

国際金融都市シンガポールと香港における暗号通貨の規制整備

北野 陽平、王 月

■ 要 約 ■

1. アジアを代表する国際金融都市であるシンガポールと香港は昨今、金融イノベーションの促進に向けた取り組みの一環として、ブロックチェーン技術を活用したデジタル資産市場の振興に重点を置いている。その中で、暗号通貨の規制整備が大きな課題の1つとなっている。背景には、世界的な暗号通貨市場の混乱がある。
2. シンガポールは、総じて暗号通貨に肯定的な国として知られてきた。しかし、シンガポール金融管理局（MAS）は近年、一般消費者の暗号通貨取引への慎重な姿勢を強めており、2022年に暗号通貨取引所による公共の場でのマーケティングや宣伝を禁止した。MASは今後、一般消費者向けのサービス提供をさらに制限する方針である。
3. 香港では従前、金融事業者はプロ投資家に対してのみ暗号通貨関連商品の提供が認められていた。しかし、香港証券先物委員会（SFC）は2022年、暗号通貨関連の上場投資信託（ETF）を一般個人投資家に提供することを認可した。SFCは今後、暗号通貨取引所が一般個人投資家向けにサービスを提供することを認める方針である。
4. 香港はデジタル資産の中でも暗号通貨に特に前向きな姿勢であるのに対し、シンガポールは他のデジタル資産を推進している。双方のアプローチは異なるものの、デジタル資産市場を振興するという共通の取り組みは、金融イノベーションの促進を通じて国際金融センターとしてのさらなる地位向上を目指す両者にとって意義が大きいと考えられる。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・北野陽平「シンガポールで拡大するセキュリティトークン市場」『野村資本市場クォーターリー』2021年春号。
- ・淵田康之「伝統的金融とクリプトの接近と融合」『野村資本市場クォーターリー』2022年秋号。
- ・橋口達「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」『野村資本市場クォーターリー』2022年秋号。

I 暗号通貨の規制整備を進めるシンガポールと香港

アジアを代表する国際金融都市であるシンガポールと香港は昨今、金融イノベーションの促進に向けた取り組みの一環として、ブロックチェーン技術を活用したデジタル資産¹市場の振興に重点を置いている。その中で、暗号通貨（cryptocurrency）の規制整備が大きな課題の1つとなっている。背景には世界的な暗号通貨市場の混乱があり、実際、ビットコインをはじめとする暗号通貨の価格が2021年11月以降に大幅に下落したことを受けて、暗号通貨の運用会社や暗号通貨取引所（交換業者）の経営破綻が相次いでいる。

シンガポールは、総じて暗号通貨に肯定的な国として知られてきたが、近年ではマネー・ローンダリングやテロ資金供与に利用される懸念と投資家保護の観点から、暗号通貨の取引に慎重な姿勢を示している。同国の金融規制当局は、暗号通貨取引所による公共の場でのマーケティングや宣伝を禁止するとともに、今後、一般消費者向けのサービス提供をさらに制限する方針である。

他方、香港では従前、金融事業者は法人・機関投資家と富裕層にのみ暗号通貨関連商品の提供が認められていたが、一般個人投資家によるアクセスを可能にするため、2022年に暗号通貨関連の上場投資信託（ETF）が導入された。今後、暗号通貨取引所は、一般個人投資家向けにサービスの提供が認められる予定である。このように、シンガポールと香港では、一般個人投資家の暗号通貨取引に対する金融規制当局のスタンスが異なっている。

また、国際金融当局が連携して監視している、暗号通貨の一種であるステーブルコイン²に関して、シンガポールと香港では2022年以降に規制整備が進められている。その背景には、ステーブルコイン発行量の増加に伴って既存の金融システムへの影響力が高まっていることに加えて、2022年5月にテラショックと呼ばれる出来事（詳細後述）が起こったことがある。

本稿では、シンガポールと香港における暗号通貨を巡る近年の動向、暗号通貨取引とステーブルコイン発行に対する規制整備について整理する。

II シンガポールと香港における暗号通貨を巡る近年の動向

1. 暗号通貨事業者の破綻により慎重な姿勢を強めるシンガポール

シンガポールでは、2022年に暗号通貨の運用会社や暗号通貨取引所が経営破綻したことにより、様々な影響を受けている。例えば、シンガポールに拠点を置いていた暗号通貨ヘッジファンド大手のスリー・アローズ・キャピタル（Three Arrows Capital、TAC）は、

¹ デジタル資産には、暗号通貨のほか、有価証券の権利がトークン化されたセキュリティトークン（デジタル証券）や非代替性トークン（NFT）等が含まれる。

² 金融安定理事会（FSB）は2020年10月、「グローバル・ステーブルコイン」の規制・監督・監視に係るハイレベルな勧告を公表した。ステーブルコインに対する国際金融当局の対応の詳細は、淵田康之「ステーブルコインは本質的に悪貨なのか？」『野村資本市場クォーターリー』2022年春号参照。

2022年6月に債務不履行に陥った後、英領バージン諸島の裁判所より清算を命じられた³。その後、シンガポール金融管理局（Monetary Authority of Singapore、MAS）は、TACが過去に虚偽の報告をし、許容額を上回る資産運用を行っていたとして、同社を非難した。2013年にシンガポールで登録ファンド運用会社（registered fund management company、RFMC）として事業を開始したTACは、2021年9月にファンドの運用を英領バージン諸島にあるTACと無関係の法人に移転するとMASに報告していたが、実際にはTACの取締役が当該法人の株主であることが判明した。また、TACは2020～2021年、RFMCとして許容される2.5億シンガポールドル⁴を超過する資産額を運用していた。

