

# EUの暗号資産規制法案

## ～固有の発行体規制の概要とその含意

杉浦 俊彦 | SBI 金融経済研究所 研究主幹

### 要約

EUの暗号資産規制法案は、暗号資産を資金決済手段としてみるだけでなく、その資金調達手段としての機能にも着目し、日本の現行法にない暗号資産の発行体に対する規制・監督を定めている。

また、近年、急成長したステーブルコインが金融システムの安定や金融政策の波及メカニズム、通貨主権にとって重大な脅威となるリスクを考慮して、発行体の認可の審査に、EU全体の銀行・証券業務を主管する監督機関や中央銀行を関与させたり、発行規模等が大きいステーブルコインに追加的な要件を課したりするなどして規制・監督を強化している。

同法施行後、運用実績の積み重ねを通じて、規制・監督の実効性を高めていくことが期待される。

### 1. EUの暗号資産規制法案の審議が最終局面に

暗号資産に関するEU域内の統一規則（MiCA<sup>1</sup>）案（以下、「暗号資産規制法案」という）は、2020年9月の法案提出から2年にわたる審議を経て、2022年10月にEU理事会で可決された。本稿を執筆している2022年末現在、欧州議会の採決待ちの状態にあるが、同議会で承認されれば2024年中に<sup>2</sup>施行される見込みである。

2016年に資金決済法を改正し、暗号資産交換業者の登録制を導入するなど、「世界に先駆けて」暗号資産に関する法制度を整備してきたわが国の取り組みと比較すると、EUの法整備の動きは後発の感が否めない<sup>3</sup>。ただ、後発であるだけに、近年の暗号資産市場の動向を踏まえ、より包括的かつ整理されたものになっているともいえる。

本稿では、現在の日本の法制度にはない暗号資産の発行体の規制・監督に関する規定を中心に、EUの暗号資産規制法案の特徴を整理し、その含意や課題に触れていくことにしたい。

### 2. 暗号資産規制法の目的 ～ 資金決済にとどまらない幅広い目的

まず、わが国の資金決済に関する法律（以下、「資金決済法」<sup>4</sup>という）（第1条）



杉浦 俊彦

SBI 金融経済研究所 研究主幹  
1989年東京大学経済学部卒業、  
日本銀行入行。決済機構局参事  
役、業務局総務課長、高知支店長、  
金融機構局上席査査役、同局金  
融高度化センター長などを経て、  
2022年より現職。

1: “Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on Markets in Crypto-assets, and amending Directive (EU) 2019/1937” の略称（下線は筆者が付したもの）。

2: 暗号資産規制法案の前文（79）では、この法律の特定の要素に必要な規制に関する技術的な基準（標準）の制定や、それらの標準および関連法の実施に必要な時間を考慮し、法成立後、18か月間まで適用を延期するとしている。

3: 個々のEU加盟国をみれば、国内における法整備はEU全体の動きに先行して行っている国もあるとみられる。

4: 2022年6月に成立した改正法。以下、同じ。

5：下線は筆者が付したもので、以下、同じ。

をみると、「この法律は、……（中略）……もって資金決済システムの安全性、効率性及び利便性の向上に資することを目的とする。<sup>5</sup>」とあり、資金決済に重点を置いた目的となっている。これには、「暗号資産」が未だ「仮想通貨」と称されていた早い時期から法整備に取り組んできたという経緯を反映している面もあるであろう。

一方、EUの暗号資産規制法案では、その前文(2)で暗号資産の意義として次の2点を挙げている。第一に、暗号資産(crypto-assets)の発行は、資金調達手続きを合理化し、競争を促進することにより、幅広い(more inclusive)中小企業が低コストで手間がかからない資金調達を行うことを可能とする(資金調達の効率化)。第二に、暗号資産(payment tokens)を支払手段として用いると、特にクロスボーダー決済において、仲介業者の数を限定することで、低コストで速く、効率的な資金決済が可能となる(資金決済の効率化)。そして、現在は多くの暗号資産が金融サービス法制の対象外となっており、またEU全体で統一された法規制の枠組みがないことから、消費者保護や流通市場の健全性が損なわれるリスクがあること、ひいては暗号資産市場の発展が妨げられ、デジタル・イノベーションの成果を得る機会を逸するリスクがあること等を挙げて、法整備の必要性を説いている(同前文(4))。

