を促そうとしていると言えよう。

### 3. 仮想通貨の店頭デリバティブ取引

CFTCは、コモディティの上場先物だけではなく、ドッド＝フランク・ウォール街改革・消費者保護法（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act、通称ドッド＝フランク法）が規定する金利、外国為替、コモディティ、広範な証券インデックス（Broad-based Security Index）等の資産を参照するスワップも管轄している<sup>10</sup>。具体的には、金利スワップ、外国為替スワップやフォワード、ノンデリバラブル・フォワード、コモディティ・スワップ、天候スワップ、エネルギー・スワップ、一部のCDS等である。その上で、CFTCは2014年2月、ドッド＝フランク法における店頭デリバティブ規制の一環として、CFTCが管轄する一部の店頭デリバティブ（金利スワップ及びCDSのうち当局が指定するもの）に対して、電子取引プラットフォーム（SEF: Swap Execution Facilities）を通じた取引を行うことを義務付けた<sup>11</sup>。つまり、仮想通貨の店頭デリバティブ取引を行う市場参加者は、SEFとしてCFTCに登録する等の要件を満たす必要がある。

実際に、仮想通貨の店頭デリバティブ取引を開始した市場参加者として、レジャーX

<sup>10</sup> 詳細は、磯部昌吾「米国のOTCデリバティブ規制改革－改革の全体像と課題－」『野村資本市場クォーターリー』2012年冬号を参照。

<sup>11</sup> 詳細は、吉川浩史「金融規制の複合的な影響によるデリバティブ市場の構造変化」『野村資本市場クォーターリー』2015年秋号、岡田功太、杉山裕一「米国金融市場の構造変化の中で存在感を増すシタデル」『野村資本市場クォーターリー』2017年夏号を参照。

(Ledger X) が挙げられる。同社（本拠地はニューヨーク）は 2017 年 7 月に、SEF として CFTC に登録した<sup>12</sup>。レジャー X はグーグル・ベンチャーズ等から出資を受けたことで知られており、創業者は、現 CEO のポール・チョウ氏である。同氏は、ゴールドマン・サックスに在籍していた際に、クオンツ・トレーディング・デスクにて、投資家向けにアルゴリズム取引戦略の開発に従事しており、現在では、その技術を仮想通貨に応用している。また、レジャー X には、元 CFTC 委員のマーク・P・ウェットジェンが取締役として在籍している。このように、CFTC は、ドッド＝フランク法及び商品取引所法に準拠している市場参加者については、仮想通貨のデリバティブ取引を行うことを許容している。

## IV. ニューヨーク州金融サービス局のビットライセンス

### 1. 仮想通貨交換業者の台頭に対応するニューヨーク州

CFTC が仮想通貨のデリバティブ取引を監督する一方で、仮想通貨のスポット市場とも言うべき仮想通貨交換業者については、州当局が管轄している。米国において、資金移動業者が州をまたいで小切手の換金や送金を行う場合、原則として、州が設置するマネー・トランスミッター (Money Transmitter) 免許を取得する必要がある。例えば、ニューヨーク州の場合、NYDFS が、ニューヨーク州銀行法において、マネー・トランスミッター免許の要件を規定している<sup>13</sup>。仮想通貨交換業者は、仮想通貨と法定通貨の両替や送金サービスを行っているため、同業者は、各州が規定しているマネー・トランスミッター免許を取得しなければ、その州において事業を展開できないと考えられた。つまり、州当局が、仮想通貨交換業者、すなわち仮想通貨のスポット市場を管轄することになった。

その後、当時世界最大の仮想通貨交換業者であったマウントゴックス (Mt.Gox) が 2014 年 2 月、突如として約 500 億円相当のビットコインと預り金を消失し、破綻した。この事案を受けて、NYDFS は、マネー・トランスミッター免許において、仮想通貨が明確に定義されていないことを懸念し、別途、仮想通貨交換業者の専用免許の策定を開始した。NYDFS は、2014 年 7 月に同免許に関するパブリックコメントを募集（市場参加者から約 4,000 件のコメント）し、2015 年 2 月には第 2 次意見募集（市場参加者から約 35 件のコメント）を実施した。その結果を受けて、NYDFS は 2015 年 6 月、ニューヨーク州金融サービス法 200 条において、仮想通貨の送金サービス等を取扱う企業向けの免許を規定した<sup>14</sup>。これをビットライセンスと呼称する。

