

デジタル・カレンシー/ファイナンス・ワークショップ ～暗号資産(仮想通貨)関連の金融法について～

2021年1月9日

東京大学大学院法学政治学研究科特任教授

三井秀範

暗号資産(仮想通貨)の種類

ビットコイン型

- 発行者がない。
- それ自体の本源的価値(Fair Value) を想定しにくい
- 保有する経済価値をどう想定するか？
- 投資か？ 仮に投資だとすると、どういうリスク・リターンを期待・想定しているか？

I C Oトークン型

- 発行者が存在する。
- トークンの本源的価値は、どう計算するか？ 発行者の得る期待キャッシュフローを基礎に、発行者がそのキャッシュフローをトークン保有者に対してどう分配するか依存する。
- トークンの保有価値は、発行者に対する権利の有無及び権利内容に依存する。ただし、有価証券と異なり、株式、社債等の会社法上の権利のように法定されていない。発行者がホワイトペーパー等で自由に定め得るが、それは権利化か？ 権利である場合、それはどのような権利か？

ICOトークンの類型

〔極めて大雑把
に言うと、〕

➤投資型

トークン保有者が、トークン発行者に対して、株式などに似た権利を持つもの

➤財・サービスの購入手段

トークン保有者が、そのトークンを用いて、トークン発行者やそのグループから、財・サービスの提供を受けることができるもの

➤寄付型

トークン発行者の行う事業等に共感した者が、いわば、寄付のような感覚で、金銭や暗号資産を払い込んで、トークンを取得するもの。（それに対する対価として収益期待や財・サービスの提供を期待していない。）

暗号資産の取扱い【資金決済法】

資金決済法上の暗号資産の定義（資金決済法 2 条 5 項）

① 以下のすべての性質を有する財産的価値

a. 不特定の者に対して代価の弁済に使用でき、かつ、不特定の者を相手に法定通貨と相互に交換できる

b. 電子的に記録され、移転できる

c. 法定通貨または法定通貨建ての資産ではない

② 不特定の者を相手に上記①と相互に交換できる財産的価値（上記 b ・ c を満たすもの）

③ 令和元年資金決済法改正（資金決済法 2 条 5 項ただし書き）

→ 金商法 2 条 3 項に規定する電子記録移転権利を表示するものでないこと

令和元年改正金融商品取引法～暗号資産(仮想通貨)

Initial Coin Offering (I C O)

= 集団投資スキームによる資金調達であって、
払い込みを暗号資産で行う。

→ 発行されるものは「トークン」 = **1 項有価証券**

= **発行者**は、**自己募集**を行うと、**第 2 種金融商品取引業**

発行された**トークン**の**売買、取次等**を業として行う者

= **第 1 種金融商品取引業者**

仮装通貨・暗号資産に係る令和元年の法改正のポイント

金融商品取引法の改正(令和元年)

- ① **暗号資産は、集団投資スキーム持分**の第1の要件である「権利を有する者が**金銭等**を出資または拠出すること」における「**金銭**」とみなされる。
 - 「**電子記録移転権利**」＝金商法第2条第3項「有価証券の募集」とは、・・・(第2条第2項)各号に掲げる権利(電子情報処理組織を用いて移転することができる財産的価値(電子機器その他のものに電子的方法により記録されるものに限る。)に表示される場合(流通性その他の事情を勘案して内閣府令を定める場合を除く。))と定義される。
 - 開示規制の適用については、2項有価証券(集団投資スキーム)としてではなく、流通性の高い1項有価証券として開示規制の対象となる(金商法第3条第3号ロ)
 - (参考)金融商品取引業を定義する**2条8項1号の有価証券の売買等**についても、暗号資産は**金銭とみなされる**(金商法2条の2)
- ④ **金融商品に暗号資産を追加し、金融商品取引法のデリバティブ規制を及ぼす。**
(金商法2条24項3号の2)
- ⑤ **暗号資産の売買やデリバティブ取引**に関して**詐欺的行為、風説、偽計、相場操縦の禁止規定**を創設(金商法6章の3)

令和元年の仮想通貨(暗号資産)に関する法改正の概要(金融庁「仮想通貨研究会報告(概要)」)

仮想通貨交換業者を巡る課題への対応

◆仮想通貨の流出リスク等への対応

- オンラインで秘密鍵を管理する顧客の仮想通貨相当額以上の純資産額及び弁済原資(同種・同量以上の仮想通貨)の保持を義務付け
- 顧客の仮想通貨返還請求権を優先弁済の対象とする仕組みを整備
- 財務書類の開示を義務付け