「資金調達の効率化」は、資金決済法の目的規定には明示されていないものである。EUの暗号資産規制法案で、暗号資産の発行体の規制・監督を定めていること、それらの規制・監督の核となるツールとしてホワイトペーパー<sup>6</sup>による情報開示を位置付けていること、少額の発行や適格投資家に限った発行などをそれらの規定の適用除外としていること等は、暗号資産の「資金調達手段」としての機能に着目したものと考えられる。

ただ、多数の投資家から資金を調達する手段として、暗号資産の発行と(一般に開示規制等がより厳格な)有価証券の発行をどう区別するかは必ずしも容易でない。米国では、「他者の努力から生じる利益を期待して、共同経営体に資金を投資する契約であれば、投資契約(有価証券)と解する」という判定基準(「ハーウェイ・テスト」)に基づいて有価証券に該当するか否かを判断することとしているが、証券取引委員会(Securities and Exchange Commission: SEC)は、暗号資産に関する固有の法制度が整備されていない現状を踏まえ、投資家保護を優先する観点からか、幅広い暗号資産について有価証券に該当すると主張している。日本では、「トークンの発行者による将来的な事業収益等の分配を受ける権利が当該トークンに表示されるなど、ICO<sup>7</sup>が投資としての性格を有する場合は、当該トークンは金融商品取引法の規制対象となる」との見解が示されている<sup>8</sup>。EUの暗号資産規制法案でも、発行する暗号資産が有価証券を含む概念であるfinancial instrumentではないことを、発行者が管轄当局に説明する義務を課している(第7条、第16条)が、具体的な運用が注目されよう。

EUの暗号資産規制法案が掲げる目的で、今一つ特徴的なものは、ステーブルコイン<sup>9</sup>が普及した場合に、それが金融システムの安定や金融政策の波及メカニズム、通貨主権にとって脅威となり得ることを考慮し、その対策を講じることであ

6：暗号資産に関する技術的な情報や当該暗号資産を用いたプロジェクト等についてまとめたもの。暗号資産に係る事業計画書とでもいうべきもの。

7：ICO(Initial Coin Offering)は、企業等がトークン(電子的な記録・記号)を発行して、投資家から資金調達を行う行為の総称(2019年5月に成立した改正法の法案提出時の説明資料より抜粋)。

8：事務ガイドライン(第三分冊：金融会社関係 16 暗号資産交換業者関連)改正案(2022年12月26日市中協議開始)「II-2-2-8 ICOへの対応」「II-2-2-8-1 ICOの意義」(注2)。

9：特定の資産や複数の資産の組み合わせに価値を結び付けることで、自身の価格の安定を図ろうとする暗号資産。

る。暗号資産規制法案では、ステーブルコインを「資産参照型トークン」と「電子マネートークン」に分けているが、これらの発行認可に関する当局間の協議や認可の要件、「重要な（significant）資産参照型トークン」、「重要な電子マネートークン」といった概念を設けて、それらに関する規制・監督を定めている点などに、こうした目的が反映されているとみられる。

### 3. 暗号資産の定義 ～ 基盤技術に重点を置いた包括的な定義

次に、暗号資産の定義について日欧の違いをみてみよう。日本の資金決済法（別紙1）では、「代価の弁済のために不特定の者に対して使用する」とあるように、「資金決済手段」としての機能に着目した定義となっている。また、「電子的方法により記録されている」、「電子情報処理組織を用いて移転することができる」といった特定の技術を明示しない記述となっている。ちなみに、2022年6月の法改正で新たに導入された「デジタルマネー類似型のステーブルコイン<sup>10</sup>」と、従来の暗号資産の定義の違いは、基本的に「通貨建資産<sup>11</sup>」であるか否かにとどまっている。

