

規制強化を機にビジネス拡大を目指す米国の仮想通貨交換業者

岡田 功太、木下 生悟

■ 要 約 ■

1. 証券取引委員会（SEC）は2018年3月、証券に該当するデジタル資産（Digital Asset）を取り扱うオンライン・プラットフォームは、国法証券取引所または代替取引システムとして登録する義務があるとの声明（デジタル資産声明）を公表した。ここで言うオンライン・プラットフォームとは、一部の仮想通貨交換業者を指し、デジタル資産とは、仮想通貨及びトークンを指す。
2. デジタル資産声明は、一見、仮想通貨交換業者に対する規制強化である一方で、一部の仮想通貨交換業者は、SECが示した規制要件に、敢えて早期に対応することによって、ビジネス規模の拡大を目指そうとしている。例えば、サークルは、仮想通貨交換業者のポロニエックスを買収し、今後、証券に該当する仮想通貨及びトークンを積極的に取り扱うべく代替取引システム（ATS）登録を視野に入れている。コインベースも、同様の目的の下、SECとATS登録に関する協議を開始している。
3. デジタル資産声明は、仮想通貨交換業者のビジネスモデルだけではなく、仮想通貨の選定基準にも影響を及ぼしている。本稿執筆時点において、リップルが活用している仮想通貨であるXRPは、証券に該当する可能性があると指摘されている。その結果、XRPを取り扱う仮想通貨交換業者は、国法証券取引所または代替取引システムとして、SECに登録する必要がある。そのため、コインベース等の仮想通貨交換業者は、XRPの取扱いを見合わせている。
4. つまり、今般、SECがデジタル資産声明を公表したことによって、仮想通貨・トークン・仮想通貨交換業者は、淘汰される局面に入ったと言える。特に仮想通貨交換業者は、セキュリティの頑強性や利用者にとっての利便性を確保するだけでなく、金融制度における位置づけの明確化と規制対応を前提にビジネス戦略を構築する必要がある。

I. 証券規制の枠組みが適用されつつある米国の仮想通貨交換業

米国では、仮想通貨 (Virtual Currency) 及びイニシャル・コイン・オファリング (ICO: Initial Coin Offering) によって発行されたトークン (Token) に対する規制を巡る議論が進展している¹。証券取引委員会 (SEC) は 2017 年 7 月、トークンは、1933 年証券法等における「証券 (Securities)」に該当する場合があるとの見解を示した²。その上で、SEC は 2018 年 3 月、証券に該当するデジタル資産 (Digital Asset) を取り扱うオンライン・プラットフォームは、国法証券取引所または代替取引システム (ATS: Alternative Trading System) として登録する義務があるとの声明を公表した³。

これは一見、仮想通貨交換業者に対する規制強化である一方で、一部の仮想通貨交換業者は、SEC が打ち出そうとしている規制要件に取って早期に対応することによって、ビジネス規模の拡大を目指そうとしている。例えば、ゴールドマン・サックスから出資を受けたことで知られるサークルは、仮想通貨交換業者のポロニエックスを買収し、今後、証券に該当する仮想通貨及びトークンを積極的に取り扱うべく ATS 登録を視野に入れている。米最大手の仮想通貨交換業者であるコインベースも、SEC と ATS 登録に関する協議を開始し、今後、取り扱うトークンの種類を増やすとしている。つまり、国法証券取引所または ATS として登録するか否かは、未登録の仮想通貨交換業者との差別化要因になり得るとも言える。

本稿では、SEC をはじめとする連邦規制当局による仮想通貨及びトークンに係る規制枠組みについて、議論の整理を図り、米国の仮想通貨交換業者に与える影響を考察する。

II. SEC による仮想通貨交換業者に対する規制枠組みの適用

1. デジタル資産を売買する投資家に対する注意喚起

SEC は 2018 年 3 月、「デジタル資産の取引を目的としたオンライン・プラットフォームの潜在的な違法性に関する声明 (デジタル資産声明)」を公表した⁴。SEC は、この声明でオンライン・プラットフォームとは、投資家に対してデジタル資産の売買の機会を提供する者であると定義しており、仮想通貨交換業者を想定している。

SEC は、ICO とは、一般的にブロックチェーン技術を活用し、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、

¹ 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。また、2018 年 3 月にプエノスアイレスで開催された 20 カ国・地域財務相・中央銀行総裁会議において、仮想通貨は、法定通貨と区別することが意識された結果、暗号資産 (Crypto assets) と呼ぶことが推奨された。

² SEC, "Release No. 81207 Report of investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO," July, 2017.

³ SEC, "Statement on Potentially Unlawful Online Platforms for Trading Digital Assets," March, 2018.