他にも、バハマ本拠の大手暗号通貨取引所であるFTXが2022年11月に経営破綻したが、シンガポール政府系ファンドのテマセクはFTXに計2.75億米ドルを出資していた。テマセクは、FTXの経営破綻を受けて、同社への出資額全額の減損処理を余儀なくされた。この点について、シンガポールのローレンス・ウォン副首相兼財務相は同月、テマセクは金銭的な損害のみならず評判の低下も被ったと発言した⁵。

こうした問題が生じる一方で、シンガポールでは暗号通貨取引が活発に行われている。例えば、シンガポール最大手行のDBS銀行が運営するDBSデジタル取引所（DBS Digital Exchange、DDEX）では、2022年にビットコイン取引量が前年比80%増加した。DBS銀行で保管されているビットコインは、2022年末時点で前年末比2倍以上に増加した。DDEXでは、暗号通貨の市場リスクを管理できる法人・機関投資家やファミリーオフィス等のみ取引に参加することが可能であるが、2022年末時点の登録顧客数は前年末比倍増の約1,200となった。

また、シンガポールでは、若年層が引き続き暗号通貨への投資に関心を持っている。地場大手行のOCBC銀行が21～65歳の2,000人以上の国内労働者を対象として2022年8月に実施した調査によると、20代の18%が暗号通貨に投資しており、そのうちの39%は向こう1年以内に暗号通貨への投資を拡大する意向であることが判明した。MASは、暗号通貨への投資には高いリスクが伴うため一般消費者には適していないと一貫して主張してきたが、上述の問題を踏まえた上で、投資家保護のための規制措置を強化する方針である。

2. 中国本土における暗号通貨取引禁止の影響を受ける香港

香港では多くの暗号通貨取引所が設立されてきたが、2021年頃から大手暗号通貨取引所が本拠地を他国に移転する動きが見られ始めた。例えば、前述のFTXは経営破綻する1年程前に本拠地を香港からバハマに移転し、クリプト・ドットコム（Crypto.com）は本拠地を香港からシンガポールに移転した⁶。

³ “Crypto hedge fund Three Arrows fall into liquidation,” *Financial Times*, June 29, 2022.

⁴ 2023年4月11日時点の為替レートは、1シンガポールドル=100.33円。

⁵ “Temasek’s FTX write-off will not offset contribution to Singapore’s reserves: Lawrence Wong,” *The Straits Times*, November 30, 2022.

⁶ “Bankman-Fried’s Crypto Exchange FTX Leaves Hong Kong for Bahamas,” *Bloomberg*, September 24, 2021; “Hong Kong’s Unfriendly Crypto Rules Boost Rival Efforts To Attract Bitcoin Billionaires,” *Forbes*, December 9, 2021.

大手暗号通貨取引所のこうした動きの理由として、香港における暗号通貨取引に対する規制の不透明さが指摘されており、その背景には中国本土で暗号通貨取引が禁止されたことがある。中国政府は2021年9月、暗号通貨の投機的リスクに対処し、国家の安全と社会の安定性を維持することを目的として、中国本土においてあらゆる事業者による暗号通貨に係るサービスの提供を全面的に禁止した。これには、海外の暗号通貨取引所が中国本土の居住者向けに提供するサービスも含まれる。同政府は、暗号通貨取引を禁止した理由として、①暗号通貨取引に関する誇大広告の増加、②経済及び金融市場の秩序への悪影響、③非合法の資金調達、詐欺行為、マネー・ロンダリング等の違法な活動の横行、④国民の資産の安全性に対する脅威、を指摘した⁷。

中国本土で暗号通貨取引が禁止された一方で、香港は暗号通貨を含むデジタル資産市場の振興という目標を掲げる中、一国二制度の原則に基づいて、中国本土とは異なるスタンスで暗号通貨の規制整備を進めている。

III 暗号通貨取引所に対する規制を強化するシンガポール

1. デジタル決済トークンとして規制される暗号通貨

シンガポールでは、デジタルトークン⁸の発行により資金調達を行うインイニシャル・コイン・オフアリング（ICO）がスタートアップ企業の代替的な資金調達手法として2017年に拡大した。しかし、ICOに係る詐欺行為が横行したことを受けて、MASは同年以降にデジタルトークンの発行・販売に関するガイダンスを公表してきた⁹。同ガイダンスでは、証券先物法（Securities and Futures Act）の下で有価証券またはデリバティブ契約に該当するデジタルトークンは、MASにより規制されることが明確化された。その後、2020年に決済サービス法（Payment Services Act）が施行され、主に決済目的で使用される暗号通貨はデジタル決済トークン（digital payment token、DPT）として規制されるようになった。

MASが暗号通貨¹⁰に対する規制スタンスを示し始めたのは、2014年に遡る。MASは当時、暗号通貨がマネー・ロンダリングやテロ資金供与に利用される可能性があるとの懸念から、暗号通貨取引所を規制する方針を明らかにした。その後、MASは2016年、暗号通貨の取引を含む決済サービスを包括的に規制する枠組み導入に関するコンサルテーション・ペーパー¹¹を公表した。シンガポールではそれまで、決済サービスは、2006年に制定

⁷ The People's Bank of China, "Notice on Further Preventing and Resolving the Risks of Virtual Currency Trading and Speculation," September 15, 2021.

⁸ デジタルトークンとは、法定通貨にペッグ（連動）しておらず、交換手段として用いられ、電子的に移転・保管・売買される価値をデジタルに表象したものを指す。

⁹ 詳細は、北野陽平「シンガポールで拡大するセキュリティトークン市場」『野村資本市場クォーターリー』2021年春号参照。

¹⁰ MASは、digital payment tokenという用語を導入するまで、virtual currencyと表現していた。

¹¹ Monetary Authority of Singapore, "Proposed Activity-based Payments Framework and Establishment of a National Payments Council," August 25, 2016.

