

## 米国における暗号資産ビジネスの進展と 規制枠組み策定に向けた動き

橋口 達

### ■ 要 約 ■

1. 米国では、暗号資産市場が中長期的に拡大してきている中、機関投資家の需要に応えようとする金融機関の動きが活発化している。
2. 米国最大手の暗号資産取引所であるコインベース・グローバルは、個人投資家向けサービスを主力とするが、ブラックロックとの提携等を通じて、機関投資家の顧客基盤拡大を図っている。
3. 大手資産運用会社のフィデリティ・インベストメンツは、2018年にデジタル資産部門を立ち上げ、機関投資家顧客に暗号資産の投資機会を提供するだけでなく、他社との協働を通じて、自ら暗号資産業界を牽引しようともしている。
4. 暗号資産市場が拡大する一方、不安定性もみられる中で、金融システムや投資家保護への影響を懸念する観点から、バーゼル銀行監督委員会や米証券取引委員会は、規制を強化しようという動きも見せている。
5. バイデン大統領が2022年9月16日にデジタル資産の開発に関する包括的な枠組みを公表するなど、米国政府は暗号資産に関する省庁横断的な規制の策定に乗り出している。今後、先行する暗号資産ビジネスに規制がどのように対応していくか、あるいは規制の進展が暗号資産ビジネスにどのように作用していくか、注目に値しよう。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 淵田康之「DeFiが試す新しい金融」『野村資本市場クォーターリー』2022年夏号。
- ・ 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）。

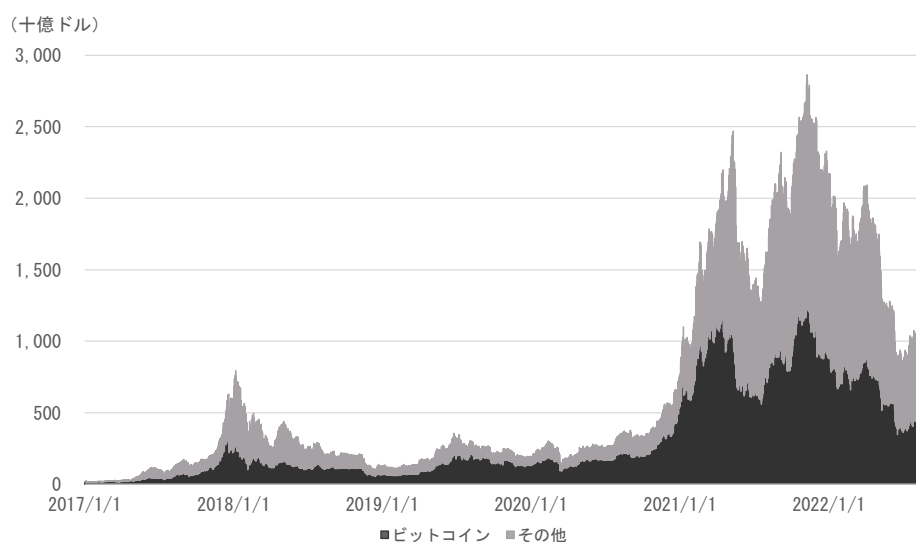
## I 暗号資産市場の拡大と機関投資家の参入

米国においては近年、暗号資産<sup>1</sup>取引に対する機関投資家の需要に応えようとする金融機関の動きが活発化している。大手暗号資産取引所<sup>2</sup>のコインベース・グローバル（以下、コインベース）は、個人向けサービスを拡充し続けるとともに、ブラックロックと提携し、同社顧客である年金基金等の機関投資家に対してビットコインの取引機能等を提供することを発表している。また、大手資産運用会社のフィデリティ・インベストメンツ（以下、フィデリティ）は、2018年より機関投資家顧客向けに暗号資産ビジネスを展開しており、現在もさらなる事業拡大を目指している。

暗号資産市場は、中長期的には拡大してきている（図表1）。しかし、足元では、米国を中心とした金融引き締め等の影響により、大きく規模を縮小している。特に、2022年5月以降、需給調整のプログラムを用いて、参照資産にペグすることを目指すアルゴリズム型ステーブルコインの代表格であったテラ USD が暴落し<sup>3</sup>、また暗号資産関連企業の倒産も相次いだ。このように、付随的とは言えない市場規模となってきた中で、不安定な要素も多いため、金融システムや投資家保護への影響を懸念する声も高まっている。

本稿では、米国における暗号資産取引所であるコインベースとフィデリティによる機関投資家向けの暗号資産ビジネスの強化について紹介した上で、足元のグローバルおよび米国における規制動向について概観する。

図表1 暗号資産の市場規模推移



(注) 2022年8月末までのデータ。

(出所) Coin Dance より野村資本市場研究所作成

<sup>1</sup> 本稿では特に断りのない限り、金融安定理事会やバーゼル銀行監督委員会の報告書に則り、暗号資産を暗号技術及び分散型台帳（あるいは同様の技術）に主に依拠する民間のデジタル資産とする。

