

SBI Research Review

次世代・デジタル金融の社会デザインを考える

SBI金融経済研究所は、先端テクノロジーを活用した次世代・デジタル金融およびその市場のあり方を検討し、戦略的な提言を発信してまいります。提言を通じて、日本社会全体のより良い発展に貢献することを目指します。

巻頭言

竹中 平蔵 | SBI金融経済研究所 名誉理事長

資金決済法・金融商品取引法の改正経緯から紐解く
デジタル決済手段（暗号資産類似）等の定義と注目点

山沖 義和 | 信州大学経済学部 教授

ステーブルコイン法制の6つの勘所

河合 健 | アンダーソン・毛利・友常法律事務所外国法共同事業 パートナー弁護士

米国における暗号資産規制の動向

中山 靖司 | SBI金融経済研究所 主任研究員

米国における暗号資産規制を巡るもうひとつの論点：DeFi（分散型金融）をどうするか

湯山 智教 | ジョージタウン大学客員研究員（執筆時）

中国のフィンテック規制とその影響

——アントグループの事例を中心に

福本 智之 | 大阪経済大学経済学部 教授

幕末維新时期日本の貨幣制度と貨幣使用の変遷

——デジタル通貨時代における複数通貨の併存と統合を見据えて——

鎮目 雅人 | 早稲田大学政治経済学術院 教授

巻末対談／セキュリティトークン市場の現状と将来像

平田 公一 | 一般社団法人日本 STO 協会 常務執行役員

政井 貴子 | SBI金融経済研究所 理事長

 *Financial and Economic Research Institute*

SBI金融経済研究所 所報 vol.4 2023.8

CONTENTS

巻頭言	02
竹中 平蔵 SBI金融経済研究所 名誉理事長	
資金決済法・金融商品取引法の改正経緯から紐解く デジタル決済手段（暗号資産類似）等の定義と注目点	05
山沖 義和 信州大学経法学部 教授	
ステーブルコイン法制の6つの勘所	17
河合 健 アンダーソン・毛利・友常法律事務所外国法共同事業 パートナー弁護士	
米国における暗号資産規制の動向	26
中山 靖司 SBI 金融経済研究所 主任研究員	
米国における暗号資産規制を巡るもうひとつの論点： DeFi（分散型金融）をどうするか	34
湯山 智教 ジョージタウン大学客員研究員（執筆時）	
中国のフィンテック規制とその影響 ——アントグループの事例を中心に	44
福本 智之 大阪経済大学経済学部 教授	
幕末維新时期日本の貨幣制度と貨幣使用の変遷 —デジタル通貨時代における複数通貨の併存と統合を見据えて—	54
鎮目 雅人 早稲田大学政治経済学術院 教授	
巻末対談／セキュリティトークン市場の現状と将来像	68
平田 公一 一般社団法人日本 STO 協会 常務執行役員 兼 事務局長 兼 自主規制企画・業務部長 政井 貴子 SBI 金融経済研究所 理事長	

巻頭言

竹中 平蔵 | SBI 金融経済研究所 名誉理事長



竹中 平蔵

1951年生まれ。一橋大学卒業、博士（経済学）。ハーバード大学客員准教授、慶應義塾大学総合政策学部教授などを経て慶應義塾大学名誉教授。小泉内閣の経済財政政策担当大臣、金融担当大臣、総務大臣などを歴任。世界経済フォーラム（ダボス会議）理事などを兼職。

骨太2023を深読みする

今年も6月16日に、骨太方針が閣議決定された。正確には「経済財政運営と改革の基本方針2023」である。今年の骨太には、「未来への投資と構造的賃上げの実現」というサブタイトルが付けられている。この中の“構造的な賃上げ・・・”という部分は、岸田総理自身がこだわって付けたと伝えられている。この骨太方針は、2001年の小泉内閣から作られるようになったもので、以降民主党政権の時代を除いて毎年夏に閣議決定されている。

メニューとレシピー

こうした方針が取りまとめられるようになった背景には、2001年の行政改革・中央省庁再編がある。そもそも政策には、何らかの形で予算が必要になる。従って2001年以前は、予算編成を握る大蔵省が結果的に政策全体に大きな影響力を持っていた。政策と予算が、いわば同時決定されていたのだ。2001年の行革では政治主導、より具体的には総理官邸主導の政策決定が実現するよう内閣府が作られ、経済財政諮問会議が設置された。この諮問会議で夏頃に政策の枠組みを取りまとめ、それに基づいて年末までに予算案を作るようになったのだ。夏の政策取りまとめこそが、骨太方針である。

霞ヶ関では、政策に関して「メニューとレシピー」という言葉がしばしば使われる。メニューとは、どのような政策を実施するかを国民に対して分かりやすく示すもの。それに対しレシピーとは、政策を実施するにあたって具体的にどのように進めるかの詳細を、政策関係者（永田町・霞ヶ関）に示すものだ。我々がレストランに行っても、メニューを見て注文を判断するが、レシピーを見ることはまずない。骨太方針はまさにこのレシピーに当たる。しばしば、このような政府文書は霞ヶ関文学で書かれていて難解だと批判されるが、それはある意味で当然のことと言える。筆者は講演などでしばしば、「眠れぬ夜は骨太方針を読んで下さい。すぐ眠くなります。」と話す。

さて、今年の骨太方針では何が示されたのか。これを筆者がメニュー的に解すると、既に多くのメディアが要約しているように、「物価と賃金の好循環実現」、「人への投資や環境などの絞った公的投資」、「リスクリング、職務給導入、労働移動円滑化の三位一体労働市場改革」、「少子化対策・子供政策の強化」といったことになろう。このメニューをレシピーの視点から捉えてみると、今の政策メニューの背

後についていくつかの興味深い姿が浮かび上がる。政権の政策運営の現実が見えるのだ。以下では、三つの点を指摘しておこう。

難しい政策調整

第一に、全体として相当に分厚い骨太方針になっている、という点だ。政策の取りまとめに、ずいぶん苦勞しているということが伺える。2001年に最初の骨太方針が作られた時は31ページだったが、今回は45ページ、1.5倍のボリュームだ。この骨太方針に書かれなければ予算確保が難しいから、各省庁・関係団体が様々な要求を出しており、調整が非常に難航したことを示唆している。総理主導で行いたい政策と、従来の政策を継承し予算増額を計りたい力学が交錯している、と言えるだろう。

また前回の骨太方針では安全保障に関する項目が新たに追加されたが、今回はその部分が拡充されている点も大きい。第3章「我が国を取り巻く環境変化への対応」に方針全体の2割の紙面が割かれている。安全保障が高い関心となっている風潮に乗かって、各省が様々な予算要求を出していることが示唆されている。

政策の取りまとめに苦勞しているという点は、とりわけ岸田政権の目玉政策に関する記述の中に見られる。これが第二の点だ。周知のように、岸田総理肝煎りの政策として、少子化対策・子供政策の抜本強化が掲げられている。このため子供手当の拡充など既に様々な政策が打ち出されており、それらが国民に向けたレシピーの重要な部分となっている。ただし、これまで打ちだされた政策の中身をみると、圧倒的に厚生労働省関連のものが多い。それゆえ、教育を担当する文部科学省や子供の住環境改善などを主張する国土交通省などから、追加の要求は強い。そうした状況のなか、骨太方針には、「今後5年程度を見据え・・・重要事項を一元的に定めることも大綱を年内を目途に策定・・・」と記述されている。省庁間の利害調整を巧みに先延ばしした形で、ここにも苦勞の跡が伺える。

巧みな記述も

苦心の先延ばしとは逆に、議論が先鋭化することを避けて巧みに重要政策を書き込んだ部分も興味深い。これが第三の注目点だ。

日銀の総裁人事が話題になった今年はじめ、安倍内閣時に政府と日銀が結んだアコード（合意）を見直すかどうか話題になった。具体的に、2%の物価目標を含むアコードだ。2%目標を放棄せよ、いや維持せよという意見が交錯する中、議論は曖昧なままになった。そもそもこのアコードには、日銀は物価目標に向けて大胆な金融緩和を行うこと、政府は構造改革を進めること、そして経済財政諮問会議はこれを定期的に検証すること、の3点が示されていた。今回の骨太方針では、内容的にはほぼ同様のことがサラリと記述されている。

また、エネルギーに関し原発をどうするのか、とりわけ新規の原発建設を認めるかどうか、与党内でも議論は多い。これに関しても、「廃炉を決定した原発の敷地内での次世代革新炉への建て替えの具体化を進めていく」ことが示され、脱原発の議論を封じ込めている。

以上はほんの一例に過ぎないが、ことほど左様に骨太方針の裏側には各省・利益団体の縄張り主張が数多く盛り込まれている。現政権の政策決定過程が垣間見えて興味深い。

いずれにしても、以上のような政策を行うに当たって、その財源をどうするかは重要な問題であり、まさに経済財政運営の基本方針に関わる。骨太では、選挙を控えた政治の要請を反映して、(少子化対策・こども政策に関し)「消費税を含めた新たな税負担は考えない」と明記された。多くのメディアが、財源論は先延ばしと報じたが、間違った指摘ではない。しかしこれに関しても、巧みな記述が見られる。

さらに重要な骨太2024

骨太の最終章では毎回、当面の経済財政運営と次年度予算への方針について記述される。周知のように政府・与党内には財政拡大を容認するのかもしれないのか、大きく対立する見解がある。基礎的財政収支の均衡を目指す今の政策を根本的に見直し、財政赤字を容認せよという議論もある。今回、令和6年度予算については、「本方針、骨太方針2022及び骨太方針2021に基づき・・・」と記述されているが、この「骨太2021」が含まれている点が重要になる。菅政権で作成された骨太2021では、財政の健全化と経済の両立(経済・財政一体改革)を掲げ、2021-2023の3年間はその努力を継続するとしている。従って2023年度に関しては従来の方針を変えないことが示されているのだ。同時にこのことは、経済と財政の基本的なあり方に関し、次回2024年度の骨太方針で基本的な議論が行われることを意味している。

マクロ経済運営に関しては、来年の骨太方針2024でどのような方向が出されるかが、大きな重要性を持つ。その骨太2024が、政治のリーダーシップで今年の方針より短く簡潔な内容になることを期待したい。

資金決済法・金融商品取引法の改正経緯から紐解くデジタル決済手段(暗号資産類似)等の定義と注目点

山沖 義和 | 信州大学経法学部 教授

要旨

ICTの進展等を背景として、2008年にビットコインの仕組みに関する論文が発表されて以降、暗号資産が多数発行されてきた。

当初、暗号資産は支払手段の一つと認識されたため、「資金決済に関する法律」を16年に改正し、「仮想通貨」という概念を導入した。

しかしながら、金融商品取引法等と比較して規制の緩やかな資金決済法が適用される暗号資産はむしろ投資対象としての性格が注目され、多様な商品性を有する財産的価値に変質し続けてきた。このため、政府は、「仮想通貨」を「暗号資産」に改称の上、その新たな商品性に着目して、19年・20年・22年の3回にわたり改正を行った結果、暗号資産を初めとするデジタル決済手段の定義が複雑化し、どの規制がどのように適用されるのかが分かりにくくなっている。

そこで、本稿では、資金決済法・金融商品取引法の改正経緯を紐解くことによって、デジタル決済手段の適用法令に関する判定フローチャートを示している。

1. はじめに

ICTの進展等を背景として、2008年に「サトシ・ナカモト」と称する人物によってビットコインと称するブロックチェーン技術を使った分散型(中央管理者のいない)決済システムの仕組みに関する論文¹が発表され、それに基づき09年にビットコインの運用が開始された。希少性以外価値の裏付けがないビットコインであったが、10年に初めてピザの代金として実際の支払いに使われると徐々に広がりを見せ、その後、ビットコインを真似た「仮想通貨」(現在は「暗号資産」に名称を変更)が多数発行された。

当初、暗号資産は支払手段の一つと認識されたため、政府はプリペイドカードなどの前払式支払手段発行者や銀行以外で為替取引を行う資金移動業者など支払手段に関連する業務を規制する目的で制定された「資金決済に関する法律²」を16年に改正し、「仮想通貨」という概念を導入した。



山沖 義和

信州大学 学術研究院(社会科学系) 教授、財務省財務総合研究所 上席客員研究員、SBI金融経済研究所 顧問

1982年に慶応義塾大学を卒業後、大蔵省(現・財務省)入省。財務省・金融庁・預金保険機構・在イタリア日本国大使館等を経て、2015年に信州大学に転職。17～22年に社会科学系長・経法工学部長に就任。20～22年には大学院総合人文社会科学研究所科長を兼務。15年から財務省財務総合研究所上席客員研究員を、22年からSBI金融経済研究所顧問を兼務。長野地方労働審議会会長、長野県信用保証協会評価委員のほか長野県内の自治体の審議会会長に就任。

1: "Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System"

2: 本稿では「資金決済法」と言う(2009年6月24日公布、10年4月1日施行)。同法の前身は、1932年9月7日に公布された商品券取締法、1989年12月22日に公布された前払式証券の規制に関する法律に遡り、全面改正・改題された。

表1 資金決済法・金融商品取引法改正関連の年表

年月 (下段：施行日)	出来事	対応関係	法改正
1932年9月 1932年10月			商品券取締法の制定（公布・施行）
1982年12月	日本初の前払式証券(日本電信電話会社によるテレホンカード)の販売		
1986年11月	ヤマト運輸による代金引換サービスの開始		
1987年8月	セブンイレブンによる収納代行サービスの開始		
1989年12月 1990年10月			前払式証券規制法の公布・施行
2007年6月 2008年12月			電子債権記録法の制定（公布・施行）
2008年10月	「サトシ・ナカモト」と称する人物によるビットコインの仕組みに関する論文の発表		
2009年1月	ビットコインの運用開始		
2009年1月	金融審議会・決済に関するWG報告書（資金決済に関する制度整備について ―イノベーションの促進と利用者保護―）の公表		
2009年6月 2010年4月			資金決済法の制定（公布・施行）
2010年5月	ビットコインによる支払い開始		
2013年7月	J.R.Willet 提唱の Mastercoin プロジェクトによって Bitcoin を活用した世界初の ICO		
2014年2月	マウント・ゴックス社の破綻（民事再生手続き開始の申立て）		
2014年6～7月	Ethereum プロジェクトによる ICO の成功		
2015年6月	G7 エルマウ・サミット首脳宣言（仮想通貨等に対する適切な規制を求める。）		
2015年6月	FATF ガイダンス（仮想通貨・法定通貨間の交換所の登録・免許制の導入等）の公表		
2015年12月	金融審議会・決済業務等の高度化に関するワーキング・グループによる「報告～決済高度化に向けた戦略的取組み～」の公表		
2016年5月	The DAO 事件（ICO によって資金調達したイーサリアムの盗難事件）		
2016年6月 2017年4月			情報通信技術の進展等の環境変化に対応するための銀行法等の一部を改正する法律（改正資金決済法）の公布・施行
2017年7月	米国 SEC によって ICO が有価証券に当たる可能性がある」と指摘。		
2017年9月	中国・韓国による ICO 発行の禁止		
2017年10月	国内発行の ICO 発行者に対する消費者庁の販売停止命令の発出		
2018年1月	コインチェック事件（ホットウォレット保管の仮想通貨 NEM の盗難）		
2018年9月	テックビューロー事件（ホットウォレット保管の仮想通貨 Bitcoin 等の盗難）		
2018年12月	金融庁・仮想通貨交換業等に関する研究会報告書の公表		
2019年6月 2020年5月			情報通信技術の進展に伴う金融取引の多様化に対応するための資金決済に関する法律等の一部を改正する法律（改正資金決済法・改正金融商品取引法）の公布・施行
2019年6月	Facebook（現 Meta）等によるリブラ構想の公表		
2019年7月	金融庁・金融制度スタディ・グループによる「『決済』法制及び金融サービス仲介法制に係る制度整備についての報告「基本的な考え方」」の公表		
2019年12月	金融庁・決済法制及び金融サービス仲介法制に関するワーキング・グループによる報告書の公表		
2020年6月	FATF による「いわゆるステーブルコインに関する G20 財務大臣・中央銀行総裁への FATF 報告書」の公表		
2020年6月 2021年5月			金融サービスの利用者の利便の向上及び保護を図るための金融商品の販売等に関する法律等の一部を改正する法律（改正資金決済法）の公布・施行
2020年10月	金融安定化理事会（FSB）による 10 の勧告の公表		
2020年10月	G20 による「『グローバル・ステーブルコイン』の規制・監督・監視―最終報告とハレベルな勧告」の公表		
2021年7月	㈱ハッシュバレットによる日本初の IEO の発行		
2021年8月	FATF による第 4 次対日相互審査結果の公表		
2022年6月 2023年6月			安定的かつ効率的な資金決済制度の構築を図るための資金決済に関する法律等の一部を改正する法律（改正資金決済法・改正金融商品取引法）の公布・施行

しかしながら、銀行法や金融商品取引法等と比較して規制の緩やかな資金決済法が適用される暗号資産はむしろ投資対象としての性格が注目され、多様な商品性を有する財産的価値に変質し続けてきた。このため、政府は、「仮想通貨」を「暗号資産」に改称するとともに、暗号資産の新たな商品性に着目して、19年・20年・22年の3回にわたり改正を行った結果、暗号資産を初めとするデジタル決済手段の定義が複雑化し、特定のデジタル決済手段を考えるに当たって、どの規制がどのように適用されるのかが分かりにくくなっている。

そこで、本稿では、資金決済法・金融商品取引法の改正経緯を紐解くことによって、デジタル決済手段の定義に関する現行の考え方について、そのポイントを明らかにしたい。

2. 資金決済法の改正経緯とそれに伴う新たな制度の整備

2.1 2016年改正の経緯とそれに伴う新たな制度

10年4月1日の制定・施行時に、資金決済法はデジタル決済手段として①前払式支払手段（発行者）、②資金移動（業者）、③資金清算（機関）の3つの業務を対象とし、利用者保護の充実・利用者利便の向上・サービスの適切な実施の確保を図るための制度を新たに整備した。

その後、08年のビットコインの仕組みに関する論文発表以降、ブロックチェーン技術の発展等に伴い、いわゆる「仮想通貨（暗号資産）」が多数発行された。仮想通貨はインターネットを通じて電子的に資金を迅速かつ容易に移転する手段であり、匿名での利用も可能であることからマネー・ローンダリング等に利用されるリスクが指摘された。すなわち、15年のG7エルマウ・サミットにおいて全ての金融の流れの透明性を拡大する観点から仮想通貨等に対する適切な規制などを行うことが求められた。さらに、同年のFATF（金融活動作業部会）から仮想通貨・法定通貨間の交換所を登録・免許制とすることなどを盛り込んだガイダンスが公表された。

一方、これらの国際会議における議論の1年前である14年に、当時、世界最大級の交換業者であったマウント・ゴックス社のサーバーがハッキングされ、保有していたビットコインと預かり金の大半が流出した結果、同社が破綻する事件が起こった。

これらの動きを受けて仮想通貨に対する規制が急務となり、金融庁では15年にまとめた「報告～決済高度化に向けた戦略的取組み～」に基づき17年4月1日に改正資金決済法を施行した。

図1は資金決済法と金融商品取引法におけるデジタル決済手段の定義について、黒（16年）・赤（19年）・橙（21年）・緑色（22年）によってその変遷を表している。上半分に資金決済法における定義を、下半分に金融商品取引法における定義を明示している。

図1 デジタル決済手段に係る資金決済法と金融商品取引法との関係：
2016・19・20・22年による変遷

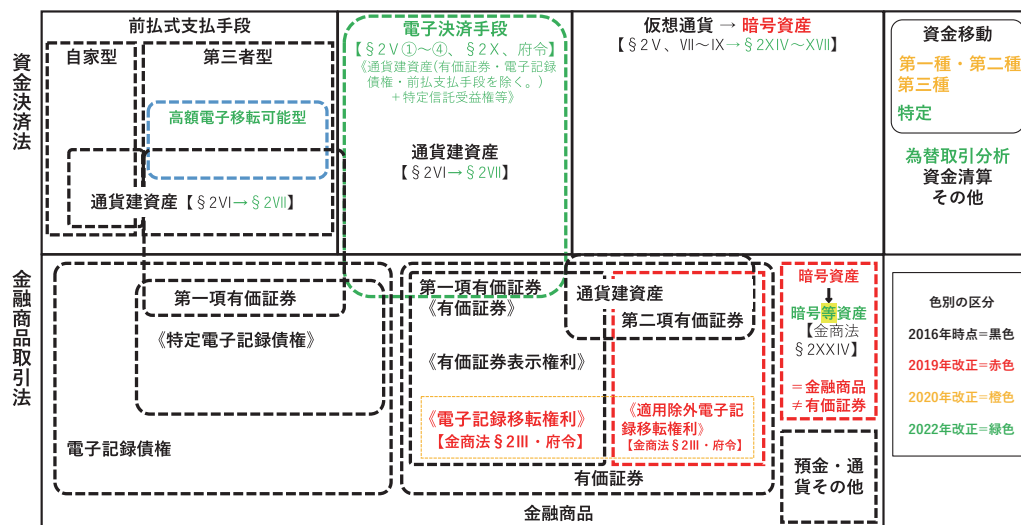


図1の黒色で示す通り、まず資金決済法第2条第6項において、前払式支払手段や預金債権など、本邦通貨・外国通貨で表示される支払手段（債務の履行等）を通貨建資産と定義している。その上で、第2条第5項において、「仮想通貨」を「電子情報処理組織を用いて移転することができるもの」であって、第1号では「不特定の者を相手方として購入及び売却を行うことができる財産的価値」、第2号では「前号に掲げるものと相互に交換を行うことができる財産的価値（本邦通貨及び外国通貨並びに通貨建資産を除く。）」と定めている。すなわち、当時、仮想通貨は投資対象ではなく、あくまで本邦通貨・外国通貨・通貨建資産以外の『電子的な支払手段』の一つとして認識され、名称にも「通貨」³という表現が用いられた。

併せて、FATFのガイダンスへの対応やマウント・ゴックス社事件の教訓を踏まえた規定も整備された。

2.2 2019年改正の経緯とそれに伴う新たな制度

16年改正では仮想通貨は資金決済における支払手段の一つと整理されたものの、実態として仮想通貨の価格（法定通貨との交換比率）は乱高下し、外国為替と同様、投機の対象となった上、仮想通貨を用いた新たな取引が生み出された。例えば、仮想通貨を用いて資金調達を行う「ICO（=Initial Coin Offering）の発行」などが挙げられる。

13年には仮想通貨を用いた世界初のICOとしてJ.R.Willetの提唱するマスターコインプロジェクトによってビットコインを活用した資金調達が行われ、14年にはブロックチェーン・プラットフォームを構築するイーサリアム・プロジェクトの推進のための資金調達に成功し、ICOによる資金調達ブームが起きた。このような中、16年にはThe DAOプロジェクトがその脆弱性を突かれて大量のイーサリアムを何者かに盗まれる事件が発生し、ICOブームに水を差した。それに加えて、当時は法的な規制もなく、中にはトークン保有者の権利内容が曖昧であったり、資金調達の対象事業の計画が杜撰であったりするなど、十分な情報が開示されず、詐

3：FATFや諸外国の法令において“virtual currency”と呼ばれていること、日本国内において「仮想通貨」と広く呼ばれていたことも理由である。

欺的な発行が行われた。このため、17年には米国 SEC は ICO が有価証券に当たる可能性があるとして指摘し、中国・韓国が相次いで ICO 発行を禁止する一方、我が国でも国内で発行された仮想通貨の発行者が消費者庁により取引停止命令を受けるなど、各国とも ICO を規制する方向に動いた。

