

第6章 仮想通貨と監督法

神田 秀樹

1 はじめに

本稿は、2017年2月の金融法務研究会（以下「研究会」という）における報告を基礎としている。この報告は、研究会における仮想通貨に関する私法上の諸問題についての議論を踏まえて、監督法上の（一般的な）課題のいくつかについて、筆者が気が付いたことを述べたものであった。その後、本稿執筆時までの間、仮想通貨については議論等の進展が著しいが、本報告では、2017年2月時点における筆者の考えを中心として述べることにし、その後の状況の進展等を踏まえての検討は、後日、別の機会にゆずることとさせていただく⁽¹⁾。このこととの関係で、本稿のテーマに関連する文献等は多数あるが、本稿ではそれらへの言及は必要最小限にとどめる。

仮想通貨に関する私法上の諸問題については、答えが出ていない問題や見解が分かれている問題が少なくないように見受けられる⁽²⁾。仮想通貨以外の分野を含めて、今後、distributed ledgers（分散台帳）とその代表例である blockchain 技術がどのように利用され展開されていくのかを見通すことは容易ではない。技術が進めば、私法、たとえば所有権などの物権による権利者の保護は不要になるかもしれない。なぜなら、排他的利用権は——私法がなくても——技術的に達成可能と考えられるからである。ただ、いずれにせよ、監督法は存在し続けるであろうし、またおそらく決済システムの保護や利用者ないし投資者の保護という観点から監督法は必要になるものと思われる。

以下では、決済関連規制と利用者保護規制ないし投資者保護規制に関する若干の課題などについて述べる。なお、本稿では、資金決済法などの具体的な日本の規制については取り上げない⁽³⁾。また、仮想通貨に関する規制という場合、規制の整備が進展

(1) 2018年から金融庁の「仮想通貨交換業等に関する研究会」において、仮想通貨に関する法制度のあり方を含めてさまざまな検討が行われている。<https://www.fsa.go.jp/news/30/singi/kasoukenkyuukai.html> 参照。

(2) 仮想通貨に関する私法上の諸問題については、金融法委員会「仮想通貨の私法上の位置付けに関する論点整理」（2018年12月12日）が詳しい。

(3) 資金決済法が平成28年改正により仮想通貨をその対象としたことについては、佐藤則夫（監修）『逐条解説 2016年銀行法、資金決済法等改正』（商事法務、2017年）参照。

しているのはマネーロンダリング規制であるが（2013年のアメリカ FinCEN のガイダンス、2015年の FATF のガイダンス等）⁽⁴⁾、これも本稿では取り上げない。

2 決済関連規制

監督法が必要になるのは、業者その他の私的主体の特定の類型の行為が公的規制を必要とするからである。その意味では、どのような類型の行為について何が問題となるか、そして、どのような公的規制が求められるのかを明らかにする必要がある。

EU の支払サービス指令（payment services directive）は、その第2版が2015年に採択され、2018年1月から施行されているが⁽⁵⁾、そこでは、次の行為が支払サービス行為とされている。

1. Services enabling cash to be placed on a payment account as well as all the operations required for operating a payment account.
2. Services enabling cash withdrawals from a payment account as well as all the operations required for operating a payment account.
3. Execution of payment transactions, including transfers of funds on a payment account with the user's payment service provider or with another payment service provider:
 - (a) execution of direct debits, including one-off direct debits;
 - (b) execution of payment transactions through a payment card or a similar device;
 - (c) execution of credit transfers, including standing orders.
4. Execution of payment transactions where the funds are covered by a credit line for a payment service user:
 - (a) execution of direct debits, including one-off direct debits;
 - (b) execution of payment transactions through a payment card or a similar device;
 - (c) execution of credit transfers, including standing orders.

(4) FATF のガイダンスは、Financial Action Task Force (FATF), Guidance for a risk-based approach to virtual currencies, June 2015。

(5) EU の支払サービス指令第2版は OJ L337/35、関連するウェブサイトは https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/consumer-finance-and-payments/payment-services/payment-services_en。

5. Issuing of payment instruments and/or acquiring of payment transactions.
6. Money remittance.
7. Payment initiation services.
8. Account information services.