### 2. ビットライセンスの要件

ビットライセンスは、ニューヨーク州に在住・所在する者に適用され、同免許取得者は、

<sup>12</sup> CFTC のウェブサイト (<http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr7584-17>) を参照。

<sup>13</sup> ニューヨーク州金融サービス局のウェブサイト (<https://www.nysenate.gov/legislation/laws/BNK/641>) を参照。

<sup>14</sup> NYDFS, “Title 23. Department of Financial Services Chapter 1. Regulations of the Superintendent of Financial Services Part 200. Virtual Currencies” June, 2015.

仮想通貨の送金、売買、交換、カストディ事業を営むことができる（図表 2）。ビットライセンスにおける仮想通貨とは、交換の手段（a medium of exchange）、または電子的に貯蔵された形態（form of digitally stored value）として活用されているデジタルユニット（digital unit）と規定されている。その上で、デジタルユニットには、①中央集権化された貯蔵所（repository）または管理者（administrator）が存在しない、または、②機械的に創造または取得されたものが含まれる。ただし、①オンライン・ゲームのみで使用される、②顧客向けの報償プログラムの一環であり、物品、サービス、割引ないし購入の対価として換金できるが、法定通貨もしくは仮想通貨に換金することができない、③プリペイドカードの一環として利用されるデジタルユニットは除外される。

図表 2 ビットライセンスが規定する事業

1	送金の目的で、仮想通貨を受け取るもしくは仮想通貨を送金する（取引目的が金融以外の場合は免除）
2	仮想通貨のカストディもしくは支配権を保有・維持
3	顧客相手のビジネスとして仮想通貨を売買すること
4	顧客相手のビジネスとして取引サービスを提供すること
5	仮想通貨の支配、管理、発行

（出所）NYDFS より野村資本市場研究所作成

ビットライセンス取得者は、透明性の担保を目的に、台帳及び記録や、財務状況の開示が義務付けられている。また、ビットライセンスは、同免許取得者のガバナンスを向上させるために、コンプライアンス、業務の重大な変更、支配権の変更に関する要件を設けており、NYDFS による定期的な検査を受けることを義務付けている。更に、近年、仮想通貨交換業者のサイバー・セキュリティの頑強性が注目を集めているが、ビットライセンス取得者は、カストディ及び顧客資産の保護、マネーロンダリング防止プログラム、サイバーセキュリティ・プログラム等の要件に準拠する必要がある。加えて、同免許取得者は、図表 3 の資本要件に従う必要があり、財務面の頑強性を維持しなければならない。

図表 3 主要なビットライセンス取得者の資本要件

1	各種資産のポジション、サイズ、流動性、リスク・エクスポージャー、価格のボラティリティを含む免許取得者の総資産及び総負債の構成
2	免許取得者が既に、金融サービス法等で規制を受けているか
3	免許取得者が用いるレバレッジの額
4	免許取得者の流動性ポジション
5	免許取得者のサービスの対象となるエンティティの種類
6	免許取得者が提供する商品もしくはサービスの種類

（出所）NYDFS より野村資本市場研究所作成

### 3. ビットライセンス取得者の概要

ビットライセンス取得者は、本稿執筆時点において、ビットフライヤー (bitFlyer)、コインベース (Coinbase)、サークル (Circle)、リップル (Ripple) の4社である<sup>15</sup>。サークル (本拠地はボストン) は2015年9月に、最初にビットライセンスを取得したベンチャー企業である。サークルは、モバイル決済プラットフォームのサークルペイを運営し、チャットや写真等を共有しながら、そのグループ間で支払いが完結するようなサービスを提供している。サークルは、米国の顧客に対して、クレジットカードを利用してビットコインを購入できるサービスの提供を開始していたが、2016年12月に、ブロックチェーン技術の開発に注力するとして同サービスから撤退した。しかし、サークルは2018年2月、世界100国にサービスを展開する仮想通貨取引所であるポロニエクスを約4億ドルで買収することを公表し、再度、仮想通貨の取り扱いを開始する予定である<sup>16</sup>。