また、18年に入ると、顧客から預かっていた仮想通貨の移転に必要な秘密鍵をホットウォレット（オンライン）で管理していた複数の仮想通貨交換業者において、暗号資産が不正アクセスにより流出する事案等が発生した。

このような環境の変化に対応するため、金融庁では18年に「仮想通貨交換業等に関する研究会報告書」を公表の上、19年5月1日に改正資金決済法・改正金融商品取引法を施行した。

図1の赤色で示す通り、仮想通貨が支払手段という性格よりも投資（投機）対象という性格に変化したことを踏まえて、資金決済法ではまず第2条第5項において「仮想通貨」から「暗号資産⁴」に名称を変更し、支払手段という印象を明確に払拭した。また、従来、ICOの発行に当たって出資・拠出された暗号資産が「集団投資スキーム持分を得るために出資・拠出する金銭またはそれに類するもの」に該当するか不明確であったため、金融商品取引法第2条の2において暗号資産を金銭とみなすと規定することによって金融商品取引法の対象となり得ると整備された。

その上で、表2に示す通り、投資家保護とイノベーション促進のバランスを勘案して、ICOを「投資的性格を有するICO（STO（=Security Token Offering）という。）⁵」と「それ以外のICO」に区分することとされた。前者は、将来の事業収益の分配等を受ける権利が付与されたトークンを発行して資金調達するものであり、投資者保護に重点を置いて、トークンを発行する行為も金融商品取引法の規制対象とし、発行者による投資家への情報開示やトークン売買の仲介業者による販売・勧誘に関して金融商品取引業者と同等の規制を求めることとしている⁶。これに対して、後者については支払・決済手段の販売・交換と整理した上で、イノベーション促進に重点を置いて資金決済法の対象とすることとしている。なお、ここで言うトークン化とは、単に発行者等の同一組織内において電子帳簿が作成・管理されているだけにとどまらず、取引の当事者等がブロックチェーン技術等を活用した電子帳簿などを通じて売主の権利保有状況を知り得る状態にすることを指している⁷。

そこで、STOの一環として集団投資スキーム持分などをトークン化した場合は、商品設計の自由度が高く、また、個人が容易に投資でき、多くの投資者間で転々流通される可能性がある上、詐欺等のリスクも高まるため、電子記録移転権利と定義し、従来の第二種有価証券ではなく、第一種有価証券と位置付けることとした。

一方、取得者制限（保有者を一定の投資家に制限⁸）と譲渡承諾制限（譲渡に際して発行者の承諾が必要）のための仕組み（技術的措置）がとられている場合には、電子記録移転権利から除かれるもの（適用除外電子記録移転権利）と整理し、

4：国際的な場で使われ始めた“crypt-asset”の日本語訳であり、これ以降、本稿では暗号資産と表記する。

5：19年の法改正を受けて同年9月3日から適用された「事務ガイドライン第三分冊（金融会社関係 16 仮想通貨交換業者関係）」に規定されている通り、「トークンの発行者が将来的な事業収益等を分配する債務を負っているなどICOが投資としての性格を有する場合、仮想通貨によるトークンの購入であっても、実質的に法定通貨での購入と同視されるスキームについては、金融商品取引法の規制対象となる」とされている。

6：「事務ガイドライン第三分冊（金融会社関係 16 仮想通貨交換業者関係）」II-2-2-8-1（注3）

7：「金融商品取引法等に関する留意事項について（金融商品取引法等ガイドライン）」2-2-2

8：定義府令第9条の2に基づき適格機関投資家、資本金5,000万円以上の法人、証券口座開設1年以上かつ投資性金融資産・暗号資産の合計残高が1億円以上の個人など、いわゆるプロの投資家を指す。

第二種有価証券のままに位置付けられた。

また、STOの発行に当たっては発行者自らが勧誘を行う自己募集が多いことから、従前の集団投資スキーム持分と同様、集団投資スキーム持分も含む電子記録移転権利の発行者についても第二種金融商品取引業としての登録を求めるとされた。

これに対して、発行者開示規制に関しては、表2に示す通り、ICOの一環として使われる集団投資スキーム持分や信託受益権など金融商品取引法第2条第2項各号の権利に係るものとは別の観点から変更が加えられている。改正前にはこれらの権利は流動性が極めて小さく、広く開示する必要性は低いと考えられたものの、有価証券に多額の投資を行った場合、これらの権利内容や投資に関する情報等は投資先の有価証券市場に対する投資判断として重要な情報であると考えられるとして、「500名以上の投資家による保有など」に加えて「有価証券に対する出資金の50%超」の場合に限り発行者開示規制が課されていた。これに対して、金融商品取引法第2条第2項各号の権利がトークン化された電子移転記録権利の場合、多くの投資者間で転々流通される可能性があることから、19年改正では第1項有価証券として発行者開示規制が求められた。

次に、「金融商品」に「暗号資産」を加えることにより、これまで規制の対象外であった「暗号資産を原資産とするデリバティブ取引など⁹」も金融商品取引法の規制対象とし、金融商品取引業の登録¹⁰などを課した。ただし、暗号資産は有価証券ではないと位置付けられている。

また、STO以外のICOについても、発行者自らがトークンを販売する場合、暗号資産交換業者として登録する必要があり、かなりハードルの高い規制となっていた¹¹。そこで、19年6月に事務ガイドライン¹²を改正して、暗号資産交換業者（取引所）が発行者に代わってトークンを販売する場合（IEO = Initial Exchange Offering）には、発行者自身が登録する必要をなくし、その代わりに、委託を受けた暗号資産交換業者が当該暗号資産に関連する適格性などを審査する責任を負うことを明確化した。

2.3 2020年（令和2年）改正の経緯とそれに伴う新たな制度

海外送金等も見据えたキャッシュレスサービスの多様化などに対応するため、金融庁では19年に公表した「決済法制及び金融サービス仲介法制に関するワーキング・グループ報告」を踏まえて、図1の橙色で示す通り、資金移動業者を3つの類型を設けるなどの新たな規制を設けるため、21年5月1日に改正資金決済法を施行した。

2.4 2022年改正の経緯とそれに伴う新たな制度

19年にFacebook（現Meta）を中心としたグループが複数の国の法定通貨を裏付け資産とするデジタル通貨の「リブラ（Libra）」を発行するという構想を発表した。これを契機に、先進各国の金融当局では、法定通貨等を裏付けとして価値を安定化したデジタル通貨であるステーブルコイン（Stable Coin）に対する規

9：暗号資産の価格等を参照する金融指標を対象とするデリバティブ取引を含む（金融商品取引法第2条第25項第1号）

10：店頭デリバティブ等の場合は第一種金融商品取引業の登録が必要（金融商品取引法第2条第8項第4号、第28条第1項第2号、第29条）

11：暗号資産の開示に関しては、自主規制団体である日本暗号資産取引業協会（=JVCEA）がWhite Paperの発行による開示を求めているものの、今のところ、日本で一定水準の開示が行われているWhite Paperは極めて限られた事例しか見当たらない。

12：事務ガイドライン第三分冊（金融会社関係16 仮想通貨交換業者関係）II-2-2-7

表2 デジタル決済手段（暗号資産類似）の機能面からみた分類とその法適用関係

資産の種類と特徴			規制の種類と対象業者		規定	
ステーブルコイン以外	発行者 (ICO) 型	配当型	事業収益等の配分と考えられる場合など (集団投資スキーム持分、信託受益権等) 【金商法§2II①～⑦】	電子記録移転権利 《右記以外》 第一項有価証券 ⇒第一種金融商品取引業者 自己募集 ⇒第二種金融商品取引業者 《不特定多数(50名以上)等を対象》 ⇒発行者開示規制あり 《50名未満・適格機関投資家限定・特定投資家限定or発行額1億円未満を対象》 ⇒発行者開示規制なし	適用除外電子記録移転権利 《取得者(特定投資家等)制限+譲渡承諾制限》 第二項有価証券 ⇒第二種金融商品取引業者 集団投資スキーム持分の自己募集のみ ⇒第二種金融商品取引業者 《取得者が500名以上、発行額1億円以上、有価証券投資の対出資金割合50%超を対象》 ⇒発行者開示規制あり 《上記以外》 ⇒発行者規制なし	金§2II、III、2VII⑦ヘト、XXXI、§28I-II 金§2XXIV③の② 資§2XIV など ⇒事業収益等の配分と考えられるか否かによって有価証券・暗号資産のいずれかを個別に判断(事務ガイドライン:第三分冊:金融会社 16 暗号資産交換業者関係)
		利用権型	物品・サービス等の供与 《絵画等の非代替性商品=Non-Fangible Tokun (NFT)を含む。》	【事業収益の配分と判定される場合】 第一項有価証券⇒第一種金融商品取引業者 第二項有価証券⇒第二種金融商品取引業者 【事業収益の配分と判定されない場合】 暗号資産 ⇒暗号資産交換業者		
		無権利型	見返りなし	暗号資産	⇒暗号資産交換業者	←流通性があると想定
	無発行者型	ビットコインなど	暗号資産	⇒暗号資産交換業者		
ステーブルコイン	デジタルマネー類似型	法定通貨担保型	法定通貨による裏付け	電子決済手段	⇒電子決済手段等取引業者	資§2V・VII・X・XII・§62の3
		バスケット通貨担保型	複数の法定通貨による裏付け	《通貨建資産》	⇒銀行・資金移動事業者も可能	
	需給調整(無担保)型		アルゴリズムによる需給調整等	暗号資産	⇒暗号資産交換業者	
	暗号資産担保型		暗号資産による裏付け	金融派生商品 《暗号資産(資金決済法)または有価証券(金融商品取引法)に該当》 ⇒暗号資産交換業者または金融商品取引業者 【資金決済法の府令で定めた場合】 電子決済手段	⇒電子決済手段等取引業者	資§2XIV・XV・XVI 金§2XXIV③の②、§2XX 金商業府令§1③XのII、金§2定義府令§21の2 ←暗号資産または金融派生商品 ⇒資§V④の府令による個別指定を想定

【参考】

前払式支払手段				資§3
高額電子移転可能型前払式支払手段				資§3VIII、府令§5の2
電子決済手段				資§2V・XIV
電子決済手段以外の通貨建資産				資§2V・VII・XIV
有価証券ではない電子記録債権		暗号資産	⇒暗号資産交換業者	金§2II・政令なし 資§2VII 電子記録債権法§2I

(注)「資」は資金決済法を、「金」は金融商品取引法を、「金商業府令」は金融商品取引業等に関する内閣府令を指す。

13：同じビジネス、同じリスクには同じルールを適用するという考えを基本としたもの。

制や監督に関して国際的な場で議論が行われ、20年に金融安定理事会（FSB）が10の勧告¹³を発表したのを皮切りに、G20がステーブルコインに対する規制・監督を強化することに合意した。また、FATF等においては、暗号資産と同様、マネー・ロンダリング等のリスクが高いと指摘された。

このため、ステーブルコインを初めとするデジタル決済手段の取扱いに関する検討が急務となり、金融庁では、22年1月に公表した資金決済ワーキング・グループ報告に基づき23年6月1日に改正資金決済法等を施行した。

図1の緑色で示す通り、22年改正では主としてステーブルコイン等への対応として電子決済手段が創設された。ステーブルコインは、従来の暗号資産やSTOと異なり、法定通貨等を担保とし、それらの価値と連動させ、安定化させる仕組みを持っている。

具体的には、表2の下段に示す通り、①1つまたは複数の法定通貨を裏付けとし、発行価格と同額で償還されるという特徴を持つデジタルマネー類似型が挙げられる。これらは、資金決済法上、通貨建資産の一つであり、法定通貨との互換性があるため、改正前は、その発行は資金移動を伴うことから為替取引と整理され、預金取扱金融機関と資金移動業者しか取り扱えないこととなっていた。そこで、22年改正では電子決済手段と位置付け、資金決済手段等取引業者として登録することによって、これらの売買・交換や管理業務を行うことが可能となった。

また、②アルゴリズムによる需給調整によって価値を安定化させる需給調整型の場合、通貨建資産とは異なり、法定通貨との互換性がないことから、資金決済法上、暗号資産として位置付けられた。

これに対して、③暗号資産や金・有価証券などの商品を裏付けとして発行されたステーブルコイン（暗号資産担保型、商品担保型）は暗号資産または有価証券に該当する金融派生商品に分類され、その仕組みに応じて資金決済法（暗号資産）や金融商品取引法が適用される。ただし、法定通貨との互換性があるなど、電子決済手段に該当すると考えられる仕組みの場合は、資金決済法第2条第5項第4号及び電子決済手段等取引業者に関する内閣府令第2条第3項に基づき金融庁長官が個別に定めることとされている。以上を踏まえて、表3では、法規制からみた金融資産の分類とその発行・流通の担い手を整理している。なお、金融商品取引法の規制の方が資金決済法の規制よりも厳しいので、現実（ビジネス）の世界では、有価証券に該当するステーブルコインを発行・販売する業者は想定しにくい。

次に、ステーブルコインの仲介業者に対する規制の一環として、資金移動業者や銀行の委託を受けて利用者との間の為替取引の未達債務に係る債権や預金債権を増減させるための仲介を業として行う場合は、それぞれ改正資金決済法上の電子決済手段等取引業者や改正銀行法上の電子決済等取扱業者としての登録を求められることとされた。

表3 法規制からみた金融資産の分類とその発行・流通の担い手

		発行主体		流通市場の担い手	
前払式支払手段					
	プリペイドカード等	自家型前払式支払手段	資§2I・§3	自家型 第三者型	資§2I・§3
電子決済手段					
	ステーブルコイン	発行自体に対する 規制なし		【発行段階】 【流通段階】 自家発行(ICO型) 第三者発行(IEO型) →いずれの場合も暗 号資産として整理の 上、販売(流通)段階で 規制 ⇒電子決済手段等取 引業者	資§2X・XXII
	法定通貨担保型 《単一の法定通貨による裏付け》				
	バスケット通貨担保型 《複数の法定通貨による裏付け》				
	特定信託受益権	⇒信託会社・信託銀行			
暗号資産					
	ステーブルコイン	発行自体に対する 規制なし		【流通段階】 【発行段階】 自家発行(ICO型) 第三者発行(IEO 型) →いずれの場合も暗 号資産として整理の 上、販売(流通)段階で 規制 ⇒暗号資産交換業者	資§2XV～XVI
	需給調整(無担保)型 《アルゴリズムによる需給調整等》				
	暗号資産担保型 《暗号資産による裏付け》				
	通貨以外連動型 商品担保型 《金・有価証券などの商品裏付け》				
	ステーブルコイン以外				
	無発行者型				
	発行者(ICO)型	発行自体に対する 規制なし		【流通段階】 【発行段階】 自家発行(ICO型) 第三者発行(IEO 型) →いずれの場合も暗 号資産として整理の 上、販売(流通)段階で 規制 ⇒暗号資産交換業者	資§2XV～XVI
	利用権型 (物品・サービス等の提供 ←事業収益の配分等と 判定されない場合) 《絵画等の非代替性商品 =Non-Fangible Token (NFT)を含む。》				
	無権利型 (見返りなし ←事業収益の配分等と 判定されない場合))				
有価証券・みなし有価証券					
	国債・地方債等	国・地方自治体等	金商法の適用 外(金商法§3)	第一種・第二種金融 商品取引業者	金§2II
	株式・社債等	企業等	金商法第二章	第一種・第二種金融 商品取引業者	
	ステーブルコイン以外	電子記録移転権利 +適用除外電子記録移転 権利の集団投資スキーム 持分 ⇒【自己募集の場合】 第二種金融商品取引 業者	金§2III①②③、 §4I⑤、§28II、 政令§1の7の2、 §2の9・2の10	第1項・第2項有価証 券 ⇒第一種・第二種金 融商品取引業者	金§2III、§28
	発行者(ICO)型				
	配当型 (事業収益の配分等) 利用権型 (←事業収益の配分等と 判定される場合)				
	法定通貨	中央銀行	日本銀行法等	銀行等による為替取 引	銀行法等
	中央銀行デジタル通貨	《財務省によって要検討》			新法の制定
	預貯金	預金取扱金融機関	銀行法等	銀行等による為替取 引	銀行法等

【参考】

資金移動			銀行等 資金移動業者	銀行法等 資§2II～IV
為替取引分析				

(注)「資」は資金決済法を、「金」は金融商品取引法を指す。

14: 資金決済法上、電子決済手段は、有価証券・電子記録債権・前払式支払手段等を除く通貨建資産と特定信託受益権からなっている。

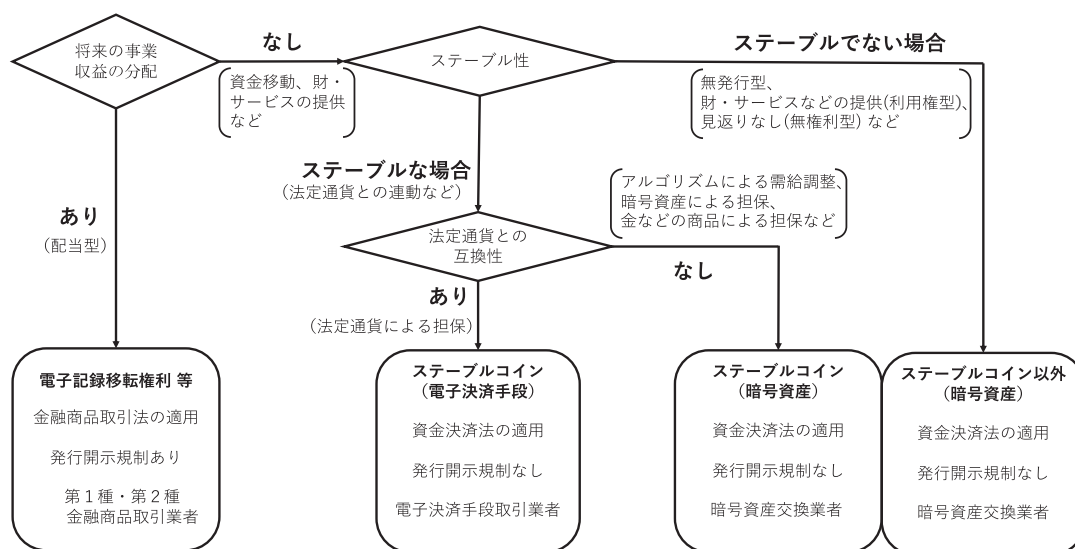
また、特定信託受益権については、その仲介を行う場合は電子決済手段等取引業者として登録する必要がある¹⁴が、その発行により為替取引を行う場合は特定資金移動業者の登録が求められている。なお、ここで想定されている特定信託受益権は、為替取引（送金）の途上にある資金である未達債務であり、定義上、預金で運用されることから有価証券ではなく、金融商品取引法上の規制を追加で適用されることはない。ただし、もともと信託であるので、発行者は信託銀行・信託会社に限定される。

最近、各国で議論されている中央銀行デジタル通貨（CBDC）の取扱いについては、通貨主権に絡むことから、法定通貨と同様、財務省の所管であり、資金決済法や金融商品取引法等の適用対象外と整理されている。

3. デジタル決済手段等に適用される法令に関する基本的な考え方と判定基準

上述する資金決済法・金融商品取引法等の制定経緯を踏まえて、デジタル決済手段（暗号資産類似）等に適用される法令を判断するための基本的な考え方は次の通りである。場合分けが複雑なため、筆者が整理した判定フローチャートを図2に示した。

図2 デジタル決済手段(暗号資産類似)の適用法令に関する判定フローチャート



3. 1 事業収益の分配等の有無

19年改正によって、将来の事業収益の分配等がある場合は、投資者保護に重点を置いて金融商品取引法を適用すると整理され、発行者による投資家への情報開示やトークン売買の仲介業者による販売・勧誘に関して金融商品取引業者と同等の規制が求められている。これに対して、事業収益の分配等がない場合、イノベーションの促進に重点が置かれて、販売・交換段階で規制する資金決済法が適用されることとされた。

この結果、資金決済法が適用されるケースについては、金融商品取引法よりも緩い規制をうまく利用しようとするインセンティブが働くことになる。こうした環境においては、イノベーションの進展が新しい金融サービスの登場を促すこととなるものの、そのマイナス面をコントロールする必要性が生じるため、今後も新たな規制の導入が必要となる可能性がある。

3. 2 ステアブル性の判断と法定通貨との互換性の有無

22年改正によって、事業収益の分配等がなく、金融商品取引法の規制対象とならない暗号資産等については、価値安定のための仕組みによって、(a) 法定通貨を担保とし、互換性を有している場合は電子決済手段として、(b-1) アルゴリズムによる需給調整や暗号資産・金などの担保によって価値安定を図っており、法定通貨との互換性がない場合や、(b-2) 価値安定を図る仕組みがなく、元本割れの可能性が高い利用券型・無権利型のICOなどの場合は、暗号資産として整理される。

3. 3 資金決済法上のデジタル決済手段である電子決済手段・暗号資産に対する規制

暗号資産や電子決済手段の多くは、国内業者が発行する訳ではなく、外国で発行されている実態があるので、発行自体に規制を掛けることには無理があることから、国内外のどこで発行されているかが、国内で販売・交換した時点で規制するという基本的な方針で対応されている。

4. おわりに

上述した通り、暗号資産を初めとするデジタル決済手段等に係る法規制は、新たな金融商品が誕生したり、不正流出などの問題が顕在化したりするなど、従前の規制で対応できなくなるたびに対処療法として、16年以降、4回に渡って資金決済法・金融商品取引法が改正されて、今に至っている。1998年の財金分離以前であれば、投資者保護に重点を置き、まずは包括的に規制を設けた上で徐々に緩和していく手法が一般的であったものの、最近では金融分野でのイノベーションを重視して、緩めの規制を課した上で法令の改正によって個々のトラブルに対処する手法に変化しており、この結果、資金決済法・金融商品取引法など複数の法令にまたがって規制されるなど、パッチワークのような構成となっている。また、07年以降は、ルール・ベース (rule-base) による規制からプリンシプル・ベース (principle-base) による規制に重点が置かれ、自主規制に委ねる傾向が強まっていると言えよう。このため、今後も、デジタル決済手段等の進化とともに、時代の要請に合わせて改正される法令や自主規制に注視していく必要がある。

以上

参考文献

- 金融庁（2007）「市場強化プラン（金融・資本市場競争力強化プラン）」
- （2009）「資金決済に関する制度整備について ―イノベーションの促進と利用者保護―」金融審議会金融分科会第二部会・決済に関するワーキング・グループ
- （2015）「報告～決済高度化に向けた戦略的取組み～」金融審議会決済業務等の高度化に関するワーキング・グループ
- （2018）「仮想通貨交換業等に関する研究会報告書」金融庁仮想通貨交換業等に関する研究会
- （2019）「「決済」法制及び金融サービス仲介法制に係る制度整備についての報告〈基本的な考え方〉」金融審議会金融制度スタディ・グループ
- （2019）「決済法制及び金融サービス仲介法制に関するワーキング・グループ報告」金融審議会決済法制及び金融サービス仲介法制に関するワーキング・グループ
- （2021）「デジタル・分散型金融への対応のあり方等に関する研究会・中間論点整理」デジタル・分散型金融への対応のあり方等に関する研究会
- （2022）「資金決済ワーキング・グループ報告」金融審議会資金決済ワーキング・グループ
- （1999～2022）「金融庁の1年」
- 谷口義幸（2023）「要説 金融商品取引法 開示制度」税務研究会（2023.4）
- 日本証券経済研究所（2022）「金融商品取引法上の 有価証券の類型と規制の適用関係 ―トークン化有価証券に対する規制の立法論的考察―」有吉尚也著、証券経済研究第119号（2022.9）
- DMM ビットコイン（2022）「日本における ICO が変わる？仕組みやメリット、リスクを解説」（2022.4.27）（<https://bitcoin.dmm.com/column/0118>）
- BUSINESS LAWYERS（2020）「第1回 2020年5月1日施行 改正金商法上のセキュリティトークンとは」（2020.6.18）（<https://www.businesslawyers.jp/articles/783>）
- （2020）「第2回 2020年5月1日施行 改正金商法上のセキュリティトークンとは」（2020.7.21）（<https://www.businesslawyers.jp/articles/800>）
- TOKYO TOKEN（2022）「ICO（Initial Coin Offering）の歴史。過去のブームを振り返る。」（2022.7.14）（<https://www.tokyotoken.net/column/history-of-ico>）
- Business & Law（2022）「令和2年改正資金決済法の対応ポイント」（2021.12.21 / 2022.6.25）（<https://businessandlaw.jp/articles/a20211221-1/>）
- FinTech（2022）「「2022年資金決済法等改正」のポイントとは？弁護士が分かりやすく解説」（2022.9.1）（<https://www.sbbbit.jp/article/fj/94630>）
- TRUSTDOCK（2022）「改正資金決済法のポイントとは。ステーブルコインの扱いや犯罪収益移転防止法への影響等について専門家がわかりやすく解説」（2022.8.19）（<https://biz.trustdock.io/column/payment-services-act>）