**10:** 法定通貨の価値と連動した価格（例：1コイン＝1円）で発行され、発行価格と同額で償還を約束するもの（及びこれに準ずるもの）（2022年6月に成立した改正法の法案提出時の説明資料より抜粋）。

他方、EUの暗号資産規制法案（別紙2）では、暗号資産を「分散型台帳技術または類似の技術を用いて」と、その基盤技術を核に定義付けたうえで、その一種としてステーブルコイン（資産参照型トークン、電子マネートークン）やユーティリティトークンを定義付けるなど、より包括的な定義となっている。また、CBDC（中央銀行が発行するデジタル通貨）はこの法律の適用対象外とする一方、NFT（Non-fungible token：代替不可能なトークン）は、定義上、暗号資産に含めている（但し、発行体の規制・監督は適用を除外）。これらは、「後発」であることの利点を踏まえた整理ともいえるであろう。

**11:** 「通貨建資産」とは、本邦通貨若しくは外国通貨をもって表示され、又は本邦通貨若しくは外国通貨をもって債務の履行、払戻しその他これらに準ずるもの（略）が行われることとされている資産をいう。この場合において、通貨建資産をもって債務の履行等が行われることとされている資産は、通貨建資産とみなす。（資金決済法第2条第7項）。

## 4. 暗号資産の発行体等の規制・監督

### 4.1 発行体に関する規制・監督

日本の現在の資金決済法では、暗号資産交換業者が個々の暗号資産の取引を開始する際の審査を適切に行うなど、仲介業者である暗号資産交換業者に対する規制・監督を主軸とし、暗号資産の発行体に対する規制・監督は基本的に規定されていない。このため、EUの暗号資産規制法案における発行体の規制・監督に関する規定は日本法にない特徴的な部分である。

但し、EUの規定では、「発行体」に、「取引プラットフォーム（交換所）で暗号資産の取引を開始しようとしている者」も含めており（以下、両者を合わせて「発行体等」という）、この点は、上述した日本における取引開始時の審査に類似する仕組みとなっている。日欧いずれも、こうした仕組みを設けることで、海外（域外）で既に発行された暗号資産やビットコインのように発行体が存在しない暗号資産についても、規制・監督が及ぶかたちとなっていると思われる。

以下では、EUの暗号資産規制法案の規定に沿って、①暗号資産（②・③を除く。以下、「狭義の暗号資産」という）、②資産参照型トークン、③電子マネートークンのそれぞれについて、発行体等に対する規制・監督の特徴等を整理する。

#### 4. 2 (狭義の) 暗号資産の発行体等に関する規制・監督

暗号資産の発行体等に関する規制・監督の核となるのはホワイトペーパーによる情報開示である。特に、狭義の暗号資産を公募発行する者や取引プラットフォーム(交換所)で取引を始めようとする者(以下、「公募発行等を行う者」という)は、暗号資産規制法の規定に基づいて当該暗号資産に関するホワイトペーパーを作成し、それを公表する20営業日前までに管轄当局に通知したうえで、ウェブサイト上で公表しなければ、公募発行等を行ってはならない(第4条)。また、投資家の判断に重要な影響を与え得る変化や新たな事実については、ホワイトペーパーの記述を修正し、直ちにウェブサイト上で公表するとともに、公表する7営業日前までに修正理由を付して管轄当局に通知しなければならない(第11条)。

一方、狭義の暗号資産の公募発行等に関するその他の要件は、ごく限られている。具体的には、①発行体等が法人であること(第4条)、②「正直、公正かつプロとして行動する」、「公正、明快で誤解のない方法で対話をする」、「利益相反の防止・管理・開示」、「全てのシステムとそのアクセス制御の手順・規約をEUの標準に適合させる」といった発行体等の義務を遵守すること(第4条、第13条)、③購入に同意してから14日以内の契約解除権を消費者に与えること(第12条)である。

また、ホワイトペーパーに記載すべき事項をみると(第5条)、まず、発行体やプロジェクト、公募条件、暗号資産に付随する権利・義務、用いている基礎技術、発行体や暗号資産、プロジェクトの実施等に関するリスクについての詳細な説明等が挙げられている。加えて、ホワイトペーパーの記載内容はいかなる管轄当局の審査・承認を受けていないことや、暗号資産の価値の一部または全部が失われる可能性があること、暗号資産の移転が常にできるとは限らないこと、暗号資産が現金化できない可能性があることなどを明記することが義務付けられている。