<sup>2</sup> 米国において、暗号資産取引所とは、証券取引委員会（SEC）の認可を受けた国法証券取引所ではなく、一般に、暗号資産が取引されるプラットフォームの提供者を指す。

<sup>3</sup> テラ USD の詳細は、淵田康之「DeFi が試す新しい金融」『野村資本市場クォーターリー』2022年夏号を参照。

## Ⅱ 米国最大手の暗号資産取引所であるコインベース

### 1. コインベースの概要

コインベースは、エアビー・アンド・ビーのソフトウェア開発者であったブライアン・アームストロング氏（現 CEO）と、ゴールドマン・サックスの為替トレーダーであったフレッド・エールサム氏によって、2012年に設立された暗号資産取引所である。アームストロング氏は、2010年にサトシ・ナカモトによるビットコインのホワイトペーパーを読み、暗号資産が全人類に経済的な自由をもたらす力を秘めていると確信し、コインベースのプロトタイプ構築を開始した。同氏は大手ベンチャー・キャピタル（VC）の Y コンビネーター等の出資を受けてコインベースを起業した。2017年の資金調達時には、同社の推定時価総額は16億ドルに達し、暗号資産業界初のユニコーン企業として注目を浴びた<sup>4</sup>。その後、コインベースは2021年4月にダイレクト・リスティング<sup>5</sup>を通じてナスダックに上場し、2022年5月には暗号資産業界から初めてフォーチュン500に選出されている<sup>6</sup>。コインベースのサービスは、2022年6月末時点で、100か国以上で利用され、1億300万の登録ユーザーを有しており、2022年8月末時点の同社の時価総額は約150億ドルに達している。

コインベースは、暗号資産ビジネスを行うため、米国のほとんどの州で資金移動業のライセンス<sup>7</sup>を取得しているほか、ニューヨーク州においては、ニューヨーク州金融サービス局（New York State Department of Financial Services、NYDFS）が発行するビットライセンス<sup>8</sup>を取得している。ビットライセンスとは、同州において、暗号資産の売買、交換、カストディ等を行うための免許である。また、コインベースは、連邦法である銀行秘密法（Bank Secrecy Act）に基づき、米財務省の一機関である金融犯罪執行ネットワーク（Financial Crimes Enforcement Network、FinCEN）にマネー・サービス・ビジネス<sup>9</sup>として登録し、マネーロンダリング防止のための社内方針や手続きを整備している。

<sup>4</sup> Laura Shin, “Coinbase Becomes First Crypto Unicorn, Raises \$100 Million In Funding Amid ICO Craze,” *Forbes*, August 10, 2017.

<sup>5</sup> ダイレクト・リスティングとは、既存株主による旧株の売却を目的とし、証券会社等の引受人が介在せず、新株を発行しない上場手法である。詳細については、神山哲也・岡田功太「変貌を遂げる米国の IPO-SPAC 及びダイレクト・リスティング」『野村資本市場クォーターリー』2021年冬号を参照。

<sup>6</sup> FORTUNE, “Coinbase makes history as the first crypto company on the Fortune 500—just in time for the crypto winter,” May 25, 2022.

<sup>7</sup> 2010年代後半より本格化した暗号資産ビジネスは、個人間での暗号資産の移動を目的とするものであり、これが金銭的価値の移動に該当すると考えられたことから、多くの企業が資金移動業のライセンスを獲得した。

<sup>8</sup> ビットライセンスの詳細は、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。

<sup>9</sup> マネー・サービス・ビジネスとして登録するのは、①為替ディーラー又は交換者、②小切手換金業者、③旅行小切手、小為替、プリペイド・カード等の発行者、④旅行小切手、小為替、プリペイド・カード等の販売業者または償還する者（redeemer）、⑤資金移動業者、⑥郵便公社、のいずれか、あるいは複数に該当する者である。コインベースは⑤資金移動業者に該当すると考えられる。

## 2. 個人投資家向けを主力とする現在のコインベース

コインベースの2021年の収益は78億3,900万ドル<sup>10</sup>であったが、個人投資家の取引による収益が64億9,000万ドルと8割強を占めた<sup>11</sup>。現状、コインベースが個人投資家に提供する、暗号資産取引に関連する主なサービスは図表2の通りである。

特に、コインベースは、個人向けサービスの中でも、ステーキングとコインベース・ウォレットのサービス拡充に注力している。

ステーキングとは、特定の資産のプルーフ・オブ・ステーク（PoS）に参加することで、報酬を得ることをいう。PoSとは、暗号資産の新たなトランザクションを検証するメカニズムであり、保有する暗号資産の数量や保有期間に応じてネットワークが検証者を選出する。PoSの検証者になるには十分な数量の暗号資産や専門知識等を要することから、コインベースは個人投資家から暗号資産を集約し、ステーキングを代行するサービスを提供している。集約された暗号資産は、一般に、一定期間出庫不能になり、時間の経過とともにその規模に応じた報酬を獲得することから、ステーキングは個人投資家にとってのインカム収入と解釈されることが多い。なお、コインベースが個人投資家から徴収するステーキングの代行手数料は、個人投資家が獲得した報酬の25%である（2022年8月末時点）。