⁴ 前掲脚注 3 を参照。

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、
 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) において売却することが可能、という一連のプロセスを総称した資金調達行為と定義した⁵。つまり、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を指す。以上の定義に基づくと、今回の声明におけるデジタル資産とは、仮想通貨とトークンの両者を指していると解釈できる。

SEC がデジタル資産声明を発出した意義は、第一に、オンライン・プラットフォームを利用する投資家に対して注意喚起することである。具体的には、多くのオンライン・プラットフォームが「取引所 (Exchange)」と自称し、新たな仮想通貨を取り扱うことを「上場 (Listing)」と呼称する等、あたかも SEC の規制・監督を受けているかのような誤解を与えている恐れがあると指摘した。また、SEC はオンライン・プラットフォームが取り扱うデジタル資産の選定基準について規制・監督していないため、同プラットフォームが「基準 (Standard)」と名付けているものは、ニューヨーク証券取引所 (NYSE) 等の国法証券取引所が規定している上場基準とは質が異なる可能性があるとした。

更に、SEC は、オンライン・プラットフォームによるデジタル資産の売買価格の決定方法や、注文執行に関する取引手法を監督していないと主張した。つまり、オンライン・プラットフォームにおいて、投資家がデジタル資産を売買する際に、公平に扱われている保証はないという注意喚起である。同様に、SEC は、オンライン・プラットフォームの取引手法は、NYSE 等と同程度の水準の質を保っていると考えるとはならないと指摘した。

加えて、SEC は、デジタル資産の売買を取り扱う多くのオンライン・プラットフォームは、売買注文の状況や取引執行に関して、最新のデータ等を投資家に提供しているかのような外観を呈しているが、それらの情報は、NYSE 等が提供するものと同程度の信頼性を伴うとは限らないと指摘した。

2. オンライン・プラットフォームに対する規制要件

第二の意義は、SEC がデジタル資産の売買を取り扱うオンライン・プラットフォームに対する規制要件を示したことである。具体的には、オンライン・プラットフォームが 1933 年証券法の「証券 (Securities)」を取引し、かつ、1934 年証券取引所法「証券取引所 (Exchange)」として運営している場合、SEC に登録する必要があるというものである。

まず、デジタル資産として定義される仮想通貨及びトークンが、証券に該当するのかが否かである。証券該当性を判断する基準として、1946 年に連邦最高裁が示したハウイー・テスト (Howey Test) が挙げられる⁶。ハウイー・テストは、図表 1 が示す 4 つの要件から構成されており、同要件を満たした商品や取引は、1933 年証券法が定義する証券として定義される。SEC は 2017 年 7 月、ICO について、ハウイー・テストに基づいて法的な分析を

⁵ SEC のウェブサイト (https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ib_coinofferings) を参照。

⁶ ハウイー・テストの詳細は、岡田功太、木下生悟「仮想通貨に対する米規制当局のスタンスと課題」『野村資本市場クォーターリー』2018 年春号 (ウェブサイト版) を参照。

行い、トークンは証券に該当する場合があるとした。実際に、ジェイ・クレイトン SEC 委員長は、2018 年 2 月に上院銀行委員会が開催した公聴会において、「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。

次に、仮想通貨交換所が、証券取引所に該当するの否かである。米国の証券取引所とは、1934 年証券取引所法において、法人格の有無にかかわらず、証券の買い手と売り手を集合させるため、または、その他の方法によって、市場の場所または施設を構成し、維持し、または提供する組織、社団または人の集合を言うとして定義されている。つまり、仮想通貨交換事業者は、仮想通貨の買い手と売り手を集合させているという事業内容を鑑みると、原則として、証券取引所に該当すると考えられる。

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

3. 国法証券取引所と代替取引システムの概要

第三の意義は、証券を取引し、かつ、証券取引所と定義されるオンライン・プラットフォームは、国法証券取引所または ATS として登録する必要があると示した点である⁷。国法証券取引所とは、1934 年証券取引所法に基づいて SEC に登録されている証券取引所である。国法証券取引所の最大の特徴は、自主規制機能を有している点である。自主規制機能とは、投資家保護と市場の透明性・健全性の向上を目的として、法令によるものではなく、自治の精神に基づき、自ら策定した規則によって自らを律することであり、上場審査、上場管理、売買審査、会員の考査等を指す⁸。現在、米国には、NYSE やナスダック等、21 の国法証券取引所が存在する（図表 2）。

他方で、ATS とは私設取引所であり、自主規制機能を有していない。ATS は、SEC が 1998 年 12 月に採択したレギュレーション ATS に服しており、ブローカー・ディーラーとして登録し、システムの運営開始・変更・停止等を SEC に届け出ること、日々の取引記録・参加者記録・参加者への通知等の記録を保持すること、四半期毎の取引高等を SEC に報告すること、顧客の取引情報の秘密保持や内部的な利益相反防止のための措置を取ること等が義務付けられている。加えて、ATS は、国法証券取引所にあたる名称を使用することを禁じられている。現在、米国には 50 以上の ATS が存在している。