ステーブルコイン法制の 6つの勘所

河合 健 | アンダーソン・毛利・友常法律事務所外国法共同事業 パートナー弁護士

要約

本年6月1日、ステーブルコインに関する法規制がスタートした。本法制の重要ポイントは以下の通りである。

- ① 本法制は、ブロックチェーン上のトークンの形式で発行されるステーブルコインのみならず、トークンを用いない形態の為替取引関連行為のうち一部のものを規制対象としている。
- ② 本法制は、法定通貨担保型のステーブルコインを電子決済手段と命名し、電子マネーや無償ポイントと区別した。
- ③ 電子決済手段を発行できるのは銀行、資金移動業者及び信託会社である。ただし、当面は銀行が、信託業務として行う場合を除き、電子決済手段を発行することは事実上困難と考えられる。
- ④ 電子決済手段の仲介行為を行うためには、電子決済手段等取引業の登録を経る必要がある。
- ⑤ パーミッションレスチェーンを利用して電子決済手段を発行する場合、AML/CFTの観点からの追加的義務を遵守することが求められる。
- ⑥ 外国発行のステーブルコインを電子決済手段等取引業者を取扱う場合、電子決済手段等取引業者において特に十分な利用者保護措置が必要である。



河合 健

アンダーソン・毛利・友常法律事務所外国法共同事業 パートナー
弁護士

1988年京都大学法学卒業、東京銀行入行。2009年最高裁判所司法研修所終了(62期)、ピングム・坂井・三村・相澤法律事務所(外国共同事業)入所。2015年統合によりアンダーソン・毛利・友常法律事務所外国法共同事業、2018年パートナー就任。

1 はじめに

本年6月1日「安定的かつ効率的な資金決済制度の構築を図るための資金決済に関する法律等の一部を改正する法律」(以下「本改正法」という)、関係各政府令、監督指針及びガイドライン等(以下「本改正法令等」という)が施行され、本邦でもステーブルコインの本格的な発行と流通が可能となった。

もっとも、本改正法令等のステーブルコイン関連部分(以下「ステーブルコイン法制」という)は内容が複雑なうえ多岐に渡っており、その理解は容易ではない。そこで、本稿では、ステーブルコイン法制を理解するための6つの重要ポイント(勘所)をなるべくわかりやすく解説したい。

2 ポイントその1 ステーブルコイン法制の対象範囲

多くの読者は、ステーブルコインといえば、USD Coin (USDC) やテザー

(USDT) のようなブロックチェーン上のトークンをイメージするであろう。確かに、ステーブルコイン法制はそのような形式で発行され流通するトークンに関する発行行為や仲介行為を規制対象としているが、それ以外にトークンを用いない形態の為替取引関連行為のうち一部のものを規制対象としている。

詳細は必要に応じて3節以下で述べるが、ステーブルコイン法制は概ね次の行為を規制対象としている。

- ① 法定通貨建て又は法定通貨で償還されるトークン型のステーブルコイン（ブロックチェーンの利用の有無は問わない）の発行行為と仲介行為
- ② 資金移動業者の委託を受けて、利用者の資金移動口座残高の移転を、電子情報処理組織を使用する方法により行う行為
- ③ 銀行等の委託を受けて、利用者の預金口座残高の移転を、電子情報処理組織を使用する方法により行う行為

上記②及び③においては、電子情報処理組織がブロックチェーンの形態を取るものであったとしても、資金移動口座残高や預金口座残高はトークン化されるものではないことに留意が必要である。また、この帰結として、上記①については、発行者が利用者（ステーブルコインの利用者）すべての本人確認をしていることは必須ではない¹が、上記②及び③については、そもそも口座を開設する必要があることから、資金移動業者や銀行等は必ず利用者の本人確認を行っていることが前提となる。

1：後記6節のとおり、パーミッションレスチェーン上で発行され流通するステーブルコインも許容されている。

3 ポイントその2 電子決済手段の定義とその外縁

3.1 電子決済手段の定義

ステーブルコイン法制は、トークン型のステーブルコインを電子決済手段と命名し次のとおり定義した（資金決済に関する法律（以下「資金決済法」という）2条5項）。

<資金決済法 2条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、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（流通性その他の事情を勘案して内閣府令で定めるものを除く。）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（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 前三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

そのうえで、電子決済手段等取引業者に関する内閣府令（以下「電決業府令」という）、前払式支払手段に関する内閣府令（以下「前払府令」という）及び金融庁事務ガイドライン（第三分冊：金融会社関係 17 電子決済手段等取引業者関係）（以下「電決業 GL」という）における細則によって、次の点が明らかにされている。

- ① 銀行等・資金移動業者の発行する電子マネーを電子決済手段の定義から除外
発行者が、犯罪による収益の移転防止に関する法律（以下「犯収法」という）に基づく取引時確認を行った者にのみ移転を可能とする技術的措置が講じられており、かつ、移転の都度発行者の承諾その他の関与が必要となるものは、「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」の要件を満たさず、電子決済手段に該当しない（電決業 GL I-1-1 ②）。
- ② 無償ポイントを電子決済手段の定義から除外
対価を得ないで発行される財産的価値であって、当該財産的価値を発行する者又は当該発行する者が指定する者から物品等を購入し、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提示、交付、通知その他の方法により使用することができるものは、電子決済手段の定義から除かれる（電決業府令 2 条 1 項）。
- ③ 電子決済手段に該当する前払式支払手段と該当しない前払式支払手段を区別
電子情報処理組織を用いて移転できる前払式支払手段のうち、残高譲渡型前払式支払手段、番号通知型前払式支払手段その他その移転を完了するためにその都度当該前払式支払手段を発行する者の承諾その他の関与を要するものを電子決済手段から除外する（電決業府令 2 条 2 項）。他方、移転を完了するためにその都度当該前払式支払手段を発行する者の承諾その他の関与を要するわけではない前払式支払手段（例えばパーミッションレスチェーン上で発行・流通する前払式支払手段）は、2 年間の経過措置後は、電子決済手段に該当する。なお、2 年間の経過措置後は前払式支払手段の形式で電子決済手段を発行することは原則禁止となる（前払府令 23 条の 3 第 3 号）。

3. 2 特定信託受益権

資金決済法 2 条 5 項 3 号は、特定信託受益権を電子決済手段の一つとしている。特定信託受益権とは、電子的に記録・移転できる財産的価値に表示される金銭信託受益権であって、受託者が信託契約により受け入れた金銭の全額を預貯金により管理するものをいう（資金決済法 2 条 9 項）。そして、電決業府令 3 条により、信託財産の全部がその預金者等がいつでも払戻しを請求することができる預金等（信託受益権と同一通貨建ての預金等に限り、譲渡性預金等を除く）により管理されるものであることが必要とされている。

つまり、ステーブルコインは信託受益権の形式により発行することも可能であるが、信託財産は全額要求払い預金により管理することが求められる。このため、国債等の有価証券で信託財産を運用することはできない。なお、外貨建ての特定信託受益権の発行が認められるか否かについては本改正法成立当時には議論があったが、金融庁と関係業界との協議等により認められることとなった。

また、特定信託受益権は金商法 2 条に規定する「有価証券」には該当せず（金融商品取引法 2 条 2 項、金融商品取引法施行令 1 条の 2、金融商品取引法第二条

に規定する定義に関する内閣府令4条の2)、金融商品取引法上の有価証券に関する開示規制や業規制は適用されない。

3. 3 通貨建資産ではないステーブルコイン

通貨建資産ではないステーブルコインは、原則として、電子決済手段の定義から除外されており、多くの場合、暗号資産に該当することとなる。例えば、暗号資産を担保とし、アルゴリズムによってドルとの安定的な交換比率の維持を図るDAIは巷間ではステーブルコインと呼ばれているが、日本法の下では、ドル建てで表示されておらずかつドルによる払い戻しもないため暗号資産に分類されている。ただし、資金決済法2条5項4号及び電決業府令2条3項は、決済手段として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売買できる財産的価値（電子的に記録・移転できるものに限る。）のうち、当該代価の弁済のために使用することができる範囲、利用状況その他の事情を勘案して金融庁長官が定めるものは電子決済手段に該当する旨を定めている。現時点では金融庁長官による指定はなされていないが、通貨建資産ではないがパーミッションレスチェーン上で流通し決済に利用できるステーブルコインは、金融庁長官が指定しさえすれば電子決済手段に該当することになる点に留意が必要である。

4 ポイントその3 発行者と発行形態

4. 1 電子決済手段の発行者と発行形態

電子決済手段を発行・償還する行為は基本的に為替取引に該当すると整理されているため、業としてこれを行う者は原則として銀行業免許又は資金移動業登録が求められる。ただし、特定信託会社（特定信託受益権を発行する信託会社又は外国信託会社）は、特定資金移動業を営むこと²ができる。すなわち、信託会社は銀行業免許、資金移動業登録なしに特定信託受益権の発行・償還が一定の要件のもと可能である。

なお、外国資金移動業者及び外国信託業者は、法令に別段の定めがある場合を除き、国内にある者に対して、為替取引の勧誘（電子決済手段の発行及び償還並びにその勧誘を含む）をしてはならない（事務ガイドライン（案）（第三分冊：金融会社関係14 資金移動業者関係）（以下「資金移動業GL」という）VIII）。

他方、外国発行者が自らは日本国内では一切電子決済手段の発行及び償還並びにそれらの勧誘をせず、電子決済手段等取引業者に販売を全部委託する場合は、発行者は日本でライセンスを取得することを求められないと考えられる³。

次に、資金移動業者には第一種から第三種までの形態があるが、第一種資金移動業者については、厳格な滞留規制（資金決済法51条の2）が課されるため、償還がなされない限り顧客資金が資金移動業者において滞留することとなる電子決済手段の仕組みと合致せず、事実上、電子決済手段の発行は困難と思われる。また、ごく少額の為替取引しかできない第三種資金移動業は電子決済手段のビジネスモデルに向かないと考えられる。この結果、電子決済手段を発行しうるのは、事実上、第二種資金移動業者に限られる。ただし、この場合、電子決済手段を用いた為替取引

2：特定信託受益権の発行による為替取引のみを業として営むことをいう。

3：この場合、6節のとおり、当該外国発行者が発行する電子決済手段の取扱いを行う電子決済手段等取引業者には利用者保護の観点から追加的義務が課せられる。

には一件当たり 100 万円相当額という送金額上限規制が適用される。

また、上記 2 (2) のとおり、特定信託受益権がステーブルコインの発行形態の一つとして認められている。特定信託受益権を発行しうるのは、信託会社及び信託兼営金融機関である。ただし、信託会社が 100 万円を超える資金の移動に係る特定信託為替取引を業として行う場合、業務実施計画（移動させる資金の額の上限額等）を定め、内閣総理大臣の認可を受けなければならない（資金決済法 37 条の 2 第 2 項、同 40 条の 2 第 1 項、資金決済に関する法律施行令 12 条の 4）。

他方、銀行の電子決済手段の発行については、銀行法施行規則 13 条の 6 の 9 において、「銀行は、顧客との間で電子決済手段（…）の発行による為替取引を行う場合には、電子決済手段の特性及び自己の業務体制に照らして、顧客の保護又はその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と認められる電子決済手段を発行しないために必要な措置を講じなければならない。」と定められた。この定めは、銀行による電子決済手段の発行を明示的に禁じるものではないが、銀行法においては、銀行が電子決済手段を発行する場合の顧客の保護又はその業務の適正かつ確実な遂行に必要なルールについての定めが設けられていないこと、預金保険制度との関係の整理が必要であること等を踏まえると、当面は、銀行は、信託業務として行う場合を除き、電子決済手段を発行することは事実上困難であるものと思われる。

4. 2 電子決済手段を発行しない場合

上記 2 節のとおり、電子決済手段を発行しないものの、電子情報処理組織を使用する方法で利用者の口座残高を移転させる行為が、ステーブルコイン法制の規制対象とされている。もっとも、当該口座を管理している銀行及び資金移動業者については、行為規制の点で追加的な義務等が課されるものの、ライセンスに関しては特段の対応は求められない。

他方、特定信託会社については、上記 (1) の通り、特定信託受益権を発行する形態以外では為替取引を行うことはできない。

4. 3 まとめ表

以上を表にまとめると概要以下のとおりとなる。

	トークン型 *	アカウント型 **
銀行（信託業務として行う場合を除く）	事実上×	○
資金移動業者	○（事実上二種業者のみ）	○
信託会社・信託兼営金融機関	○（信託会社については送金額上限規制あり）	×

* 電子決済手段を発行するもの

** 口座に記録される資金の移転を、電子情報処理組織を使用する方法により行うもの

5 ポイントその4 仲介業務とその形態

ステーブルコイン法制は、電子決済手段の仲介業務並びに預金口座残高及び資金移動口座残高の移転に関する一部の業務について、以下の通り、新たな業規制を導入した。

5. 1 電子決済手段等取引業（1号～3号業務）

資金決済法は、次に掲げる行為のいずれかを業として行うことを電子決済手段等取引業と定義し（同法2条10項1号ないし3号）、当該業務を行うためには、電子決済手段等取引業の登録が必要であるとした。

- ① 電子決済手段の売買又は他の電子決済手段との交換
- ② 前号に掲げる行為の媒介、取次ぎ又は代理
- ③ 他人のために電子決済手段の管理をすること（ただし、信託会社等が金融機関の信託業務の兼営等に関する法律（以下「兼営法」という。）又は信託業法に基づき信託業として行うものを除く（電決業府令4条））

この定義には、上記①又は②に伴って発生する利用者の金銭の管理が含まれておらず、同法62条の13は電子決済手段等取引業者が利用者の金銭の預託を受けることを原則として禁止している。ただし、電子決済手段の交換等に関して利用者から金銭の預託を受ける場合であって、当該金銭を信託会社等への信託（利用者区分管理金銭信託）により自己の固有財産と区分して管理するときは、例外的に金銭の預託を受けることが許容されている（電決業府令33条1項1号）。実務的には、電子決済手段等取引業者は、この例外規定に依拠して利用者区分管理信託を用いて利用者の金銭を管理することが想定される。

ところで、上記①ないし③の行為には、一見、電子決済手段と暗号資産の交換又はその媒介、取次若しくは代理は含まれていないように読めるが、電決業 GII-1-2-2 ②には、電子決済手段等取引業者が利用者に対して電子決済手段を引き渡し、その引き換えに利用者から暗号資産を受領する場合は、資金決済法2条10項1号に規定する「電子決済手段の売買」に該当し、電子決済手段等取引業者が利用者に対して暗号資産を引き渡し、その引き換えに利用者から電子決済手段を受領する場合は、資金決済法2条15項1号に規定する「暗号資産の売買」に該当するとの解釈が示されている。したがって、当該解釈に基づく限り、電子決済手段と暗号資産の双方向の交換を業務として取扱うためには、電子決済手段等取引業者と暗号資産交換業者の双方の登録を取得することが必要となる。

5. 2 電子決済手段等取引業（4号業務）

資金決済法は、概要、資金移動業者の委託を受けて、当該資金移動業者に代わって、利用者との間で資金の移動（為替取引に関する債務にかかる債権の増減によって行われる）に関する合意を行い、当該資金の移動を行う業務についても、電子決済手段等取引業として定義している（同法2条10項4号）。当該行為は資金移動口座の残高を移転させるものであるから、電子決済手段に関する取引ではないことに留意が必要である。

5. 3 電子決済等取扱業

銀行法においては、電子決済手段等取引業（4号業務）と同様の行為を銀行預金口座について行う業務を電子決済等取扱業として定義し（銀行法2条17項）、当該業務を行うためには、電子決済等取扱業の登録が必要であるとした。当該行為についても、電子決済手段に関する取引ではないことに留意が必要である。

6 ポイントその5 パーミッションレスチェーンの利用の可否

昨年の本改正法の成立前後に開催されていた金融庁の「デジタル・分散型金融への対応のあり方等に関する研究会」（以下「金融庁デジタル研究会」という）の議論によれば、AML/CFTの観点からの要請に確実に応えるために、パーミッションレスチェーン上で発行・流通する電子決済手段については、予め取引時確認等が行われた利用者のアドレス以外には移転できない技術的仕様を採用する義務を、政府令又は関連ガイドラインにて規定することを、金融庁は検討しているものと思われた⁴。仮にこのような義務が課された場合、発行体が本人確認をしていないP2Pの取引は成り立たないことになるため、パーミッションレスチェーン上のステーブルコインの利用は日本では事実上禁止されるに等しいということが懸念されていた。

4：2022年6月6日に開催された金融庁デジタル研究会（第5回）における「本日討議いただきたい事項」と題する資料参照

しかし、その後の関連業界と金融庁との協議や自由民主党デジタル社会推進本部web3プロジェクトチームの「web3政策に関する中間提言」に「パーミッションレス型ステーブルコインの流通促進のための措置」が盛り込まれたこと等を踏まえ、パーミッションレスチェーン上で発行され流通する電子決済手段についても、AML/CFTに関する一定の追加的義務を満たすことや取引安全を図るための権利移転ルールの明確化が図られること等を条件に、その発行と流通が許容されることとなった。

AML/CFTに関する追加的義務の主なものは以下のとおりである。

- ① 例えば、資金移動業者がパーミッションレスチェーンにおいて電子決済手段を発行する場合にあっては、自らが管理しないウォレットに係る電子決済手段の移転及び償還を停止するための態勢を講じること（資金移動業GL II-2-1-2-1（5）（注2））。
- ② 資金移動業者は、利用者が受け入れた資金の残高、送金実績等の利用状況を容易に知ることができるようにするための措置を講じること（資金決済法37条の2第2項、53条1項、資金移動業者に関する内閣府令34条、35条、資金移動業GL VII-1-1（2）①）。
- ③ 電子決済手段等取引業者は、犯収法11条及び犯罪による収益の移転防止に関する法律施行規則（以下「犯収法施行規則」という。）32条に基づき、アンホステッド・ウォレット等との取引を行う場合には、当該アンホステッド・ウォレット等の属性について調査・分析を行い、そのリスクを評価すること（電決業GL II-2-1-2-2（11）②）。
- ④ 電子決済手段等取引業者は、上記③に加え、特に送金・決済手段として広く利用・取引される可能性がある電子決済手段については、当該性質を踏まえたリスクを特定・評価し、当該リスクに応じた適切な態勢整備が必要であり、

例えば、以下の態勢を整備すること（電決業 GL II-2-1-2-2 (11) ③）。

- 経営陣は、アンホステッド・ウォレット等との取引について、テロ資金供与やマネー・ローンダリング等に利用されるリスクを低減するための体制を整備するとともに、定期的にその有効性を検証するなど、法令等遵守・リスク管理事項として、当該リスクの低減を明確に位置づけること。
- アンホステッド・ウォレット等との取引を監視・分析するにあたって、ブロックチェーンを検証等することによりリスクを把握すること。
- アンホステッド・ウォレット等との取引を行う利用者や自らの調査を通じて、アンホステッド・ウォレット等に関する情報を適切に取得することとする。
 - ・ 具体的には、アンホステッド・ウォレット等に電子決済手段を移転する場合、移転先のアンホステッド・ウォレット等の情報を利用者等から取得し、疑わしい取引と判断した場合には、利用者に電子決済手段を移転させない対応が可能な態勢を整備すること。
 - ・ アンホステッド・ウォレット等から電子決済手段を受け取る場合、アンホステッド・ウォレット等の情報を利用者等から取得し、疑わしい取引と判断した場合には、受領した電子決済手段を利用者に利用させない対応が可能な態勢を整備すること。

また、取引安全を図るための権利移転ルールの明確化については、不適切な電子決済手段を発行しないための措置の一つとして、「発行する電子決済手段について、権利の移転時期やその手続きが明確になっている」こと、「例えば、契約書や利用約款等において電子決済手段の移転の手続きや、移転の確定する時期及びその根拠を記載するとともに、これらの事項について利用者に対して十分な説明が行われている」ことが求められている（資金移動業 GL II-2-2-1-1 (9)）。

7 ポイントその6 外国発行のステーブルコインの取扱い

外国の者が発行する電子決済手段（以下「外国電子決済手段」という）についても、発行者が日本において流通させる場合、原則として発行者に銀行業免許又は資金移動業登録が求められる。ただし、発行者が自らは日本国内では一切勧誘せず、電子決済手段等取引業者に販売を全部委託する場合には、発行者に銀行業免許又は資金移動業登録は求められないと考えられる。

とはいえ、このような場合においては、発行者に対し、直接的には銀行法や資金決済法の適用がないため、発行体に生じた事情等により日本の利用者が害されることのないように、外国発行電子決済手段を取扱う電子決済手段等取引業者に対しては、主に以下の追加的義務が課されている。

7. 1 不適切な電子決済手段を取扱わないために必要な措置

まず、取扱う外国電子決済手段については概要次の要件を充足する必要がある（電決業府令 30 条 1 項 5 号）。

- 外国の発行者が資金決済法又は銀行法に相当する当該国の法令に基づく同等のライセンスを有していること。

- 外国の発行者が外国電子決済手段を償還するために必要な資産を資金決済法、銀行法、兼営法、信託業法に相当する当該国の法令により管理しており、かつ、監査をうけていること。
- 外国電子決済手段に係る取引が捜査機関等からの情報提供等に基づき犯罪行為が行われた疑いがあると認めるときは、発行者において、外国電子決済手段に係る取引の停止等を行う措置を講ずることとされていること。

上記に関連して、電決業 GL Ⅲ -2-1 (1)③は、外国発行電子決済手段の取扱い申請時には以下の対応が必要としている。

- 外国電子決済手段の発行者が、自ら又は第三者をして、国内の一般利用者に対し電子決済手段の発行及び償還並びにその勧誘行為と評価される行為を行わないこととなっているかについて説明していること。
- 外国電子決済手段について、その取扱いが適法であること及びその発行が外国の法令上、適法であることを説明していること。

7. 2 発行者破綻時における買取義務・買取資金の保全

外国電子決済手段を取扱う電子決済手段等取引業者は、当該外国電子決済手段の発行者がその債務の履行等を行うことが困難となった場合や、当該外国電子決済手段の価値が著しく減少した場合に、当該電子決済手段等取引業者が、国内の利用者のために管理する当該外国電子決済手段について、当該債務の履行等が行われることとされている金額と同額で買取りを行うことを約し、かつ、当該買取りを行うために必要な資産の保全その他これと同等の利用者の保護が確保するための措置を講じる必要がある（電決業府令 30 条 6 号イ）。