コインベース・ウォレットは、ユーザーが秘密鍵を自ら保有し、複数のブロックチェーンにおける暗号資産やNFT（Non-Fungible Token）<sup>12</sup>の一元的な管理や、分散型アプリケー

図表2 コインベースの主な個人投資家向けサービス

サービス名	サービス概要
取引サービス	暗号資産の売買や送金、法定通貨との交換
ステーキング	暗号資産のトランザクションを検証する合意形成メカニズムであるプルーフ・オブ・ステークに参加することで報酬を獲得
コインベース・ウォレット	保有する暗号資産やNFTを一元的に自己管理するサービス。秘密鍵はユーザー自身のデバイスで保管
ラーニング・リワード	主にコインベースが新たに扱う暗号資産に関して、ビデオ視聴等を通じて学習することにより当該暗号資産を報酬として獲得。コインベースは学習コンテンツの作成や個人投資家への案内の対価として、暗号資産の発行者からサービス手数料を徴収。なお、コインベースは、新たに扱う暗号資産の発行者に対して、申請料や新規取扱に係る手数料は徴収していない
コインベース・カード	メタバンク社が発行するビザのデビットカード。暗号資産による支払いが可能になるほか、カード利用の報酬を暗号資産で受け取る機能を有する。取引手数料と年会費は無料。取引上限は一日あたり2,500ドル。ATMからの引出し上限は一日あたり1,000ドル
ローン	保有するビットコインを担保に上限100万ドルまで借入れ可能

(注) コインベース・カードとローンは提供していない州もある。

(出所) コインベースより野村資本市場研究所作成

<sup>10</sup> 米国での収益は全体の約8割の63億4,000万ドルであった。

<sup>11</sup> なお、2022年上半期の収益は19億6,700万ドルであり、そのうち個人投資家の取引による収益は15億8,200万ドルと約8割を占めている。

<sup>12</sup> NFTとは、ブロックチェーン上で発行・取引される、偽造不可能な鑑定書と所有証明書がついたデジタル・データを指す。

ション（Decentralized Application、DApp）への接続を可能とするサービスである。DAppとは、ブロックチェーン上に存在し、スマートコントラクト<sup>13</sup>で動作するアプリケーションの総称である。コインベースは2022年4月20日より、NFTのマーケットプレイスであるコインベース NFTのベータ版をDAppとして提供しており、いわゆるWeb3<sup>14</sup>関連事業の拡大に引き続き注力する予定である。

### 3. 機関投資家向けコインベース・プライムの強化

上記のように、コインベースは現状、個人投資家向けサービスを主力としているが、暗号資産のボラティリティが高く、相場低迷時には個人投資家の売買が停滞することや、バイナンス US（2019年設立）やFTX US（2020年設立）といった新興の競合他社が台頭し、手数料引き下げ圧力がかかる中で<sup>15</sup>、機関投資家向けサービスを強化している。

コインベースの機関投資家向けサービスは、暗号資産投資の包括的なソリューションであるコインベース・プライムが中核となっている。現在、コインベース・プライムにおいて取引対象となっている暗号資産は200以上、カストディ対象となっている暗号資産は300以上であり、13,000以上の機関投資家に利用されている。コインベース・プライムのサービスは、①取引・分析サービス、②カストディ・サービスに大別される。

コインベース・プライムの取引・分析サービスは、コインベースやその他暗号資産取引所を比較してより流動性の高い取引メニューに自動的にアクセスし、最良価格で執行するスマート・オーダー・ルーティング機能を搭載しているほか、取引報告書を作成したり、詳細なマーケット・データを提供したりすることで、機関投資家の投資パフォーマンス向上に寄与することを目指している。なお、コインベースでは、機関投資家による暗号資産取引において、市場の流動性向上のため、すぐに執行されず板に残る指値注文の発注者（メイカー）と比べて、すぐに執行される注文の発注者（テイカー）に対して高い手数料を徴収するメイカー・テイカー・モデルを採用している。

コインベース・プライムのカストディ・サービスは、暗号資産の分別管理、秘密鍵の管理、ステーキング等を提供している。同社のカストディ・サービスは、同社子会社で、ニューヨーク州銀行法に基づく限定目的信託会社（Limited Purpose Trust Company）であるコインベース・カストディ・トラスト・カンパニーが担っている。

限定目的信託会社とは、ニューヨーク州銀行法に基づき認可された銀行または信託会社であり、企業等の財務代理人もしくは名義書換代理人として資金の受け取りや支払い等を

<sup>13</sup> スマートコントラクトとは、特定の契約に関して、所定の条件が満たされた場合に自動的に執行される仕組みを指す。

<sup>14</sup> Web3とは、一般に、ブロックチェーンに基づく、中央集権的組織の介在なく個人間でのデータやコンテンツ等の取引を可能にする分散型のインターネットを意味する概念である。