◆業務の適正な遂行の確保

- 取引価格情報の公表を義務付け
- 投機的取引を助長する広告・勧誘を禁止
- 自主規制との連携(自主規制規則に準じた社内規則を策定していない自主規制機関未加入業者の登録拒否・取消し)

◆問題がある仮想通貨の取扱い

- 利用者保護や業務の適正かつ確実な遂行に支障を及ぼすおそれがある仮想通貨の取扱いを禁止
- 取り扱う仮想通貨の変更を事前届出に見直し

仮想通貨証拠金取引等への対応

◆証拠金取引であることを踏まえた対応

- 外国為替証拠金取引(FX取引)と同様に業規制の対象とし、不招請勧誘の禁止などの行為規制を適用
- 仮想通貨の価格変動の実態を踏まえ、適切な証拠金倍率の上限を設定

◆仮想通貨の特性等を踏まえた追加的な対応

- 仮想通貨に特有のリスクに関する説明を義務付け
- 最低証拠金を設定

◆仮想通貨信用取引への対応

- 仮想通貨証拠金取引と同様の機能・リスクを有することを踏まえ、同様の規制を適用

ICO (Initial Coin Offering) への対応

様々な問題への指摘が多い一方で、将来の可能性への指摘も踏まえつつ、規制を整備

◆投資性を有するICOへの対応

- 仮想通貨による出資を募る行為が規制対象となることを明確化
 - ICOトークンの流通性の高さや投資家のリスク等を踏まえて、以下のような仕組みを整備
 - ・50名以上に勧誘する場合、発行者に公衆縦覧型の発行・継続開示を義務付け
 - ・仲介業者を証券会社と同様の業規制の対象とし、発行者の事業・財務状況の審査を義務付け
 - ・有価証券と同様の不公正取引規制*を適用
- * インサイダー取引規制は、今後の事例の蓄積等を踏まえて検討
- ・非上場株式と同様に一般投資家への勧誘を制限

◆その他のICOへの対応

- ICOトークンを取り扱う仮想通貨交換業者に、事業の実現可能性等に関する情報提供を義務付け

◆仮想通貨の不公正な現物取引への対応

- 不正行為・風説の流布等・不当な価格操作を、行為主体を限定せずに禁止
- 仮想通貨交換業者に、取引審査を義務付けるとともに、未公表情報に基づく利益を図る目的での取引を禁止

◆仮想通貨カストディ業務への対応

- 業規制の対象とし、仮想通貨交換業者に適用される顧客の仮想通貨の管理に関する規制を適用

◆業規制の導入に伴う経過措置

- 仮想通貨証拠金取引等への業規制の導入に際し、経過措置を設ける場合には、経過期間中の業務内容の追加等を禁止

◆法令上の呼称の変更

- 国際的な動向等を踏まえ、「仮想通貨」の呼称を「暗号資産」に変更

暗号資産に関する私法上の問題

A) 所有権

- a. 有体性がない。
- b. 排他的支配性？？？



所有権は観念できない？

B) 財産権

いかなる権利か？

⇐ 民事執行の方法？？？

C) 財産的価値

- a. 資金決済法
- b. 金融商品取引法
- c. 信託法→信託の対象

【海外】

「無体動産」概念も。

(米国UCC)

“general intangible”

(一般無形資産)