⁷ ATS の詳細は、岡田功太、齋藤芳充「米国株式市場のメイカー・テイカー・モデルを巡る議論—流動性向上策としてのレポートの功罪—」『野村資本市場クォーターリー』2017 年秋号を参照。

⁸ 詳細は、齋藤芳充、吉川浩史「米国の自主規制機関 FINRA が進める自己改革の背景と今後の展開」『野村資本市場クォーターリー』2018 年春号（ウェブサイト版）を参照。

図表 2 米国の国法証券取引所の一覧 (2018年4月時点)

1	BOX Options Exchange LLC	12	Nasdaq BX, Inc.
2	Cboe BYX Exchange, Inc.	13	Nasdaq GEMX, LLC
3	Cboe BZX Exchange, Inc.	14	Nasdaq ISE, LLC
4	Cboe C2 Exchange, Inc.	15	Nasdaq MRX, LLC
5	Cboe EDGA Exchange, Inc.	16	Nasdaq PHLX LLC
6	Cboe EDGX Exchange, Inc.	17	The Nasdaq Stock Market
7	Cboe Exchange, Inc.	18	New York Stock Exchange LLC
8	Chicago Stock Exchange, Inc.	19	NYSE Arca, Inc.
9	The Investors Exchange LLC	20	NYSE MKT LLC
10	Miami International Securities Exchange	21	NYSE National, Inc.
11	MIAx PEARL, LLC		

(出所) SEC より野村資本市場研究所作成

Ⅲ. ATS 登録をビジネス拡大の機会と捉える米国の仮想通貨交換業者

1. サークルによるポロニエックスの買収の狙い

デジタル資産声明は、米国の仮想通貨交換業者のビジネスモデルに影響を及ぼし始めている。例えば、サークル（本拠地はボストン）による仮想通貨事業の強化の事例である。サークルは、2013年10月に創業したスタートアップ企業であり、2013年から2016年にかけて、ゴールドマン・サックスやバイドゥ等、複数の企業やベンチャー・キャピタルから、約1億4,000万ドルの資金を調達した。また、サークルは、パークレイズと提携することで、英国におけるサービス展開を開始したことで知られている。

サークルの事業は、チャット機能付きの法定通貨送金サービスであるサークル・ペイ、大口の仮想通貨取引の値付けをするサークル・トレード、個人投資家等に仮想通貨の売買を提供するサークル・インベストの3つから構成されている。それに加えて、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交換事業であるポロニエックス（本拠地はボストン）を約4億ドルで買収することを公表し、第四のビジネスとすることを発表した⁹。

サークルの創業者であるショーン・ネヴィル氏とジェレミー・アレア氏は、「オープンなグローバル・トークン市場（Open Global Token Marketplace）」になることを目指しており、ポロニエックスの統合を進めるにあたって、今後、可能な限り適切な仮想通貨の種類を増やす予定であること公表した。現在、サークルは、エンジニア等の人員を約3倍に増強し、ポロニエックスが取り扱っている仮想通貨及びトークンを精査しており、今後、ATSとしてSECに登録することで、証券に該当するデジタル資産を取扱うことを視野に入れて、更なる成長を目指している¹⁰。

⁹ サークルのウェブサイト (<https://blog.circle.com/2018/02/26/circle-acquires-poloniex/>) を参照。

¹⁰ ポロニエックスのウェブサイト (<https://poloniex.com/press-releases/2018.04.06-Circle-Poloniex-Journey-Six-Weeks-In/>) を参照。

2. ビジネスの成長と多様化を目指すコインベース

コインベース（本拠地はサンフランシスコ）も、デジタル資産声明をビジネス拡大の機会と捉えている。同社は2011年7月に創業し、現在は32カ国で2,000万人以上の顧客に対して仮想通貨交換サービスを提供しており、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。コインベースが取り扱っている仮想通貨は、ビットコイン、イーサリアム、ライトコイン、ビットコインキャッシュの4種類である。また、コインベースは2017年11月、仮想通貨のカストディ事業を開始した。同事業は、仮想通貨を取引する機関投資家向けのサービスである。例えば、ヘッジファンドが仮想通貨を取引するにあたって、コインベースが、その仮想通貨の管理・保管担う。その際、コインベースは、高次元のサイバーセキュリティや分別管理を行う。