<sup>15</sup> バイナンス USは2022年7月6日、ビットコイン現物と特定の法定通貨との取引手数料を無料にすることを発表した。

行える受託者となる企業を指す<sup>16</sup>。限定目的信託会社は、設立にあたり基本的に同州の銀行や信託会社と同様の財務要件等に服する必要がある一方、資本金の要件が銀行と比べて厳格でない、資金移動業のライセンスを取得せずとも同ビジネスに従事できる、NYDFSから認可されればビットライセンスを取得せずとも暗号資産ビジネスに従事できる、等の特徴を持つ。コインベースは、ビットライセンスにおいても顧客の暗号資産の保管は認められているものの、受託者たり得る限定目的信託会社を設立することで、より明確にカスタディアンとしての権限を持ち、ステーキングなど幅広いサービスを提供できると説明している<sup>17</sup>。

コインベースは、2022年8月4日、ブラックロックのリスク管理プラットフォームであるアラディンにコインベース・プライムを接続することを発表した<sup>18</sup>。これにより、アラディンを利用する機関投資家は、アラディンを通じて、暗号資産を含めたポートフォリオ管理等が可能になる<sup>19</sup>。

コインベースは、暗号資産の市況が低迷する中で、新規採用を停止し、人員削減を余儀なくされている。そうした中、ブラックロックのような大手金融機関と提携し、機関投資家の顧客基盤を拡大していけるか、注目される。

### Ⅲ 暗号資産ビジネスを拡大するフィデリティ

フィデリティは2018年10月、機関投資家向け暗号資産ビジネス部門であるフィデリティ・デジタル・アセット（FDA）の立ち上げを発表した<sup>20</sup>。フィデリティはこれに先立つ2014年より、マイニング等を通じてブロックチェーン技術の研究を開始しており、2015年には慈善団体であるフィデリティ・チャリタブルにおいてビットコインによる寄付の受け入れを開始するなど、比較的早期から暗号資産ビジネスに関心を示していた。FDAでは、現在、約400の機関投資家に対して<sup>21</sup>、フィデリティ・デジタル・アセット・サービサーズ（FDAS）がビットコインのカストディ及びトレーディング・サービスを、FDファン

<sup>16</sup> ニューヨーク州銀行法によれば、すべての信託会社が受託者権限（fiduciary powers）を持つとされる。ここでいう受託者権限とは、米国、各州、自治体、政治団体、企業の財務代理人もしくは名義書換代理人として、資金の受け取りや支払い、株式、債券、債務証券、その他有価証券の譲渡、登録、連署を行う、あるいは国内外の個人または法人の代理人として活動する権限等を指す（New York Consolidated Laws, Banking Law - BNK § 100. Fiduciary powers）。

<sup>17</sup> Coinbase Blog, “Coinbase Custody Receives Trust Charter From The New York Department of Financial Services,” October 24, 2018.

<sup>18</sup> Coinbase Blog, “Coinbase selected by BlackRock; provide Aladdin clients access to crypto trading and custody via Coinbase Prime,” August 4, 2022.

<sup>19</sup> アラディンを利用する機関投資家がコインベース・プライムのサービスを利用するには、コインベースと契約し、同社の顧客になる必要がある。また、本提携では、まずビットコインから取り扱いを開始する。

<sup>20</sup> Fidelity Investments, “Fidelity® Launches New Company, Fidelity Digital AssetsSM,” October 15, 2018.

<sup>21</sup> FDAの顧客数は2020年末時点では25、2021年6月時点では100、2022年6月末時点で400と推移している。Oisin Breen, “With crypto landmines to fear greater than each other, Schwab and Fidelity co-invest in a cryptocurrency mega-startup with Citadel, Virtu and VCs Sequoia and Paradigm,” *RIABIZ*, June 30, 2022.

ズ・マネジメント (FDF) がアセットマネジメント・サービスを提供している<sup>22</sup>。

FDFは、2020年8月より、ワイズ・オリジン・ビットコイン・インデックス・ファンドというビットコイン・ファンドを運用している。FDAS がカストディアンを務める同商品は、フィデリティ・ビットコイン指数をベンチマークとするパッシブ運用を行うものであり、1933年証券法のレギュレーション D ルール 506(b)に基づき、自衛力認定投資家向けに登録免除募集を行う<sup>23</sup>。同商品は、2022年5月23日時点で合計約1億2,600万ドルを調達している。なお、FDF が設定するビットコイン現物 ETF に関して、取引所運営大手 Cboe 傘下の Cboe BZX 取引所は2021年5月25日、証券取引委員会 (SEC) に上場申請したが、SEC は2022年1月27日、Cboe BZX が相場操縦や詐欺を防ぎ、投資家と公益を保護するための要件を満たしていないことを理由に、同申請を棄却している<sup>24</sup>。