7. 3 預り額及び移転額の上限金額

利用者のために外国電子決済手段の管理・移転をすることができる金額として、当該電子決済手段等取引業者が第二種資金移動業者の発行する電子決済手段を取扱う場合と同等の水準となることを確保するための措置を講じなければならない（電決業府令 30 条 6 号ロ）。この結果、電子決済手段等取引業者が管理する利用者の外国電子決済手段を移転する場合（電子決済手段等取引業者が管理しないウォレットに移転する場合を含む。）においては、その 1 回当たりの移転可能額を 100 万円以下に限定する必要がある。

8 結び

以上、ステーブルコイン法制を理解するうえで最低限理解しておくべき重要ポイントを6つの視点から説明した。相当程度難解な規制ではあるものの、パーミッションレスチェーン上で発行され流通する電子決済手段の取扱いなどを認めつつ、利用者保護のための追加的義務を課すなど、全体的にバランスのとれた法制になったものと考えられる。この法制に基づき、日本においてもステーブルコインの発行・流通が進み、利用者に広く利用されることを期待したい。

米国における暗号資産規制の動向

中山 靖司 | SBI 金融経済研究所 主任研究員



中山 靖司

SBI 金融経済研究所主任研究員
1964 年生まれ。東京工業大学 (院) 経営工学修士。1988 年日本銀行入行。主に情報セキュリティや電子決済関係の実務及び調査・研究に従事し、1996 年日銀における CBDC 研究の先駆け「日銀 - NTT 方式」電子通貨を研究・開発。東京大学先端経済工学研究センター (現在先端科学技術研究センターに吸収) 助教授、FISC 調査部長等を歴任後、日銀金融高度化センターで「IT (AI) を活用した金融の高度化に関する WS」(全 10 回)を企画し座長を務める。特許「発行機関分離型番号登録式電子現金方法および利用者装置」他。

1: MiCA は 5 月 31 日に欧州議会議長等に署名され成立し、6 月 9 日に EU 官報 (The Official Journal of the European Union) に全文が掲載された。法律は EU 官報掲載から 20 日後に発効し、その規定は 1 年半後の 2024 年 12 月 30 日から適用されるが、一部の規定は 2024 年 6 月 30 日に適用される。規制区分としては EBA (欧州銀行監督機構) と ESMA (欧州証券市場機構) の管轄下になる。

要約

米国の暗号資産業界では、SEC (証券取引委員会) 等の規制当局の動向が注目されている。これまでも、いくつもの暗号資産関連業者が、未登録のまま証券に該当する暗号資産を販売した等の理由で起訴され、多額の和解金を支払う事例もみられている。この傾向は今年に入ってから一層強まっており、最大手の暗号資産取引業者 2 社も起訴されている。こうした SEC の取組みは、「執行による規制」と呼ばれ関係者から恐れられているが、背景には、米国では包括的な暗号資産規制が整備されていないなか、暗号資産と既存金融の関わりが深まり、消費者への影響が大きくなってきていることがある。本稿では、米国の暗号資産規制の現状を整理し、今後の見通しを探る。

1. 規制先行国の動向

最初に、EU や英国、香港を事例に規制策定で先行する地域の動向を紹介する (日本も同グループに属するが本稿では対象外とする)。

欧州議会は 4 月 20 日、暗号資産市場規制法案 (Markets in Crypto-Assets Act: MiCA) を可決し、欧州連合 (EU) 全メンバー国の財務大臣からなる経済金融問題理事会は 5 月 16 日、これを承認した。MiCA はその後、所定の手続きを経て、2024 年半ばから年末にかけて EU 法として適用されることが確定した¹。MiCA 規則は、現行の EU 法に定めのない暗号資産の規制を統一化し、消費者や投資家を保護することを目的としている。ステーブルコインやその他のデジタル資産取引の規制に重点を置いており、ライセンス制度や消費者保護要件などを定めて

いる一方、DeFi（分散型金融）や NFT については規制対象から除外されている²。この法律によって、欧州全体が規制要件と運用手続きについて単一の市場環境となるため、暗号資産サービス提供者等から広く歓迎されている。

英国では、金融規制当局である金融行為規制機構（FCA）が、既存の 2000 年金融サービス・市場法（FSMA）のルールをデジタル資産市場向けに調整し、伝統的な金融との間の競争条件を平準化することで英国の金融サービス部門を暗号資産の最前線に置くとしていたが、英国議会両院を通過し、6 月 29 日に最終段階である王室裁可を受けたことから、2023 年金融サービス・市場法が正式に法制化されることとなった。このほか、香港も 6 月 1 日から、個人投資家が特定のデジタル通貨を取引することを許可する暗号資産取引所の新たなライセンス制度を導入するなど、各国が競って暗号資産取引環境整備のための規制を進めている。

2. 米国における暗号資産規制の実情

一方、米国における暗号資産規制は、まったく進んでいない。先般の FTX 破綻³に際し、暗号資産規制が進んでいるとされる日本と比較すると、顧客資産の保護の有無という形で明確に差が表れた。米国 FTX トレーディングの顧客資産は、全額保証されない公算が強いのにに対し、日本の法規制が適用されている日本法人の FTX Japan の顧客資産は全額保証され、2 月 21 日以降、希望する顧客への返還も実際に行われている。

米国の暗号資産規制が顧客保護等の観点で遅れている理由はいくつか考えられる。これまでは、伝統的な金融機関の暗号資産へのエクスポージャーは限られており、結果的に暗号資産市場は従来の金融から切り離されていたため、その混乱がより広い金融システムに伝播することはないと考えられてきた。また、金融規制緩和を進めた前トランプ政権の下で、暗号資産に関しても自由放任的なアプローチがとられてきた面もあろう。

しかし、こうした中でも、SEC をはじめとする規制当局の高官らは早くから警鐘を鳴らし、規制の必要性を唱える声明を出していたほか、これに呼応する形で、暗号資産を規制する議案が度々連邦議会に提出されてきた。もっとも、一つのスキームに収まらない多様な暗号資産を整理することさえ難しい中、規制強化をどう進めるかを巡って見解が分かれている議員の意見統一を図ることは難しく、ほとんどの議案が審議されず廃案となっている。例えば、2013 年から 2023 年初にかけて連邦議会（上院／下院）に提出された議案のうち、そのタイトルや本文に暗号資産／仮想通貨／ステーブルコイン等を含むものを単純に数えると 79 法案あったが、法律として成立したものは、追加予算を計上するための統合歳出法 1 本のみである。その法律も経済制裁の実効性確保の関連で暗号通貨の利用実態を報告するよう触れられているに過ぎず、暗号資産等に関する新しい法律体系を整備する法律は全く成立していない（図表 1 参照）。

連邦議会議員は暗号資産の規制を強化する必要があるという点では概ね意見が一致しているが、規制強化をどう進めるかに関しては見解が分かれている。例えば、

2：MiCA は主に、中央集権的な発行者、提供者、サービス・プロバイダーに焦点を当てている一方、Defi は中央集権的な管理者や受益者を持たずに自律的に動作するため、新たな法的構造を構築する必要があることから、MiCA の対象外となっている。NFT についても、投機的な金融商品としての側面は持ちつつも、（流動性が低く）必ずしも容易に取引できるものではないことから、改めてどのような取り扱いになるかの議論が進められている最中であり、既存の暗号資産カテゴリーに該当する場合を除き、規制の対象から外されている。欧州委員会は 1 年半以内に、包括的な評価を行い、必要と判断されれば、NFT のための体制を構築し、このような新市場の新たなリスクに対処するための、立法案を作成することになるとしている。

3：米国における暗号資産の規制に関わる主な出来事については、当研究所の Web サイトに、「クロニクル『暗号資産関係の出来事（事件、米国規制等）』」として掲載中 (https://sbiferi.co.jp/news/20230224_2.html)。

4: 2022年に提案された議案のいくつかは、2023年にも再提案される可能性は高いと考えられる。

CFTC（米商品先物取引委員会）を管轄する上下院農業委員会に所属する議員からの提出なのか、SECを管轄する上院銀行・住宅・都市問題委員会ないし下院金融サービス委員会所属議員からの提出なのかによって、規制当局の担い手に関する立場が異なる。さらには上院の多数派を占める民主党と下院の多数派を占める共和党の間の与野党対立、暗号資産推進派と懐疑派の意見対立もあって、法律制定までの道のりは遠い。米国では、法律案の提出権を持っているのは上下両院の議員だけであるが、年間1万本もの議案が提出される。このうち法案として成立するのは1割程度であり、委員長裁量で審議にかけられることもなく廃案になることも普通に行われる。その際、共同提案者と呼ばれる賛同者が多い議案の方が審議に付される可能性が高くなるが、図表2（文末）の「連邦議会（上院／下院）に提出された主な暗号資産関係の議案（2022年以降分）」をみると、多くの議案が提出されているにもかかわらず、共同提案者を多数集めている議案はわずかしかないのが現状である⁴。

図表1 連邦議会（上院／下院）に提出された暗号資産関係の議案数（<うち成立本数>）

118回連邦議会（2023-2024）	12 <0> 本
117回連邦議会（2021-2022）	46 <0> 本
116回連邦議会（2019-2020）	14 <1> 本
115回連邦議会（2017-2018）	4 <0> 本
114回連邦議会（2015-2016）	0 <0> 本
113回連邦議会（2013-2014）	3 <0> 本

※議案本文等に、(Virtual Assets, Virtual Currency, Cryptocurrency, Crypto-currency, Crypto-Asset, Stablecoin, Digital commodities, Digital Asset, Bitcoin) のいずれかの単語を含む議案の数。米国の連邦立法情報の公式 Web サイト「Congress.gov」で検索。

こうした状況の中で、様々な規制当局は、現行法の中で行える「執行による規制」を手探りでを行い、詐欺的な案件にとどまらず、手続きの不備であっても告訴することで自制を促しているのが現状である。このような米国規制当局の手法に対して、「明確な規制ガイドラインを示す前に、法的取り締まり措置を行っている」として非難する向きも多い。なお、訴訟は判決を待たずに和解され罰金を払うことで決着をみることも少なくなく、司法の判断を得られないことが執行基準の明確化を阻害しているとの指摘もなされている。当初は、小規模事業者を対象とした訴訟が多い印象であったが、FTX以降の金融機関破綻の影響もあり、最近では影響が大きい大手暗号資産取引所をターゲットに据えてきていることから不信感が高まっており、規制など市場環境の整備を求める声が強まっている。

3. 様々な規制当局が介在する米国暗号資産規制

暗号資産規制が難しいのは、その複雑なフレームワークを理解し、特性を整理することが簡単ではないことに加え、暗号資産が発展途上にあるため将来の発展の可能性まで見通した規制を策定することが容易ではないことにもあろう。規制の追加修正で未来の発展をカバーできず、抜本的な作り変えが必要となるような展開も十分考えられる。また、銀行規制をモデルに暗号資産取引を規制しようとするのは、暗号資産は銀行規制の応用で対応可能なビジネスモデルであり、これを遵守させることで銀行と同様な信頼性を担保できるという考え方を政府が示したものと受け止められかねず、安全であると小口投資家に誤解を与えることになるので望ましくないと考えもある。逆の見解として、厳しい規制はコストに反映されることになり

安価なサービス提供を阻害するため、顧客がリスクを理解する限りにおいて厳すぎる規制は必要ないとの意見もある。

日本では、暗号資産規制当局といえるのは金融庁のみであるが、暗号資産を分類・定義するところから始め、既存の金融商品等との類似性に着目しつつ漏れがないように網をかける草案を練り、内閣立法で法整備を図るアプローチがとられている。これに対し、議員立法が基本の米国では草案調整に時間がかかり、法整備が進みにくい。このため、従来の法律、特に証券取引法や商品取引所法の修正を待たずにそのまま暗号資産に適用し、規制することを模索している。例えば、暗号資産が既存の有価証券や商品に該当するかどうかを従来の法規制で判断し、それによって自ら管轄権を持つと判断した規制当局が、執行することで規制の適用方法について周知させようとしているのが現状であり、管轄権すら不確かな状態にある。ある種、判例法主義のマイナス面が現れたものとも理解できよう。

暗号資産規制を整備し明確化を目指す議案提出に向けた動きは、現在開催中の118回連邦議会（2023-2024）においても見られている。暗号資産が投資契約の一部として提供される証券であると判断された場合にはSECの監督下に置き、暗号資産が商品⁵と判断され、デリバティブ市場が存在しうるのであればCFTCの監督下に置くこと、そして市場参加者と消費者の両方にとってうまく機能する枠組みを確立すること自体に異論を挟む向きは少ないと思われる。ただし、特定の暗号資産が証券に該当するのか、あるいは商品と定義されるかを巡っては、基本的にはHowey Test（有価証券の判定基準）によって判断するとしても曖昧な判断余地が残されている。また、仮にある暗号資産のICO（Initial Coin Offering）が「未登録の証券」の直接販売であると判断できたとしても、証券性の判断が流通市場における二次販売にまで及ぶかどうかに関しては、これを否定する裁判所の判断も見られ、実情を考慮に入れた別の議論が必要になると考えられる。さらに、暗号資産の基盤インフラであるブロックチェーンがインフラとして成熟しており（分散化も進展）、送金などのサービスに使われていけば、それはすでに投資と回収が進展した案件であり新規の投資性は薄く、暗号資産はユーティリティとして利用されている、すなわち、十分にネットワークの「分散化」が進むと、証券としての性質は薄まっているとの考えもあるため、全会一致をみる一定の基準を設けることは容易ではない⁶。ある草案では、『分散型』のネットワークとは、少なくとも過去1年間、誰も管理者が存在せずトークン発行者や組織がそのトークンの20パーセントを超えて所有していないネットワーク」であり、さらに「分散型ネットワークとして認定される前の3か月間、プロジェクトのマーケティングやトークン発行が行われていないこと」や、「仮に12か月以内にトークンが発行されていた場合は、エンドユーザーに対してのみの発行であること」を条件として定義しようとしている。だが、こうした定義には、細かな調整の余地がある分、意見統一への道のりは長いと思われる。

なお、SECは「ほとんどの暗号資産は有価証券である」との立場をとっているが、仮にSECの管轄になると、1933年証券法に規定される証券募集の登録届出義務が生じることになるためその負担は大きいとされる。また、利便性の高い機動的なICOが実施しにくくなるとか、従来の暗号資産取引所での取扱いが難しくな

5：商品取引所法（CEA）における商品（commodity）とは、「小麦、綿、米、トウモロコシ、オート麦、大麦、ライ麦、亜麻仁、穀物ソルガム、ミルフィード、バター、卵、アイルランドのジャガイモ、羊毛、ウールトップ、油脂（ラード、獣脂、綿実油、ピーナッツ油、大豆油、及びその他すべての油脂）、綿実粕、ピーナッツ、大豆、大豆粕、家畜、畜産物、冷凍濃縮オレンジジュース及びその他全ての商品（但し、タマネギ及び映画入場料またはそれに関連するインデックス、尺度、価値もしくはデータ）、及び現在または将来において将来引渡しの契約が取引されるすべてのサービス、権利、利益（映画入場料またはそれに関連する指標、尺度、価値、データを除く）を除く」。暗号資産等は、基本的には「その他全ての商品」として、CEAの対象になるものと考えられる。

6：SECはこうした考え方に基づき、bitcoinやEtherは証券ではないという考え方を示したこともある。なお、日本では、報道によると、金融庁高官が「暗号資産と証券は異なるカテゴリーであり、現在、暗号資産取引所に上場されているトークンは暗号資産であり、有価証券ではない。我々は証券の定義を明確にしている。金融商品取引法第2条に有価証券として定義されているものが記載されている」と発言している（<https://www.coindeskjapan.com/172769/>）。

7: 米国統一商事法典 (Uniform Commercial Code: UCC) とは、連邦法では一律に規制し得ない商取引の分野について、米国法を統一する目的で作成された法典。

8: ニューヨーク州議会議案 A7389C/ S6486D “Establishes a moratorium on cryptocurrency mining operations that use proof-of-work authentication methods to validate blockchain transactions”

9: “Decrypting New Age International Capital Flows (March 11, 2023)” (Clemens Graf von Luckner, Carmen M. Reinhart & Kenneth S. Rogoff) (https://scholar.harvard.edu/sites/scholar.harvard.edu/files/rogoff/files/decrypting_new_age_capital_flows_revision_march_2023.pdf)

大規模な仮想通貨取引所 (LocalBitcoins.com と Paxful.com) における 1 億 2800 万件以上のビットコインのオフチェーン取引 (ブロックチェーンに記録しない取引所内での取引) を分析し、貯蓄や投資ではなく送金手段として使われた取引を推定、国別 (通貨別) にも分析した研究。この研究で「送金」とは、最終的に法定通貨間の送金を目的とした取引であり、一時的に仮想通貨を介して行うという意味で「Crypto Vehicle Trade」と呼ばれる。例えば、米ドルからビットコインに両替し、その全額を短時間 (この場合は 5 時間以内) にユーロに両替した場合を指す。

10: 先般広島で開催された G7 (先進 7 カ国) に先立ち、5 月 18 日、世界の金融犯罪を監視する FATF (金融活動作業部会) の議長は「各国は暗号資産 (仮想通貨) を通じた不正な金融の流れに対抗するため、勧告を率先して実施しなければならない」と書簡で述べている。

るとの見方もあり、昔ながらの証券の定義に沿ったルールを暗号資産に適用することへの不満も大きく、証券として規制されることを嫌う暗号資産取引業者等も多い。

米国独特の事情として、連邦法だけでなく州法で規制される場合もある。米国においては連邦法で規制されない内容については州が規制を定めることができる。例えば、国法銀行法ないし各州の銀行法規に基づかない資金移動業者が州を跨る資金移動を行う際は、各州が定める Money Transmitter License を取得する必要があるとして州法による規制が行われている。暗号資産取引業者は、その提供するサービスに法定通貨との交換や送金などの業務が含まれることもあり、Money Transmitter License を取得する必要があると解釈され、州の規制当局の管轄下にある。もっとも、州の中には Money Transmitter License では実態にそぐわないとして規制に乗り出すところもあり、ニューヨーク州は、2015 年、他の州に先駆け、仮想通貨を扱うことを明確に定義した仮想通貨サービス事業者向けの専用免許 (BitLicense) を規定し、NYDFS (ニューヨーク州金融サービス局) が規制・監督している。ルイジアナ州も 2023 年 1 月 1 日、「仮想通貨事業活動」に特化したライセンスを発行する最初の州となっている。一方で、アラスカ州やフロリダ州のように、送金規制を改正し、規制の対象となる送金行為の範囲に仮想通貨を追加する動きや (2023 年 1 月 1 日改正)、テキサス州のように米国統一商事法典⁷ に暗号資産を加えた形で規定した州法を 2021 年 9 月に施行している例もある。他にも、変わったところでは、ニューヨーク州では、化石燃料発電機を動力源とする暗号通貨マイニング事業を州内で新たに行うことを禁止する州法⁸ が成立している (2022 年 11 月 22 日)。一連の厳しい規制を導入しているニューヨーク州は暗号資産取引業者から避けられる傾向にあるが、逆に、これらに対応することで信用を勝ち取り、ウォール街からの投資を期待する暗号資産取引業者もあるようである。

さらに他の規制当局として、将来、暗号資産が金融経済において一定の存在となり、金融安定リスクへの影響が問題になりそうであれば FSOC (金融安定監督評議会) が規制監督当局になりうる。また、ステーブルコインのように法定通貨との連動性が高まったり、仮に暗号資産発行を銀行等に限るという方向性が打ち出される場合には、FDIC (連邦預金保険公社) や OCC (通貨監督庁) が規制監督当局になりうる。

一方、暗号資産には送金手段としての性格もある。当初、投機的な売買にしか使われていないという理由で「仮想通貨」から「暗号資産」と改称された経緯があるが、NEVER (全米経済研究所) の研究⁹ によると、ビットコインの取引件数のうち約 11% は海外送金のために使われているという検証結果が出ている。こうした暗号資産の海外送金手段としての用途も言うまでもなく規制整備の上で重要な観点である。暗号資産が経済制裁の抜け穴になることを怖れる立場から OFAC (外国資産管理局) が、AML/CFT の立場からは FinCEN (金融犯罪取締ネットワーク) が、国際動向と歩調を合わせる形¹⁰ で問題意識を持ってそれぞれの立場で関与している。さらに、特定の国が 10 億ドル以上の暗号資産を盗み出し、ミサイル計画の資金源としているとの報道もあるなかで、暗号資産に関するサイバーセキュリティ

ティ対策も十分講じる必要があり、例えば SEC は米国証券市場全般に向けてサイバーセキュリティリスクへの対応を求める提案を行っている。なお、CBDC については通貨に該当することから、財務省や FRB が関わることになるかとされている。

4. 米国大統領令¹¹から1年、米国の暗号資産規制の流れは変わったのか

このように、さまざまな規制当局が存在する中で、次世代金融の発展を阻害しない形で暗号資産規制を適切に進めていくことは難しいという側面がある。ジョー・バイデン大統領は 2022 年 3 月 9 日、「デジタル資産の責任ある開発の確保に関する大統領令」(EO14067)を出し、拡大するデジタル金融に対し、米国が先陣を切って近代的な制度を整えていくとして、政府機関等に対し、調査・検討する具体的な内容を示すとともに、各分野における報告書の提出等を求めた¹²。その指令においては、デジタルドルともいえる CBDC の発行に向けた課題を検証する指示もなされたことがメディアの注目を集めていたが、「coordination」と題された第 3 章では、本大統領令を実行するにあたり、ほとんどすべての場面において関係機関が集まり密接に調整することを義務付けているところも目を引く。これまでの規制当局によるバラバラな規制の反省の上に立っていることを窺わせ、ホワイトハウスが暗号資産に対応する米政府の対応を主導していくという強い意志を示しているともとれる。

本大統領令の指示に基づき、半年後には多くの報告書が発表され、これらをもとにホワイトハウスが米国政府機関に対して暗号資産分野の取締りを強化し、規制の穴を明らかにするよう勧告している。金融規制当局のトップで構成される FSOC も、2022 年 10 月 3 日、暗号資産等のデジタル資産が金融システムにもたらすリスクに言及し、関連する規制のギャップを特定のうえ、金融の安定を促進する法案の提言を行っている。その後、2022 年 11 月 11 日の FTX トレーディング破綻を受け、規制強化を求める世論は一層高まった。年が明けた 2023 年 1 月 27 日、ホワイトハウスは国家経済会議委員長ら 4 名の高官の連名で「暗号通貨のリスクを軽減するための行政のロードマップ」との発表を行い、暗号資産の規制整備を目的に関連当局の権限を拡大するよう議会に要請した。先に述べた事情もあり、現状、議会が暗号資産関連法案を速やかに成立させるかは不透明であるが、暗号資産関連の規制を強化しようとする圧力はホワイトハウスからのものを含め、確実に高まっている。

5. 最後に

米国の暗号資産規制を論じる際に、まず暗号資産が「証券」か「商品」のどちらであるかが話題にされることが多いが、これはテクニカルな問題に過ぎず本質ではない。他の多くの国では、暗号資産に関する包括的な規制及び執行の枠組みを採用することがスタンダードになりつつあるなかで、米国だけがいつまでも現行法の延長線上で、暗号資産が証券かどうかという議論をしていることは生産的ではなく、その判断結果と規制適用について関係者が疑心暗鬼になるだけである。従来の規制の枠組みでは捉え切れず不確定だった暗号資産に関する部分を整備することは、市場参加者に一定の義務を負わせ秩序を確保することと引き換えに安心感を与え、事