デジタル資産声明の公表を受けて、コインベースは2018年4月、ATS登録についてSECと協議を開始した¹¹。コインベースがATSに登録するためにはレギュレーションATSの要件を満たす必要があるが、登録が実現すれば証券に該当するデジタル資産を取り扱うことが可能となる。実際に、コインベースの社長兼COOであるアシフ・ヒリジは、遵守すべき規制が明確になることにより、今後、より多くのデジタル資産を取り扱うことが可能になり、仮想通貨及びトークンの流通市場の発展につながるとして、デジタル資産声明に対して前向きな姿勢を示した。つまり、コインベースは、ATSに登録することで、追加的な規制コスト負担を上回るビジネスの拡大余地を期待していると言えよう。

なお、コインベースは2018年4月、ベンチャー・キャピタルであるコインベース・ベンチャーズの設立を公表した¹²。当初の投資資金は約1,500万ドルとして準備し、今後投資枠を拡大する予定である。コインベース・ベンチャーズは、ブロックチェーン技術の発展や成長をもたらすアイデアを持つ企業への投資を目的としている。ただし、ヒリジ氏は、コインベース・ベンチャーズの投資目的は、コインベースが仮想通貨交換業者として取り扱うトークンの確保ではないと述べた。自身（コインベース・ベンチャーズ）が投資した企業が発行するトークンを、自身（コインベース）が仮想通貨交換業者として売買を取り扱うという利益相反を注意していることが窺える。

IV. リップル及び仮想通貨 XRP を巡る議論

1. 「価値のインターネット」の実現を目指すリップル

デジタル資産声明は、仮想通貨交換業者のビジネスモデルだけでなく、仮想通貨の選定基準（当該仮想通貨交換業者が国法証券取引所である場合のみ上場基準と呼称）にも影響を及ぼしている。現在、米国の代表的な仮想通貨交換業者であるコインベース及びジェミニ（本拠地はニューヨーク）は、リップル（Ripple Inc.）が活用している仮想通貨である

¹¹ “Cryptocurrency Firm Coinbase in Talks to Become SEC-Regulated Brokerage,” *Wall Street Journal*, April 6th 2018.

¹² コインベースのウェブサイト (<https://blog.coinbase.com/introducing-coinbase-ventures-c67865a1d2fe>) を参照。

XRP の取扱いを見合わせている¹³。これは、XRP をハウイー・テストに基づいて法的に分析すると、証券に該当する可能性があり、その結果、XRP を取り扱う仮想通貨交換業者は、国法証券取引所または ATS として登録する必要があると考えられるためである（詳細は後述）。

リップル（本拠地はサンフランシスコ）は 2012 年に創業し、世界有数の経済紙フォーブスの「The Fintech 50」にも選出されたフィンテック分野を代表的なスタートアップ企業である。同社は、ブロックチェーン関連技術を使って、銀行と銀行がネットワークで直接つながり、分散型台帳で情報を共有しつつ、送金を行うというモデルを構築している。従来の国際決済のプロセスには、コルレス銀行（外国に送金する際に通貨の中継地点となる銀行）等の関係当事者が多く介在するため、時間とコストがかかる。例えば、リップルによると、国際送金の決済には 3-5 日かかり、送金時のエラー発生確率は 12.7% であり、年間で約 1.6 兆ドルのコストがかかっている（2014 年時点）¹⁴。

それに対して、リップルは、低コストかつリアルタイムの国際的な送金を実行することを目指している。そのために、同社は、送金銀行と受取銀行が直接的な送金・決済を実施するためのネットワークを構築しており、その中でも、ILP（Interledger Protocol）と呼ばれる分散型台帳技術が知られている。ILP とは、銀行が有する台帳同士を接続し、資金移動を行うためのブロックチェーン技術を活用した仕組みであり、取引を瞬時に決済する方法を標準化するプロトコル（規定・規約・手順）である。インターネットの世界において、通信を安全に行うためのプロトコルとして、HTTP（Hyper Text Transfer Protocol）が世界標準として位置づけられているが、ILP は米ドル、ユーロ、株式、債券等の価値交換のためのプロトコルであると言える。

つまり、リップルは、ビットコインのように、米ドルやユーロといった法定通貨にとって代わる仮想通貨（もしくは電子マネー）を生み出すことを目的としていない。同社の理念は「価値のインターネット（Internet of Value）」であり、デジタル情報と同じスピードで、価値（資金）を移動することをビジョンとして掲げている。そして、価値のインターネットにおいて最も恩恵を受ける分野は国際決済であると考えており、低コストかつリアルタイムの国際決済の枠組みを構築することで、世界中の何十億人もの人が取引をするために繋がること、全く新しいビジネス勃興を促進すること、何百万人に達する銀行口座を持たない消費者の金融包摂を促進すること等を後押ししようとしている。

2. XRP を巡る共同創業者の対立

ILP を含むリップルのネットワークにおいて、米ドル、ユーロ、円などの流動性の高い通貨だけではなく、イスラエル・シェケルやウルグアイ・ペソ等の比較的流動性が低い通

¹³ ジェミニは、仮想通貨の投資家の中でも、パイオニア的存在として知られるウィンクルボス兄弟が創業した仮想通貨交換業者である。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。

¹⁴ Ripple, “The Cost-Cutting Case for Banks” February, 2016.