FDA は、現在、さらなる事業拡大を目指している。まず、FDA は、ビットコイン以外の暗号資産サービスの提供や顧客体験の改善等のために、2022年中に人員を倍増することを計画している<sup>25</sup>。これは、人員削減に向かうコインベースと対照的な動きといえよう。

また特徴的であるのが、他社との積極的な協働である。2021年4月6日、コインベース、パラダイム<sup>26</sup>、スクエア (現ブロック)<sup>27</sup>と共同で、クリプト・カウンシル・フォー・イノベーションを設立し、暗号資産のロビイングを積極化させる構えを見せている<sup>28</sup>。加えて、FDA は2022年9月13日、チャールズ・シュワブ、シタデル・セキュリティーズ、パラダイム、セコイア・キャピタル、パーチュ・フィナンシャルと共同で、デジタル資産取引所の EDX マーケッツを設立することを発表した<sup>29</sup>。EDX マーケッツは個人投資家及び機関投資家に対して、暗号資産取引に関して、高い流動性を供給することで、

<sup>22</sup> FDA は2019年12月にフィデリティ・デジタル・アセット Ltd.をロンドンに設立し、英国及び欧州の機関投資家向けに、カストディ及びトレーディング・サービスを提供している。フィデリティ・デジタル・アセット Ltd.の2021年の収益は2020年比の19倍となる約76万ポンドに達したが、従業員採用やテクノロジー投資の費用がかさみ、赤字の状況が続いている。David Ricketts, “Fidelity’s crypto unit revenue surges 1,800% as hiring boom adds to costs; The results come amid ambitious,” *Financial News*, August 2, 2022.

<sup>23</sup> 自衛力認定投資家とは、銀行、保険会社、投資会社といった金融機関等の法人や一定以上の純資産を有するなど諸条件を満たした個人等である。詳細は、岡田功太「私募証券投資の更なる活性化を目指す米国の取り組み—自衛力認定投資家の規制緩和を中心に—」『野村資本市場クォーターリー』2020年秋号を参照。

<sup>24</sup> ビットコイン現物 ETF を巡る動向は、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>25</sup> Suman Bhattacharyya, “Fidelity’s Crypto-Focused Business Plans Tech Hiring Spree,” *The Wall Street Journal*, May 31, 2022.

<sup>26</sup> パラダイムは、コインベース共同創業者のエルサム氏と、大手 VC のセコイア・キャピタルに務めていたマット・ファン氏が2018年に設立した、暗号資産関連企業への投資に特化した VC である。パラダイムとセコイア・キャピタルは、2022年1月11日、シタデル・セキュリティーズに対する合計11億5,000万ドルの出資を完了した。Citadel Securities, “Citadel Securities Announces \$1.15 Billion Investment from Sequoia and Paradigm,” January 11, 2022.

<sup>27</sup> スクエアは、ツイッター創業者のジャック・ドーシー氏が創業し、現在も CEO を務める決済サービス企業であり、2021年12月1日に社名をブロックに変更することを発表した。ブロックは、現在、同社の送金アプリであるキャッシュ・アップにて、ビットコインの売買サービスを提供している。

<sup>28</sup> The Crypto Council for Innovation, “The Crypto Council for Innovation Launches With Industry-Leading Member Organizations,” April 6, 2021.

<sup>29</sup> EDX Markets, “Digital Asset Exchange EDX Markets Launches with Backing from Leading Broker-Dealers, Global Market Makers and Venture Capital Firms,” September 13, 2022.

既存の暗号資産取引所よりも優れた価格で執行することを目標としている<sup>30</sup>。このように FDA は、自ら暗号資産業界を牽引し、市場を拡大することで、自身の成長を目指している。

## IV 暗号資産を巡る規制強化の動き

暗号資産の規模や影響力が拡大する中で、金融システムや投資家保護への影響を懸念する観点から、規制を強化しようという動きが見られる。

### 1. 厳格な規制方針を示すバーゼル銀行監督委員会

バーゼル銀行監督委員会（BCBS）は、2022年6月30日、第二次市中協議文書「暗号資産エクスポージャーに係るプルデンシャルな取扱い」（以下、BCBS文書）を公表した<sup>31</sup>。BCBS文書はまず、暗号資産を、図表3の要件すべてを満たすものをグループ1に、一つでも満たさないものをグループ2に分類している。その上で、グループ1暗号資産に関しては基本的に原資産と同じリスクウェイトを適用し、グループ2暗号資産に関しては保守的な資本規制に服する、という規制枠組みを提案した。なお、アルゴリズム型ステーブルコインに関しては、テラUSDの暴落を受け、グループ1に分類されないことが明記された。

BCBS文書では、グループ1暗号資産に関して、要件①(1)に該当するものをグループ1a、要件①(2)に該当するものをグループ1bと分類している。要件①(1)に分類されるのは、いわゆるセキュリティ・トークンなどであり、グループ1bに分類されるのは、いわゆるステーブルコインである。但し、後者のステーブルコインについては、償還リスク・テスト及びベシス・リスク・テストを充足したうえで、その発行体が健全性監督当局によって規制・監督されていることが求められる<sup>32</sup>。ここでいう償還リスク・テストと