【実務】

機能：

資金決済の媒体

支払の対価

投資・投機の対象

その他の機能

< 金融分野におけるプラットフォーム規制 >

～金融仲介サービス法制～

スマホで、オンラインで、モノ・サービス取引とともに、銀行・保険・証券取引もできる世の中に。

➡ 業態ごとの縦割り規制から、横断的な金融仲介サービス法制へ。



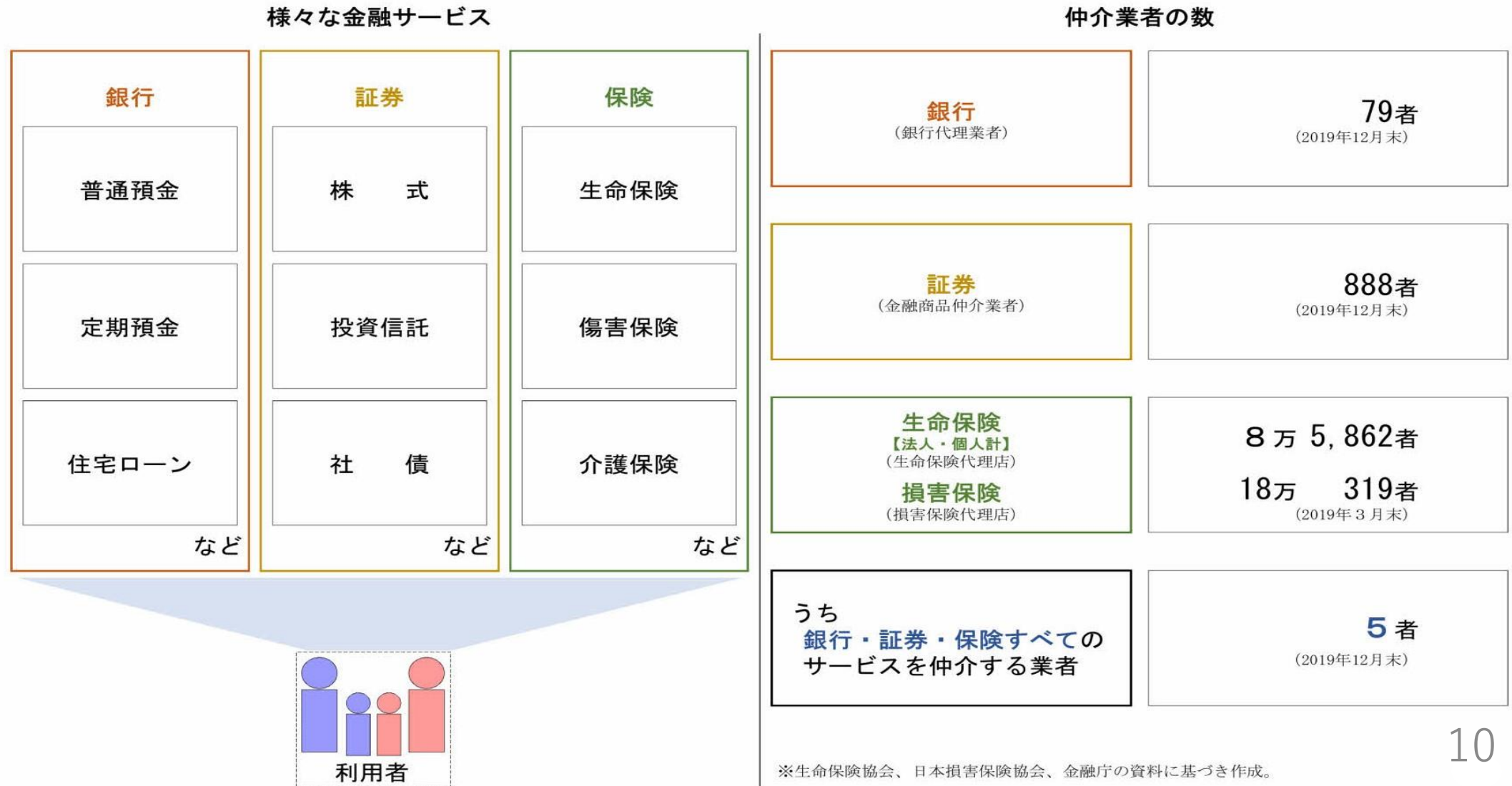
新「金融仲介サービス業」の特色

- 『所属制』が外れる
- 兼業規制がない。
- スマホ等、オンラインでのサービス提供を念頭