リップル (本拠地はサンフランシスコ) はグローバル金融決済ソリューション会社であり、2016年7月に、NYDFS からビットライセンスを取得した。リップルは、銀行間の直接取引によってコストの低下とリアルタイムの取引を促し、仮想通貨リップル (XRP) を活用することで、更なるコスト軽減を目指している。リップルには、ビットライセンスの策定を主導したベン・ロースキー氏 (NYDFS の元局長) が取締役として在籍している。

コインベース (本拠地はサンフランシスコ) は2011年7月に創業された仮想通貨交換業者であり、2017年11月時点で同社の口座数は1,300万件を突破し、米国の個人向け証券会社の雄であるチャールズ・シュワブの管理口座数を超えたことで知られている。コインベースは、2012年10月にビットコインの売買サービスを開始し、ビットコインを決済手段として確立するためにペイパル等と提携している。コインベースは、2017年1月にNYDFS からビットライセンスを取得し、同年11月には、機関投資家向けに仮想通貨のカストディ事業を開始することを発表した。

ビットフライヤー (本拠地は東京) は、日本最大級の仮想通貨交換業者であり、顧客数は約100万人以上で、月間取引量は5兆円を超えている (2017年9月時点)。ビットフライヤーは、2017年11月にビットライセンス取得し、サンフランシスコに拠点を構えており、米国において主にビットコインを取り扱っている一方で、日本においては、ビットコインだけではなく、イーサリアムクラシック (Ethereum Classic)、ビットコインキャッシュ (Bitcoin Cash)、モナコイン (Monacoin)、リスク (Lisk) 等も取り扱っている。

<sup>15</sup> NYDFS は、イットビット (itBit)、ジェミニ (Gemini) に関しても、ニューヨーク州銀行法における信託会社免許の下、ニューヨーク州における仮想通貨交換業の運営を認めている。

<sup>16</sup> サークルのウェブサイト (<https://blog.circle.com/2018/02/26/circle-acquires-poloniex/>) 参照。

## V. 仮想通貨に係る規制枠組みに関する課題

### 1. クロスボーダー取引への対応

米国においては、仮想通貨の規制・監督体制が分断されている結果、特に以下の課題が鮮明となりつつある。第一に、州当局の規制・監督範囲だけではなく、ある一つの国の政府や法規制の範囲を超えた課題が顕在化しつつある点である。

現在、仮想通貨取引に関するガバナンス上の利益相反、価格形成の不透明性、顧客資産の分別保管など、複数の懸念が指摘されている事案として、テザー（Tether）及びビットフィネックス（Bitfinex）が挙げられる。テザーとは、香港に本拠地を置くテザー・リミテッド（Tether Limited）が発行する仮想通貨である。テザー・リミテッドは、発行したテザーと同額の米ドルを準備高（Reserve）として保有することで、1USDT（米ドル・テザー）が1USD（米ドル）と等価になることを目指している。テザーは、米ドルとペッグされており、対米ドルで価格変動を伴わないため、中国当局の監視対象になりやすく、中国本土外に資金を流出させる役割を果たしている可能性があるとして指摘されている。

実は、テザー・リミテッドは2018年1月に、監査法人フリードマン LLP から監査契約を打ち切られた<sup>17</sup>。また、同社は、ビットコインが下落した際に、新たなテザーを発行し、その資金でビットコインを購入することで価格を釣り上げている可能性が指摘された<sup>18</sup>。更に、同社の最高経営責任者、最高執行責任者、最高コンプライアンス責任者等は、世界最大の仮想通貨交換業者であるビットフィネックス（本拠地は香港）の経営陣と同一人物である。その結果、ビットフィネックスの利用者の資金が、テザー・リミテッドが保有するはずの準備高と、分別管理されているか否かについても不明である。