また、決済関連規制との関係でどのような種類の行為について何が問題となるか、そして、どのような公的規制が求められるのかといった基本的なところを明らかにしようと試みている近年のものとして、2016年のシンガポールの金融庁（MAS）の規制提案がある。この提案は、仮想通貨に関するものではないが、仮想通貨が登場している現状において、一般的に決済関連行為で業規制を必要とするものは何かについての整理をするうえで有益であるように見受けられる。

MASは、2016年の8月に「Proposed Activity-based Payments Framework and Establishment of a National Payments Council, August 2016 (consultation paper)」を公表して、意見照会が行われた⁽⁶⁾。そこでは、次の行為が決済関連行為としてあげられている。

Activity 1: Issuing and maintaining payment instruments, such as payment cards, payment accounts, electronic wallets, and cheques

Activity 2: Acquiring payment transactions, such as physical and online merchant acquisition services, merchant aggregators, and master merchants

Activity 3: Providing money transmission and conversion services, such as domestic and in-bound/out-bound cross-border remittance services, currency-conversion services, and virtual currency intermediation services

Activity 4: Operating payments communication platforms, such as payment gateways, payment processors, and kiosks

Activity 5: Providing payment instrument aggregation services, such as payment card aggregation and bank transaction account aggregation

Activity 6: Operating payment systems which facilitate the transfer of funds through processing, switching, clearing, and/or settlement of payment transactions

Activity 7: Holding stored value facilities (SVFs), such as prepaid cards and prefunded electronic wallets

(6) <http://www.mas.gov.sg/News-and-Publications/Media-Releases/2016/MAS-Proposes-New-Regulatory-Framework-and-Governance-Model-for-Payments.aspx> 参照。

その後、2017年の11月に「Proposed Payment Services Bill, November 2017 (consulting paper)」が公表され、意見照会が行われた⁽⁷⁾。そこでは、決済関連行為および各行為に関連するリスクとして、次のものがあげられている。

Illustration 1: Proposed Regulated Activities

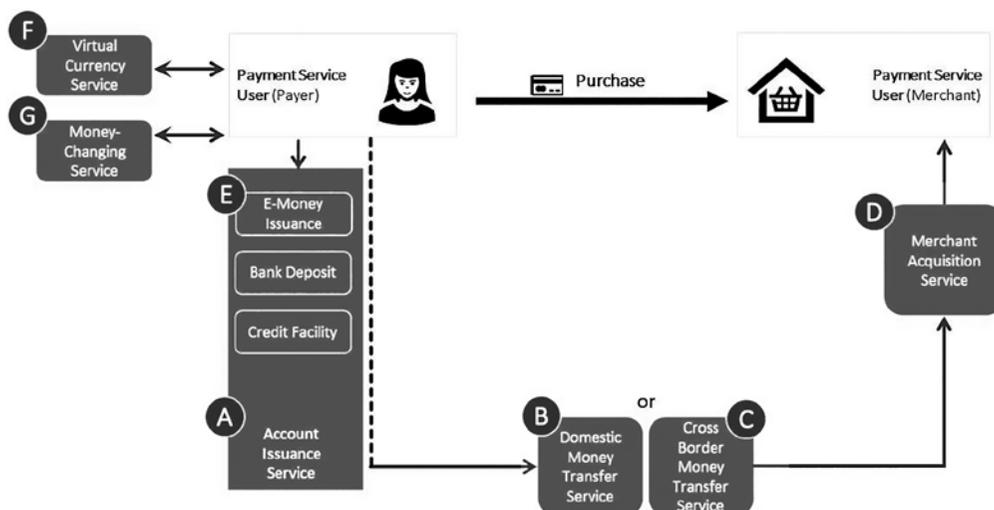


Table 1: Brief Description of Regulated Activities

Activity Type	Brief Description
Activity A Account issuance services	Issuing, maintaining or operating a payment account in Singapore, such as an e-wallet or a non-bank credit card.
Activity B Domestic money transfer services	Providing local funds transfer services in Singapore. This includes payment gateway services and payment kiosk services.
Activity C Cross border money transfer services	Providing inbound or outbound remittance services in Singapore.
Activity D Merchant acquisition services	Providing merchant acquisition services in Singapore. This is where the service provider contracts with a merchant to accept and process payment transactions, which results in a transfer of money to the merchant. Usually the service includes providing a point of sale terminal or online payment gateway.
Activity E E-money issuance	Issuing e-money in Singapore to allow the user to pay merchants or transfer e-money to another individual.
Activity F Virtual currency services	Buying or selling virtual currency, or providing a platform to allow persons to exchange virtual currency in Singapore.