11：大統領が発することができるとは、法的拘束力を持つ命令であり、一般に、大統領の政治課題を推進・実行するために、新たなプログラムや職責、委員会を設立する等の目的で行使される。

12：大統領令で求めている具体的な内容については「米バイデン大統領の大統領令で求められている事項とその対応状況について（報告書等）」(https://sbiferi.co.jp/assets/pdf/news/20230224_3.pdf) を参照。

業者やユーザーの新規参入が促される効果も期待される。もちろん、暗号資産と広範な金融システムとの結びつきを深めるような動きには慎重さが求められるケースも多分にあり、こうした面からも十分検討された規制が求められる必要があることは言うまでもない。

EU、英国、香港、シンガポール等が、先を争って制度面での環境整備を進め、優位性を獲得して暗号資産のハブになろうとしているなかで、多くの米国で活動してきた暗号資産関連企業は、米国の曖昧かつ不確実性の高い規制に耐え切れず、海外での投資を積極的に模索している（もちろん、FTXのインシデントを受けた揺り戻しは各国・地域に存在している）。いずれにせよ、旧来の金融・証券市場システムの変革につながるかもしれない暗号資産を、その旧来の法律の枠内で対応することには無理がある。暗号資産の新たな法定的義の設定と規制機関の役割の明確化、その上で消費者保護、監視や情報開示の強化、暗号資産関連課税制度の改正など、議会における適切な規制対応が進み、次世代の金融業界にとっても健全な発展に繋がることが期待される。以上

図表2 連邦議会(上院/下院)に提出された主な暗号資産関係の議案(2022年以降分)

法案提出日	法案名 < 法案番号 > (共同提案者数) 概要
2023/05/11	Accountability for Cryptocurrency in El Salvador Act (ACES) (エルサルバドルにおける暗号通貨の説明責任法) <S.1578> (1) エルサルバドルにおける暗号通貨の法定通貨としての採用に関する報告を義務付け。 — <S.3660(2022/02/16)>(2), <H.R.7391(2022/04/04)>(2)
2023/04/27	Responsible Digital Asset Advertising Act of 2023 (2023年責任あるデジタル資産広告法) <S.1357> (1) デジタル資産仲介業者による広告に対処。
2023/3/06	Crypto-Asset Environmental Transparency Act of 2023 (2023年暗号資産環境透明化法) <S.661> (3) 暗号資産採掘の環境およびエネルギーへの影響に関する省庁間調査を要求し、暗号資産採掘の大気浄化法への準拠を評価するもの。 — <H.R.1460(2023/3/08)> (-)
2023/02/21	CBDC Anti-Surveillance State Act (CBDC反監視国家法) <H.R.1122> (31) FRB, FOMCが、CBDCを使用することを禁止。
2023/01/17	PORTFOLIO Act (ポートフォリオ法) <H.R.389> (-) 1978年政府倫理法を改正し、各連邦職員による対象投資(暗号資産を含む)の取引および所有権を制限。
2022/12/21	Stablecoin TRUST Act of 2022 (2022年ステーブルコイン TRUST 法) <S.5340> (-) 決済用ステーブルコインの発行に関する規制の枠組み及び消費者保護を提供するためのもの。ステーブルコインが証券ではないことを明確化。
2022/12/15	Digital Asset Anti-Money Laundering Act of 2022(2022年デジタルアセット・マネー・ローンダリング防止法) <S.5267> (1) FinCENにデジタル資産に関する規則の制定を指示する等。
2022/12/07	Crypto-Asset Environmental Transparency Act of 2022 (2022年暗号資産環境透明化法) <S.5210> (1) 暗号資産採掘の環境及びエネルギーへの影響に関する省庁間調査を要求し、暗号資産採掘の大気浄化法への準拠を評価するもの。 — <H.R.9457(2022/12/07)> (1)
2022/10/21	PORTFOLIO Act (ポートフォリオ法) <S.9216> (-) 1978年政府倫理法を改正し、各連邦職員による暗号通貨の取引及び所有権を制限。
2022/09/29	Digital Trading Clarity Act of 2022 (2022年デジタル取引明確化法) <S.5030> (-) デジタル資産仲介業者に対し、証券取引委員会による特定の強制措置からのセーフハーバーを提供するもの。

2022/09/28	Cryptocurrency Cybersecurity Information Sharing Act (暗号通貨サイバーセキュリティ情報共有法) <S.4985> (1) 2015年のサイバーセキュリティ情報共有法を改正して、暗号通貨企業を含めることで、民間と公的機関の間で暗号通貨のサイバー脅威の情報共有を改善することを目的とするもの。
2022/09/28	Combating Financial Conflicts of Interest in Government Act (政府における金融上の利益相反対策に関する法律) <H.R.8990> (-) 1978年政府倫理法を改正し、政府高官による暗号通貨等の取引及び保有を制限。
2022/08/03	Digital Commodities Consumer Protection Act of 2022 (2022年デジタル商品消費者保護法 <DCCPA>) <S.4760> (6) 暗号資産取引所の規制体制を確立するための法案。「デジタル商品」に対する独占的監督権をCFTCに付与。 — <H.R.8730 (2022/08/19)> (1), <H.R.8950 (2022/09/22)> (1)
2022/07/26	Virtual Currency Tax Fairness Act (仮想通貨税制公正化法) <S.4608> (1) 所得税法上、仮想通貨の売却または交換による50ドル以下の利得を総所得から除外すること。
2022/07/26	To establish reporting requirements for persons who issue fiat currency-backed stablecoins, and for other purposes. (通貨を裏付けとするステーブルコインを発行する者の報告義務を定めること) <H.R.8498> (-) 法定通貨を裏付けとするステーブルコインの規制上の取り扱いに対処するもの。ステーブルコインは証券でも商品でもないと定義。
2022/06/07	Lummis-Gillibrand Responsible Financial Innovation Act (RFIA) (責任ある金融革新法) <S.4356> (1) 暗号通貨市場における規制の枠組みを作り直面する多くの問題を処理しようとする大規模な超党派法案。NFTやステーブルコインも網羅。デジタル資産に関する権限のCFTC, SEC, 財務省の間での分担が含まれる。
2022/5/20	Cryptocurrency Accountability Act (暗号通貨説明責任法) <H.R.7862> (1) 倫理的観点から、議員本人及び近親者の一定以上の暗号通貨の保有と取引の開示を義務付け。
2022/04/28	Digital Commodity Exchange Act of 2022 (2022年デジタル商品取引所法) <H.R.7614> (6) 商品先物取引委員会の監督下にあるデジタル商品取引所の規制と登録を可能にするもの。デジタル商品の販売、取引所の登録の条件や、その他の要件を定めている。
2022/04/28	National R & D Strategy for Distributed Ledger Technology Act of 2022 (2022年分散型台帳技術に関する国家研究開発戦略法) <S.4109> (5) 分散型台帳(ブロックチェーン)に関連する技術に関する国家戦略や研究開発について定めるもの。
2022/03/31	Russia Cryptocurrency Transparency Act (ロシア暗号通貨透明化法) <H.R.7338> (1) 国務省に暗号通貨関連事項を監督するデジタル通貨セキュリティ担当局長を任命。ロシアが経済制裁回避手段として暗号通貨を使用する等の影響についての報告を義務付けるもの。
2022/3/31	Stablecoin Transparency Act (ステーブルコイン透明化法) <S.3970> (-) ステーブルコイン発行者に対して、安全資産での準備金の保有を義務付けるとともに報告要件を定めるもの。 — <H.R.7328 (2022/3/31)> (-)
2022/03/01	Special Russian Sanctions Authority Act of 2022 (2022年ロシア制裁権限特別法) <S.3723> (-) ロシアに係る制裁措置を講じるとともに、関連する諸問題に対処するもの。ウクライナ侵攻に伴い、ロシア連邦に関して制裁を行い、ロシア連邦の資産(暗号通貨を含む)を没収し、その資産をウクライナの正当な政府に送金するもの。
2022/02/03	Blockchain Solutions for Small Businesses Act (中小企業向けブロックチェーン・ソリューション法) <H.R.6597> (21) 中小企業庁長官に対し、ブロックチェーン技術の状況及び消費者保護におけるその使用に関する調査を実施することを要求するもの。
2022/02/03	Virtual Currency Tax Fairness Act of 2022 (2022年仮想通貨税公正化法) <H.R.6582> (5) 内国歳入法を改正し、個人取引における仮想通貨の処分による利得のうち、200ドルを上限として総所得から除外するもの。

※シャドウは特に重要と考えられる法案。

米国における暗号資産規制を巡るもうひとつの論点: DeFi (分散型金融) をどうするか

湯山 智教¹ | ジョージタウン大学客員研究員 (執筆時)



湯山 智教

三菱総合研究所、金融庁、日本銀行、財務省、東京大学公共政策大学院特任教授などを経て、2021年よりジョージタウン大学客員研究員・シニアフェロー (2023年5月の執筆時点)。博士(商学)早稲田大学。

1: 本稿の内容は、あくまで個人的見解であって、ジョージタウン大学他の筆者が現在または過去に所属した機関の見解ではない。本稿執筆の過程では、副島豊氏 (SBI金融経済研究所) から貴重なコメントをいただいたので感謝申し上げます。また、本文中でもととは英語であったものが和訳されているものは、すべて筆者仮訳であり、正確には原文を参照されたい。なお、内容には正確性を期しているが、誤りがあるかもしれず、その点は筆者の責任であるがご容赦いただきたい。

2: 公開されている情報によれば、FTX USは、多くの州 (40州) における資金送金業者 (Money Transmitter) や資金サービス業 (Money Services Business) のライセンスを保有しており、これらの監督下にあり、これらは連邦管轄ではなく、州管轄になる。

3: 米国における暗号資産規制の議論については、湯山 (2023a, 2023b) も参照されたい。

要約

米国における暗号資産規制の議論では、暗号資産が証券かコモディティか、監督当局はSECかCFTCかといった従来からの論点に加え、DeFiを巡る問題も重要な論点となっている。DeFiには、コスト・リスク削減や取引追跡可能性、金融包摂促進、イノベーションへの貢献などの多くの利点が指摘される一方で、マネーロンダリングやハッキングの多発、相場操縦などの不公正取引、システムミック・リスクの誘発可能性、行政処置の実行可能性などの課題もまた指摘されている。DeFiはイノベーションの源泉なのか否か、金融規制に適合させるべきか、そもそも金融取引といえるのか、コードをどう規制すべきか、そもそも規制は可能なのか、ディスクロージャーのあり方などDeFiに特有の問題への対処が大きな論点となるだろう。足元でも暗号資産に対する懐疑派・推進派で見方が真っ二つに割れており、まさにイノベーション推進と健全な市場育成・投資家保護の間のジレンマの下でどう対応すべきか、その行方が注目される。

1. はじめに

昨年11月のFTX破綻後、そもそも米国には暗号資産取引所に対する連邦規制が事実上存在していなかったこともあり²、暗号資産規制を強化すべきであるという声の高まりもみられる。では、米国でも日本や欧州に倣って暗号資産規制を導入する方向に向かうのだろうか。米政府は、2022年2月に、「デジタル資産の責任ある発展を確保するための大統領令 (The White House (2022))。以下、「大統領令」という)」を発出し、その後のフォローアップも含め行政府全体での取り組みが促されているところである³。だが、肝心の立法主体である議会における議論を見る限り、そこはおそらく一筋縄ではいかないだろう。例えば、FTX破

続後の米国上院公聴会では⁴、暗号資産に懐疑的な専門家の中には、FTX 破綻は、CEX（Centralized Exchange: 中央集権型取引所）だけの問題ではなく、DeFi（Decentralized Finance: 分散型金融）の一部である DEX（Decentralized Exchange: 分散型取引所）でも技術的に運営が分散化されているという理由だけでは解決しないと言う人もいる（Allen (2022)）。他方で、これは顧客資産流用や利益相反などが起こりうる中央集権的構造をもつ CEX に固有の問題であり、DeFi はイノベーションの源泉であり推進すべきとの意見も見られた（Schulp (2022)）。米国における暗号資産規制の議論をみると、暗号資産が証券なのかコモディティなのか、そしてそれに付随して監督当局は証券取引委員会（SEC）が担うべきか、商品先物取引委員会（CFTC）が担うべきか、また銀行に暗号資産との関与をどの程度認めるべきか、といった従来からの論点も多いが、この DeFi を巡る問題も、もうひとつの論点として指摘することができる。では、この問題をどう考えればいいのだろうか。

2. DeFiとは何か、そのメリットは

そもそも DeFi とは何か。DeFi 自体は最近登場したものであるため、おそらく広く受け入れられている定義はない（OECD (2022)）。しかしながら、DeFi は様々な公的機関レポートや学術論文などで説明されており（FSB (2023)、Alamonte, et.al. (2021)）、ここでは FSB (2023) の定義を借り「暗号資産と分散型台帳または類似の技術を使用して構築された「スマートコントラクト」（ソフトウェア）を使用して運用される一連の代替金融市場、商品、システム」を意味すると考える。さらに、DeFi は「Decentralized Finance」の略なので、本当にそうであるかどうかは別として、「分散型（Decentralized）」であり、「金融（Finance）（サービス）」の一種である（と称する）ことも大きな特徴になるだろう。つまり、銀行や証券会社といった伝統的な金融仲介機関が介在することなく、自動的なプログラム（スマートコントラクト）によって貨幣（多くの場合、暗号資産）が交換されたり貸し出されたりする金融サービスやそれを支えるインフラが DeFi であると考えられる。DeFi では、暗号資産の枠内にとどまるものの、決済、取引、貸し借り、投資（資産運用・デリバティブ）、保険といった伝統的な金融取引や金融サービスが模倣されている。

そして、DeFi を活用することにより、金融機関を介した、従来の中央集権的な金融システムよりも劇的にリスク（特に集中リスク⁵）やコストを低くすることができる可能性があり、海外とのクロスボーダー取引を格段に容易にするとともに、ブロックチェーンを使っていることに伴う取引の透明性やトレーサビリティ（追跡可能性）、スマートフォンで使用できるという意味での金融包摂の促進、Web 3 などイノベーションへの貢献という点でもそのポテンシャルが注目されている。足元ではクリプト・ウィンター（暗号資産の冬）の影響で縮小したものの、それでも、その規模は約 500 億ドル（約 7 兆円弱、2023 年 5 月 22 日時点）相当であり、DEX（分散型取引所）と Lending サービスで半分以上を占める⁶。

4：昨年 2022 年 12 月の FTX 破綻直後に米上院議会銀行・住宅都市問題委員会において「暗号資産クラッシュ。FTX バブル崩壊の理由と消費者への被害（Crypto Crash: Why the FTX Bubble Burst and the Harm to Consumers）」と題したヒアリングが行われ、有識者としてアメリカン大学法学部教授ヒラリー・アレン（Hilary J. Allen）教授、ワシントンにある保守系シンクタンク：CATO 研究金融規制研究センターディレクターのジェニファー・シュルプ氏（Jennifer J. Schulp）氏など計 4 名からの意見聴取と質疑が行われた。上院ヒアリングの様様や、証言者の資料は、議会上院サイトよりダウンロード可能。

5：ここでいう「集中リスク」とは、金融取引があるインフラに集中している場合、そのシステムが技術的要因や運営主体破綻などで停止した場合のリスクを指す。取引やシステムがブロックチェーン（イーサリアムなど）に基づいて分散化されれば、集中リスクの低減に寄与すると考えられ、技術的な観点からは、このメリットは単一障害点を持たないという特徴に起因すると考えられる（FSB(2019)）。一方で、ブロックチェーンを活用した分散型システムだからといって集中リスクがないわけではない点についても FSB (2019) は指摘しており、分散型システムにおける開発者への集中（取り扱う資産の所有集中、コードの支配の集中、インフラのオペレーションの集中、マイニングや台帳バリデーションの実施主体の集中など）を挙げている。

6：The Block Data (<https://www.theblock.co/data/decentralized-finance/asset-management>) に基づく。

3. DeFiの問題点や課題

他方、DeFiにはこうしたメリットが考えられる一方で、さまざまな問題点や課題も指摘されている。例えば、最近（2023年4月）、大統領令を踏まえて、米財務省がDeFiのリスクに関するレポートを公表し、ランサムウェアのサイバー犯罪者、窃盗、詐欺、朝鮮民主主義人民共和国（DPRK）のサイバーアクターなどの不正行為者が、不正な収益の送金やマネーロンダリングのためにDeFiサービスを利用してるとし、さらに不正行為者は、米国および外国のAML（Anti-Money Laundering）/CFT（Combating the Financing of Terrorism）規制、監督、および執行体制、ならびにDeFiサービスを支える技術の脆弱性を悪用していると指摘している（U.S. Department of the Treasury 2023）。

この他にも、頻発するハッキング被害（そして、その盗難資金がテロ資金等に流れているリスク）、相場操縦など不公正取引の頻発と当局による調査の困難性、オペレーショナルリスクの存在（ブロックチェーンを利用するため、取引の修正・取消しが事実上不可能となる）などの問題点や課題も指摘されている（BGIN（2023））。また、金融に関連して、特にDeFiのレンディングではプロシクリカリティ（ポジティブフィードバックによる振幅増大効果）が指摘されている。同取引では、担保価値上昇が貸出増加につながり、それが更なる担保価値上昇と貸出増加をもたらすという増幅効果が働く一方で、逆の収縮方向へのスパイラルも生じるといった問題も指摘されている（Lehar and Parlour（2022））。金融包摂への貢献というメリットに関しても、DeFiのような難しい先端技術を利用できる人は限られることから、本当に金融包摂に貢献しているのかという疑問も指摘される（WEF（2021））。

4. コンピューターコードは行政措置の対象となるのか？

また、DeFiは本当に分散化されているのかといった本質的な問題も指摘される。真に分散化されている場合には、コードがその主体であり、中央管理者が不在となることから、例えば公的な観点から問題が生じて行政措置が必要な場合、どの名宛人を指定すればよいのかという問題点も生じうる。すなわち、コードは名宛人となりえないため、行政命令の名宛人がなくなる可能性が生じる（BGIN（2023））。こうした問題以外にも、多くのDeFiにおいて分散化度合いが実は小さく、極めて少数のガバナンス・トークン保有者によってその運営が支配されていたり（Chainalysis（2022））、管理鍵（Admin Key）と呼ばれるプライベートキーを通じて特定の監視権限を持つものだけが実質的にプロトコル修正権限を有していたりする場合もあり、分散化の度合いはプロジェクトに応じて区々との指摘もある（BGIN（2021））。こうした点を踏まえ、Alamonte, et.al.（2021）は、分散化は幻想（illusion）とも指摘している。

コンピュータープログラム（コード）に対する行政措置をどうするかという点から具体的に問題となったのは、2022年8月に米国財務省OFAC（Office of Foreign Assets Control）が、主要な暗号資産ミキシング・プラットフォームであるTornado Cashに対して70億ドル（約9,000億円）以上の暗号資産のマネーロンダリングに関与したとして制裁を科したことに伴う余波である⁷。マネー

7：OFAC Press Releases（August 8, 2022）, “U.S. Treasury Issues First-Ever Sanctions on a Virtual Currency Mixer, Targets DPRK Cyber Threats”.

なお、暗号資産ミキシング（Mixing）とは、いくつかの暗号資産の送金データを混ぜ合わせる（Mix）ことによって、利用者のプライバシーや匿名性を守る手法やサービスのことをいう。

ロンダリング自体が問題であるのは明白だが、実際にマネーロンダリングを行ったのは Tornado Cash ではなく、そのミキシング・サービスを利用した個人・グループであった（具体的には、北朝鮮のマネーロンダリング・グループ）。かつ、そのミキシング・プラットフォームがコンピューターコードであり、何のガバナンス上の権限や責務がない場合には、誰に対して制裁を科すか、例えばコード開発者を逮捕すべきなのかという論点が生じており、多くの議論が惹起された⁸。

また、昨年9月には、今度は CFTC が、Ooki DAO という DAO (Decentralized Autonomous Organization：分散型自律組織) に対して、そのガバナンス・トークンを保有して投票した者を含めて、違法な取引所外デジタル資産取引の提供、CFTC への未登録、銀行機密法 (BCA 法) 不遵守の理由で提訴したことも大きな議論を惹起した⁹。DAO を構成するコンピューターコードに対する法的措置の有効性もさることながら、Ooki DAO による不法行為の責任は DAO トークンに投票した者が負うものと考えて、CFTC がトークン保有者を提訴したことの是非も大きな論点となっている。Tornado Cash と Ooki DAO の両ケースともに、今後の裁判所の判断が注目されるところである。

5. DeFiは実は透明でも、追跡可能でもない？

DeFi は政策的にも問題視されることがあり、例えば、米上院議員のエリザベス・ウォーレン議員 (民主党) は、DeFi のことを「暗号資産のもっとも危険な部分 (Most Dangerous' Part of Crypto¹⁰)」として名指しして警戒している。こうした警戒心の背景には、DeFi における取引やその運営が不透明で不正も多い印象があると思われる。筆者はディスクロージャーが「機能していない」ことも問題の一つであると考えている。ディスクロージャーが「なされていない」ではなく、「機能していない」と表現した理由は以下の通りである。一般に、DeFi はパブリック型ブロックチェーンをもとにしているため、すべての取引記録やコードは基本的に公開されていて、本来は皆が取引やコードを見ることができ、ディスクロージャーはほぼ完全になされているとみなせる。しかし、実際にはそれが専門家や一部の人にしか見えず、事実上ほぼディスクロージャーが「機能していない」に等しい状態になっていると推測される。米国の規制当局も DeFi を問題視しており、例えば SEC のクレンショー (Crenshaw) 委員 (民主党) は、DeFi 取引のかかえる大きな問題点のひとつとして透明性の欠如を挙げ、「すべての取引はパブリックブロックチェーン上で記録されているけれども、実際には DeFi 投資は透明ではない。限られた人だけがコードを読み理解できるのが現状だ。高度な専門家でさえも、欠陥や危険を見逃しているのが現状である」と指摘している (Crenshaw (2021))。また、これはパーミッションレス型ブロックチェーンに一般的な特徴であるが、仮にコードを解読したとしても、それで実際に取引をしている人を特定できるわけではなく、単にブロックチェーン上の取引 ID (数字の羅列) がわかるに過ぎず、その取引 ID と実際に取引する人の紐づけが困難となることも多く、この場合には不公正取引の調査がさらに困難であるとも指摘されている (Crenshaw (2021))。

8：例えば、米ワシントンにある暗号資産業界寄りのシンクタンクである CoinCenter は「米財務省 OFAC が、特定の Tornado Cash スマートコントラクトのアドレスを SDN リストに追加することによって、法的権限を踏み越え、この行為は適正手続きと言論の自由に対する憲法上の権利を潜在的に侵害した。この行為に対して法廷で異議を申し立てることも検討している」と指摘している。CoinCenter (August 15, 2022) "Analysis: What is and what is not a sanctionable entity in the Tornado Cash case"

9：CFTC Press release, (September 22, 2022) "CFTC Imposes \$250,000 Penalty Against bZeroX, LLC and Its Founders and Charges Successor Ooki DAO for Offering Illegal, Off-Exchange Digital-Asset Trading, Registration Violations, and Failing to Comply with Bank Secrecy Act"

10：2021年12月の議会上院ヒアリングでの発言とされる。2021年12月14日付 PYMENT 記事 "Sen Warren Calls DeFi the 'Most Dangerous' Part of Crypto at Senate Hearing" を参照。