ビットフィネックスは、香港において米国人にサービスを提供していた経緯もあり、CFTC は2017年12月、テザー・リミテッド及びビットフィネックスに対して召喚状を送付し、実態の把握に乗り出した<sup>19</sup>。CFTC は、召喚状に基づいて、相場操縦や詐欺に対する法的な制裁権限を有するが、仮想通貨交換業者の資本要件等を管轄しているのは州当局である。CFTC が仮想通貨交換業者を管轄するには、商品取引所法を改正し、現物のコモディティ市場を規制対象とする必要があるが、その場合、金（ゴールド）、原油、綿、小麦等についてもCFTCの管轄となってしまう。これは、デリバティブ取引を規制・監督するCFTCの権限からの逸脱となる。

ただし、ジャンカルロ CFTC 委員長は、仮想通貨公聴会において、連邦議会が仮想通貨のスポット市場に対する管轄権限を付与すれば、「規制に関するCFTCの責務を著しく拡大する」と述べており、今後、州当局とCFTCが有する法的権限の範囲に関する議論が注目される。

<sup>17</sup> “Tether Confirms Its Relationship With Auditor Has 'Dissolved',” *Coindesk*, January 27<sup>th</sup>, 2018.

<sup>18</sup> 1000xGroup, “Quantifying the Effect of Tether” January, 2018. 1000xGroupとは、暗号通貨市場において最高品質の情報を見つけることを専門とする民間コミュニティであり、この報告書の執筆者は、同グループから資金援助を受けた「機械学習・統計担当の元グーグル社員」とされている。

<sup>19</sup> “Worries Grow That the Price of Bitcoin Is Being Propped Up,” *New York Times*, January 31<sup>st</sup>, 2017.

## 2. グローバルに展開するマネーロンダリングへの対応

第二に、仮想通貨を悪用したマネーロンダリングは、グローバルに展開している点である。マネーロンダリングに対応するため、米財務省の機関である金融犯罪執行ネットワーク (FinCEN: Financial Crimes Enforcement Network) は 2013 年 3 月、仮想通貨の運営 (Administering)、交換 (Exchanging)、活用 (Using) をするものに対する規制の適用に係るガイダンスを公表し、銀行秘密法 (Bank Secrecy Act) に基づいて、仮想通貨交換業者を規制対象とすることを決定した<sup>20</sup>。金融当局の多国間組織であるマネーロンダリング対策に関する金融作業部会 (FATF: financial Action Task Force on Money Laundering) は 2015 年 6 月に、仮想通貨交換業者を登録制・免許制にすることを各国に要請した<sup>21</sup>。ビットコインは、ブロックチェーン上で取引記録等の情報が全て公開されている一方で、匿名性暗号通貨も存在する。これは暗号化によって、取引追跡を困難にした仮想通貨であり、Z キャッシュ (Zcash)、モノロ (Monero)、ダッシュ (DASH) 等が代表的である。

仮想通貨に投資することで著名なグレイスケール・インベストメント (本拠地はニューヨーク) は、世界のオフショアには約 10 兆ドルの資産が保管されており、2025 年までに、そのうち最大 10% が Z キャッシュに置き換わる可能性があると推定している<sup>22</sup>。それに対して、スティーブン・ムニューシン米財務長官は 2018 年 2 月、仮想通貨が「次のスイスの銀行口座」のような存在にならないよう、世界各国に対応を呼びかける考えを示した。

現在、仮想通貨の種類は 1,500 を超えているとされており、マネーロンダリングに対応する上で、州当局、米財務省、内国歳入庁の連携は不可欠である。また、ある仮想通貨を参照する先物が上場し、その後、当該仮想通貨がマネーロンダリングに悪用された可能性がある場合、CFTC は同先物に対する措置が要請される。更に、ある仮想通貨を用いた ICO が実施され、その後、当該仮想通貨がマネーロンダリングに悪用された可能性がある場合、SEC は同 ICO 及びトークン保有者に関する資金フローを調査する等の措置が要請される。つまり、マネーロンダリング対応という観点では、米規制当局による仮想通貨に関する包括的な規制枠組みの構築だけでなく、国際的な協調が必要である。