された決済システム監督法（Payment Systems (Oversight) Act）と 1979 年に制定された両替・送金事業法（Money-Changing and Remittance Businesses Act）により規制されていた。しかし、決済サービスを取り巻く環境の大きな変化や新たな決済サービスの登場に伴い、既存の規制枠組みでは多様なリスクに十分に対応することが困難となる中、決済サービスに関する 2 つの法律を 1 つに統合して、より適切な法律を新たに策定する重要性が認識された。その後の議論を経て、2020 年 1 月に決済サービス法が施行された。

決済サービス法の下では、規制される決済サービスの範囲が従来よりも拡大された。具体的には、同法では、決済口座サービス、国内送金サービス、国際送金サービス、加盟店獲得サービス、電子マネー発行サービス、DPT サービス、両替サービスが規制される（図表 1）。電子マネーと DPT はともに価値をデジタルに表象したものであるが、電子マネーは法定通貨建てまたは法定通貨にペッグしているのに対して、DPT には法定通貨との連動性がない。DPT サービスには、DPT の売買、交換、移転、保管が含まれる。

シンガポール国内で決済サービスを提供するためのライセンスの種類として、両替ライセンス、標準決済機関（standard payment institution）ライセンス、大規模決済機関（major payment institution）ライセンスの 3 つがある（図表 2）。両替ライセンスは、両替サービスのみを提供するためのものである。標準決済機関ライセンスでは、取引額の上限付きで

図表 1 決済サービス法の下で規制されるサービス

サービスの種類	内容	必要なライセンス
決済口座サービス	電子ウォレットやクレジットカードを含む決済口座及び関連サービスの提供	標準決済機関ライセンスまたは大規模決済機関ライセンス
国内送金サービス	国内における送金サービスの提供	
国際送金サービス	海外からの送金受領及び海外への送金サービスの提供	
加盟店獲得サービス	決済システムを導入する加盟店との契約	
電子マネー発行サービス	店舗での支払いや個人間の送金が可能な電子マネーの発行	
DPT サービス	DPT の売買、交換、移転、保管	両替ライセンスまたは標準決済機関ライセンスまたは大規模決済機関ライセンス
両替サービス	外貨紙幣の売買	

（出所）MAS より野村資本市場研究所作成

図表 2 シンガポール国内で決済サービスを提供するためのライセンス

ライセンスの種類	提供可能なサービス	資本金要件
両替ライセンス	両替サービスのみ提供可能	要件なし
標準決済機関ライセンス	<ul style="list-style-type: none"> ・決済口座サービス、国内送金サービス、国際送金サービス、加盟店獲得サービス、電子マネー発行サービス、DPT サービス、両替サービスを提供可能 ・電子マネーの日次残高が500万シンガポールドル以下であること ・電子マネー発行サービスと両替サービスを除くいずれか1種類のサービスの月間取引額が300万シンガポールドル以下であること ・電子マネー発行サービスと両替サービスを除くいずれか2種類以上のサービスの月間取引額が計600万シンガポールドル以下であること 	10万シンガポールドル
大規模決済機関ライセンス	<ul style="list-style-type: none"> ・標準決済機関ライセンスと同じサービスを提供可能 ・全てのサービスに関して取引額と残高の上限なし 	25万シンガポールドル

（出所）MAS より野村資本市場研究所作成

全ての決済サービスを提供することができる。大規模決済機関ライセンスでは、取引額の上限なく全ての決済サービスを提供可能である。決済サービスを提供する企業は、サービスの内容や事業規模に応じて、いずれか1つのライセンス取得が求められる。大規模決済ライセンスを取得するためには、標準決済機関ライセンスより多くの資本金が必要である。

決済サービスの中で DPT サービスを提供する DPT サービス事業者 (DPT service provider) は、主にマネー・ローンダリング防止及びテロ資金供与対策とテクノロジーリスク (サイバーリスクを含む) の観点から規制され、高いリスク管理能力、強固な経営体制、リスク・ガバナンス文化、十分な事業遂行能力を有することが求められる。また、DPT サービス事業者は、DPT 取引のリスクについて顧客に注意喚起することが義務付けられている。

DPT サービス事業のライセンスを取得した企業は、2023年3月末時点で11社ある。内訳は、標準決済機関ライセンスが2社、大規模決済機関ライセンスが9社であり、地場企業が占めている¹²。但し、2020年1月より前からDPT サービスを提供しており、同年7月までにMASにライセンスを申請した企業は、当該申請が拒否されるまで、または自身で申請を取り下げるまで、DPT サービスの提供を継続することが認められている。

2. 一般消費者向け DPT サービス提供の制限

MAS は、前述の通り、DPT の取引はリスクが高く、一般消費者には適していないと一貫して主張してきたが、一般消費者の取引を禁止することは効果がないと考えている。MAS は、その理由について、仮にDPT サービス事業者による一般消費者向けのDPT サービス提供を禁止したとしても、一般消費者は海外のDPT サービス事業者 (暗号通貨取引所) を通じてDPT (暗号通貨) に投資できると説明している。

そうした中、MAS は2022年1月、投資家保護の観点から、一般消費者向けのDPT サービス提供に関するガイドライン¹³を公表した。DPT サービス事業者は、同ガイドラインに基づいて、公共交通機関、公共イベント、放送メディア、ロードショー、定期出版物、第三者のウェブサイトといった公共の場におけるマーケティングや宣伝が禁止され、自社のウェブサイト、モバイルアプリ、ソーシャルメディア公式アカウントを通じてのみマーケティングや宣伝を行えるようになった。これに伴って、DPT サービス事業者は、一般消費者がDPT を売買できる現金自動預払機 (ATM) を公共の場に設置することも禁止された。

その後、MAS は2022年10月、DPT サービスに対する規制措置に関するコンサルテーション・ペーパー¹⁴を公表した。同ペーパーでは、DPT サービス事業者を対象として、消費者アクセス、企業行動、市場の健全性等の分野に関して、様々な規制措置が提案された

¹² 米大手暗号通貨取引所のコインベース (Coinbase) は大規模決済機関ライセンスを申請しており、2022年10月にMASに仮承認されたが、2023年3月時点で正式にライセンスを取得していない。

¹³ Monetary Authority of Singapore, "Guidelines on Provision of Digital Payment Token Services to the Public", January 17, 2022.