図表3 グループ1に分類されるための要件

要件①	(1) 伝統的資産（株式や債券等）をトークン化したもの、または、(2) 単数または複数の伝統的資産の価値に連動するための常に有効な価格安定メカニズムを有するもの
要件②	暗号資産の取り決めに係るすべての権利、義務、利益が明確に定義され、暗号資産が発行・償還される全ての法域において法的な執行が可能であること。加えて、決済完了性を担保する適切な法的枠組みがあること
要件③	暗号資産の機能及び、その基盤となる分散型台帳といったネットワークが、重要なリスクを十分に低減・管理されるよう設計され、運営されていること
要件④	暗号資産の償還、移転、保管、決済完了を行う主体や参照資産の管理、投資を行う主体が規制監督されている、または適切なリスク管理基準に服していること

(出所) バーゼル銀行監督委員会より野村資本市場研究所作成

<sup>30</sup> 大手金融機関の出資により2019年に設立された証券取引所であるメンバーズ・エクステンジが、EDXマーケットに取引所運営のためのテクノロジーを提供する予定である。

<sup>31</sup> Basel Committee on Banking Supervision, “Prudential treatment of cryptoasset exposures - second consultation,” June 30, 2022.

<sup>32</sup> BCBSは、償還リスク・テスト及びベシス・リスク・テストを充足していれば、ステーブルコインの発行体が、健全性監督当局によって規制・監督されているという要件を課さないことを検討している。



は、極度のストレス時においても、参照資産にペグされた価格で償還されるのに十分な裏付け資産があるかテストするものであり、ベース・リスク・テストは暗号資産の市場価値が参照資産の市場価値から乖離しすぎていないかをテストするものである。

グループ 1 の暗号資産には、原則として、原資産あるいは裏付け資産と同じリスクウェイトを適用することとされている<sup>33</sup>。また、BCBS は、分散型台帳技術は比較的新しいテクノロジーであり、未知のリスクに直面する可能性があることを理由に、「インフラストラクチャー・リスク」として、追加で 2.5% のリスクウェイトを賦課することとしている<sup>34</sup>。

グループ 2 の暗号資産には、一定の要件を満たすグループ 2a の場合は一部ヘッジ効果が認められているものの<sup>35</sup>、原則として 1,250% という保守的なリスクウェイトが課される。加えて、グループ 2 の暗号資産のグロスのエクスポージャーはティア 1 自己資本の 1% に制限されている。BCBS は、これに関して、バーゼルの枠組みにおける大口与信規制は、特定のカウンターパーティのリスクを捕捉するものであり、特定の資産クラスを捕捉するよう設計されていないが、ビットコインといった暗号資産にはカウンターパーティが存在しないため、大口与信規制とは別に、グループ 2 暗号資産に対する新たなエクスポージャーの制限を導入すべきだと主張している。

このように、BCBS 文書は総じて、銀行が暗号資産を取り扱うにあたり、厳格な規制を課すものと言える。例えば、国際スワップ・デリバティブ協会 (ISDA) のスコット・オマリア CEO は、グループ 2 暗号資産のグロスのエクスポージャーが制限されたことに関して、銀行による暗号資産ビジネスへの参入を著しく制約すると指摘している<sup>36</sup>。なお、BCBS は、2022 年中に BCBS 文書を最終化する予定である。

## 2. SEC による暗号資産カストディに関する会計上の解釈

SEC は、特にゲーリー・ゲンスラー委員長が 2021 年 4 月に就任して以降、暗号資産に対して厳格な姿勢を示してきた。

SEC は 2022 年 3 月 31 日、暗号資産のカストディに関する会計上の解釈 (Staff Accounting Bulletin No. 121 以下、SAB121) を公表した<sup>37</sup>。そこでは、盗難や詐欺を防ぐための秘密鍵の管理など、顧客が保有する暗号資産の保護に責任を持つ上場企業は、当該暗号資産に関して、貸借対照表における負債に公正価値で計上したうえで、その性質と金額等を財務諸表の注記にて開示することが求められた。

<sup>33</sup> ベース・リスク・テストには、辛うじて合格 (narrowly pass) という区分があり、その場合、100% のリスクウェイトが課される。

<sup>34</sup> グループ 1a の資産のうち、中央銀行或いは政府関連組織 (ソブリン・エンティティ) から完全な信託を受けている場合はインフラストラクチャー・リスクの適用外である。

<sup>35</sup> グループ 2a の要件は、当該暗号資産のみを参照し、規制された取引所に上場するデリバティブや ETF・ETN が存在することや、十分な流動性を有することなど。

<sup>36</sup> ISDA, "Getting Crypto Capital Requirements Right," July 18, 2022.