貨ペアによる決済を担うことを想定している。その際に、リップルは、XRP と呼ばれる独自の仮想通貨を活用することを推奨している（詳細は後述）。XRP を活用した決済を行う場合、イスラエル・シェケルから XRP、XRP からウルグアイ・ペソといった形で通貨が変換される。この変換は、リップルのネットワーク上において、コルレス銀行が有するクレジットリスクやカウンターパーティ・リスクを伴わずに瞬時に行われることから、XRP はブリッジ通貨（または媒介通貨）と呼ばれる役割を果たす。現在の外為市場においては、米ドルがブリッジ通貨としての役割を果たしているが、XRP を活用することによって、送金銀行は米ドル口座に予め多額の資金を用意しておく必要がないため、コストを抑えることが可能である。

XRP は、総供給量を 1,000 億 XRP として発行された。そのうち、200 億 XRP は創業者に配分され、リップルの現会長であるクリス・ラーセン氏と共同創業者であるジェド・マクレブ氏が、それぞれ 90 億 XRP を受け取った¹⁵。実は、この XRP の発行と配分が、後にリップルの経営陣の間に亀裂が生じる要因になった。マクレブ氏は、リップルの前身であるオープンコイン（OpenCoin）に 2011 年 5 月に参画し、ラーセン氏を採用した人物である¹⁶。しかし、マクレブ氏は、ベンチャー・キャピタルから出資を受けて、リップルの成長を一気に加速させようとするラーセン氏の経営戦略に反対し、2014 年頃にリップルを退社したとされている。

XRP は、ILP 等によって生成された仮想通貨であり、実質的に、リップルのリソースの一部であるにも関わらず、その発行は同社の株主から正式な承認を受けたものではなかった。そのため、早期からリップルの株主であったジェス・パウウェル氏（米国仮想通貨交換業者クラーケンの創業者兼 CEO）は、ラーセン氏及びマクレブ氏に XRP を返還するよう度々要請した¹⁷。しかし、マクレブ氏はリップルを退職した後、XRP に係る契約において、ロックアップ期間が規定されていたにもかかわらず、保有していた 90 億 XRP を市場（仮想通貨交換業者等）で売却すると宣言し、実際に約 17 億 XRP（推定値）を売却したとされている¹⁸。ラーセン氏は 2014 年 5 月に、受け取った 90 億 XRP のうち、70 億 XRP を慈善財団に寄付することを公表し、リップルに全額返還することはなかった。

他方で、総供給量 1,000 億 XRP のうち、800 億 XRP はリップル自身が保有した。その目的は、リップルのソフトウェア開発やリップル・ネットワークのプロモーションであるとされている。リップルは、XRP を仮想通貨交換業者等に無償提供または販売することで、米ドル等の法定通貨に変換し、技術開発等の資金に充てた。その結果、総供給量の 1,000 億 XRP のうち、約 550 億 XRP はエスクロー（取引や契約を担保する仲介サービス）口座、約 390 億 XRP はリップル外に放出され、約 70 億 XRP はリップルが保有している¹⁹（2018 年 4 月 8 日時点）。

¹⁵ ジェド・マクレブ氏及びクリス・ラーセン氏以外に、アーサー・ブリット氏が XRP を受け取ったとされている。

¹⁶ “The Ripple story,” *BitMEX*, February 6th 2018.

¹⁷ “Ripple Price Rebounds After CEO Pledges 7 Billion XRP Donation,” *Coindesk*, May 27th 2018.

¹⁸ “Ripple Settles \$1 Million Lawsuit With Former Executive and Founder,” *Coindesk*, February 12th 2018.