¹⁴ Monetary Authority of Singapore, "Consultation Paper on Proposed Regulatory Measures for Digital Payment Token Services," October 26, 2022.

(図表 3)。この中で特に重要と考えられるのは、リテール顧客の保護強化を目的とした消費者アクセスに関する措置である。ここではまず、リテール顧客の範囲を明確化される必要があり、MAS は証券先物法の下での投資家区分を参考にして、リテール顧客の範囲を、適格投資家 (accredited investor) または機関投資家に該当しないシンガポール居住者にすることを提案した。適格投資家とは、個人の場合、①純資産が 200 万シンガポールドル超、②純金融資産が 100 万シンガポールドル超、③直近 12 か月間の所得が 30 万シンガポールドル以上、のいずれかの要件を満たす者を指す。

MAS は、多くのリテール顧客が DPT のリスクを十分に認識していないと見ている。そのため、MAS は、DPT サービス事業者がリテール顧客にサービスを提供する前に、顧客が DPT のリスクを十分に認識しているかどうかを評価することを求める方針である。また、MAS は、リテール顧客が意思決定を行う上で、リスクに関する適切、正確、明確な情報開示が重要と考えている。DPT サービス事業者は、DPT のリスクについての十分な知識を持っていないリテール顧客に対して、知識向上に資する教育用資料を提供することが奨励される。

他の重要な論点として、MAS は、DPT サービス事業者がリテール顧客向けに信用供与やレバレッジ取引の提供を行わないこと、リテール顧客からのクレジットカード払いを受け付けないようにすることを提案した。MAS は、その理由について、DPT の価格変動性が大きいことに鑑みて、レバレッジ取引が顧客の損失拡大につながる可能性があるとして説明している。また、MAS は、顧客資産保護の観点から、DPT サービス事業者がリテール顧客の DPT を他の顧客に貸し出すことを禁止することも提案した。

図表 3 DPT サービスに関する規制措置案

分野		概要
消費者 アクセス	リスク認識の評価	DPT サービス事業者は、リテール顧客にサービスを提供する前に、顧客が DPT のリスクを十分に認識しているかどうかを評価すること
	インセンティブ付与の制限	DPT サービス事業者は、リテール顧客や DPT サービスをリテール顧客に紹介する者に対して、インセンティブを付与しないこと
	借入を用いた DPT 取引の制限	DPT サービス事業者は、リテール顧客への信用供与やレバレッジ取引の提供を行わないこと、リテール顧客からのクレジットカード払いを受け付けないこと
企業行動	顧客資産の分離とリスク管理	DPT サービス事業者は、顧客と自社の資産が分離されることを確保すること、資産管理の方法とリスクについて書面で適切に顧客に開示すること
	利益相反の特定と軽減	DPT サービス事業者は、顧客との利益相反を特定・軽減するための効果的な方針と手続きを構築して実践すること
	DPT の上場とガバナンスに関する方針の開示	DPT 取引プラットフォーム事業者は、DPT の選定、上場、評価プロセスに関する方針と手続きを公表すること
	苦情への対応	DPT サービス事業者は、顧客の苦情に対応するための適切な方針と手続きを備えること
テクノロジーリスク (サイバーリスクを含む)の管理		DPT サービス事業者は、銀行を含む他の金融機関に適用されるテクノロジーリスク管理の要件を遵守すること
市場の健全性		DPT 取引プラットフォーム事業者は、DPT が公正、安全、透明に取引されるように効果的な体制、手続き、取り決めを備えること

(出所) MAS より野村資本市場研究所作成

MAS の一連の提案に対して、業界関係者からは厳格すぎるとの声が聞かれている。例えば、米大手暗号通貨取引所であるコインベースの共同創業者兼最高経営責任者であるブライアン・アームストロング氏は、2022 年 11 月に開催されたシンガポール・フィンテック・フェスティバルにおいて、DPT は他の金融サービスと同じように規制されるべきであり、不公平に取り扱われるべきではないと発言した¹⁵。他にも、シンガポール・ブロックチェーン協会は、リテール顧客の DPT 貸出禁止措置は過度に制限的であると主張した¹⁶。同協会は、DPT の貸出による金利収入の獲得は、DPT 投資の魅力の一つであると説明した上で、もしリテール顧客の DPT 貸出が禁止されれば、MAS に規制されていない海外の DPT サービス事業者（暗号通貨取引所）での取引を助長しかねないとの懸念を表明した。

MAS は、同コンサルテーション・ペーパーに対して業界関係者から提出された意見を集約しており、それに対する回答を 2023 年央までに公表する予定である。

IV 香港における暗号通貨取引の規制枠組みの構築

1. 仮想資産サービス事業者のライセンス制度の導入

香港においても、2017 年に ICO が拡大する中、デジタルトークンへの投資に高いリスクが伴うことが懸念されていた。そこで香港証券先物委員会（Securities and Futures Commission of Hong Kong、SFC）は、ICO に参加する投資家に警鐘を鳴らしていた。