(7) <http://www.mas.gov.sg/News-and-Publications/Media-Releases/2017/MAS-Launches-Second-Consultation-on-New-Regulatory-Framework-for-Payments.aspx> 参照。

Activity Type	Brief Description
Activity G Money-changing services	Buying or selling foreign currency notes in Singapore.

Table 2: Risk Identification and Risk Mitigation Measures

Activity	ML/TF	User Protection	Interoperability	Technology Risk
Activity A Account issuance services	Anti-Money Laundering and Countering the Financing of Terrorism (“AML/CFT”) requirements for certain providers	Protection of Access to funds	Access Regime, Common Platform, Common standards	Technology Management Guidelines apply e.g. technology risk governance, user authentication, data encryption, fraud monitoring and detection, protection against distributed denial of service attacks
Activity B Domestic money transfer services	AML/CFT requirements for certain providers	Safeguarding of Funds in Transit	–	
Activity C Cross border money transfer services	AML/CFT requirements for certain providers	Safeguarding of Funds in Transit	–	
Activity D Merchant acquisition services	–	Safeguarding of Funds in Transit	Access Regime, Common Platform, Common standards	
Activity E E-money issuance	–	Safeguarding of Float	–	
Activity F Virtual currency services	AML/CFT requirements for all providers	–	–	
Activity G Money-changing services	AML/CFT requirements for all providers	–	–	

もっとも、実際には、現在のところ、仮想通貨については、多くの国において、一般には、規制の対象となる行為は法定通貨との交換業（他の仮想通貨との交換業を含む）にとどまっているように見受けられる⁽⁸⁾。今後、他の類型に属する行為について一定の規制を課すべきかどうかは課題になるということができる。この点を敷衍すると、いわゆる電子マネーの規制が問題となった際に議論されたように、ある電子マネー（と呼べるもの）のような一定のデータが支払（決済）の手段として使用されるとしても、その利用される規模等によって規制の必要性は異なる。そのため、仮想通貨についても、現状においては、上記の各行為について規制が設けられるわけではなく、結局のところ、交換業者についての資産保全（供託等）規制と分別管理規制が中心となり、それ以上の規制については、今後の仮想通貨の利用のされ方の動向に応じて、今後の課題とされているように見受けられる。

3 利用者保護規制および投資者保護規制

(1) 証券分野での課題と利用者および投資者の保護

仮想通貨を超える課題であるが、分散台帳技術が証券市場と証券取引に与える影響などについては、2017年のIOSCOの報告書が参考になる⁽⁹⁾。

一般論としては、仮想通貨については、取得、保有、流通の各段階において、利用者保護の観点から公的規制が必要となるかどうかを整理する必要がある。

前述した決済関連規制は交換業者等に一定の行為規制等（分別管理など）をかけるので、これによって（一定程度）利用者の保護がはかれる。しかし、一般には、交換業などの決済関連行為以外の行為をする業者については、決済関連規制として規制をすることはできないのが通常である。そうだとすると、そのような業者（たとえば仮想通貨の流通を取り扱う業者や仮想通貨を原資産とするデリバティブ取引を取り扱う業者など）については、証券法的規制を適用することによって利用者の保護をはかることが考えられる。換言すれば、理屈のうえでは、交換業者等を含めて、仮想通貨関連行為についてすべて証券法的規制を課すことにより利用者の保護をはかることが考えられるが、実際には、交換業などの一定の決済関連行為をする業者について決済関連規制が設けられれば、そのような業者について重ねて証券法的規制を課す必要は

(8) 仮想通貨に関する法規制のあり方を論じた論文等は多数あるが、代表的なものとして、Rosa Lastra and Jason Allen, Virtual currencies in the Eurosystem: challenges ahead (July 2018)。

(9) IOSCO Research Report on Financial Technologies (Fintech), February 2017。

ないということになる。

さらに、実際には、アメリカ等においては、仮想通貨に運用ないし投資する仕組み（ETFなどのファンド）や仮想通貨を用いて資金調達を行う仕組み（ICO（initial coin offering）と呼ばれる仕組みなど）が普及している。こうした仕組みについては、証券規制の適用が課題とされている。抽象的にいえば、仮想通貨は、——法定通貨も同じ場合があるが——、支払（決済）の手段として利用されるだけでなく、運用ないし投資の対象としても利用されるのであって、近年はむしろ後者として利用されるのが通常である⁽¹⁰⁾。そこで、利用のされ方（仮想通貨の機能）に着目した規制の整備が求められるということができる。