<sup>37</sup> SEC, "Staff Accounting Bulletin No. 121 SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION 17 CFR Part 211," March 31, 2022.

これに対して、米国証券業金融市場協会（Securities Industry and Financial Markets Association）や米国銀行協会（American Bankers Association）等は、SEC・通貨監督庁（OCC）等に共同書簡を送付している<sup>38</sup>。そこでは、SAB121における暗号資産の定義からトークン化された伝統的資産を除外すべきことや、BCBSによる暗号資産に係る資本規制と組み合わせられた場合、銀行による暗号資産のカストディ業務が実質的に困難になること等が指摘されている。

そうした中、SAB121への対応は既に始まっている。コインベースは、2022年第2四半期（4～6月）報告書の貸借対照表において初めて、約884億ドルの顧客の暗号資産を計上した。また、BNYメロンは、OCCが2020年7月に国法銀行による暗号資産カストディ業務を容認した<sup>39</sup>ことを受けて、2021年2月に暗号資産カストディに進出することを発表<sup>40</sup>していたが、2022年第2四半期の決算報告書において、SAB121により影響を受ける資産はないとした上で、同社の暗号資産カストディ業務に対するSAB121の影響を評価中であると説明している。金融機関はSAB121により、暗号資産カストディ業務を慎重に展開せざるを得なくなっていると言えよう<sup>41</sup>。

### 3. 一部暗号資産は証券であるとする SEC

SECは、2022年7月21日、コインベースの元従業員が、暗号資産のインサイダー取引を通じて合計110万ドル以上の不正な利益をあげたとして、ワシントン州シアトルの連邦地方裁判所に訴状を提出した<sup>42</sup>。当該インサイダー取引の内容は、被告が、コインベースが新たに扱う暗号資産を事前に兄弟や知人に伝えて、該当する暗号資産を同社以外の暗号資産取引所において事前に購入させ、新規取り扱いの発表後に価格が上昇するとすぐに売却する、というものであった。争点となっているのは、SECが、インサイダー取引の対象となった25以上の暗号資産のうち、少なくとも9つは証券に該当すると判断していることである。

SECは、今般の提訴にあたり、ハウイ・テスト（Howey Test）に準拠している。ハウイ・テストとは、連邦最高裁が1946年に示した、特定の取引が証券に該当するか否かの基準である。具体的には、①金銭の投資である、②共同事業を対象とする、③専ら他者の努力による合理的な利益の期待である、という要件を満たした商品・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して規制される<sup>43</sup>。例えばSECは、証券と判断した「担保トークン（collateral token）」であるアンプ（Amp）に関して、以下の見解を示している（図表4）。

<sup>38</sup> SIFMA, “SIFMA, ABA and BPI on Staff Accounting Bulletin No. 121,” June 23, 2022.

<sup>39</sup> OCC, “Federally Chartered Banks and Thrifts May Provide Custody Services For Crypto Assets,” July 22, 2020.

<sup>40</sup> BNY Mellon, “BNY Mellon Forms New Digital Assets Unit to Build Industry's First Multi-Asset Digital Platform,” February 11, 2021.

<sup>41</sup> ステート・ストリートも、2022年3月9日に暗号資産カストディを提供することを発表していたが、2022年第2四半期の決算報告書において、BNYメロンと同旨の説明をしている。

<sup>42</sup> SEC, “SEC Charges Former Coinbase Manager, Two Others in Crypto Asset Insider Trading Action,” July 21, 2022.

<sup>43</sup> ハウイ・テストの詳細は、前掲脚注8の論文を参照。

図表4 アンブに関するSECの見解

項目	詳細
アンブの概要	<ul style="list-style-type: none"> <li>・フレクサ・ネットワーク社（以下、フレクサ）が開発した、イーサリアムを基盤とするトークン。フレクサは、加盟店において消費者が暗号資産で決済することを可能にする商業決済ネットワークの「フレクサ・ネットワーク」を運営</li> <li>・加盟店が暗号資産を支払代金として受け入れる際、アンブが担保として機能することで、迅速な支払承認や、決済完了までの暗号資産の価格変動リスクの低減を可能にする</li> <li>・決済完了後、アンブは解放され、別の決済で担保として使用可能に。決済がフェイルした場合、担保になっていたアンブは法定通貨に転換（清算）され、加盟店の損失を補填。また、フレクサは、加盟店から徴収する取引手数料を原資にアンブを取引所で買い付け、担保提供者に比例按分</li> </ul>
共同事業を対象に金銭を投資（ハウイ・テスト①、②）	<ul style="list-style-type: none"> <li>・例：担保として機能するアンブが集約された担保プールに保有者がアンブを入庫（保有者は「参加者」となる）。担保プールで利益が生じた場合、参加者にはその利益が分配される</li> <li>・例：フレクサの経営陣はインセンティブのためにアンブを保有していたため、その他のアンブ保有者と共通の利益を有していた</li> </ul>
専ら他者の努力による合理的な利益の期待であること（ハウイ・テスト③）	<ul style="list-style-type: none"> <li>・例：フレクサは定期的にアンブ保有者の収益機会を強調。例えば、フレクサはアンブの説明書において、アンブが「価値を発生させる媒体として機能」し、「その有用性の直接的な結果として、継続的に価値が上昇する」と説明</li> <li>・例：フレクサの経営陣は、ユーチューブやブログを通じて、アンブの有用性を宣伝し続けた</li> </ul>