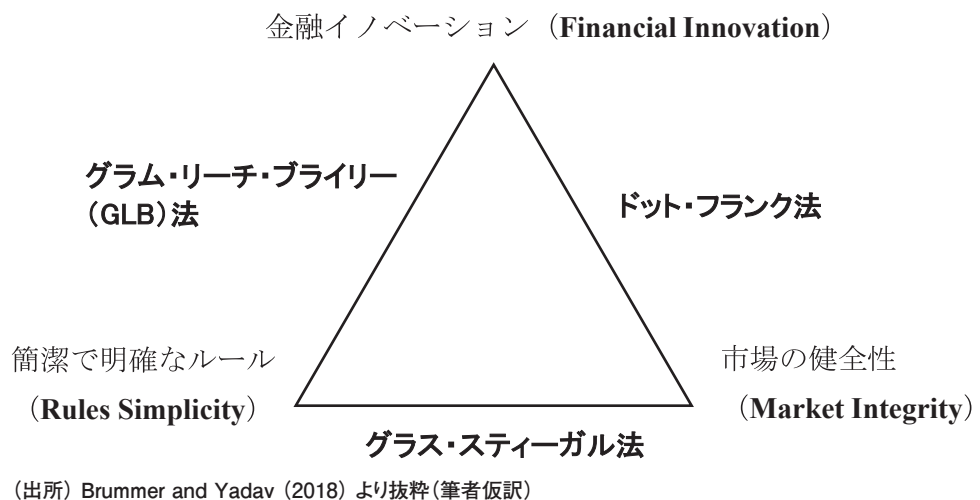
6. DeFiに対する規制の考え方

6. 1 FinTechとイノベーションのトリレンマ

では、DeFiのような新たな技術に関する規制についてどのように考えればよいだろうか。こうした革新的な技術に対する規制導入に関連して、筆者の所属するジョージタウン大学ロースクールのクリス・ブラマー教授が、「FinTechとイノベーションのトリレンマ」と題する論文を発表している（Brunner and Yadav (2018)）。この論文はFinTech勃興当初に流行したハーバード大学クレイトン・クリステンセン教授の「イノベーションのジレンマ」と、国際金融の世界で有名な「国際金融のトリレンマ¹¹」をもじったものと思われるが、その内容は新たな技術に対する規制を考えるにあたって非常に興味深いものである。

具体的には、革新的サービスや商品に対する規制導入の際には、従来の規制戦略を単純に適用することは概念的に困難であり、規制当局は、①簡潔で明確なルールを提供すること、②市場の健全性（integrity）を維持すること、③金融イノベーションを促進すること、の3つの目標のうち、最大でも2つしか達成できないという指摘である。例えば、規制当局が、②市場の健全性と①簡潔で明確なルールを優先させた場合、多くの単純な禁止事項ができることとなりかねず、細かな例外や適用除外を作ることでもできず、③金融イノベーションを阻害するかもしれない。あるいは、規制当局が③金融イノベーションを促進しつつ、①簡潔で明確なルールメイキングも行う場合には、簡潔だが低レベルの規制で対応せざるを得なくなり、②市場の健全性が損なわれる可能性がある。最後に、規制当局が②市場の健全性と③金融イノベーションの双方を重視する場合、複雑なルールや適用除外を作らざるを得ず、①簡潔で明解なルールとはならず、結果的にコンプライアンスコストが上昇し、②市場の健全性も低下しかねない。

図1 イノベーションのトリレンマの概念図



同論文では、「イノベーションのトリレンマ」の具体例として、(1) 1920年代の金融不正横行、株式市場の暴落、大恐慌に対応して、規制当局が導入したグラス・スティーガル法による銀証分離政策（＝②市場の健全性を重視し、①簡潔で明確なルールを目指した政策）によって金融イノベーションが阻害されたこと、(2)

11: 「国際金融のトリレンマ」は、一国が対外的な通貨政策を行う際に、①為替相場の安定、②金融政策の独立性、③自由な資本移動、の3つのすべてを同時に達成することはできず、このうち2つしか達成できない（必ず一つをあきらめなければならない）という国際金融論における理論。ノーベル経済学賞を受賞したロバート・マンデル教授が提唱した有名なマンデル・フレミングモデルを拡張したものの。

1990年代後半になってグラム・リーチ・ブライリー（GLB）法がニューディール時代のグラス・スティーガル法をはじめとした重要法律を解体したが（＝①簡潔で明確なルールで、③金融イノベーション促進を意図）、シャドーバンキングを助長し、結果的に金融不正が再び横行することの一因となり、簡潔で明確なルールでは金融安定を十分に確保できず、リーマンショックの一要因にもなったこと、(3) 2008年の金融危機後の数百ページに及ぶ細かいドッド・フランク法成立（＝②市場の健全性を重視し、③金融イノベーション促進を意図したが、簡潔で明確なルールではない）によって、数年の間で不正は正されたが、再び大銀行ではイノベーションが停滞しだしたこと（その結果、FinTech企業も勃興してきたこと）をあげている（図1）。ここで、①簡潔で明確なルール制定、②市場の健全性（金融不正防止）、③金融イノベーション促進の3つの間のトライアングルに関して、現在の米国のDeFi規制を巡る状況を見ると、実はこのうち①も②も存在してないわけであり、少なくともどちらかは追加可能ということになる。SECは、②を志向しているのかもしれないが、SECのゲンスラー委員長はその過程では①も行おうとしているようにもみえ、そうなると③金融イノベーションに悪影響が及ぶかもしれない。SECによる暗号資産規制に慎重な人たちはこうしたリスクを懸念しているのかと思われる。

6. 2 DeFi規制に向けた動き

当然、規制当局の中には、DeFiに対する公的規制が必要との意見がある（Gensler（2021）、Crenshaw（2021））。例えば、最近（2023年4月）、SECは、DEXであれCEXであれ、多くの暗号資産は証券であると考えられるため、DeFiであることは開示等の証券規制対象外とする言い訳とはならず、DeFiのDEXもSEC登録が必要といった趣旨の取引所規則改正案をパブリックコメントに付している（ただし、大きな議論を引き起こしており、このとおりに規則が成立するかは不明）¹²。

また、国際機関でも、例えばFSB（2023）は、DeFiが急成長しているセグメントとして浮上していることを踏まえ、2023年春のG7財務大臣・中央銀行総裁会合にDeFiに関する報告書を提出している。その報告書の中では、DeFiに対する積極的なモニタリングの必要性が指摘されており、データのギャップを埋め、DeFiリスクをカバーするために暗号資産に対する推奨対応事項をどの程度まで強化する必要があるのかを探り、この成長分野に対処するために追加の政策提言が必要であるかどうかを検討することが示されていた。実際のG7財務大臣・中央銀行総裁会合でも、FSB及びSSBs（基準設定団体）がDeFi及び多機能暗号資産仲介業者に関する作業を実施することが支持・合意された¹³。

IMF（2021, 2022）は、直接的な禁止措置をとれば（CEXとDEXの両方について）暗号資産取引所のビジネスに直接的な影響を与えることができるが、依然として個人単位では代替手段によって暗号資産の取引や交換を行うことができると考えられるため、各国・地域で執行措置の効果を最大化し、規制のアービトラジーを最小化するために、関連当局や国際機関と積極的に連携する必要があると指摘している。

12: SECは、2023年4月14日に、取引所法規則3b-16の「取引所」の定義の修正案についてコメント期間を再開し、補足情報を提供した。しかしながら、本パブコメの実施にはSEC委員の中からも反対意見があるなど、DeFi取引所のSEC登録を求める内容となることからかなりの議論を呼ぶ内容となっている。SEC（April 14, 2023）"SEC Reopens Comment Period for Proposed Amendments to Exchange Act Rule 3b-16 and Provides Supplemental Information"

13: G7財務大臣・中央銀行総裁声明（仮訳）（2023年5月13日於：日本・新潟）を参照（https://www.mof.go.jp/policy/international_policy/convention/g7/g7_20230513_1.pdf）

他方で、米保守系シンクタンク CATO 研究所は、暗号資産の技術革新的側面を擁護する立場から異なる見解を打ち出している。同研究所は、” Same Risk, Same Rule” という規制原則から考えると、DEX は CEX と比べてリスクプロファイルが異なるため、規制はそれに応じて調整されるべきであるとしている。関連するリスクに的を絞った規則を提供するために、米議会は DEX と CEX を明確に定義し、DEX が真に分散化されている場合には、多くのリスクが軽減されることから、規制当局（暗号コモディティ市場については CFTC、暗号セキュリティー市場については SEC）への任意登録制とし、技術革新によってリスクに対処していくべきと提言している（CATO Institute（2023））。

6. 3 DeFiに適したディスクロージャーの重要性

DeFi の特徴に適した規制という意味において、前述のクリス・ブラマー教授は、従来型の SEC ディスクロージャー規制ではなく、DeFi に適したディスクロージャーの仕組みを導入すべきとの提言を行っている（Brummer（2022））。その論文概要を簡単に示すと、以下の通りである。

- ① ブロックチェーンは、一般人や投資家にとっては技術的すぎて、（オープンであるという）その意図に反して実際は不透明となっており、（こうしたブロックチェーンの一般特性が）DeFi が不透明とされる理由のひとつとなっている。
- ② 1930 年代に普及した SEC ディスクロージャーの枠組みを今日のデジタル市場にそのまま適応させるには、やや無理がある。現在の SEC のディスクロージャー規制は、DeFi のディスクロージャーに必要な観点からみると、要件自体がまったく適していない上に、内容が機関投資家向けで膨大でかなり細かな会計技術的な内容となっている。DeFi 参加者保護の観点からは、消費者保護法思想である簡潔で的を絞った方法が望ましい。
- ③ 具体的には、DeFi のディスクロージャーに必要な観点は、トークンのガバナンス、利益相反、経済的仕組み（追加発行、償還権限、分裂、停止等）、トークン保有者の特権、創業者やベンチャー・キャピタル（VC）の影響力、Dapp（Decentralized applications）のガバナンス、Dapp のビジネスモデルやリスク、外部情報参照（Oracle）に伴うリスク、スマートコントラクト・コードのアップグレードやバグ修正の仕組み、DAO の意思決定やガバナンスの仕組み、などが重要かつ重要であり、投資家や参加者が知りたい情報であるが、これらは従来の SEC 規制の様式にはほとんどでてこない。
- ④ 従来の SEC の EDGER（Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval system：電子データ収集・分析・検索システム）は主に機関投資家向けであり、かなり細かい上に、DeFi 投資家には適さないのが、暗号資産の適性を生かした新たな方法が適当である。

こうした指摘自体には納得する点も多い。DeFi のディスクロージャーの必要性についての指摘は、他にも、OECD や IMF からなされているが¹⁴、数行でコメント的に指摘する程度であり、ここまで具体的なものは筆者の知る限りは見たことはなく、DeFi のディスクロージャーのあり方に関する提言として興味深い。

6. 4. DeFiのディスクロージャーと規制に関するプリンシプルの提案

DeFi に関しては、ブロックチェーンに関するステークホルダーから構成される BGIN（Blockchain Governance Initiative Network）から、筆者も編著者

14：例えば、IMF（2021）と OECD（2022）も、データの標準化を含む情報開示の枠組みを確立することが、暗号資産市場のより良い監視につながると指摘している。

のひとりである報告書「DeFiのディスクロージャーと規制に関するプリンシプルの提案」(BGIN (2023))が、本年2月に作成・公表されているので紹介したい。BGIN (2023)は、DeFiのメリット及び課題を議論したうえで、規制上のインプリケーションについて検討し、最終的に「DeFiのディスクロージャーと規制に関するプリンシプルの提案」を行っている(表1)。プリンシプルの冒頭で、DeFi規制を考える場合、DeFiが消費者・投資家保護の対象となる「金融サービス」に該当するかどうかを最初に検討する必要があるとしている。これはゲームやギャンブルの類ならば金融サービスとはいえないという趣旨である。しかしながら、DeFiの規模が大きくなってしまった場合には、システムミック・リスクの防止のための健全性規制の類も必要であり、また、金融サービスか否かにかかわらずAML/CFT規制は重要と指摘している。

表1 DeFiのディスクロージャーと規制に関するプリンシプルの提案

<p>(原則1) 適用範囲の設定の必要性 規制当局は、DeFiが規制対象の金融活動に該当するかどうか、その参加者が投資家・消費者保護に該当するかどうかを特定する必要がある。</p> <p>(原則2) ディスクロージャー・プラットフォームの構築 世界的に統一された開示プラットフォームの構築が望まれる。開示プラットフォームは、参加するDeFiプラットフォームからのデータを集約し、公表・提供することが望ましい。</p> <p>(原則3) 従来の金融規制とのハーモナイゼーションの必要性</p> <p>(原則4) DeFiの専門性の考慮 伝統的な金融とDeFiの最も大きな違いは、1) 電子的な活動、2) 活動に影響を与える中心的事業体の有無、3) 中心的事業体が全くない場合もあること、4) 中心的事業体がある場合でもその影響の度合いは様々であること、などがある。</p> <p>(原則5) システムミック・リスクの可能性への対応</p> <p>(原則6) 定期的な監査の必要性</p> <p>(原則7) 規制の実効性の確保 DeFiは、中心的事業体を持たないか、その活動に対する影響力が小さい場合があり、そのような場合には、規制の実効性を確保するために、事業者に対する処罰よりも、違法行為そのものを阻止する行為規制が有効である場合がある。</p> <p>(原則8) 違法な金融活動に対するAML/CFT等の対策 開示プラットフォームに参加せず、金融規制を受けないDeFiであっても、DeFiに適用するために整備されたFATF基準で定めるAML/CFT等の違法金融対策を遵守する必要がある。</p>

(出所) BGIN (2023)より抜粋(筆者仮訳)

BGIN (2023)は、先に挙げたBrummer (2022)を参考にしつつ、最も重要なポイントとして、DeFiや暗号資産の特性に適した開示制度や共通プラットフォーム、エンフォースメントの枠組みを確立することを指摘している。自主規制や政府機関によるエンフォースメント、あるいは投資家の自己責任を考える場合であっても、DeFiや暗号資産に適した開示システムは最も必要なインフラ基盤の一つとなるだろう。適切な情報開示の枠組みを確立することは、困難ではあるが、特定のDeFiアプリケーションの潜在的なリスクと利益について、すべての市場参加者に情報を提供するために必要であるとしている。各国当局や国際的な基準設定機

関も参加し、権限を付与した共通の情報開示プラットフォームを構築することが望ましい。このような枠組みは、データの開示、ガバナンスの仕組み、トークン情報、監査情報など、DeFiに関する基本的な情報を提供し、コンプライアンスを確認するための便利な手段にもなる。参加者のインセンティブ構造も考慮した適切な共通開示プラットフォームを設計することは非常にチャレンジングなことであり、今後の実践的な研究課題となるだろう。

7. おわりに

米国の暗号資産を巡る規制は、FTX 破綻を受けて規制強化の方向に向かうと見られがちだが、本稿で紹介したように足元の米国における議論を見る限り、必ずしも規制一辺倒ではなく、かつ規制を推し進めるにも難しい論点が多々存在している。DeFi を含めた暗号資産に懐疑的な見解と、擁護すべきと考える見解が真っ二つに割れており、金融イノベーション推進と健全な市場育成・投資家保護の間のジレンマの下で当局や市場関係者がどう対応していくべきか、その行方が注目される。

参考文献

- 湯山智教 (2023a) 「米国からみた暗号資産市場の現状と今後について」 金融資本市場展望、金融ファクシミリ新聞社
- (2023b) 「米国における暗号資産規制と DeFi に関するプリンプル提案について」 『金融資本市場リサーチ』 2023 年夏号 (第 10 号)、株式会社イノベーション・インテリジェンス研究所
- Allen, Hilary J., "Prepared Statement: Hearing on Crypto Crash: Why the FTX Bubble Burst and the Harm to Consumers; Before the U.S. Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs," 2022.
- Aramonte, Sirio, Wenqian Huang and Andreas Schrimp, "DeFi Risks and the Decentralisation Illusion." *BIS Quarterly Review* (2021) .
- BGIN (Blockchain Governance Initiative Network) , "Present and Future of a Decentralized Financial System and the Associated Regulatory Considerations," Study report of IKP (IAM, Privacy and Key Management) -WG, Blockchain Governance Initiative Network (BGIN) , BGIN SR 001, 2021.
- BGIN (Blockchain Governance Initiative Network) , " Proposal of Principles of DeFi Disclosure and Regulation," Study report of IKP (IAM, Privacy and Key Management) -WG, Blockchain Governance Initiative Network (BGIN) , BGIN SR 011, 2023.
- Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4453595>
- Brummer, Chris, and Yesha Yadav, "Fintech and the Innovation Trilemma," *The Georgetown Law Journal* 107 (2018) : 235-307.
- Brummer, Chris, "Disclosure, Dapps and DeFi." *Stanford Journal of Blockchain Law and Policy*, Vol5.2, (2022) :137-174.
- CATO Institute (Jack Solowey and Jennifer J. Schulp) , "Regulatory Clarity for Crypto Marketplaces Part I: Decentralized Exchanges", Briefing Paper No. 154, May 10, 2023.
- Chainalysis, "State of Web3 Report -Your guide to how blockchains are changing the internet," 2022.

- Crenshaw, Caroline A. (SEC Commissioner) , " Statement on DeFi Risks, Regulations, and Opportunities," The United States Securities and Exchange Commission, 2021.
- FSB (Financial Stability Board) , "Decentralised Financial Technologies: Report on Financial Stability, Regulatory and Governance Implications," 2019.
- FSB (Financial Stability Board) , "The Financial Stability Risks of Decentralised Finance," 2023.
- Gensler, Gary (SEC, Chair) , Remarks Before the Aspen Security Forum, The United States Securities and Exchange Commission, 2021.
- IMF (International Monetary Fund) , Global Financial Stability Report (GFSR) , October 2021, Chapter 2 "The Crypto Ecosystem and Financial Stability Challenges," 2021.
- IMF (Parma Bains, Arif Ismail, Fabiana Melo, and Nobuyasu Sugimoto) , "Regulating the Crypto Ecosystem - The Case of Unbacked Crypto Assets," FinTech Notes 2020/007, 2022.
- IOSCO (International Organization of Securities Commissions) , "IOSCO Decentralized Finance Report," 2022.
- Lehar, Alfred, and Christine A. Parlour, "Systemic Fragility in Decentralized Markets." Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4164833> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4164833>, (2022)
- OECD (Organization for Economic Co-operation and Development) , "Why Decentralized Finance (DeFi) Matters and the Policy implications," 2022.
- SEC (U.S. Securities and Exchange Commission) , "Framework for "Investment Contract" Analysis of Digital Assets," 2021.
- Schulp, Jennifer J., " Testimony Before the United States Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs Hearing on "Crypto Crash: Why the FTX Bubble Burst and the Harm to Consumers," 2022.
- The White House, " Executive Order on Ensuring Responsible Development of Digital Assets," 2022.
- U.S. Department of the Treasury, "Illicit Finance Risk Assessment of Decentralized Finance," April 2023.
- WEF (World Economic Forum) , "What is the Value Proposition of Stablecoins for Financial Inclusion," Digital Currency Governance Consortium White Paper Series, November 2021.

中国のフィンテック規制とその影響

——アントグループの事例を中心に

福本 智之 | 大阪経済大学経済学 教授



福本 智之

大阪経済大学経済学部教授
1989年京都大学法学部卒業、日本銀行入行。在中国大使館一等書記官、国際局総務課長、国際局参事役、北京事務所長、北九州支店長、国際局審議役、国際局長などを経て2021年より現職。

要旨

中国では2010年代にプラットフォーム主導でフィンテックビジネスが急速に発展した。アリババ傘下のアントグループがその主役であった。アントは、リテール決済サービスであるアリペイを通じて得た膨大な取引データを活用し、資産運用、融資、保険といった多岐にわたる金融サービスを展開した。

中国政府は、当初、アントを中心とするプラットフォームのフィンテック業務に寛容な姿勢をとっていたが、2020年を境目に全面的な規制強化に乗り出した。プラットフォームの「無秩序な拡大」を抑えることが、党の統治や金融リスク防止の観点から必要と判断したものと推測される。アントに対して、金融持株会社化を求めるとともに、決済、資産運用、融資、保険、信用調査の各業務への厳しい規制の導入が実施され、アントの収益は2022年入り後大幅に減少した。

プラットフォームに対する規制強化はようやく一段落し、アントは必要な認可の多くを取得し、増資も認められた。それでも、規制で縛られたプラットフォームにかつてのような急速な発展は望めないだろう。今後は、伝統的金融業の巻き返しや政府主導でのデータの共有・流通の動き、およびデジタル人民元の動きが注目される。

1. はじめに

2020年11月にアリババ傘下のフィンテック企業アントグループ（以下「アント」）の世界史上最大規模のIPOが直前に停止されてから、2年半が経過した。その後、多方面から規制が強化され、飛ぶ鳥を落とす勢いだった中国のフィンテック企業は、すっかり元気がなくなったように見える。

規制強化の前、アントを筆頭とする中国のフィンテック企業の提供する金融サービスは、世界最先端を行っていた。にもかかわらず、中国政府はなぜ規制強化に踏み出したのか、そしていかなる規制が導入され、フィンテックの発展にいかに関与したのか。今後、中国のフィンテックはどこへ向かうのか。本稿は、中国最大のフィンテック企業であるアントの事例を中心に、これらについて検討する。

2. プラットフォーマーによるフィンテックの急速な発展とアントのビジネス

2. 1 プラットフォーマー主導のフィンテックの発展

まず、中国で2010年代にフィンテックが急速に発展した経緯について、アントを中心に振り返る。

① 決済業務の発展

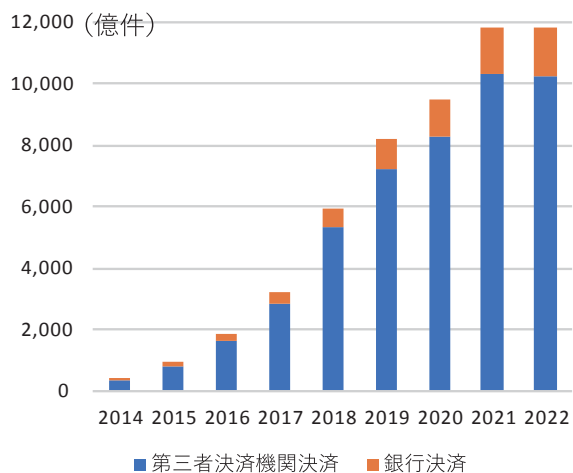
アントはもともとアリババ内部の決済・金融部門だったが、2014年にアリババ傘下の別会社として設立された。その原点は、アリババが2004年に開始したEコマースの資金決済サービス、アリペイ（中国名「支付宝」）である。

アリペイは、消費者から一時的に商品代金を預かり、注文した商品が消費者の手元に届いた時点で販売業者に代金を支払ういわゆるエスクローサービスを提供している。中国では、当時、クレジットカードが普及しておらず¹、資金決済の安全性が担保されないことがEコマースの普及の妨げになっていた。アリペイによって、販売業者と消費者双方が安心して決済ができるようになり、アリババのEコマースは拡大した。

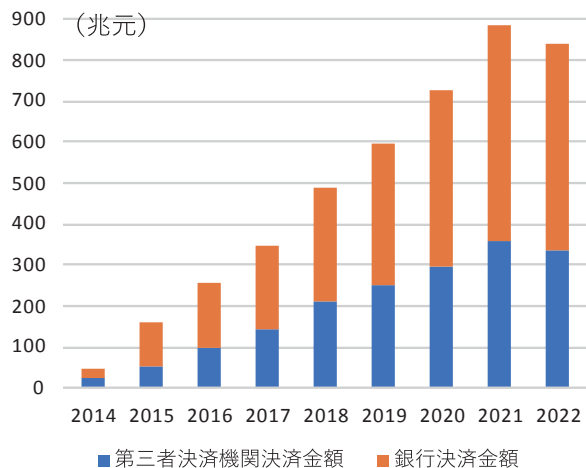
¹：中国では銀聯カードを含め、多くはデビットカードでありクレジット機能が付与されているのは一部である。