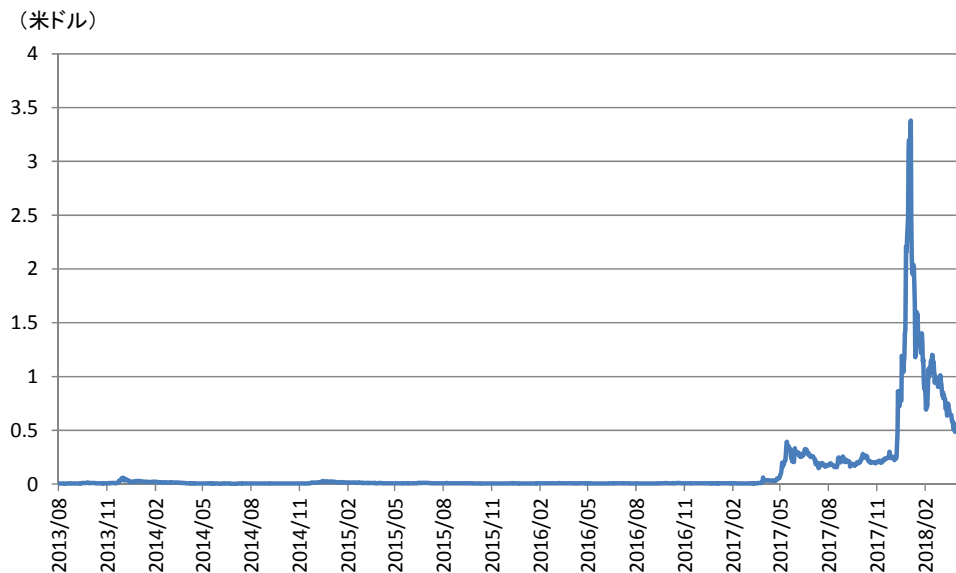
¹⁹ リップルのウェブサイト (<https://ripple.com/xrp/market-performance/>) を参照。

3. XRP の証券該当性に関する議論

リップルは、国際送金コストの削減を目指しており、決済量に対する決済の平均コストは、コルレス銀行を経由した現行のシステムの場合に 20.9bps であるのに対して、リップル・ネットワークを活用した場合には 14.1bps になると推計している（2016 年時点）²⁰。更に、リップル・ネットワークにおいて XRP をブリッジ通貨として活用すると、送金銀行は米ドル口座に予め多額の資金を用意しておく必要がないため、決済量に対する決済の平均コストは 12.2bps まで低下する。そのため、リップルは、XRP の活用を推奨している（2016 年時点）。

その一方で、XRP に対する批判もある。XRP は、仮想通貨として、仮想通貨交換所において取引され、投資（または投機）の対象として知られており、2017 年 12 月 1 日の 0.26 ドルから 2018 年 1 月 7 日には 3.38 ドルと、わずか 38 日間で約 1,320% 上昇し、その後、2018 年 3 月 31 日には 0.51 ドルと約 85% 下落した（図表 3）。このように、ボラティリティが非常に高いことから、ブリッジ通貨としてふさわしいのか疑問視されている。また、本来、リップルは、国際送金等の決済ソリューションの提供を主眼とした企業であり、仮想通貨の生成を目的としていないにもかかわらず、リップルが XRP を外部放出したことによって、XRP は時価総額第 3 位の規模を誇る仮想通貨となった。

図表 3 XRP の価格推移（日次データ、2013 年 8 月 4 日から 2018 年 4 月 18 日）



(出所) CoinMarketCap より野村資本市場研究所作成

²⁰ 前掲脚注 14 を参照。

加えて、XRPは、証券該当性を有する可能性が指摘されている。デジタル資産声明におけるデジタル資産には、トークンだけではなく、仮想通貨も含まれると解釈されており、国法証券取引所またはATSとして登録していないコインベース及びジェミニがXRPの取扱いを見送った理由は、この点と考えられている²¹。ブロックチェーン・ソサエティ（ワシントン大学におけるブロックチェーン及び仮想通貨等の研究会）を運営するミッチェル・ムース氏は2018年4月、XRPはハウイー・テストの要件を満たし、証券に該当する可能性があるとの見解を示した²²。ハウイー・テストの要件は、投資、共通性、利益の期待、他人の努力の4点である（前掲図表1）。ムース氏によると、リップル社は、金銭的な利益を受けることに対して、金銭的価値のあるXRPを支払っているため、「投資」であり、XRPの投資家は「利益の期待」を有している。また、XRPへの投資は、リップル社の運営という「共通性」を有しており、その利益はXRPの投資家ではなく、リップル社の運営から派生したものであることから「他人の努力」に該当すると考えられると主張した。

一般的に、仮想通貨は証券該当性を有していないと考えられている。例えば、ビットコインは、単一の発行者が存在せず、マイニングによって入手することが可能であり、入手者は発行者との「共通性」を有しているわけではないことから、ハウイー・テストの要件を満たさない可能性がある。しかし、XRPは、リップルという単一の発行者が存在し、実質的に、その事業の資金調達手段になっているという特異な構造上、解釈次第では証券に該当する可能性が高いと考えられる。それに対して、リップルの市場戦略の責任者であるコーリー・ジョンソン氏は、XRPの証券該当性を否定した²³。ジョンソン氏は、コインベースとのXRPの取扱いに関する議論においても、証券該当性が論点になったわけではないとした。しかし、ジョンソン氏は、XRPがハウイー・テストの要件を満たしていない論拠を明示したわけではない。今般、SECが公表したデジタル資産声明によって、米国の各仮想通貨交換業者は、XRPに限らず、自身が取り扱っている仮想通貨について、ハウイー・テストの要件を満たしているのか否か、検証する必要が生じたと言える。