SFC は 2018 年 11 月、仮想資産取引プラットフォーム事業者（virtual asset trading platform operator）等向けの規制枠組みに関する声明¹⁷を発出した。仮想資産（virtual asset）は、価値をデジタルに表象したものと定義され、暗号通貨のほか、セキュリティトークンや NFT を含むデジタルトークンが例示されている。SFC は、仮想資産が証券先物条例（Securities and Futures Ordinance）の下での有価証券または先物契約の定義に該当する場合、当該仮想資産及びその取引を提供するプラットフォームを規制・監督するものの、該当しない場合には規制・監督しないことを明らかにした。SFC は、2019 年 11 月に公表した仮想資産取引プラットフォームの規制に関する見解を表明するペーパー¹⁸において、セキュリティトークンに該当しない仮想資産のみを提供するプラットフォームについて、SFC が監督する権限を一切有していないことを強調した。

その後、SFC は 2020 年 11 月、仮想資産取引プラットフォームが有価証券に該当する仮想資産を 1 つでも提供する場合、証券先物条例の下での規制が当該プラットフォームの全ての活動に適用されることを明らかにした。その場合、仮想通貨取引プラットフォーム事業者は、証券取引（タイプ 1）と自動取引サービスの提供（タイプ 7）を行うためのライ

¹⁵ “Coinbase criticizes Singapore’s crypto regulations, urges city-state to embrace retail trading,” *CNBC*, November 4, 2022.

¹⁶ “Singapore’s Leading Crypto Group Opposes Proposed Ban on Lending Tokens,” *Bloomberg*, January 6, 2023.

¹⁷ Securities and Futures Commission, “Statement on regulatory framework for virtual asset portfolios managers, fund distributors and trading platform operators,” November 1, 2018.

¹⁸ Securities and Futures Commission, “Position paper: Regulation of virtual asset trading platforms,” November 6, 2019.

センスの取得が義務付けられる。ライセンス取得には、財務要件として、500万香港ドル¹⁹以上の払込資本金や300万香港ドル以上の純流動資産等が求められる。

また、香港政府の財務事務・庫務局（Financial Services and the Treasury Bureau、FSTB）は2020年11月、マネー・ローンダリング防止及びテロ資金供与対策条例（Anti-Money Laundering and Counter-Terrorist Financing Ordinance）の改正を通じて、仮想資産サービス事業者（virtual asset service provider）のライセンス制度を導入する旨のコンサルテーション・ペーパー²⁰を公表した。同ペーパーでは、香港で仮想資産取引プラットフォーム等の事業を行う全ての仮想資産サービス事業者に対して、取り扱う仮想資産が有価証券に該当するか否かに関係なく、業務内容に応じたライセンスをSFCから取得することを義務付けることが提案された。

FSTBの当該提案に対して業界関係者から理解を得られたことを受けて、マネー・ローンダリング防止及びテロ資金供与対策改正条例（Anti-Money Laundering and Counter-Terrorist Financing (Amendment) Ordinance 2022、AMLO）が2022年12月に可決され、2023年4月1日に施行される。AMLOに基づき、香港における全ての仮想資産サービス事業者は2023年6月1日以降、SFCからライセンスを取得することが必要となる。但し、それより前から仮想資産サービスを提供していた企業は、2023年6月1日から1年間、ライセンスなしで同サービスの提供を継続することが認められる。

これを受けて、SFCは2023年2月、仮想資産取引プラットフォーム事業者の規制要件に関するコンサルテーション・ペーパー²¹を公表した。同ペーパーでは、全ての仮想資産取引プラットフォーム事業者は、AMLOの下でのライセンス制度が適用されるものの、有価証券に該当する仮想資産を取り扱う場合、証券先物条例に基づくライセンスを別途取得することが義務付けられることが明確化された。SFCは、仮想資産の性質が変化した場合等に有価証券に該当することになる可能性に鑑みて、仮想資産プラットフォーム事業者に対して、AMLOに基づくライセンスと証券先物条例に基づくライセンスの両方を取得することを奨励している。

仮想資産取引プラットフォーム事業者のライセンスを取得した企業は、2023年3月末時点でOSLデジタル証券（OSL Digital Securities）とハッシュ・ブロックチェーン（Hash Blockchain）の2社となっている。

2. 一般個人投資家による仮想資産への投資の認可

香港では従前、金融事業者は、プロ投資家に対してのみ仮想資産関連商品の提供が認められていた。証券先物条例によると、プロ投資家には、法人・機関投資家のほか、投資資

¹⁹ 2023年4月11日時点の為替レートは、1香港ドル=17.03円。

²⁰ Financial Services and the Treasury Bureau, “Public Consultation on Legislative Proposals to Enhance Anti-Money Laundering and Counter-Terrorist Financing Regulation in Hong Kong,” November 3, 2020.

²¹ Securities and Futures Commission, “Consultation Paper on the Proposed Regulatory Requirements for Virtual Asset Trading Platform Operators Licensed by the Securities and Futures Commission,” February 20, 2023.