（２） 決済手段としての仮想通貨

研究会におけるこれまでの検討によれば、ビットコインのような仮想通貨については、直接参加者（ノードを保有する者）と間接参加者（ノードを保有しない者で直接参加者を通じて仮想通貨または仮想通貨に係る権利を取得する者）とを区別して物事を考えることが有益であるように思われる。その場合には、仮想通貨または仮想通貨に係る権利の取得・保有・流通の各段階において、利用者保護の観点から公的規制が必要か、必要であるとして誰に対してどのような内容の規制を課すことが求められるかを整理する必要があるということになる。そのように考えると、振替証券に関する規律が参考になるように思われる。その場合、中心となるのは、取扱業者についての資産保全規制と分別管理規制になるのではないかとと思われる。

（３） 投資の対象としての仮想通貨

一般に、仮想通貨は、上述したように、その利用のされ方によっては、各国の証券規制のもとで「証券」に該当する。そこで、証券規制の適用のしかたが課題であるということになる。

証券規制の対象となる行為の類型については、比較的近年のものとしては、たとえば2018年1月から施行されている「MiFID2」（金融商品市場指令・2014年制定）⁽¹¹⁾が参考になるが、そこでは次の行為があげられている。

Section A: Investment services and activities

(1) Reception and transmission of orders in relation to one or more financial

(10) 仮想通貨交換業等に関する研究会（前掲注（1））における事務局説明資料を参照。

(11) The Markets in Financial Instruments Directive 2, OJ L173/349.

instruments

- (2) Execution of orders on behalf of clients
- (3) Dealing on own account
- (4) Portfolio management
- (5) Investment advice
- (6) Underwriting of financial instruments and/or placing of financial instruments on a firm commitment basis
- (7) Placing of financial instruments without a firm commitment basis
- (8) Operation of an MTF
- (9) Operation of an OTF

Section B: Ancillary services

- (1) Safekeeping and administration of financial instruments for the account of clients, including custodianship and related services such as cash/collateral management and excluding maintaining securities accounts at the top tier level
- (2) Granting credits or loans to an investor to allow him to carry out a transaction in one or more financial instruments, where the firm granting the credit or loan is involved in the transaction
- (3) Advice to undertakings on capital structure, industrial strategy and related matters and advice and services relating to mergers and the purchase of undertakings
- (4) Foreign exchange services where these are connected to the provision of investment services
- (5) Investment research and financial analysis or other forms of general recommendation relating to transactions in financial instruments
- (6) Services related to underwriting
- (7) Investment services and activities as well as ancillary services of the type included under Section A or B of Annex 1 related to the underlying of the derivatives included under points (5), (6), (7) and (10) of Section C where these are connected to the provision of investment or ancillary services.

Section C (略)

(4) 通貨の機能に応じた検討

2017年から、金融審議会の「金融制度スタディ・グループ」において、ものごとの機能に応じて、同じ機能には同じルールを、同じリスクには同じルールをという観点から、金融制度の作り直しを念頭においた議論が行われ、2018年6月19日に中間整理が公表されている⁽¹²⁾。このような検討が必要になる理由として、近年のテクノロジーとデジタル化の著しい進展によって、従来の金融制度はそのままではさまざまな面で限界が生じるおそれがあり、従来の規制をいったん離れてものごとの機能に着目して制度のあり方を検討することが必要になっているとの認識がある。

ここでは、このような観点からみた場合における通貨（法定通貨とそれ以外の通貨の両方を含む）について、機能に着目して考える際の考え方を取り上げてみたい。

まず、通貨は、——法定通貨であれ、それ以外の通貨であれ（仮想通貨を含む）——、2つの機能を有する。1つは、決済ないし支払の手段として使われることであり、もう1つは、投資ないし投機の対象として使われるということである。前者は決済法制の適用があるべき場面であり、後者は証券取引法制の適用があるべき場面である。

前者の場面については、何をもちいて決済法制の適用対象とすべき支払取引（ないし支払仲介取引）と考えるべきか。3つくらいの分類が考えられる。第1は、法定通貨か否かによる区別である。第2は、社会で一般に換金性が認められ、支払手段として使われるものか否かで線引きをすることである。第3は、社会で一般的にどうかにかかわらず、具体的な取引において取引の相手方が支払手段とすることに同意しているか否かで線引きをすることである。