## 3. ICO トークンに関する効率的な規制枠組み

第三に、トークンに関する定義が不透明であり、その規制枠組みが非効率な点である。クレイトン SEC 委員長は、仮想通貨公聴会において、「私がこれまで見てきた ICO (によって発行されるトークン) は全て証券である」と述べた。つまり、SEC は、過去に実施されたトークンは、原則として、全て 1933 年証券法及び 1934 年証券取引所法の適用対象であり、当該トークンの発行体は登録義務等の法的要件を満たす必要があると考えている。他方で、SEC は、ICO の定義において、「投資家はトークンを仮想通貨交換業者、もしくは、その他のプラットフォーム (Platform) において売却する」ことが可能であるとしてい

<sup>20</sup> FinCEN, "FIN-2013-G001 Application of FinCEN's Regulations to Persons Administering, Exchanging, or Using Virtual Currencies" March, 2013.

<sup>21</sup> FATF, "Virtual Currencies: Guidance for a Risk-based Approach," June, 2015.

<sup>22</sup> "Governments Worry That Cryptocurrencies Could Be the 'Next Swiss Bank Account'," *Bloomberg*, January 29<sup>th</sup>, 2018.

る<sup>23</sup>。実際に、ザ・ダオの考案者であるイェンチ氏は、ザ・ダオのトークン保有者に対して、自身が保有するトークンを売却し、換金できるよう、専用のウェブサイトを立て上げて流通市場を設計することを約束していた。つまり、米国の仮想通貨交換業者は、コモディティである仮想通貨と、証券であるトークンの両者を扱う場合があり得る。

しかし、州当局は、資金移動業に対する免許制の下、仮想通貨交換業者が証券（トークン）を取り扱うことを前提としていない。実際に、NYDFS が規定したビットライセンスにおいて、仮想通貨の取扱いに関する規定事項はあるが、トークンの取扱いについては規定されていない。トークンとは、ICO において、プロジェクトから得られた利益の一部を取得する電子データの権利証書と定義され、仮想通貨そのものとは異なるということを明確にした上で、SEC 及び州当局の規制枠組みを見直す必要があると言える。

また、CFTC は、仮想通貨とはコモディティであるという自身の見解と、トークンとは証券であるという SEC の見解には、齟齬がないとしている<sup>24</sup>。トークンと仮想通貨の定義は異なる一方で、両者ともにブロックチェーン技術を活用している実態を踏まえると、CFTC と SEC の見解、もしくは州当局の免許規定に齟齬はないと言えるのか、より詳細な検証が必要であると考えられる。

さらに、ザ・ダオの事案のように、トークンの売出しがウェブサイトで行われて、投資家がグローバルに点在するような場合、米国だけではなく、各国当局との協調が必要になる。しかし、グローバルで統一されたトークンに関する見解及び定義は存在しない。米国においては、トークンは証券に該当すると位置づけられ、その発行体は、登録等の要件を満たせば、ICO を行うことが可能であるが、米国外の国においてトークンの法的な位置づけが不明確な場合、トークンをグローバルに売り出すことは困難になり得る。

## VI. 包括的な仮想通貨規制に向けて

今後、米国の規制当局及び市場参加者が、優先的に議論していくことが予想される課題として、仮想通貨取引を行う投資家を保護するための規制の策定が挙げられる。実際に、クレイトン SEC 委員長及びジャンカルロ CFTC 委員長は、仮想通貨公聴会において FinCEN 等の他の機関と共に、連邦議会に追加の法整備を要請する可能性があると言った<sup>25</sup>。

規制の策定は、ICO の発行体や仮想通貨交換業者に対して、その対応コストを強いる可能性がある一方で、健全な業界の発展を促すという側面もある。将来的に、包括的かつ効率的な規制が策定された場合、大手金融機関が、本格的に仮想通貨取引に参入し、仮想通貨の現物市場の流動性が向上する可能性がある。今後、投資家保護を実現しながらも、仮想通貨及びブロックチェーン技術の発展を阻害しない形で、規制枠組み構築に関する議論が進展することが期待される。

<sup>23</sup> 前掲脚注 4 を参照。

<sup>24</sup> 前掲脚注 3 を参照。

<sup>25</sup> “Patchy Bitcoin Oversight Poses Hazards for Investors, Regulators Say,” *Wall Street Journal*, February 6<sup>th</sup>, 2018.