産総額が 800 万香港ドル以上の個人が含まれる。

世界的な動きとして一般個人投資家向けに提供される仮想資産関連商品が増加する中、仮想資産の業界関係者からの要望も踏まえて、SFC と香港金融管理局（Hong Kong Monetary Authority、HKMA）は 2022 年 1 月、金融事業者が伝統的な取引所に上場されている仮想資産関連商品を一般個人投資家に提供することを認める旨の共同通達²²を発出した。これにより、SFC に認可または登録された金融事業者は、顧客が仮想資産への投資に関する知識を有することを事前に評価すること等を条件として、仮想資産 ETF を一般個人投資家向けに提供することが可能となった。

SFC は 2022 年 10 月、仮想資産 ETF を香港で募集するための要件を明確化する通達²³を発出した。仮想資産ETFがSFCにより認可されるためには、ユニットトラスト及びミューチュアルファンドに適用される要件が満たされることに加えて、運用会社によるこれまでの規制遵守の実績や 3 年以上の ETF 運用経験が求められる。仮想資産 ETF の商品性に関して、国際的な歩調を合わせる観点から、組入資産は伝統的な先物取引所で取引されている仮想資産（暗号通貨）先物だけが認められ、当初対象となるのはシカゴ・マーカンタイル取引所（CME）で取引されているビットコイン先物とイーサ先物のみである。

香港に本拠を置く運用会社である CSOP アセット・マネジメントは 2022 年 12 月、アジア初の仮想資産先物 ETF として CSOP Bitcoin Futures ETF と CSOP Ether Futures ETF を香港取引所に上場させた。また、韓国に本拠を置くサムスン・アセット・マネジメントは 2023 年 1 月、Samsung Bitcoin Futures Active ETF を上場させた（図表 4）。他にも、韓国本拠のミレーアセット・グローバル・インベストメントが仮想資産先物 ETF の上場を申請しているようである²⁴。

こうした動き以外にも、一般個人投資家の仮想資産への直接投資を可能にする議論が進められている。SFC は、2023 年 2 月に公表した前述のコンサルテーション・ペーパーにおいて、仮想資産取引プラットフォーム事業者による一般個人投資家向けのサービス提供を

図表 4 香港取引所に上場されている仮想資産先物 ETF

	CSOP Bitcoin Futures ETF	CSOP Ether Futures ETF	Samsung Bitcoin Futures Active ETF
上場日	2022年12月16日	2022年12月16日	2023年1月13日
運用会社	CSOPアセット・マネジメント	CSOPアセット・マネジメント	サムスン・アセット・マネジメント
売買単位	100口	100口	50口
信託報酬	1.99%	1.99%	0.89%
純資産総額	2,927万米ドル	1,136万米ドル	309万米ドル

(注) 純資産総額は 2023 年 4 月 6 日時点。

(出所) 各社ウェブサイトより野村資本市場研究所作成

²² Securities and Futures Commission and Hong Kong Monetary Authority, “Joint circular on intermediaries’ virtual asset-related activities,” January 28, 2022.

²³ Securities and Futures Commission, “Circular on Virtual Asset Futures Exchange Traded Funds,” October 31, 2022.

²⁴ “Hong Kong funds seek approval for crypto-linked retail ETFs,” *Nikkei Asia*, December 6, 2022.

図表 5 仮想資産取引を行う一般個人投資家向け保護措置案

要件	概要
適合性評価	<ul style="list-style-type: none"> プラットフォーム事業者は、サービス提供前に顧客のリスク許容度とリスク特性を評価し、仮想資産の取引に適しているか否かを判断すること プラットフォーム事業者は、顧客の財務状況等を考慮し、顧客毎に投資上限額を設定すること
ガバナンス	<ul style="list-style-type: none"> プラットフォーム事業者は、取り扱う仮想資産を承認及び評価する委員会を設置すること 同委員会は、リテール顧客に提供されている仮想資産の詳細等について、月1回以上の頻度で取締役会に報告すること
仮想資産の承認基準と精査	<ul style="list-style-type: none"> プラットフォーム事業者は、仮想資産が規模、流動性、技術的側面、市場リスク、法的リスク等の承認基準を満たしているかを合理的に精査すること リテール顧客に提供される仮想資産は、独立した2社以上のインデックス・プロバイダーにより公表される2つ以上の指数に含まれているものであること
情報開示	プラットフォーム事業者は、取り扱う仮想資産の価格、取引量、特徴、開発者等についての情報を十分に開示すること

(出所) SFC より野村資本市場研究所作成

認めることを提案した。SFC は、その理由について、もし一般個人投資家の仮想資産への投資を認めなければ、規制されていない仮想資産取引プラットフォームに資金が流れる恐れがあると説明している。

SFC は、一般個人投資家の仮想資産取引を認める一方で、いくつかの投資家保護措置を提案した。仮想資産取引プラットフォーム事業者が遵守すべき要件として、顧客の口座開設前に適合性評価を実施すること、仮想資産が承認基準を満たすか否かを精査した上で提供すること、取引される仮想資産についての十分な情報開示を行うこと、が挙げられている(図表 5)。なお、SFC は、2023 年 3 月末までに提出された同コンサルテーション・ペーパーに対する意見を踏まえて、投資家保護措置の内容を固める予定である。

V シンガポールと香港におけるステーブルコインの規制整備

シンガポールと香港では 2022 年以降、ステーブルコインの規制整備も進められている。ステーブルコインは、FSB によると、特定の資産または資産プールに対して安定した価値を維持することを目的とした暗号通貨と定義される。ステーブルコインに対する規制の必要性が認識され始めた背景には、前述の通り、ステーブルコイン発行量の増加に伴って既存の金融システムへの影響力が高まっていることがある。また、ステーブルコインに対する規制導入に拍車をかけた要因として、テラショックが挙げられる。アルゴリズムによってコインの流通量を調整する無担保型ステーブルコインのテラ USD は米ドルに 1:1 のレートでペッグしていた。しかし、2022 年 5 月にテラ USD のアルゴリズムが正常に機能しなかったことで、米ドルとのペッグを維持できなくなり、価格が暴落した。その結果、他のステーブルコインの信頼も低下するとともに、暗号通貨市場全体の価格下落につながった。

