

暗号通貨の規制・監督とCBDCに関する一考察 —『暗号通貨の未来と国家』を讀んで—

株式会社東京金融取引所 代表取締役社長 木下信行

暗号通貨の規制・監督、更には中央銀行デジタル通貨（CBDC）について、『暗号通貨の未来と国家—「クリプト父さん」による闘いの記録』¹を踏まえて考えたところを述べたい。本書は、米国商品先物取引委員会（CFTC）の委員長を務めたJ・クリストファー・ジャンカルロ氏の自伝である。同氏は、ニューアークにおけるイタリア移民の三世であり、ウォール街の弁護士として社会人生活をはじめた。その後、スワップやクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）等の電子プラットフォームを提供する企業であるGFIで勤務し、コンピュータ・ビジネスと金融法務の分野に活躍の場を広げた実務家である。

さらに、2008年の金融危機を境に市場改革に関与するようになり、2014年からCFTC委員、2017年から2019年にかけては同委員長の職にあった。そのなかで、2017年には、シカゴオプション取引所（CBOE）によるビットコイン先物の自己認証に対し、一定の条件のもとでゴーサインを出すという決定を下したことから、ネットの関係者に「クリプト父さん」と呼ばれるようになった。

本書を読むにあたり、まず、日本と米国では市場規制当局の役回りが異なることを念頭に置く必要があると考える。米国におけるCFTCは、金融市場における先物取引全般を規制する組織である一方で、商品の現物取引には規制権能がない。また、暗号通貨のように従来存在しなかった取引対象が生じた場合を考えると、日本の官庁は、既存の原資産の所管如何に準じて、管理責任の所在を論ずることになるが、米国の規制当局は、新たな分野により良い規制の枠組みと体制を提供できると議会から認められることによって、自らの権能を確立していくことになる。ジャンカルロ氏も、CFTCという規制当局の委員長として、行政府の長であるトランプ大統領（当時）、金融分野を監督する官庁であ

る財務省、証券取引委員会（SEC）をはじめとする競合規制当局等との調整には神経を使っているが、そのプロセスに当たっては、消極的な所管争いに陥りがちな日本と異なり、積極的な方針表明を通じて市場をリードしようという競争原理の働きを感じることができる。

さらにその際、取引監視の前提として、原資産取引のモニタリング能力を重視していることに留意が必要である。これは、先物取引は、原資産取引の価格変動に着目したものであるが、原資産の価格自体が不正に操作されていれば、先物取引も歪まざるを得ないからである。こうした新たな分野への対応体制の整備については、日本の官庁では、国民の税金に基づく例年の予算・定員の編成作業の一環として処理されるが、米国の規制当局では、モニタリングの体制整備の問題として、併せて検討される。この点に関し、かつて霞が関で勤務したことのある身としては、緊急に対応を要する事態が生じた場合、日本では年に一度だけ限界主義の作業が行われるために、事態発生時に責任が所在するとされる部局に負担がかかるが、アメリカでは迅速に対応体制が立ち上がることによって、比較的早期の対応が容易になるという利点があると考えられる。

また、こうした規制に対する事業者側の立場も、日本とは異なっている。米国では、例えばシカゴ商品取引所（CME）等が新たな商品の上場を決定するにあたって、自己認証によることが可能である。CFTC等の米国規制当局は、所管官庁が裁量による認可権限を握る日本とは異なり、自己認証を否認する場合、投資家保護に関わる理由を明示しなくてはならない。日本と米国のどちらにおいても、新たな取引の開始のためには市場参加者の間におけるシステム等の調整が必要であり、「すくみ」を防いで調整を迅速に決定してもらうためにコンセンサスの形成が求められることは同じであるが、米国の

制度であれば、規制当局と取引所間のプロセスに透明性が確保されるので、市場参加者による意思決定がより早期に可能になるという利点があると考えられる。

一方で、新たな取引を商業面から見る際の問題意識は、日本と米国では異なっているとみられる。ジャンカルロ氏は、取引所等の事業者が上場による利益を得る一方で、規制当局が納税者負担で体制整備をしなくてはならないと指摘し、こうしたインセンティブの相違が規制当局と事業者の間における上場を巡る論争につながっていることを述べている。この見方は、利益を得る事業者が自らの信認を確立していくための自主規制を重視していることにも関連すると考えられる。

以上のような枠組みのもとで、本書で対象とされている暗号通貨については、ビットコイン等という金融資産としての特徴よりも、ブロックチェーンという新規のシステム構築の方法に特徴があるとされている。こうしたシステム技術は、電子プラットフォームの専門家であるジャンカルロ氏にとってなじみのある分野である。そのうえで、彼は、イノベーションを重視する米国の規制当局の伝統に従い、「第一に危害を加えない」ことを目指すとともに、ビットコイン先物等の金融取引に対する規制に関しては、価値と価格を区分して考えることが適切だという認識に立つこととした。その結果、CMEによる自己認証に対する規制上の対応を行うにあたって、CFTCとして、取引自体にはゴーサインを出す一方で、顧客担保の隔離、当初証拠金の適正な水準の設定、不正操作の防止について厳格にチェックするという結論に至った。

さらにその後、イーサを始めたとする暗号通貨全般の先物取引に対処するに際しても、「すべての米国人にとって排他的でなく、よりアクセスしやすく、コストが低く、よりダイナミックな金融決済システムをつくる」という方針のもとで臨むことになった。

こうした措置の基本となる考え方について、本書の巻末におかれた講演録をみると、「一つ確かなことは、暗号通貨取引を無視しても、そ

れがなくなることはないということです。また、それは責任ある規制の戦略でもありません。私も『政府がすべきことは、ビットコインの価格について判断することではなく、(中略)ビットコインの価格が、詐欺や価格操作のないなかで投資家が情報に基づいて行った意思決定を反映したものとなるよう、措置を講ずることです』という意見に賛成です。」と記されている。全く同意見である。

CFTCを退任後、ジャンカルロ氏は、「価値のインターネット」という切り口から、デジタル・ドル・プロジェクト (DDP) を発足させ、CBDCとしてのUSドルを提唱している。その際、DDPの提言において、CBDCが機能するための要件として、

- プライベート：企業による不当な追跡や政府による監視の対象になることなく利用できる。
- 安全：盗難、ハッキング、違法な押収、不正なデータマイニング、詐欺に対する安全性を向上させる。
- アクセス可能：米国人および世界のUSドル利用者による金融サービスへのアクセスを改善する。
- 透明：運用の透明性が確保されたシステム上で稼働する。

を挙げている。まず果たすべき機能を考えるというアプローチであり、大いに共感できるところである。日本では、既存の通貨・銀行システムの延長線上の議論になりがちであるが、米国のように、システムと経済活動という観点からのアプローチも重要だと考えられる。

ただし、こうしたサービス提供を行うにあたっては、事業としての採算性を吟味することも必要である。CBDCが社会インフラとしてきちんと機能するためには、フリーズしたり、誤作動を起こしたりしないことが不可欠であるが、そのためには多額のシステム資源の投入が必要となる。その財源については、既存の銀行券からのシフトである以上、おのずと収益源が制限されざるをえず、中央銀行では確保が難しい。プライバシーの確保に関し、利用者にどれだけ便益を感じてもらえるかが鍵になると考える。

¹ J.クリストファー・ジャンカルロ (著)、飯山俊康 (監訳)、野村資本市場研究所 (訳)『暗号通貨の未来と国家—「クリプト父さん」による闘いの記録』一般社団法人金融財政事情研究会、2023年2月7日発行。