V. 連邦議会による法規制整備への期待

1. SECによる証券該当性の明確化の必要性

仮想通貨及びトークンの証券該当性に関する議論が活発化する中、連邦議会は、下院金融サービス委員会における小委員会において、2018年4月に「仮想通貨及びICO市場に関する検証」と題した公聴会を開催した²⁴。コインベースの法務及びリスク管理の責任者であるマイク・レンプレス氏は、どの様なトークンが証券に該当し、どの様な仮想通貨が証

²¹ “Ripple Has Tried to Buy Its Way Onto Major Exchanges for Cryptocurrency,” *Bloomberg*, April 4th 2018.

²² “Is Ripple Classified as a Security Under U.S. Law?,” *Cryptoslate*, April 6th 2018.

²³ “Ripple says its cryptocurrency XRP is not a security,” *CNBC*, April 8th 2018.

²⁴ 下院金融サービス委員会のウェブサイト (<https://financialservices.house.gov/calendar/eventsingle.aspx?EventID=403178>) を参照。

券に該当する可能性があるのか、より一層、明確化しなければ、仮想通貨交換業者が新たにデジタル資産を取り扱うことは難しく、業界の発展を阻害すると主張した²⁵。

実際に、トークンの種別は多様であり、ICO 発行体が運営するプロジェクトから得られる収益について、サービス利用等の権利を分配するトークンも存在する。クレイトン SEC 委員長は 2018 年 4 月、プリンストン大学にて開催されたカンファレンスにおいて、「例えば、洋服を洗濯する権利が付与されたトークンが存在する場合、それは証券ではない。しかし、そのトークンが 10 セット存在し、今後、洗濯機が製造予定であり、将来的に使用できるものとして私に提供され、来年に他の誰かに販売できる期待を持って私が購入した場合、それは証券である」と言及した²⁶。つまり、トークンの性質が時間の経過と共に変化した場合、それに応じて、証券に該当するか否かについても変化する。

ただし、クレイトン SEC 委員長は、証券に該当しないトークンは、どの様な法律に準拠する可能性があるのか言及しなかった。したがって、レンプレス氏の指摘通り、改めて、どの様なトークンが証券に該当し、どの様な仮想通貨が証券に該当する可能性があるのか、連邦議会において、より詳細な検証・議論が必要である。

2. 米規制当局間の仮想通貨に対する法的見解の齟齬

第二に、米国の連邦規制当局間で仮想通貨に対する法的な見解に齟齬が生じている点である。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²⁷。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法的な検証を行ったが、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。その上で、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主張した²⁸。

しかし、デジタル資産声明において、SEC は、一部の仮想通貨は 1933 年証券法における証券であると定義し、同時に、CFTC は、仮想通貨とは商品取引所法におけるコモディティであると定義しており、実際には、両者の見解には齟齬があると考えられる。コインベースのレンプレス氏は、今後、連邦議会において、規制当局における仮想通貨の管轄を明確化し、SEC と CFTC の見解について整合性を図る必要があると主張した。

²⁵ Coinbase, "Hearing on: "Examining the Cryptocurrencies and ICO Markets,"" March, 2018.

²⁶ "SEC Chief Touts Benefits of Crypto Regulation," *Coindesk*, April 5th 2018.

²⁷ CFTC のウェブサイト (<http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr7231-15>) を参照。

²⁸ 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。

3. 提案される仮想通貨の自主規制団体の設立

第三に、米国の仮想通貨交換業者に対して、連邦規制当局の規制・監督が及んでいない点である。CFTCは、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を管轄している²⁹。その上で、CFTCは2014年2月、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³⁰。つまり、CFTCは、SEFの登録を通じて、仮想通貨のデリバティブ市場を管轄している。

他方で、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。つまり、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、連邦規制当局の規制・監督が及んでおらず、空洞化している³¹。

そこで、ジェミニは2018年3月、米国における仮想通貨の自主規制団体の設立構想案を公表した³²。この自主規制団体は、CFTCの権限が及んでいない仮想通貨交換業者について、自主的に規制しようとするものであることから、仮想コモディティ協会（VCA: Virtual Commodity Association）と名付けられた。ジェミニは、VCAの設立構想案において、ガバナンス、会員の要件、取締役の機能等について提言した。それに対して、ブライアン・クインテンズCFTC委員（共和党）は、従前から仮想通貨業界に対して、金融取引行規制機構（FINRA）と同様の自主規制団体の設立を提案しており、ジェミニの計画に歓迎の意を表し、独立的立場にある仮想通貨の自主規制団体は、最も多様な見識を持ち、不正を暴き、制裁を科す能力を有するであろうと述べた³³。