以下では、シンガポールと香港で議論されているステーブルコインの規制枠組みについて整理する。

1. シンガポールにおけるステーブルコインの規制枠組み

シンガポールではこれまで、ステーブルコインは決済サービス法の下で DPT の一種として取り扱われてきた。しかし、MAS は、同法に基づく既存の規制枠組みでは、信頼性のあるステーブルコインの開発を十分に支援することができないと判断し、2022 年 10 月にステーブルコイン関連活動に対する規制アプローチに関するコンサルテーション・ペーパー²⁵を公表した。

MAS は、決済サービス法の下で規制されるサービスとして、新たにステーブルコイン発行サービスを追加することを提案した。同サービスの対象となるのは、シンガポール国内で発行される単一通貨ペッグ・ステーブルコイン（single-currency pegged stablecoin、SCS）のみであり、それ以外のステーブルコインは DPT に対する既存の規制が適用される。MAS は、SCS のみをステーブルコイン発行サービスの対象とする理由について、バスケット通貨やコモディティ等の他の資産にペッグするステーブルコインよりも支払い・決済向けのユースケースが多いと説明している。当初発行が認められるのは、シンガポールドルまたは G10 通貨²⁶にペッグする SCS のみである。

MAS は、決済サービス法の下で規制される SCS に共通のラベルを付与し、他のステーブルコインと区別することを提案している。ラベルの候補として、「規制ステーブルコイン（regulated stablecoin）」、「適格ステーブルコイン（qualifying stablecoin）」、「安全に裏付けされたステーブルコイン（securely-backed stablecoin）」が挙げられている。

決済サービス法の下で SCS を発行できるのは、ノンバンクと銀行である。ノンバンクは資産プールに裏付けされたトークンとして、銀行は負債に裏付けされたトークンとして SCS を発行することが認められる。ノンバンクは、自身が発行する SCS の流通額が 500 万シンガポールドル以下であれば標準決済機関ライセンス、当該金額を上回る場合には大規模決済機関ライセンスの取得が必要となる。大規模決済機関ライセンスを取得する SCS 発行体は、マネー・ローンダリング防止及びテロ資金供与対策やテクノロジーリスクへの対応を含む追加要件を満たすことが求められる（図表 6）。

SCS を発行する銀行は、銀行法の下で求められる自己資本、流動性、マネー・ローンダリング防止及びテロ資金供与対策、テクノロジーリスク管理等の要件を満たしていれば、決済サービス法に基づくライセンスの取得が免除される。また、銀行は、他の資産から分離された準備資産を裏付けとして SCS を発行することも認められるが、その場合には、大規模決済機関ライセンスを取得するノンバンクと同じ追加要件が適用される。

MAS は、同コンサルテーション・ペーパーに対して業界関係者から提出された意見を集約しており、それに対する回答を 2023 年央までに公表する予定である。

²⁵ Monetary Authority of Singapore, “Consultation Paper on Proposed Regulatory Approach for Stablecoin-Related Activities,” October 26, 2022.

²⁶ G10 通貨とは、米ドル、ユーロ、英ポンド、日本円、豪ドル、ニュージーランドドル、カナダドル、スイスフラン、ノルウェークローネ、スウェーデンクローナを指す。

図表 6 大規模決済機関ライセンスを取得する SCS 発行体に適用される追加要件

要件	概要
マネー・ロンダリング防止及びテロ資金供与対策	発行体は、DPTサービス事業者や銀行に適用されるマネー・ロンダリング防止及びテロ資金供与対策の現行基準を遵守すること
テクノロジーリスク（サイバーリスクを含む）管理	発行体は、DPTサービス事業者や銀行に適用されるテクノロジーリスク管理の現行基準を遵守すること
準備資産の確保	<ul style="list-style-type: none"> 発行体は、準備資産として、SCS流通額の額面100%に相当する現金・現金同等物、短期国債等（ペッグする通貨建て）を保有すること 準備資産は日次で時価評価、月次で開示、年次で監査されること 準備資産は認可金融機関で保管されること
額面での償還	発行体は、投資家が額面での償還請求権を有すること及びいつでも償還請求できる旨を開示すること
情報開示	発行体は、SCSの特徴やリスク、発行体の義務、投資家の権利等に関する情報を開示するためのホワイトペーパーをウェブサイト上で公表すること
健全性	<ul style="list-style-type: none"> 発行体は、①100万シンガポールドルまたは営業費用6か月分のいずれか大きい額の資本金、②営業費用6か月分または再建・事業縮小に必要な費用のいずれか大きい額の流動資産、を有すること 発行体は、リスク増大につながる他の活動を行わないこと

（出所）MAS より野村資本市場研究所作成

2. 香港におけるステーブルコインの規制枠組み

香港の中央銀行である HKMA は、仮想資産やステーブルコインの取引が世界的に拡大する中、金融システムの安定性への影響を考慮して適切に規制する必要があると判断し、2022年1月に仮想資産とステーブルコインに関するディスカッションペーパー²⁷を公表した。HKMA は、ステーブルコインが決済手段として広く受け入れられるようになったという認識の下、①ステーブルコインを用いた決済の健全性、②ステーブルコインの利用が拡大した場合の銀行をはじめとする金融機関経営の安定性、③香港ドルに裏付けされたステーブルコインの取引が金融政策に及ぼす影響、④ステーブルコイン利用者の保護、等の観点で潜在的なリスクがあると見ている。そこで、HKMA は、規制されるべきステーブルコインの種類や取引、規制の方法や対象者等について業界関係者からの意見を募集した。最終的に、同ディスカッションペーパーに対して 58 件の意見が提出され、ステーブルコインに対する規制導入について総じて支持が得られた。

HKMA は 2023 年 1 月、業界関係者の意見を参考にして、ステーブルコインの規制に関する方針を公表した²⁸。HKMA は、ステーブルコインを規制するに当たり、リスクベースのアプローチを採用することとした。まず規制対象となるのは、単一または複数の法定通貨にペッグするステーブルコインであり、その理由として、金融市場の安定性を脅かすリスクが高いと説明されている。規制される主な活動として、ステーブルコインのガバナンス、発行、安定化、ウォレットが挙げられている（図表 7）。HKMA からライセンスの取得を求められるのは、香港において規制活動または一般消費者向けにそのマーケティング

²⁷ Hong Kong Monetary Authority, “Discussion Paper on Crypto-assets and Stablecoins,” January 12, 2022.