2010年代に入り、中国でスマートフォンが急速に広まると、アリババはアリペイにスマートフォンのQRコード決済を導入した。アリペイは、これにより急速に普及し、Eコマースに止まらず、リテイル決済のあらゆる場面で使われるようになった。急速な普及の背景には、アリペイとそのライバルであるテンセントのウィーチャットペイが競って消費者と販売業者両方にインセンティブを設けたことも大きかった。プラットフォーム2社に刺激されて、伝統的な商業銀行も次々にスマートフォン決済を推進した。その結果、モバイル決済は、2014年から2022年にかけて件数で28倍、金額で18倍に急増した。金額ベースでは、銀行決済の方が多いが、件数ではアント・テンセントという第三者決済機関決済が87%を占める（図表1・2）。やはり、リテイルのモバイル決済の主役は、アリペイとウィーチャットペイであり続けている。

図表1 モバイル決済件数



図表2 モバイル決済金額



(出所) 中国人民銀行を基に筆者作成

② 資産運用業務

アリババは、アリペイを利用したリテイル取引から得た膨大なビッグデータをもとに AI 等の科学技術を活用して、次々と革新的な金融サービスを提供していった。

まずは、資産運用業務に着手し、2013年6月、「余额宝」と称するインターネット MMF を提供し始めた。消費者は、アリペイのエスクローサービスを利用するためには提携銀行が提供するエスクロー口座に資金を予め預けておく必要があるが、この預け金には利息はつかない。アリババは、インターバンク市場での運用資格を持つ天弘基金と提携し、顧客がインターネットで指図すれば、提携銀行中にある同資金を MMF に振り替えて運用することができるようにした。同 MMF はいつでも解約が可能のため、要求払い預金に近い商品性だった。

中国では、当時、預金金利が規制されていたこともあり、「余额宝」の運用利回りは普通預金金利を大幅に上回っていた。「余额宝」は若者を中心に人気を博し、残高は2014年3月の0.5兆元から、2018年3月1.7兆元まで拡大、短期間のうちに世界最大のインターネット MMF となった。

③ 融資業務

アントは、次に融資業務に着手した。アリペイでの取引情報をもとに個人の信用度をスコアリングする「芝麻信用」を活用した「花呗」、「借呗」という2種類の消費者信用である。「花呗」は最低融資額20元の当座貸越なのに対して、「借呗」は最低融資額1千円の貸出であり、両者ともに個人向けの小額融資サービスであった。いずれも、スマートフォンで簡単に申請ができ、すぐに借り入れられる手軽さが人気を集めた。アントの提供する消費者信用は、2020年6月末には累計利用者5億人、融資残高1.7兆元、2021年末には2.1兆元まで拡大した。

④ 保険業務

アントは保険業務にも乗り出す。2018年10月に「相互宝」という保険類似の商品の販売を開始した。重大疾病などに罹患した場合、オンライン上で、加入者がリスクをカバーしあう仕組みとなっている。事前に保険料が定まっている通常の保険とは異なり、実際に支払われた保険金の総額に応じて、加入者らが分担金を保険料として支払う。「相互宝」加入の審査にも、個人の信用度をはかる目安として「芝麻信用」が活用された。アントは、「相互宝」は、ネット互助商品であり、保険商品ではないとしていたが、顧客からみれば、既存の保険商品に比べ料金が安い保険商品と映った。加入者は、多い時には1億人を超えていた。

以上のように、アントは、決済業務を通じて得た取引データを最大限活用し、資産運用、融資、保険の各業務を拡大した。アントの上場目論見書によれば、2020年（見込み）のアントの業務収益のうち、決済業務が520億元、資産運用業務が226億元、融資業務が576億元、保険業務が122億元だった。米国のプラットフォームもここまで金融業務を拡大できていない。アントは、プラットフォームの推進するフィンテックとしては、当時、世界最先端を進んでいたといえる。

3. 政府のスタンスの変容とその背景

3. 1 当初はプラットフォームのイノベーションを奨励

プラットフォームのフィンテック推進に対し、当初、政府は寛容だった。プラットフォームが推進するイノベーションやデジタル化が、中国の経済成長を促す原動力だという認識があったためである。共産党・政府は、経済発展のために有益ならば民間経済の活動を黙認する。民間企業も政府の姿勢を見抜き、明確な規制のない領域では活発に新たなビジネスを展開する。神戸大学の梶谷懐教授は、これを「権威的な政府と活発な民間経済の共犯関係」と評した²。ただし、政府は、問題が出てくれば、後から規制を強化することもある。つまり、全国レベルで「規制の砂場」(Regulatory Sandbox)を実施したともいえる。

2: 梶谷懐 (2018)

2013年3月、中国人民銀行周小川行長(当時)は、以下のとおり述べている。

「私は、…科学技術が促進する金融業を一貫して支持してきた。…(フィンテックが)伝統的ビジネスモデルにもたらすチャレンジは良いことだ。競争を通じて伝統産業の発展を改善し、新しい状況に適応させ、強い刺激を与えることで、彼らが時代とテクノロジーの歩みに追随するのに役立つ。監督管理面のチャレンジは客観的にみて存在するが、問題が現れたら、究明を急ぎ、監督管理制度やスタンダードを絶えずアップデートしていくことで、金融業の健全な発展を保持できる。」

3. 2 2020年以降のプラットフォームのフィンテックへの全面規制強化への転換

しかし、2020年以降、政府は、フィンテックに対する規制を一気に強化した。象徴的だったのは、2020年11月、予定されていたアントの上海、香港での世界史上最大規模のIPOについて、直前で延期するよう指導したといわれる事件である。翌12月、政府は、中央経済工作会議において2021年の重要任務の一つにプラットフォームへの規制強化を掲げた。規制強化のポイントは、以下のとおりである。

「資本の無秩序な拡張を防止する。…プラットフォームの独占認定、データの収集・使用・管理、消費者の権益保護等の法律・規範を整備しなければならない。規制を強化し、管理監督能力を高め、独占・不正競争行為に断固反対しなければならない。金融イノベーションは、プルーデントな管理監督の前提の下で進めなければならない。」

中央経済工作会議は、共産党・政府の1年間の経済政策を議論する最も重要な会議である。そこで規制強化が決まったことは重要な意味を持つ。その後、中国人民銀行をはじめとする金融当局は、アントを筆頭とするプラットフォームに対して、全面的な規制強化に乗り出した。

当初、あれほど寛容だったプラットフォームに対する姿勢がなぜここまで豹変したのか。おそらく最大の理由は、中央経済工作会議が「資本の無秩序な拡大」と表現したように、アントを始めとするプラットフォームが大きな存在になりすぎ、これを抑え込む必要性について、共産党・政府内でコンセンサスが形成されたと考えるのが自然であろう。

3: 2020年10月24日の上海陸家嘴金融サミットでの発言。

習近平国家主席を筆頭とする党指導層からすれば、プラットフォーマーが国民の個人データを把握して急拡大を続けることに対し、党の統治への脅威と感じたのだと推測される。また、金融当局からすれば、既存の金融機関が厳しい規制に服しているにもかかわらず、アント等が規制を殆ど受けないかたちで金融業務を拡大している状況に、公正な競争や金融リスク防止の観点から懸念を強めたこともその理由であろう。党指導層と金融当局者の考えが一致した結果が、全面的な規制強化に繋がったと、筆者は考えている。アリババ集団の創始者馬雲が、政府の金融規制に反対する発言を行ったこと³も、最後の一押しになったと推測される。

4. プラットフォーマーの展開するフィンテックに対する規制強化の内容

4. 1 政府が問題視した点

2021年10月の易綱人民銀行総裁の講演に政府がプラットフォーマーのフィンテックの問題点と考えた点が示されている。ポイントは、以下のとおりである。

- 無認可での金融業務の実施…無認可の信用調査業務の運営
- 決済業務での規則違反…決済サービスのプロセスに融資事業を内包させ、消費者に誤解を与えかねない
- 独占的地位を背景にした不公正取引…一部プラットフォーマーは、市場の支配的地位を獲得した後、競合相手の参入を排斥するなど排他的政策を実施
- 個人のプライバシーと情報安全の脅威…ビッグテックが消費者の情報を過剰に収集し、悪用しているケースがある
- 伝統的銀行業の経営モデルや競争力の脅威…インターネット金融の急拡大は伝統的銀行業へのチャレンジとなり、銀行預金のシフトを加速させた

4. 2 規制強化の具体的内容とアント業務への影響

金融当局は、2020年秋以降、アントグループを含めて金融業務を行うプラットフォーマー14社⁴を対象とした規制強化に本腰を入れた。具体的な取り締まり強化の内容とそのアントへの影響は以下のとおりだ。

4: 14社は、アント、テンセント、百度傘下の度小満、京東金融、バイトダンス、美团金融、滴滴金融、陸金所、小米傘下の天星数科、360数科、新浪金融、蘇寧金融、国美金融、携程金融

① 金融持株会社設立の必要

中国人民銀行は、2020年11月、「金融持株会社監督管理試行弁法」を施行、「非金融企業・自然人及び認可を経た法人が2つ以上の異なる種類の金融機関を実質的に支配し、かつ一定条件に該当する場合、金融持株会社を設立しなければならない」とした。

これにより、アントは金融持株会社として、政府の監督下におかれることになった。もっとも、2023年6月現在、アントの金融持株会社化はまだ実施されていない。中国メディアの「財新週刊」は、アントが、同弁法がIT投資の足かせにならないよう金融部門とテック部門を分離し、金融部門のみを金融持株会社化する案も検討している旨を報じている⁵。

5: 財新週刊(2023)

② 決済業務

中国人民銀行は、2021年1月「非銀行決済機関条例(案)」を発表、アントなど第三者決済機関の決済業務の市場シェアが3分の1以上になれば警告、半分以

上になれば政府が支配的地位の有無を審査するとした。また、公正な競争の原則が順守されていないと判断されれば、事業分割などの是正措置を講じるとした。条例は現時点で成立していないが、成立すればアントの市場プレゼンスからして、当局の警告または審査の対象に入る可能性は高いと推測される。

条例案は、決済機関による形を変えた信用供与活動の禁止も定めている。政府は、アリペイを使った資金決済の際、顧客を「花唄」の使用に自然に誘導するアプリの設計を問題視した。アントのアプリは、その後、決済サービスと融資サービスを明確に分離する仕様に変更された。

③ 融資業務

2020年11月、中国人民銀行・銀保監会は「インターネット小口貸出業務管理暫行弁法」のパブリックコメントを発表した。弁法は未成立だが、業界は既に実施を見越して対応を迫られている。

弁法の新たな規制の3つのポイントとそのアントへの影響は、以下のとおりである。

第一のポイントは、新たな営業認可取得の必要である。弁法は、インターネット小口貸出の営業を全国で行うには国務院の認可が必要だと新たな認可獲得義務を課した。アントは、重慶に所在する2つの小口貸出会社のライセンスにより全国的に融資業務を行っており、このままでは、弁法成立後は、重慶市以外での業務展開ができなくなる事態に追い込まれた。アントは、全国規模で業務を行う小口貸出会社の設立を申請し、国務院は、2021年6月にこれを認可した。

第二のポイントは、レバレッジの抑制である。銀行借入れ等は純資産と同額まで、債券発行・資産証券化等は純資産の4倍までに制限された。アントの純資産は当時80億元だったので、レバレッジを最大限かけても400億元までしか融資ができなくなる規制であった。アントは増資を政府に申請し、2023年1月に増資は認可された。105億元の増資により資本金は185億元まで増額され、その結果、銀行借入れや社債発行等によるファイナンス余力が高まった。

第三のポイントは、商業銀行との協力貸出の際の小口貸出会社の資金拠出比率を3割以上と定めたことである。アントは、融資を行う場合、アントと協力する商業銀行が資金拠出するか、貸出資産を担保にABSを発行することで、資金の大半を外部調達に頼っていた。アントの上場目論見書によれば、2020年6月末、アントが手掛けた消費者信用のうち自身が拠出した資金は2%に過ぎなかった。商業銀行、特に地方の中小銀行は、個人に無担保で融資するだけの審査能力がないため、信用力の判定能力に長けたアントに手数料を払っても、資金拠出に応じていた。

弁法案に対応するため、アントは、新たに「信用購」、「信用貸」という商品をつくり、両商品については商業銀行が単独で資金拠出するかたちとした。それでも新しい規制の影響は免れず、財新週刊によれば、アント関連の消費者信用残高は、2021年末の2.1兆元から2022年7月末には1.8兆元まで減少し、うち「花唄」、

6: 財新週刊 (2023)

7: 財新週刊 (2022)

「借唄」というアント独自商品の残高は7千億元まで減った⁶。財新週刊は、2020年に200億元程度あったアントの融資部門の利益は2022年には数十億元まで減少する見通しと報じている⁷。

④ 保険業務

2020年9月に銀保監会が発表した「非法商業保健活動分析及対策建議研究」は、プラットフォームが互助商品として実質的な保険業務をライセンスなく行っていることを厳しく批判した。その後、アントは、2022年1月に「相互宝」のサービスを停止した。

⑤ 資産運用業務

2020年11月、中国人民銀行潘功勝副行長（当時）は、「重要ファンド商品の流動性リスクを管理抑制するため、（アントは）自主的に「余额宝」の残高を圧縮すべき」と発言した。アントは、「余额宝」の残高を2018年3月1.7兆元から2023年3月末には0.7兆元まで圧縮している。

⑥ 信用調査業務

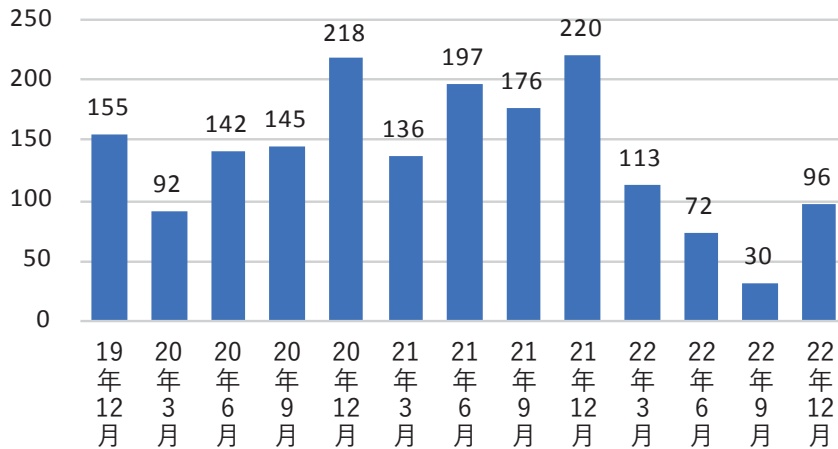
2013年施行の「信用調査業管理条例」第7条は、個人信用調査業務を行うには当局からの認可を受ける必要がある旨を定めている。こうした法律があるにもかかわらず、政府は、アントが「芝麻信用」を運営するのを黙認していたが、一転してライセンスをとって個人信用調査業務を経営するよう求めた。アントは、2021年11月、錢塘征信公司の認可を申請し、政府は申請こそ受理したものの、現時点では認可を出してはいない。中国で信用調査業務の認可を得られている企業は、百行征信と朴道征信しか存在しない。アントが今後信用調査業務を継続するためには、信用情報データを両機関に登録する必要性がでてくる。

4.3 アント収益の減少

規制強化はアントの収益に大きな影響を与えた。アントは未上場のため、収益の詳細を明らかにしていない。しかし、アリババ集団はアントに33%出資しており、アント向け投資収益を公表している。アリババ集団は、アントからの投資収益を1四半期遅れて計上しており、そこからアントの最終利益を推計できる。図表3のとおりアントの推計四半期利益は、2022年以降顕著に減少している。アリババ集団は、決算資料において、2022年以降のアントの減益は、アントが出資する海外上場企業の株価下落と本業の収益減によるものと説明している。

図表3 アントの最終利益(推計)

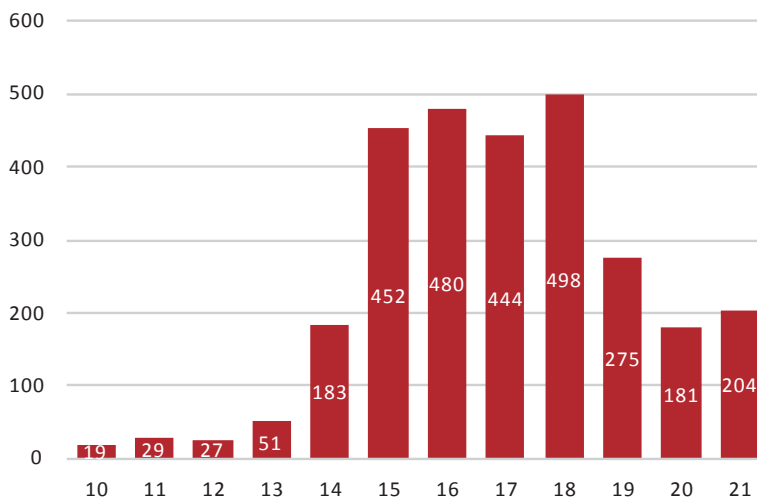
(億人民元)



(出所)アリババ集団四半期報をもとに筆者推計

フィンテックに対する規制強化の影響は、アントに限らず、中国のフィンテック全体を冷え込ませた。中国のフィンテックの資金調達取引件数は2020年、2021年と低水準となっている。

図表4 中国のフィンテック資金調達取引件数



(出所)Cornelli, G, S Doerr, L Franco and J Frost (2021): "Funding for fintechs: patterns and drivers", BIS Quarterly Review, pp 31-43, September. PitchBook Data Inc is the source of the data on fintech funding.

5. おわりにかえて——中国のフィンテックの展望

5. 1 一段落しつつある規制強化の動き

中国のフィンテックに対する規制強化の嵐はようやく一段落しつつある。2022年12月の中央経済工作会議は、「常態化した監督管理レベルを引上げ、プラットフォームが(デジタル経済の)発展を牽引し、雇用を創出し、国際競争の中で活躍することを支援する」とした。「常態化した監督管理」は、規制を一段強化しないことを示唆した表現である。

2023年1月、郭樹清銀保監会主席は、「プラットフォーム14社の金融業務の特別改善は既にほぼ完了しており、少数の残された問題も解決を急いでいる」とした。政府は、コロナで急減速した経済の回復に躍起となっており、そのためにもプラットフォームの発展が重要だと考えているものと推測される。アントを完全国有化するのではないかという憶測もあったが、そうはならなかった。アントに対して小口貸出業務の全国ライセンスを与え、増資も認めた。管理を強化しつつも、民営プラットフォームとして存続させる方針が採られたものと考えられる。

5. 2 中国のフィンテックは息を吹き返すか

それでは、中国のフィンテックは息を吹き返すのだろうか。筆者は、プラットフォームの活動に様々な制約が課されてしまった影響は甚大であり、以前のような急速な発展は難しいだろうとみている。ただし、以下の二点を考えると、中国のフィンテックがこれまでと違ったかたちで発展していく可能性も感じている。

第一に、伝統的金融業の巻き返しである。政府系シンクタンクの中国信息通信研究院は、「フィンテック市場でのプルーデントで穏当な監督管理の環境下、…伝統的金融機関のフィンテック領域での主導性が明確に強まった。2020年国有大型銀行のIT投資額は35%増と業務収入の増加率(4.4%)を大きく上回った」としている。

2021年12月発表の国務院「『第十四次五か年計画』デジタル経済発展計画の通知」(以下「通知」)は、「合理的にビッグデータ、AI、ブロックチェーン等の技術の銀行、証券、保険等の領域における応用を深化させる」としている。アントがかつて展開したブルーオーシャンを開拓するような革新的取り組みが次々に生まれているわけではないが、筆者は伝統的金融機関のDXが着実に進んでいる印象を有している。

第二に、データを新たな生産要素として活用する政府の姿勢である。「通知」は、政府がデータを重要な生産要素として認識していることを示している。データを最大限活用するため、市場主体による高品質データの収集と供給、データの市場流通の促進に取り組むとした。これを受け、2023年3月の国務院機構改革で、国家データ局を設立することも決まった。政府は、社会の様々なデータを共有、流通させ、デジタル経済の発展ひいては経済成長に役立てる意向を明確に示している。

データをいかに共有するか、その枠組みはまだ示されておらず、データ共有の仕方次第では、民間プラットフォームが自分でデータを収集、活用するインセンティブを削いでしまう可能性もある。しかし、国家レベルでのデータ活用の壮大な取り組みがフィンテックを変える可能性には、留意しておくべきだろう。このほか、本稿では述べられなかったが、中国人民銀行が推進するデジタル人民元の帰趨も含め中国のフィンテックの展開には様々な方向性がありうる。共産党・政府の規制に翻弄された中国のフィンテックビジネスが、政策対応方針が変化するなか今後どのような変貌を遂げていくか今後も注目していきたい。

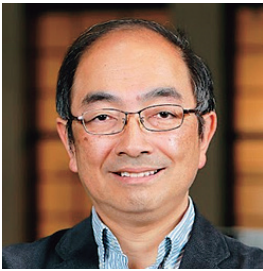
参考文献

- 梶谷懐 (2018)「中国経済講義」中央公論新社 (2018.9)
- 関根 栄一、宋 良也 (2021)「アント・グループの上場延期とその背景—中国の金融系プラットフォームへの規制強化を巡る議論—」野村資本市場クォーターリー 24 (4), 25-43, (2021 Spring)
<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2021/2021spr03.pdf> (2023年6月24日アクセス)
- 西村友作 (2022)『数字中国：コロナ後の「新経済」』中央新書クラレ (2022.2)
- 福本智之 (2022)「プラットフォームに対する中国政府の規制強化と中国デジタルイノベーションの行方—アントグループを例に」東京財団政策研究所レビュー (2022.1.21)
<https://www.tkfd.or.jp/research/detail.php?id=3908> (2023年6月24日アクセス)
- 李智慧 (2018)『チャイナイノベーション—データを制するものは世界を制する』日経 BP 社 (2018.9.28)
- (2021)『チャイナイノベーション2 中国のデジタル強国戦略』日経 BP 社 (2021.2.25)
- Cornelli, G, S Doerr, L Franco and J Frost (2021): "Funding for fintechs: patterns and drivers", BIS Quarterly Review, pp 31-43 (20 September 2021)
- 財新周刊 (2023)「蚂蚁整改关键一步」(2023年第3期)
- (2022)「蚂蚁整改进行时」(2022年第32期)
- 国务院 (2022)「关于印发“十四五”数字经济发展规划的通知」(2022.1)
- 中国信通院 (2021)「金融科技发展生态白皮书 2021」(2021.11)

幕末維新时期日本の貨幣制度と 貨幣使用の変遷

—デジタル通貨時代における複数通貨の併存と統合を見据えて—

鎮目 雅人 | 早稲田大学政治経済学術院 教授



鎮目 雅人

早稲田大学政治経済学術院教授
1963年生まれ。1985年慶應義塾大学経済学部卒業、博士（経済学：神戸大学）。1985年日本銀行入行。2006年から2008年まで神戸大学経済経営研究所教授。日本銀行金融研究所勤務などを経て2014年より現職。