(論点) FinTechやベンチャーな事業者を念頭におくか、それとも、GAFAのような巨人を念頭に置くか？

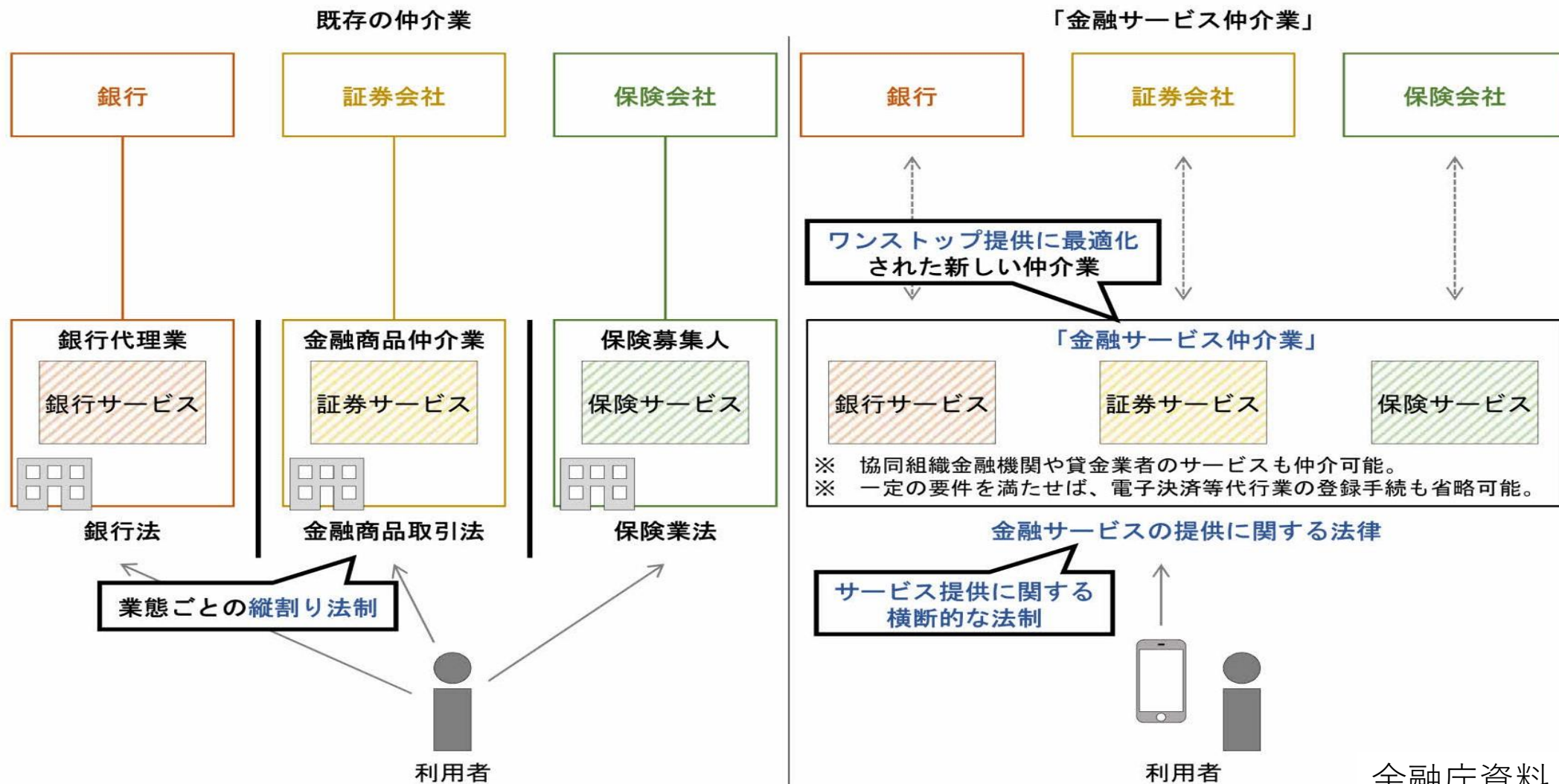
横断的な金融サービス仲介業の制度創設の背景・経緯

- 情報通信技術の発展により、オンラインでの金融サービスの提供が可能になった。また、就労や世帯の状況が多様化する中、利用者が、様々なサービスの中から自身に適したものを選択しやすくすることは重要。
- 他方、現在、銀行・証券・保険すべてのサービスをワンストップで利用者に提供する仲介業者は5者のみ。