²⁸ Hong Kong Monetary Authority, “Conclusion of Discussion Paper on Crypto-assets and Stablecoins,” January 31, 2023.

図表 7 HKMA のステーブルコインに対する規制方針

	概要
規制される 主な活動	<ガバナンス> 対象となるステーブルコインに関するルールの確立と維持 <発行> 対象となるステーブルコインの発行、創造、破壊 <安定化> 対象となるステーブルコインの安定化と準備資産の管理 <ウォレット> 対象となるステーブルコインの利用者向け暗号鍵保管サービスの提供
ライセンスが 必要な法人	<ul style="list-style-type: none"> ・香港において規制活動または一般消費者向けにそのマーケティングを行う法人 ・香港ドルの価値にペッグするステーブルコインに関する規制活動を行う法人 ・公益への影響力の大きさという観点から当局が規制すべきと判断する法人
主な規制原則	<包括的な規制枠組み> 所有権、ガバナンス及び管理、財務リソース要件、リスク管理、マネー・ローンダリング防止及びテロ 資金供与対策、利用者保護、定期監査及び開示要件等に関する適切な規制要件を導入予定 <準備資産の確保と額面償還> <ul style="list-style-type: none"> ・準備資産の価値は、常時ステーブルコインの流通額の価値を満たすべき ・準備資産は、高い質と流動性を伴うべき ・アービトラージまたはアルゴリズムに基づいて価値が変動するステーブルコインは対象外とすべき ・ステーブルコインの保有者が、合理的な期間内に額面での償還を請求できるようにすべき <事業の制限> 規制される法人は、ライセンス上認められる主要事業から逸脱した活動を行うべきではない

(出所) HKMA より野村資本市場研究所作成

を行う法人や香港ドルの価値とペッグするステーブルコインに関する規制活動を行う法人等である。

HKMA は今後、ステーブルコインに対する規制の導入に当たって、新たな条例を制定するのか、既存の条例を改正する形で対応するのか検討するとともに、規制のより詳細な内容について業界関係者からの意見を踏まえた上で、2024 年までに規制枠組みを導入することを目指している。

VI 異なるアプローチでのデジタル資産市場の振興

これまで見てきた通り、世界的な暗号通貨市場の混乱を背景として、シンガポールと香港では暗号通貨の規制整備が積極的に進められてきた。但し、シンガポールは暗号通貨取引所による一般個人投資家向けのサービス提供を制限する一方で、香港は投資家保護の確保を前提として一般個人投資家向けのサービス提供を緩和する方針であり、規制のスタンスに明確な違いが見られる。

こうした中、香港において暗号通貨関連事業を開始することに関心を持つ企業が増加しており、FSTB によると、2023 年 3 月までに 80 社以上から照会を受けたようである²⁹。また、アジアにおける主要事業拠点をシンガポールから香港に移転することを計画している

²⁹ “Hong Kong’s Crypto Pivot Stirred an ‘Overwhelming’ Response, One of Its Top Official Says,” *Bloomberg*, March 21, 2023.

暗号通貨事業者もあり、例えば、セシエルに本拠を置く暗号通貨取引所のフオビ（Huobi）やフランスを本拠とする暗号通貨データプロバイダーであるカイコー（Kaiko）が挙げられる³⁰。今後、SFCが2023年3月末まで実施したパブリック・コンサルテーションを経て、一般個人投資家の暗号通貨取引に関する規制がより具体化されれば、香港に拠点を置くことを検討する暗号通貨事業者がさらに増加する可能性がある。なお、中国政府は、香港が仮想資産のグローバルハブになる目標に向けた取り組みを支持しているとの報道もある³¹。

他方、シンガポールは、一般個人投資家の暗号通貨取引には慎重な姿勢を強める一方で、ブロックチェーン技術の有用性は重視しており、デジタル資産市場の発展に向けて積極的に取り組んでいる。例えば、MASは2022年5月以降、資産トークン化のユースケースを拡大するため、金融業界と連携している³²。

以上のように、香港はデジタル資産の中で暗号通貨に特に前向きな姿勢であるのに対し、シンガポールは暗号通貨以外のデジタル資産を推進しており、アプローチの違いが見られる。今後、両都市が各々のアプローチに基づいてデジタル資産市場を振興させ、金融イノベーションの促進を通じて国際金融センターとしての地位をさらに向上させることができるか、注目される。

³⁰ “Justin Sun to move crypto exchange Huobi’s Asia HQ to Hong Kong,” *Nikkei Asia*, February 20, 2023; “Hong Kong Lures Data Provider Kaiko in Its Push to Build Crypto Hub,” *Bloomberg*, March 17, 2023.

³¹ “Hong Kong’s Crypto Hub Ambitions Win Quiet Backing From Beijing,” *Bloomberg*, February 21, 2023.

³² MASは2022年11月、DBS銀行、米JPモルガン、日本のSBIデジタルアセットホールディングスが、シンガポール国債、日本国債、シンガポールドル、円をトークン化して、それぞれを取引するパイロット・プロジェクトを実施したことを公表した。