狭義の暗号資産の公募発行等について、管轄当局は、発行者等がこの法律を侵害している、またはその疑いがあるとみなせる合理的な理由があった場合には、それら禁止させたり、延期させたりすることができる(第82条)。ただ、上述のような規定の内容をみると、発行者等に所要の情報開示義務を負わせ、クーリングオフや苦情処理、ホワイトペーパーの記述の誤り等に起因する損害賠償請求権などの消費者保護の仕組みを設けたうえで、基本的には消費者(投資家)の自己責任とする考え方に徹する姿勢が比較的強くみてとれる。

ちなみに、ホワイトペーパーの作成・管轄当局への通知・公表の義務や上述(第13条)の発行体等の義務の遵守については、狭義の暗号資産が、①無償で発行される場合、②マイニング報酬として自動的に発行される場合、③NFTである場合のほか、④少数<sup>12</sup>の投資家に対する募集、⑤公募発行額が少額<sup>13</sup>である場合、⑥適格投資家に限定した公募発行である場合には適用が除外される(第4条)。④～⑥は、有価証券の発行規制などに準じたものであろう。

#### 4. 3 資産参照型トークンの発行体等に関する規制・監督

資産参照型トークンの公募発行等については、金融システムの安定や金融政策の

12: 公募対象となる投資家(自己勘定で投資する投資家)の数が加盟国1か国当たり150人未満の場合。

13: 過去12か月間の公募発行額の総額が100万ユーロまたは他通貨あるいは暗号資産でこれに相当する額を超えない場合。

波及メカニズム、通貨主権にとって脅威となり得ることを考慮し、狭義の暗号資産よりも厳しい規制・監督となっており、管轄当局による認可の取得やEU域内で法人を設立することが義務付けられている（第15条）<sup>14</sup>。認可申請は母国（原籍）加盟国（home Member State<sup>15</sup>）の管轄当局に対して行われる（第16条）が、管轄当局は、欧州銀行監督機構（European Banking Authority: EBA）、欧州証券市場監督局（European Securities and Markets Authority: ESMA）、欧州中央銀行（European Central Bank: ECB）、さらに資産参照型トークンの発行者等に保有が義務付けられている準備資産にユーロ以外の通貨が含まれる場合には、当該通貨を発行する加盟国の中央銀行に対して事前に意見を聴取したうえで、認可の是非を決定することとされている（第17条）。また、認可申請した発行体等のビジネスモデルが金融システムの安定や金融政策の波及メカニズム、通貨主権に対して重大な脅威となる可能性があるとして、客観的かつ明白な根拠をもって判断される場合には、認可を拒否すべきとされている（第19条）。ちなみに、認可申請書の提出から管轄当局が認可の是非を最終決定するまでに約7か月の期間が許容されており、慎重に審査を行う姿勢が窺われる。

このほか、認可申請書やホワイトペーパーに記載すべき事項、発行体等が遵守すべき義務なども、狭義の暗号資産の発行者等に比べて格段に詳細な要件を規定している。資産参照型トークンの流通高や準備資産の価値・構成、準備資産に関する監査結果などを継続的に開示する義務、発行体等自身も独立監査人による監査を定期的に受けてその結果を管轄当局と共有できるようにする義務、準備資産の過去6か月の平均残高の2%または35万ユーロのいずれか多い方の額の自己資金を常時保有する義務、準備資産の保持・分別管理・慎重な投資方針の設定などの義務も含まれている。

さらに、①発行体の株主等の顧客基盤の規模が200万人以上である場合、②時価総額が10億ユーロ以上である場合、③1日当たりの取引量が50万件以上または1億ユーロ以上である場合、④準備資産が10億ユーロ以上である場合、⑤7つ以上の加盟国で使われている場合、⑥金融システムとの相互関連性を考慮して必要な場合、の3つ以上に該当する場合には、これを重大な資産参照型トークン（significant asset-referenced tokens）に区分けして、監督権限をEBAに移管し（第98条）、自己資金要件を3%に引き上げるなど、追加的な要件を課すこととしている（第41条）。