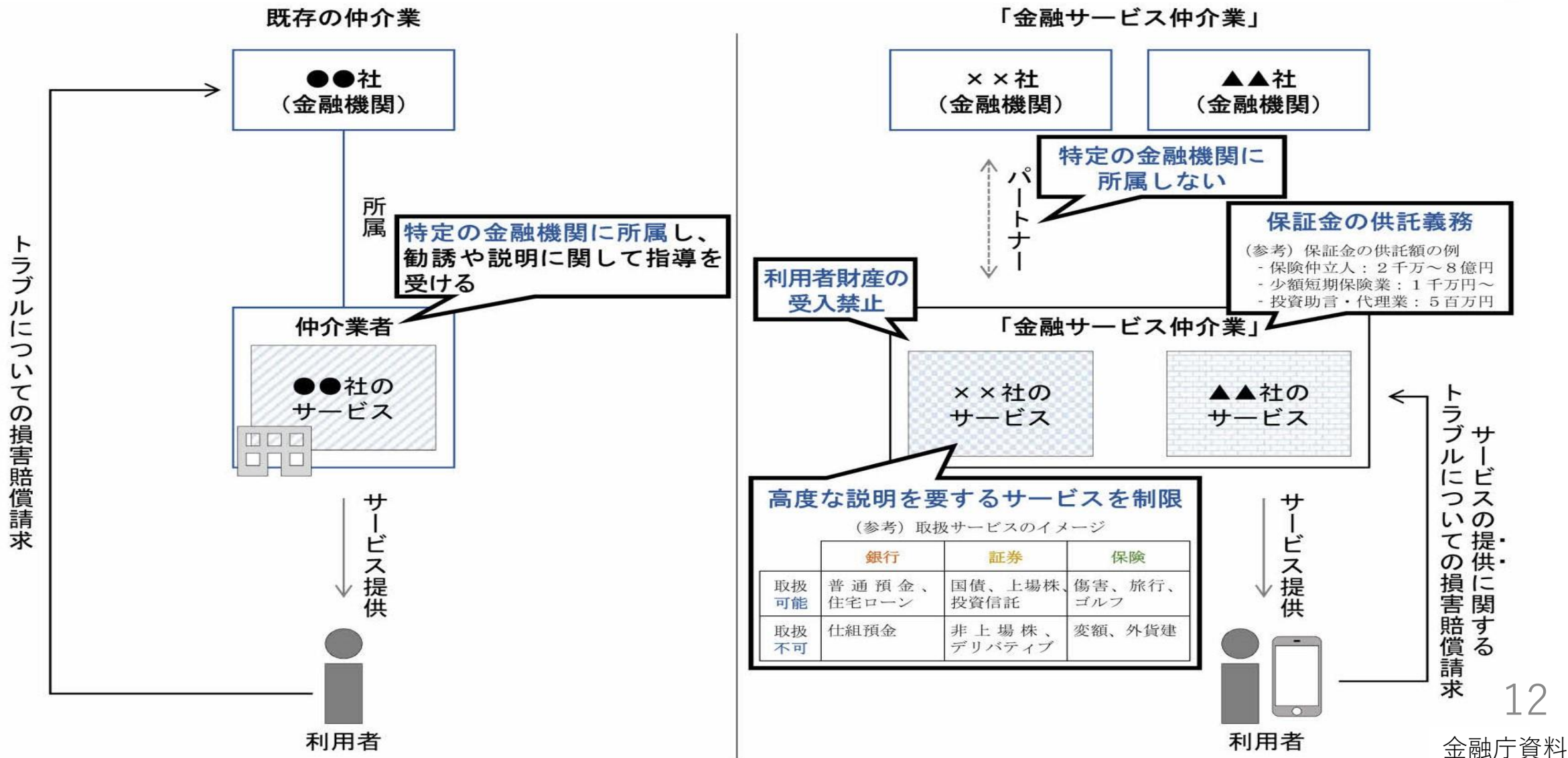
「金融サービス仲介業」の創設

- 金融商品販売法を金融サービスの提供に関する法律に改称し、「金融サービス仲介業」を創設。
- 業態ごとの縦割りだった既存の仲介業と異なり、1つの登録で銀行・証券・保険すべての分野のサービスを仲介可能とするなど、ワンストップ提供に最適化。



金融サービス仲介業：利用者保護のための主な規制

- 様々なサービスを取り扱えるよう、金融サービス仲介業には、**特定の金融機関への所属を求めない**。
- 代わりに、**取扱可能なサービスの制限**や**利用者財産（サービス購入代金など）の受入禁止**、**保証金の供託義務**により利用者保護を図る。



金融サービス仲介業：その他の規制

- 金融サービスの仲介を行う場合に利用者保護等のために必要となる規制は、銀行分野・証券分野・保険分野で異なることがある。
- 金融サービス仲介業については、取り扱うサービスの分野に応じ、必要な規制を過不足なく適用する。

金融サービス仲介業の規制

	銀行分野 [預金受入・貸付・為替取引]	証券分野 [有価証券売買・投資信託直販]	保険分野 [保険引受]
共通の規制	○ 健全かつ適切な運営を確保するための措置（顧客に対する情報提供、顧客情報の適正な取扱い等） ○ 誠実義務 ○ 金融機関から受け取る手数料等の開示 ○ 名義貸しの禁止 ○ 標識の掲示		
分野に応じた規制	+ ○ 情実融資の媒介の禁止 ※ 金融サービス仲介業者が貸金業者の貸付を媒介する場合について、誇大広告禁止や取立て行為規制を措置。	+ ○ インサイダー情報を利用した勧誘の禁止 ○ 損失補填の禁止 ○ 顧客の注文の動向等の情報を利用した自己売買の禁止	+ ○ 自己契約の禁止 ○ 告知の妨害の禁止 ○ 不適切な乗換募集の禁止