（出所）SEC、フレクサのウェブサイトより野村資本市場研究所作成

これに対し、コインベースは、同社の取引プラットフォームに証券は上場していないと反論したうえで、SECに対して暗号資産に関する新たな規制枠組みの策定を要請した。バイナンス US は本件を受けて、SEC が証券と判断した 9 つの暗号資産のうち唯一取り扱っていたアンブを同年 8 月 15 日以降、取り扱い銘柄から除外することを発表した<sup>44</sup>。

ビットコインに関しては、商品先物取引委員会（CFTC）が 2015 年にコモディティと定義し、SEC のゲンスラー委員長もこれを肯定している一方で、その他の多くの暗号資産の管掌に関する議論は平行線をたどっている。例えば、ビットコインに次いで著名な暗号資産であるイーサに関しては、2019 年に CFTC のヒース・ターバート委員長（当時）がコモディティだと解釈した一方、ゲンスラー SEC 委員長は 2022 年 9 月 15 日、イーサリアムが PoS に移行した直後に、ステーキングはハウイ・テスト③を満たす可能性があり、対象となる暗号資産が証券に該当し得ると発言している<sup>45</sup>。

しかし、無数にある暗号資産に関して、ハウイ・テストを用いて証券か否か都度判断する SEC の現行のやり方には批判もある。例えば、CFTC のキャロライン・ファム委員は、SEC によるコインベース元従業員に対する訴状提出と同日、本件に関して、「エンフォースメントによる規制」の顕著な例であり、透明性のある手続きを通じて政策方針を策定すべきと述べている<sup>46</sup>。

<sup>44</sup> Binance.US, “Binance.US Update on Amp (AMP),” August 1, 2022.

<sup>45</sup> Paul Kiernan, “Ether’s New ‘Staking’ Model Could Draw SEC Attention,” *The Wall Street Journal*, September 15, 2022.

<sup>46</sup> CFTC, “Statement of Commissioner Caroline D. Pham on SEC v. Wahi,” July 21, 2022.

## V 包括的な規制枠組みの追求

バイデン大統領は 2022 年 9 月 16 日、デジタル資産の開発に関する包括的な枠組みを公表した<sup>47</sup>。同枠組みは、暗号資産に関して、決済の即時性や金融包摂の可能性といったイノベーションを評価する一方で、各関連省庁に対して、消費者保護や金融安定、環境、不正な資金の流れ、プライバシー保護等に与え得る影響を引き続き精査することを求めている。省庁横断的な取り組みの必要性が改めて示された。また、同枠組みでは、例えば、金融安定監督評議会が 2022 年 10 月中にデジタル資産が金融安定に及ぼすリスクについて検証し、規制上のギャップを特定する報告書を公表することや、財務省が 2023 年 2 月までに DeFi (Decentralized Finance)<sup>48</sup>に関して、2023 年 7 月までに NFT に関して、不正な資金の流れに対するリスク評価を完了すること、金融リテラシー教育委員会<sup>49</sup>がデジタル資産に関するリスクを消費者が理解するための取り組みを牽引することが示されるなど、米国政府は暗号資産に関する規制の策定を積極化している。

暗号資産市場には、すでに様々なプレイヤーが参入しているが、そのスタンスはプレイヤーの立ち位置によって異なっている。暗号資産ビジネスを本業とするコインベースが、多様な暗号資産を取り扱ったり、積極的に関連サービスを拡充したりすることで投資家を囲い込み、収益を獲得している一方で、伝統的な金融事業者であるフィデリティは、引き続き、従来提供してきた商品やサービスを主力に据えて、暗号資産を巡る環境変化を横目に見つつ、既存顧客に対する暗号資産の投資機会提供を段階的に進めていく姿勢であるようにも見える。

米国において、今後、先行する暗号資産ビジネスに規制がどのように対応していくか、あるいは規制の進展が暗号資産ビジネスにどのように作用していくか、注目に値しよう。

<sup>47</sup> 同枠組みは、2022 年 3 月のデジタル資産に関する大統領令を受けた各政府機関による報告を基に作成された。  
The White House, “FACT SHEET: White House Releases First-Ever Comprehensive Framework for Responsible Development of Digital Assets,” September 16, 2022.

<sup>48</sup> DeFi の詳細は、前掲脚注 3 の論文を参照。

<sup>49</sup> 金融リテラシー教育委員会の詳細は、加藤貴大・橋口達「米英における国家戦略としての金融経済教育」『野村資本市場クォーターリー』2021 年秋号を参照。