#### 4. 4 電子マネートークンの発行体等に関する規制・監督

一つの法定通貨の価値を参照する電子マネートークンの発行体等の要件は、——日本や米国などの方針と同様に——信用機関（credit institution: 銀行等）または電子マネー機関（electronic money institution）に限られる（第43条）。また、ホワイトペーパーの作成、管轄当局への通知、公表はこれらにも義務付けられている（同）。ちなみに、EU域外で発行されるユーロ参照型の電子マネートークンも、域内発行とみなされて規制・監督の対象となる（同）。

発行平均残高の2%以上の自己資金の保有義務や発行払込金の保護預かり義務など、電子マネー機関と同様の要件が課されるが、資産参照型トークンと比較して特

14: ちなみに、信用機関（credit institution: 銀行等）が行う公募発行等や、発行残高が少ない（過去12か月の平均残高が500万ユーロ<相当額>を超えない）場合の公募発行、適格投資家に限定した公募発行は認可取得義務の適用を除外されている。ただ、これらについてもホワイトペーパーの作成と管轄当局の承認は必須とされており、ホワイトペーパーによる情報開示を重視する姿勢が現れている（第15条）。電子マネートークンについても同様（第43条）。

15: 資産参照型トークンの発行体等については、登記上の事務所を置く加盟国。電子マネートークンの発行体については信用機関または電子マネー機関の認可を受けた加盟国。

徹的なのは、発行したトークンの償還義務がより厳格に課されており、またそれをホワイトペーパー等で明示する義務が課されていることである（第44条、第46条）。資産参照型トークンでは、発行体がトークンを（市場取引等で）資金化できる仕組みを整えれば、保有者は発行体やその準備資産に対して直接の（償還）請求権が与えられない場合も想定されている（第35条）。一方、電子マネートークンの発行体は、保有者の求めに応じていつでも額面で現金または銀行口座振込により償還することが義務付けられており、当該義務を遵守しない電子マネートークンの発行は禁じられている（第44条）。

さらに、資産参照型トークンと同じ基準で重大な電子マネートークン（significant e-money tokens）が定義され、自己資金要件の引上げ（2%→3%）などの追加要件が課されている。EBAは追加要件の遵守について監督権限を有する（第98条）。

なお、資産参照型トークン、電子マネートークンとも、発行体や暗号資産交換業者等が利息を付すことを禁じている（第36条、第45条）。これは電子マネーと同じ扱いであるが、暗号資産規制法案の前文（41）では、「資産参照型トークンを、主として、価値貯蔵手段ではなく、交換手段として使われるようにすることを確保するため」と理由を説明している。この結果、これらのトークンについては、近年、急速に取引が拡大してきたステーキング・サービス<sup>16</sup>等の対象にはできないこととなる。

16：投資家が保有している暗号資産を暗号資産の交換業務や貸出業務などを行う業者などに預け入れるかわりに、当該暗号資産などで利息（預け入れの対価）が支払われるサービス。

## 課題

「分散型台帳技術」は、全ての取引等を万人に開示することを趣旨としているが、実際には、各プロジェクトや事業のプログラムがどう構築され、またどう改変されたかといったことなどは、相応に高い専門知識がなければ理解することは難しい。プロジェクトや事業の方針決定を行う投票権などを表象するガバナンス・トークンの配分についても、プロジェクトの立ち上げ段階では当該事業の関係者（主導者、出資者）に集中するのはともかく、資金調達規模を拡大する局面でも一部の関係者に経営権が集中することは、外部監視が十分に機能しないリスクを内包し得る（一般的な中小企業では、株式公開時に上場基準に基づいて流通株式比率を引き上げることが求められる）。

これらも含め、関係当局が法規制の運用実績を積み重ねつつ、規制・監督の実効性を高めることを通じて、市場の健全な発展をサポートしていくことを期待したい。

## (別紙 1) 暗号資産等の定義 (日本)

(資金決済法第 2 条<一部抜粋>)