(詳細は、今後、政令・内閣府令で。)

- ①利用者保護の側面
- ②市場のIntegrity、透明性・公正性の確保の側面
- ③システム全体の健全性確保の側面
- ④競争政策的の側面

※ 上記のほか、監督規定や、認定金融サービス仲介業協会及び裁判外紛争解決制度に関する規定を整備。

プラットフォームビジネスと金融システム

<問題意識>

マーケットシェアが特に大きく市場支配力のあるプラットフォーム、小規模な(or零細ベンチャー的)プラットフォームとは、規制の哲学が異なり、規制内容も変える必要があるのではないか？

【大規模プラットフォームの例】

リブラ(Libra)構想 ← Facebook

アリババ・グループ

アント・フィナンシャル

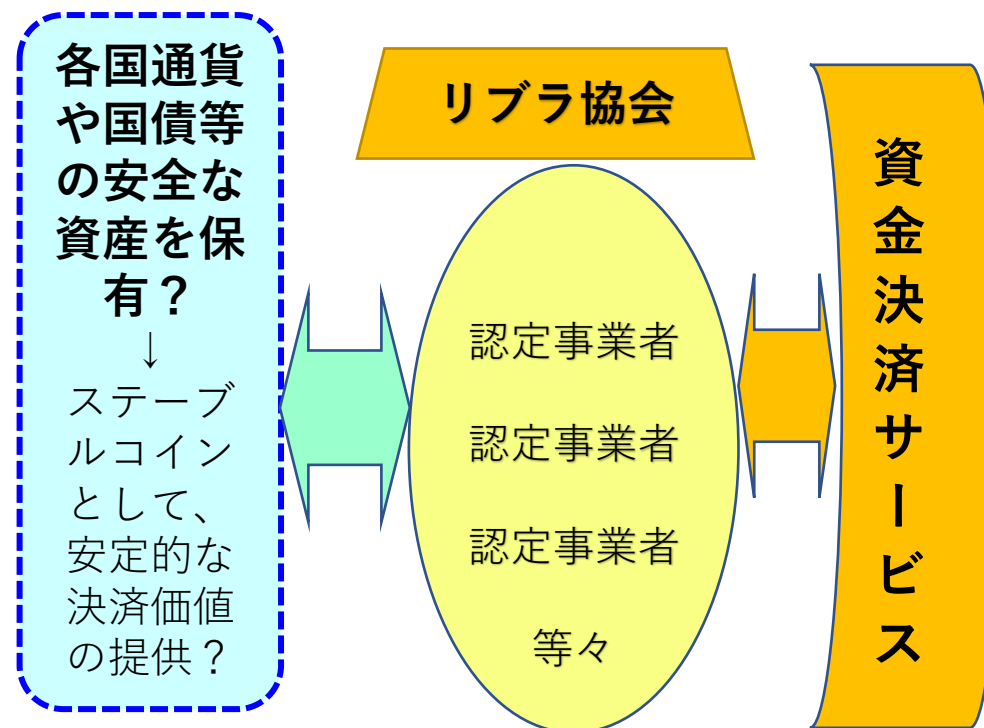
テンセント

...

...

VISA、マスターカード、Paypal など

リブラ構想



Libraを巡る金融規制の上の議論

なぜ、他の暗号資産に比し、Libra構想が各国規制当局から強い問題意識をもって捉えられるのか？

cf. 各国規制当局の挙げる「Libra」構想の問題点

通貨主権、国際通貨システムとの関係

為替やリブラリザーブを行使する金融資産の市場への影響

金融政策の有効性、金融の安定、安全な決済システム維持

消費者保護上の問題

マネーロンダリング&テロ資金供与対策上の懸念

データ保護上の懸念

税制面からの課題、競争政策上の問題、法執行の有効性の懸念

リブラ協会のガバナンス

等々

Libraを巡る金融規制の上の技術的な問題

I. 資産と負債のミスマッチ

a. 負債サイド＝暗号資産 ⇐ 決済として用いることを想定？

いつでも引き出し可能？

b. 資産サイド＝各国通貨建て資産 ⇐ いかなる資産？ 流動性は？

⇐ 銀行預金や短期国債で裏付けと表明

cf. Tether(テザー)：資産サイドはドル資産と表明

➡ 市場からの評価は？

II. Libra：決済プラットフォームとして提供。➡ Contagionの可能性

III. (結果的に)信用創造にならないか？

⇐ 暗号資産プラットフォームの特徴

プラットフォーム上の各種プロジェクトに参加できたり、各種サービスの提供を受けられるケースあり。

Proposal for “Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Crypt-assets (MiCA),” (2020 September 24)