一方で、ロスティン・バーナムCFTC委員（民主党）は、FINRA等の自主規制団体は、連邦議会の承認を受けて誕生・設立した経緯があり、仮想通貨の自主規制団体についても、連邦議会における議論の必要性を指摘した³⁴。FINRAの前身の組織である全米証券業協会

²⁹ 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。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。

³⁰ 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。

³¹ 米国において、仮想通貨交換業者については、連邦規制当局は規制・管轄していないが、州当局が規制・管轄している。例えば、ニューヨーク州当局はビットライセンスという仮想通貨交換業者の免許を規定している。その詳細は前掲脚注6論文を参照。

³² ジェミニのウェブサイト（<https://gemini.com/blog/a-proposal-for-a-self-regulatory-organization-for-the-u-s-virtual-currency-industry/>）を参照。

³³ “Winklevoss Twins Have a Plan to Police Cryptocurrency Trading,” *Bloomberg*, March 13th 2018.

³⁴ “Call for US Treasury to fill cryptocurrency ‘regulatory vacuum,’” *Financial Times*, March 15th 2018.

(NASD: National Association of Securities Dealers) は 1939 年に、連邦議会の承認を受けて設立した。当時、1934 年証券取引所法は、店頭取引の規制を SEC による直接規制に委ねていたが、それは SEC の手に余ることが明らかになった。そこで、連邦議会は 1938 年にマロニー法 (1938 Maloney Act amendments) を制定し、1934 年証券取引所法を改正することで、NASD に対して会員を制裁する権限を付与した。つまり、米国の自主規制団体とは、連邦議会の承認を受けて、SEC が直接規制できないような分野においてのみ、自身を規制する法的な義務を負っている。現在、米国の仮想通貨に関する当局の権限は不透明であり、その結果、どの様な権限を自主規制団体に付与すべきかについても不明確である。したがって、ペーナム CFTC 委員は、VCA のような仮想通貨の自主規制団体を創設することは時期尚早であると主張した。

VI. 淘汰される仮想通貨・トークン・仮想通貨交換業者

仮想通貨の開発の背景には、政府や中央銀行の管理下に置かれない仮想通貨を生成して、誰の管理も受けずに、お金を自由に世界中で動かせるようにしようというリバタリアンのイデオロギーがある。しかし、現在、仮想通貨、トークン、仮想通貨交換業者に対する規制の整備が進展しており、それぞれに影響を及ぼし始めている。

まず、1,400 種類以上存在する仮想通貨のいずれが証券に該当するののかという点は、その仮想通貨が投資対象資産として流動性を獲得できるのか否かと関係する。例えば、XRP は、証券に該当する可能性が指摘されている。仮に、SEC または司法の判断によって、XRP が証券に該当すると法的に位置づけられた場合、国法証券取引所または ATS に登録した仮想通貨交換業者のみ、XRP を取り扱うことが可能となる。一方で、ビットコインは、本稿執筆時点において、証券に該当する可能性が低いと考えられており、ビットコインを取り扱う仮想通貨交換業者は SEC に登録している必要はないと見られている。つまり、多様化が進んできた仮想通貨が、今後は証券該当性によって 2 つのグループに分かれる可能性があり、交換業者は流動性や規制枠組みを鑑みた上で、取り扱う仮想通貨を決めなければならなくなると考えられる。

次に、SEC は、大部分のトークンは証券に該当すると断定している。したがって、ICO 発行体は、トークン発行時に SEC に登録する必要がある、発行されたトークンの売買を取り扱う仮想通貨交換業者についても、国法証券取引所または ATS として SEC に登録する必要がある。ただし、クレイトン SEC 委員長は、一部のトークンは証券に該当性しない可能性があると言及している。つまり、トークンが有する性質に応じて、ICO 発行体及び仮想通貨交換業者が負う法的義務は異なる可能性があり、今後、SEC、連邦議会、市場参加者の間で議論が進展し、明確化されることが期待される。

更に、仮想通貨交換業者は、規制対応及びビジネスを展開する上で、岐路に立たされていると言える。国法証券取引所または ATS に登録しなければ、XRP のような証券に該当する可能性がある仮想通貨や、大部分のトークンの売買を取り扱うことができなくなる恐

れがある。他方で、サークル及びコインベースが目指しているように、ATS として SEC に登録をする場合、規制コストを負う必要があり、規模の拡大を追求しなければならない。

今般、SEC がデジタル資産声明を公表したことによって、仮想通貨・トークン・仮想通貨交換業者は、淘汰される局面に入ったと考えられよう。特に仮想通貨交換業者は、セキュリティの頑強性や利用者にとっての利便性を確保するだけでなく、金融制度における位置づけの明確化と規制対応を前提にビジネス戦略を構築する必要があるだろう。