(第 14 項)

この法律において「暗号資産」とは、次に掲げるものをいう。ただし、金融商品取引法第 29 条の 2 第 1 項第 8 号に規定する権利を表示するものを除く。

一、 物品等を購入し、若しくは借り受け、又は役務の提供を受ける場合に、これらの代価の弁済のために不特定の者に対して使用することができ、かつ、不特定の者を相手方として購入及び売却を行うことができる財産的価値（電子機器その他の物に電子的方法により記録されているものに限り、本邦通貨及び外国通貨、通貨建資産並びに電子決済手段（通貨建資産に該当するものを除く。）を除く。次号において同じ。）であって、電子情報処理組織を用いて移転することができるもの。

二、 不特定の者を相手方として前号に掲げるものと相互に交換を行うことができる財産的価値であって、電子情報処理組織を用いて移転することができるもの。

(第 5 項)

この法律において「電子決済手段」とは、次に掲げるものをいう。

一、 物品等を購入し、若しくは借り受け、又は役務の提供を受ける場合に、これらの代価の弁済のために不特定の者に対して使用することができ、かつ、不特定の者を相手方として購入及び売却を行うことができる財産的価値（電子機器その他の物に電子的方法により記録されている通貨建資産に限り、有価証券、電子記録債権法第 2 条第 1 項に規定する電子記録債権、第 3 条第 1 項に規定する前払式支払手段その他これらに類するものとして内閣府令で定めるもの（略）を除く。次号において同じ。）であって、電子情報処理組織を用いて移転することができるもの（第 3 号に掲げるものに該当するものを除く。）

二、 不特定の者を相手方として前号に掲げるものと相互に交換を行うことができる財産的価値であって、電子情報処理組織を用いて移転することができるもの（次号に掲げるものに該当するものを除く）。

三、 特定信託受益権

四、 前 3 号に掲げるものに準ずるものとして内閣府令で定めるものよん

**(別紙2) 暗号資産等の定義 (EU)**

(暗号資産規制法案第3条<一部抜粋>)

この規則では、以下の定義を適用する。

- (1) 「分散型台帳技術」、または「DLT」とは、暗号化されたデータを（複数のコンピューターに）分散されたかたちで記録することをサポートする技術の一種をいう。
  - (2) 「暗号資産」とは、分散型台帳技術または類似の技術を用いて、電子的に移転することや保存することができる価値や権利をデジタルで表彰したものをいう。
  - (3) 「資産参照型トークン」とは、暗号資産の一種で、法定通貨である複数の不換紙幣や、一つまたは複数の商品、一つまたは複数の暗号資産、またはそれらの資産を組み合わせたものの価値を参照することで、価値の安定化を図ろうとするものをいう（注）。
  - (4) 「電子マネートークン」、または「eマネートークン」とは、交換手段として用いることを主な目的とした暗号資産の一種で、法定通貨である一つの不換紙幣の価値を参照することで価値の安定化を図ろうとするものをいう。
  - (5) 「ユーティリティトークン」とは、暗号資産の一種で、商品やサービスの取得・利用を可能とする、DLT上で利用可能なデジタル・アクセスで、当該トークンの発行者のみが受け入れるものをいう。
- (注) いわゆるアルゴリズム型ステーブルコインは除く（MiCA 法案前文(26)）。

**(参考) 適用除外**

- 金融商品 (financial instruments<sup>(注)</sup>)、電子マネー (eマネートークンを除く)、預金、仕組み預金、証券化商品は、暗号資産としない (MiCA 第2条第2項)。
- (注) 移転可能な証券 (transfer securities)、短期金融商品 (money-market instruments)、投資ファンド (Units in collective investment undertakings)、金融デリバティブ、商品デリバティブ、クレジット・デリバティブ、差金決済取引 (financial contracts for differences)、気候変動や運賃、物価上昇率その他の公式経済統計に関連するデリバティブ、排出権取引。
- この規則は、ECB 及び加盟国の中央銀行、欧州投資銀行、欧州金融安定化基金、欧州安定メカニズム、公的な国際機関等には適用しない (MiCA 第2条第3項)。