Libraの複合的な性格：金融・商業の融合したプラットフォームビジネス

法形式に着目⇒ 巨大かつ多国籍の集団投資スキーム

資金運用業に対する規制と同様な規制

ie. 情報格差の是正、市場に対する影響を考慮した規制

大規模な資金移動業→相手方に資金が確実に届くことを確保する規制

機能面に着目⇒ 法定通貨類似、信用創造機能？

→マクロ金融・経済政策との整合性の確保 価値の保存機能？ 貯蓄機能？

<EUの提案(昨年9月)>

リブラのようなステーブルコインを含む各種の暗号資産に対して包括的規制案を提示。

複層構造の規制体系

- ① 単一又は複数の通貨(為替)での短期安全資産に運用するという集団投資スキーム的な部分に着目して、資産運用についての規律、持分の募集とディスクロージャーについての規律
- ② ディスクロージャーについては、証券の募集等におけるディスクロージャー規制に相当するものをICOに適合した形で改めて規律
- ③ 決済手段として用いられることを踏まえた規律
- ④ 規模や複雑性に着目して規制主体を切り分ける

金融法と情報法

銀行法

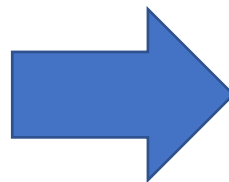
保険業法

金融商品
取引法

資金決
済法

・ ・ ・
・ ・ ・

情報法



金融事業者法	市場法
--------	-----

情報法 ・ 競争法

Dataに関するルール整備の動き～EUのGDPR～

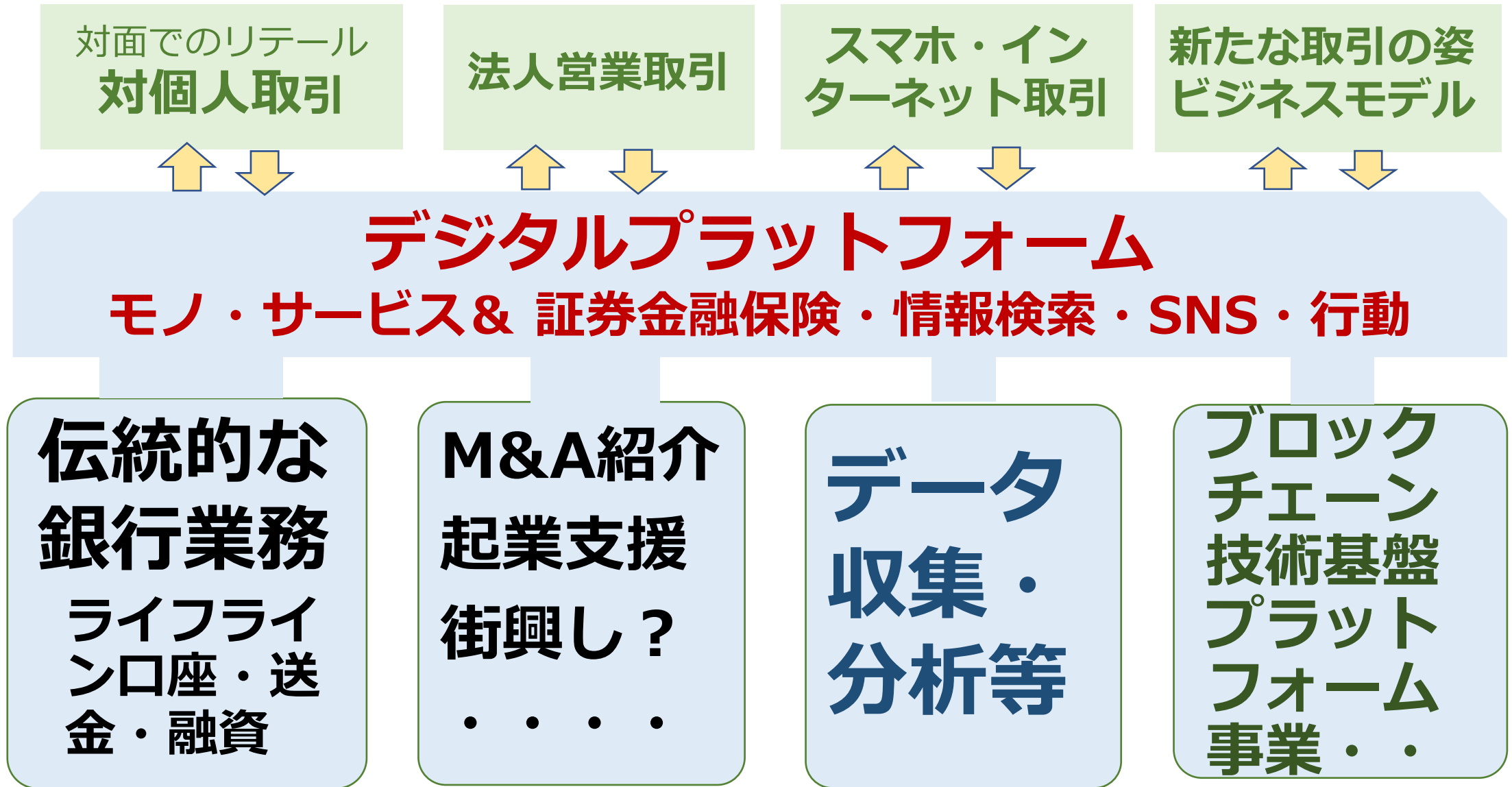
一般データ保護規則（GDPR：General Data Protection Regulation）