筆者は、機能に着目した理屈だけをいえば、第3の分類が妥当であると考えている。法定通貨というのは、買主Aが売主Bにそれで支払いますといったときに、Bがその受領を拒んだとしても、Aは裁判所へ行けば勝てる（法律用語で言えば有効な弁済の提供になる）ということであるが、これを基準に決済法制を作るのは適切とは思えない。たとえば、旅行者がニューヨークのマンハッタンの街中で買物をして100ドル札を出しても相手方（売主）は通常は受け取ってくれない。この場合、買主である旅行者は裁判所へ行けば勝つはずであるが、実際問題としては、そんなことをしている時間はない。ここで重要なことは、取引の相手方（売主）が受け取ってくればそれでいいということである。それはクレジットカードであっても、ビットコインであっても、何であっても相手方がいいと言って受け取ってくれば売買は有効に行われる。したがって、支払手段というものは何でもいいわけであって、取引におい

(12) 森岡園香「機能別・横断的な金融規制体系の検討の必要性」金融財政事情2018年8月27日号16頁以下、松尾直彦「中間整理の行間の読み方」同27頁以下などを参照。

て取引の相手方が支払手段とすることに同意すれば、売買当事者間で支払は成立する。そうだとすれば、機能に着目した理屈だけをいえば、そのような場合について横断的に決済法制が適用されるべきである。

次に、証券取引法制については、——法定通貨であれ、それ以外の通貨であれ（仮想通貨を含む）——、何であっても、取引の対象すなわち投資ないし投機の対象になるものであれば、横断的に証券取引法制の対象とされるべきである。

抽象的・観念的には以上のように考えることができるとしても、実際の法制度を作る際には、いろいろと配慮すべき点がある。たとえば、支払手段に関する法制といっても、業規制を設けるのであれば、その対象となる支払取引をある程度類型化しないと制度は作れないであろう。また、証券取引法制といっても、たとえば金や絵画などは、歴史的には多くの国で証券取引法制の対象とはされておらず、投資ないし投機の対象になるものをすべて証券取引法制の対象にすることは、実際問題としてはできない。なお、同じ取引や行為に決済法制と証券取引法制の両方を適用することは規制が過剰になって適切でないと考えられ、そのような場合には一方の規制の適用を除外すべきである。そして、決済法制とか証券取引法制とかいっても、その内容が過剰な規制にならないように配慮する必要がある。イノベーションの促進を阻害しないよう、バランスのとれた制度を作る必要がある。

(5) ICOなど

アメリカでは、ICOが普及しているが、この仕組みは、仮想通貨を用いて資金調達を行う仕組みであって、証券法制の適用があるとされているほか、仮想通貨に関連する仕組みは、いわゆるハウイ基準のもとで、証券法制の適用が問題となる⁽¹³⁾。これらに関する検討は、別の機会にゆずる。

4 むすびに代えて

本稿の要点は次のとおりである。すなわち、仮想通貨について監督法が必要になるのは、業者その他の私的主体の特定の種類の行為が公的規制を必要とするからである。その意味では、どのような種類の行為が問題となるか、そして、誰に対してどのような内容の公的規制を課すことが求められるのかを明らかにする必要がある。仮想

(13) 有吉尚哉「Initial Coin Offering (ICO) に対する金融規制の適用関係」および大崎貞和「仮想通貨の規制をめぐる米国 SEC の動向」公益財団法人資本市場研究会（編）『企業法制の将来展望－資本市場制度の改革への提言－2019年版』所収（財経詳報社、2018年）参照。

通貨については、多くの国において、一般には、現在のところ、規制の対象となる行為は法定通貨との交換業（他の仮想通貨との交換業を含む）にとどまっているように見受けられる。今後、他の類型に属する行為について一定の規制を課すべきかが課題であるといえることができる。また、利用者の保護については、決済関連規制において交換業者等に行為規制等が課されれば、これによって一定程度の利用者の保護がはかられる。しかし、一般には、交換以外の行為をする業者に対しては、決済関連規制としては規制をすることはできないのが通常である。そこで、そのような業者（たとえば仮想通貨を原資産とするデリバティブ取引を取り扱う業者）については、証券法的規制を適用することによって利用者の保護をはかることが考えられる。さらに、実際には、アメリカ等において、仮想通貨に運用ないし投資する仕組み（ETFなどのファンドなど）や仮想通貨を用いて資金調達を行う仕組み（ICOと呼ばれる仕組みなど）が普及しており、証券規制の適用のしかたが課題とされている。抽象的にいえば、仮想通貨は、支払（決済）の手段として利用されるだけでなく、投資の対象としても利用されるのであって、利用のされ方（仮想通貨の機能）に着目した規制の整備が求められる。