- a. EU域外からの行為に対する同法の域外適用
- b. 高額の制裁金
最大で違反事業者の全世界での年間売上高の4%（2,000万ユーロを下回る場合には、2,000万ユーロ）
- c. 個人データの収集・利用に際してその個人の明確な同意が必要
- d. 個人のデータポータビリティに関する権利を明記



- ① 事業者等に自ら提供した個人データを本人が再利用しやすい形式で受け取る権利
- ② 技術的に実行可能な場合には別の事業者等に対して直接個人データを移行させる権利

プラットフォーム型総合金融サービスのビジネスモデル？



新たな枠組み

- (i) デジタル・トランスフォーメーションが進展する現代の金融ビジネスにおいて、業態別に業務範囲を区切った上で、エンティティに着目し、プルーデンス政策、利用者保護、競争政策的配慮を含めた全てを縦割りに規制する方法が効率的かつ効果的か？
- (ii) むしろ、ファンクション(機能)に着目し、例えば、銀行サービスを例にとれば、決済、与信、価値貯蔵、金融投資といった、銀行業を構成する各サービス毎に、各々の機能に着目し、規制体系に適切に位置付けるアプローチが必要ではないか？

(iii) 新たなアプローチにおいては、

- ファンクション(機能)に着目した規制体系とする。
- 金融取引におけるデータの重要性に照らし、インターネットを使ったデジタル化された情報のやりとりの「場」にも着目し、“情報法”として横断的に捉える。
- GAFA、BATの台頭を踏まえ、競争を通じて最良のサービスが提供され、産業の革新やダイナミズムが持続・向上するような最適な市場構造の維持・確立を目指す。
- 新たな枠組みには、“金融システム全体の安定性・強靱性の確保”(マクロプルーデンス)を包含する。

との考え方に立ち、**プレーヤーの市場支配力の大小や市場におけるポジショニングにより、規制のアプローチを変化させる必要があるのではないか。**

(補足説明) 市場構造に着目したアプローチ(競争政策的アプローチ)

下記の各種要素により、規制のアプローチを変化させるアプローチ

✓市場支配力の大小・市場におけるポジショニングなど

(例) 市場の位置づけ(例. 中央銀行と銀行、リテール市場・・・)

取引の性格(商業取引か消費財サービス取引か、国内取引か国際取引か等)

決済のファイナリティの重視 vs. 原因取引とリンクさせるか

システミックリスクの有無・程度

✓情報の非対称性の度合い

現行金融規制でも、利用者のポジショニングに応じて、対等当事者間取引と要保護取引を区別

➡ 自由度を高める分野、開示規制による分野、行為規制により介入する分野、など

✓市場参加者の行動バイアス・リテラシーの程度

現行金融規制でも、貸金業規制、金融商品販売分野における適合性の原則、資産運用業分野等におけるFiduciary Dutyなどがあるが、こうした要保護分野について改めてDX時代に即した在り方はどのようなものか改めて議論する必要があるのではないか。