要旨

現代に生きるわれわれは、日常の取引の決済において、単一の貨幣体系の下で中央銀行と民間金融機関という二層の専門金融機関が提供する貨幣の使用に馴染んできた。しかしながら、近年、ノンバンク発行のデジタルマネー参加が相次ぎ、階層構造が複雑化しているほか、暗号資産など貨幣体系の多様化も進展している。実は、中央銀行と民間金融機関という二層の専門金融機関により統合された貨幣の歴史は二百年に満たない。本稿では、こうした歴史的事実を踏まえ、近世から近代の日本における貨幣制度と貨幣使用の変遷を概観する。江戸時代の日本では、個別商品のサプライ・チェーンの中で、複数の貨幣が使用されていた。これは、現代においてエコシステムプレイヤーが独自のデジタルマネーを発行している状況と類似した面がある。各貨幣を使用する主体（商人、領主、労働者等）は、貨幣ごとの支払協同体を形成し、それぞれの貨幣で表される価値の連鎖（ヴァリュー・チェーン）を共有していた。明治初期の貨幣制度改革は、サプライ・チェーンの中で使用される貨幣を全国的に統合し、円単位の価格で表現される一律の価値の連鎖を構築するものであった。CBDCによって貨幣統合の歴史が繰り返されるのか、あるいは多様なデジタルマネーが発展・併存していくのか。新たな歴史の展開を考察するうえで、江戸から明治期にかけての貨幣システムの動向は有益な知見を提供する。

1. はじめに：貨幣の多様性と統合

現代に生きるわれわれは、日常の取引の決済において、中央銀行と民間金融機関という二層の専門金融機関が提供する貨幣の使用に馴染んできた。この枠組みの下では、企業間決済（B to B: business to business）を中心とする大口取引は、主として中央銀行を決済のハブとする民間金融機関間のネットワークを介した預金口座の振替により、また、消費者向け決済（B to C: business to consumers）を中心とする小口取引は、主として中央銀行が発行する紙幣（銀行券）の手交により、決済されている。また、多くの地理的領域においては、ほぼすべての取引が中央銀行の提供する貨幣単位で示される単一の貨幣体系の下で決済されている。換言すると、領域内において貨幣は統合されている。

しかしながら、21世紀に入り、二層の専門金融機関が提供する貨幣により統合された既存の貨幣秩序に揺らぎが生じ、貨幣の多様性が拡大しつつあるように見受けられる（鎮目 2020a、西部 2023）。一方では、スマートフォンを利用した民間決済サービスや、ブロックチェーン技術を利用した暗号資産などに代表されるよう

な、先進的な情報技術を活用して既存の専門金融機関の枠を超えた決済サービスを提供する動きがみられる。他方では、既存の経済的価値とは異なる新たな価値の創出と共有を目的として、特定のコミュニティで流通することを想定した地域通貨の試みが拡がりをみせている。

歴史的にみると、中央銀行と民間金融機関という二層の専門金融機関による貨幣の統合が世界各地で成立したのは19世紀以降のことであり、その歴史は二百年に満たない。それ以前の人々は、多様な貨幣に囲まれ、さまざまな貨幣を使い分けていた。日本では、江戸時代には、幕府が全国的に通用する金属貨幣である両建ての計数金銀貨、匁建ての秤量銀貨、文建ての銭貨を提供していたが、どの貨幣が主として使用されるかは地域によって区々であった。各地の領主（大名・旗本）や商人、地域共同体（町・村）、寺社などは、上記の貨幣単位で表示され、主として地域内でのみ通用する紙幣（藩札、私札等）を発行していた。また、商人相互間のネットワークが地域内および隔地間の決済サービスを提供していた。全国統一の貨幣単位である円（1946年までに発行開始された紙幣には「圓」と表記された）が導入されたのは1871年、日本銀行が設立されたのは1882年、日本銀行券の発行が開始されたのは1885年であった。

貨幣が再び多様化の方向に向かおうとしているようにも窺われる現在、過去において多様性を持った貨幣秩序が統合へと向かった日本の経験を振り返ることで、何がしかの知見が得られるかもしれない。本稿では、こうした観点から、江戸時代の貨幣制度と貨幣使用の状況から出発し、幕末維新时期の日本における貨幣制度と貨幣使用の変遷に焦点をあててその歴史を概観してみたい。

2. 江戸時代の貨幣制度と貨幣使用の状況

2.1 年貢米流通と貨幣¹

江戸時代の日本においては、米納年貢制と参勤交代制の下で、諸大名を中心とする領主層は参勤交代の道中と江戸藩邸の維持に充てる費用を得るために年貢米（領主米）を換金する必要があり、これが領主米流通の中心地であった大坂所在の商人を主な担い手とする遠隔地商業とこれに関連する金融の発展を促した。幕府の統治機構の中に、都市部および遠隔地取引において、貨幣を仲立ちとする取引を促進する要因が埋め込まれていたといえる。一方、生産活動の中核を担った農村地域では、江戸時代の初期においては多くの農民が年貢として収納された後の剰余生産物をもとに自給自足的な生活をしており、貨幣を仲立ちとする商品経済は都市部に比べて浸透していなかったとされる（本城 2002）。

江戸時代の貨幣制度は、幕府が事実上、両・匁・文を単位とする3種類の金属貨幣の発行管理を独占し、三貨制度と呼ばれた。領主米その他の商品にかかる遠隔地取引については、後に両替商と呼ばれることとなる商人²が決済を担った（作道 1961、岩橋 2002）。

領主は、農民から年貢として国元（領地）にある蔵に収納された米（蔵米）を、売却可能な米の集散地（例えば大坂）にある蔵屋敷に回漕する。この段階までは、米は商品ではなく、貨幣を仲立ちとする市場取引は発生していない。

領主は、集散地の市場で米商人に米を売却し、代金を受け取る。各領主は蔵元・掛屋と呼ばれる特定の商人（両替商）と継続的な取引関係にあり、蔵元・掛屋は、

¹：本小節と次小節の記述は、とくに断りのない限り、鎮目（2023）に拠る。

²：近世期における呼称は「両替屋」「両替店」であるが、ここでは近代以降の金融史との接続を図るため「両替商」で統一する。

3：厳密な意味で近代における銀行預金と同一視してよいかどうかには疑義があるが、帳簿上の資金の移動によって決済が行われたという意味で近代の銀行における決済性預金と類似する性格を有するため、以下では「預金」と表現する。

4：17世紀半ばごろの大坂では、領主の資金調達手段として、将来において領主から米の現物を受け取る権利を示す証書である米切手が発行され、これが商人間で売買されることで、世界最初の先物市場が誕生した（高槻 2012、2022）。

5：大坂における年貢米の売却代金が預金への入金ではなく現金の授受により決済されていた可能性は完全には否定できないが、多くの場合、決済金額の大きさからみて預金による決済が行われていた可能性が高いものと推測される。

6：一連の取引の過程で、大阪の本両替仲間など両替商間における為替手形の売買を可能とするネットワーク組織が重要な役割を担っていた。

領主から預金³を受け入れるとともに、領主の資金需要に応じて貸出（大名貸）を行っている⁴。一方、米商人もそれぞれ継続的な取引関係にある両替商に預金を保有している。蔵米の売却に際しては、領主から米を購入した商人は、自らが預金を保有する取引先の両替商に宛てた手形を振り出し、これを領主の蔵元・掛屋に渡す。領主の蔵元・掛屋は、この手形をもって領主の保有する預金への入金を行う（あるいは大名貸を回収する）。領主の蔵元・掛屋がこの手形を米商人の取引先の両替商に持ち込むと、米商人の預金引き落とされ、代金の支払いが完了する。つまり、蔵米売却代金の支払い決済では、米商人の取引先の両替商という預金の発行体から領主の蔵元・掛屋という預金の発行体に送金が行われていることになる。蔵米代金に限らず、大坂における資金の決済には、為替手形ないし振手形（現在の小切手に相当）等と呼ばれる手形が用いられた（粕谷 2009）。大坂では、預金は勾建てで記帳されており、これらの取引は基本的に勾建てで行われる⁵。領主は売却して得た資金を江戸や国元に送金し、参勤交代に伴う旅費や江戸藩邸の維持費用に充てた。

集散地において領主から米を購入した商人は、これを消費地（例えば江戸）に輸送し、消費地の米商人に売却する。集散地の商人と消費地の商人との間の代金の決済は、それぞれの商人が預金を保有している両替商の間で行われた。これらの両替商は相互に継続的な（現代におけるコルレス契約に相当する）取引関係を有しており、両替商間の決済には手形（為替手形）が用いられた。概念的には、手形の指図文言にしたがって消費地の商人が取引先の両替商に保有していた預金引き出され、集散地の商人が取引先の両替商に保有する預金に入金されることで決済が完了する（岩橋 2002）。ここで「概念的には」という表現を用いるのは、実際には、江戸に対して商品の売却に伴う債権（為替手形）を有する大坂所在の両替商が、江戸に対して領主の売却代金の送金債務を持つ大坂所在の両替商に当該債権を売却することで、大坂と江戸との間での資金移動が発生しない（大坂全体としてみれば江戸への送金と江戸からの代金回収が相殺される）仕組みが構築されていたためである（粕谷 2020、萬代 2021）⁶。これは、現代でいうところの外為コルレスバンキングと同様な仕組みである。また、クロスボーダー送金の FinTech 企業も、国際送金を各国内での国内送金に組み替えてしまうという同様なスキームを採用している。

江戸では、両建ての通貨単位で預金が記帳されており、大坂と江戸との間で決済を行う際には、その時々々の両の交換比率（金銀相場）により取引が行われる。国内において複数の通貨圏が存在し、為替相場が成立していたことになる（新保 1968、1971）。この点でも、現代の外為コルレスバンキングと仕組みが類似している。

各消費地に運ばれた米は、最終的に消費者に販売される。その際には、各地域で小口取引に用いられている小額貨幣により代金が支払われる。江戸の場合、小口決済には、幕府が鑄造・発行する金属貨幣、なかでも文建ての銭貨が主に使用されたとみられる。なお、文建ての銭貨は両建て貨幣の補助貨幣ではなく、両との交換比率（金銭相場）が変動する独立した貨幣であった。

江戸時代における年貢米のサプライ・チェーンとこれに関連する貨幣の使用を現代のそれと比べてみると、共通点と相違点が見出せる。共通点としては、両替商が現代の銀行と同様、顧客である商人や領主に対して預金・為替取引を通じた決済サービスを提供している点が挙げられる。一方、異なる点としては、①農村部における生産段階で必ずしも貨幣が介在しないこと、②商品の流通段階で複数の異なる

貨幣が使用されること、③現預金を含めた貨幣流通全体のハブとなる中央銀行に相当する機関が存在しないこと、④幕府が発行した金属貨幣は還流せずに市中に滞留し、サプライ・チェーンの中で発行者に還流するメカニズムが存在しないこと、などがあげられる。このうち④について補足しておく、手交される貨幣を政府（幕府・藩）が発行している場合、その貨幣が発行者の手元に還流する経路は、主として年貢の徴収という財政的な方法を通じたものとなる。

2. 2 商品流通の拡大と貨幣

独立小農制と年貢の村請制に基づく農村の自治、さらに江戸時代中期以降に採用された年貢徴収方法の変更等が複合的に作用して、生産・経営技術の革新を通じた農業生産性の向上と特産品の生産・流通の拡大を促した。これは、農民層に貨幣所得の増大と資産の蓄積をもたらすとともに、農村部においても貨幣を仲立ちとする商品経済が浸透していくことに繋がった（新保・長谷川 1988）。

一方で、貨幣材料となる金、銀、銅などの金属の供給量に制約があったため、江戸時代を通じて、領主や商人などが特定の地域内で流通する藩札・私札を発行した。とくに、江戸時代後期に入ると、領主の主な収入源であった米の価格の相対的低下（「米価安諸色高」）傾向が強まったため、農業全般の生産性向上の果実を取り込むための藩札発行が盛んに行われた。具体的には、領主が直営の産物会所（国産会所など他の名称で呼ばれることもあった）を設立し、産物会所が紙幣の発行により領内における特産品の生産と販売を奨励し、領内経済の振興と年貢外収入の増加を目指す「殖産興業」政策が行われた（堀江 1933、西川・天野 1988、岩橋 2002）。明治維新時に存在していた 262 藩の約 8 割にあたる 208 藩が紙幣の発行経験を有していた（加藤 2020）。

産物会所は、自らが発行する紙幣（藩札）を領内の商人に貸し付け、商人は藩札で特産品を購入する。生産者は、受け取った藩札を原料の仕入れや雇用する労働者の賃金の支払いに充てる。生産者や労働者が受け取った藩札を日常の支払いに充てることにより、領内で藩札が流通する。産物会所は商品の売上代金を幕府の金属貨幣や両替商への預金のかたちで兌換準備金として手元に置いておき、藩札の所有者（例えば労働者に商品を販売して藩札を手に入れた商人）が、領外から商品を仕入れるため幕府の金属貨幣との兌換を希望すれば、兌換に応じる⁷。年貢米の場合と異なるのは、領内での生産・流通に紙幣が利用される点である。特産品のサプライ・チェーンの川上部分にあたる領内で生産された特産品の領外での売り上げが藩札の価値を保証するかたちとなっており、商品のサプライ・チェーンのなかに紙幣の流通メカニズムが組み込まれているという点で、現代の貨幣制度に一步近づいたといえる^{8,9}。EC や通信キャリアなどのプラットフォーマーがデジタルマネーを発行し、エコシステム戦略に組み込んでいる今日の状況との類似性が窺われる。

商人は商品を領外の集散地（例えば大坂）に輸送し、そこで販売する（産物会所が商品の輸送や販売を請け負うこともある）。ここから最終消費者の手に渡るまでの構図は、年貢米の流通と同様であり、①商品の流通段階で複数の貨幣が使用されること、②現預金を含めた貨幣流通全体のハブとなる中央銀行に相当する機関が存在しないこと、③幕府が発行した金属貨幣は還流せずに市中に滞留することが想定されていることは、現代と異なる。なお、後でみるように、各領主が発行する藩札は、表面上は同じ額面（例えば 1 匁）であっても相互に等価ではなく、流通価値が異なっていた。

7：産物会所による紙幣（藩札）発行と特産物の生産・流通の方式は多様であり、ここに示すものは単純化されたひとつの類型に過ぎない。数多くの先行研究が存在するが、さしあたり、堀江（1933）、西川・天野（1988）を参照。また、最近の研究として小林（2015）、鎮目（2021）がある。

8：領外への特産品の輸出によって地域経済の振興を図るという構図は、開発経済学における輸出志向型工業化（渡辺 2010）を想起させる。

9：歴史的にみると、商人等による民間紙幣（私札）の発行が、領主による紙幣の発行に先行していた（加藤 2020）。商人の発行する紙幣は、産物会所の発行する紙幣と同様に、商品のサプライ・チェーンのなかに紙幣の流通メカニズムが組み込まれている。近年、私札に関する研究が進みつつある（加藤 2021）が、その流通実態についてはなお未解明の部分も多く、今後の研究の進展が待たれる。

10: 岩橋は、農村在住医師が日常業礼金として受けた単価が2朱(1/8両、1/2分)であったことを小額貨幣の単位の上限を1分未満とする根拠として挙げている。このほか、天保年間(1830年代)の大坂における大工・手伝手間賃が1日あたり4.30匁～6.45匁との記述(大阪大学近世物価史研究会1963)があり、これを1両=60匁で換算すると0.07両～0.11両(0.3～0.4分)となる。幕末から明治初年にかけて物価上昇につれて賃金も高騰し、1872年に一時4.3貫文(10貫文=1両=1円で換算すると43銭)となるが、一分(1/4両)未満を小額貨幣と定義することには相応の根拠が認められる。

11: 1869年の推計のうち、①は日本銀行調査局(1973)に基づき、②は山口(1963)に基づく。どちらも計数金銀貨と秤量貨幣について、明治維新直後に流通していた貨幣量を明治政府が調査した資料とされる『旧金銀貨幣製造高並流通年度取調書』(1875)を利用しているが、①の基となる日本銀行調査局(1973)では、天保期以降の発行分のみを明治政府が適用した金銀の含有量に基づく価値で示しているのに対し、②の基となる山口(1963)では、江戸幕府開設以来の発行分を金銀の含有量にかかわらず額面価値で示している点異なる。なお、いずれの推計でも小額貨幣比率には大きな違いはみられない。

2. 3 江戸時代における貨幣の多様性

岩橋(2019)は、17世紀末(元禄年間)から幕末にかけての幕府貨幣の流通高を、貨幣の額面により高額貨幣と小額貨幣に分けて推計している。その際に岩橋は、「庶民が日常生活を営むうえで欠かすことのできない程度の額面の貨幣」を小額貨幣と定義し、両建ての一分(1/4両)以上を高額貨幣、それ未満を小額貨幣に分類している¹⁰。預金取引では額面の制約はないが、現金取引では額面以下の取引はできないため、手交される貨幣の額面が取引の最小単位を規定する。以下では、この点に着目し、岩橋の推計を出発点として、藩札や私札などの紙幣に関する分析を加えつつ、江戸時代の貨幣流通をみていきたい。なお、預金取引の実態については統計がないため、本稿における定量的な分析は現金に関する部分に限られることをお断りしておきたい。

表1 額面別にみた政府発行貨幣*

(単位:千両、%)

西暦(年)	年号(年)	一分(1/4両)以上(A)				一分(1/4両)未満(B)				合計(C)	小額貨幣比率(B/C)		
		計数金貨(両建て)	計数銀貨(両建て)	秤量銀貨(匁建て)	政府紙幣(両建て)	計数金貨(両建て)	計数銀貨(両建て)	銭貨(文建て)	政府紙幣(両建て)				
1695	元禄8	16,094	10,627	5,467		1,305		1,305		17,399	7.5		
1710	宝永7	25,805	15,050	10,755		1,825		1,825		27,630	6.6		
1714	正徳4	37,525	19,405	18,120		1,950		1,950		39,475	4.9		
1736	元文1	21,042	10,838	10,204		2,410		2,410		23,452	10.3		
1771	明和8	27,714	19,114	8,600		4,273		4,273		31,987	13.4		
1818	文政1	23,322	19,114	4,208		9,976		5,933	4,043	33,298	30.0		
1869	明治2①	151,899	57,085	40,457	1,318	53,040	27,069	7,445	11,131	6,033	2,460	178,968	15.1
1869	明治2②	162,315	65,357	40,457	3,462	53,040	31,032	10,603	11,935	6,033	2,460	193,347	16.0

出所: 1695年から1818年までは岩橋(2019)、1869年は日本銀行調査局(1973)および山口(1963)より筆者作成。
* 換算相場は日本銀行調査局(1973)に従い1両=60匁=10,000文(10貫文)とした。

表1は、1818年までは岩橋(2019)の計数を利用し、1869年については明治政府調べによる旧幕府貨幣の流通額と明治政府発行の両建て紙幣の額を合算したものである。1871年には新貨条例が制定されて明治政府の貨幣制度改革が本格化することを考えると、1869年の数字は旧幕藩体制の最末期における貨幣流通を示すデータといえる。これをみると、江戸時代を通じて、両建ての計数金銀貨と匁建ての秤量銀貨は主に高額貨幣として使用されていた一方、庶民が日常使う小額貨幣としては、主に文建ての銭貨が使われていたこと、幕末には、小額貨幣として使われる額面の両建ての計数金銀貨が登場したことが分かる¹¹。

上記の計数には領主や商人等が発行していた紙幣(藩札・私札等)は含まれていない。明治政府の調査によれば、政府の布告に従い各藩が自ら回収・処分した額を差し引いた藩札発行額は、1871年の廃藩置県時の時価で円換算して38,551千円との記録があり、実際の発行額はこれを上回っていたとされる。政府は各藩の債務として継承した藩札をすべて円建ての新紙幣(明治通宝札)に交換する方針を立て、50,000千円相当の新紙幣を藩札交換用として印刷発注した。精査の上、実際に新紙幣と交換された額は22,910千円となった(日本銀行調査局1973)。日本銀行百年史編纂委員会(1986)では、廃藩置県前の藩札発行高を40,361千円、うち幕末以前37,313千円、明治以降3,048千円との推計を示している。

表2 日本銀行貨幣博物館の所蔵藩札・私札等の額面別内訳

		点数	金額				平均額面 (円換算)
			両建て	匁建て	文建て*	円建て	
1分(1/4両)以上	両建て	498	3,499			3,499	7.026
	匁建て	603		117,828		1,964	3.257
	文建て	308			2,313	231	0.751
	計	1,409	3,499	117,828	2,313	5,694	4.041
1分(1/4両)未満	両建て	486	37			37	0.075
	匁建て	10,280		19,104		318	0.031
	文建て	3,520			1,276	128	0.036
	計	14,286	37	19,104	1,276	483	0.034
合計	両建て	984	3,535			3,535	3.593
	匁建て	10,883		136,932		2,282	0.210
	文建て	3,828			3,589	359	0.094
	合計	15,695	3,535	136,932	3,589	6,177	0.394
不明・他単位		714					
	総計	16,409					

出所：早稲田大学リポジトリ「藩札等に関する統合データベース」日本銀行所蔵藩札等をもとに筆者作成。
換算相場は1円=1両=60匁=10,000文とした。

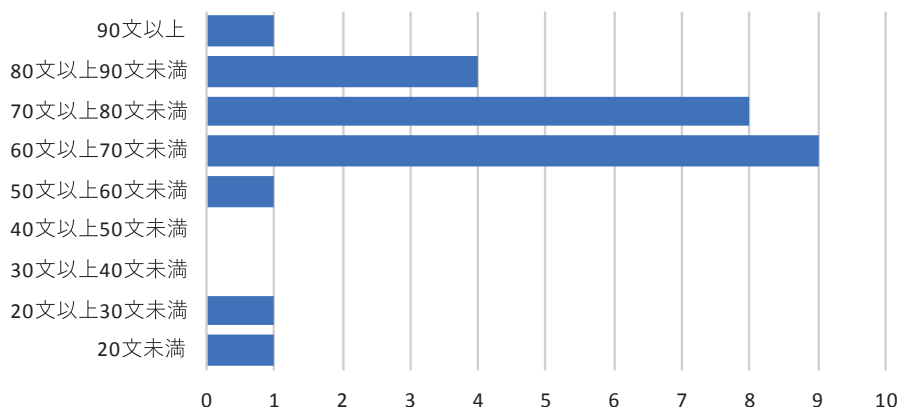
* 文建てについては、表中の金額の単位は貫文(1,000文)。

ここで、日本銀行貨幣博物館の所蔵する江戸時代の紙幣類のうち画像データが公開されているもの¹²について、額面別の集計を試みる(表2)。同博物館が所蔵する江戸時代の紙幣類のうち画像が公開されている16,409点の中で、15,695点は両建て、匁建て、文建てのいずれかの額面金額が表記されている¹³。そのうち69%(10,883点)が匁建て、24%(3,828点)が文建て、6%(984点)が両建てとなっている。金額を点数で除した平均額面は両建てが3.6両、匁建てが0.2両(1.8匁)、文建てが0.094両(94文)である。1分(1/4両)未満の小額貨幣では、匁建てが14,286点のうち72%(10,280点)を占め、文建ての25%(3,520点)を上回っている。紙幣の残存状況は必ずしも流通状況をそのまま反映するものではないが、額面により貨幣の使い分けが行われていたことを示唆する。前掲表1に示されるように、18世紀半ば以降、秤量銀貨の流通量は減少していたが、匁建ての紙幣がこれを補完していた可能性がある。先にみた金属貨幣の発行状況とあわせて考えると、都市部や幕府の直轄地、街道筋など、物流や人々の往来を通じて銭貨が行き渡る状況にあった地域では、小額貨幣として主に銭貨が使用された一方、農村部を含め銭貨が潤沢に流通していなかった地域では、小額貨幣として匁建ての紙幣が使用されることが多かったと推測される。

12: 2022年度末時点で、江戸時代の紙幣類のほか、明治期の政府紙幣や国立銀行紙幣等をおわせて、19,231点の資料画像が早稲田大学リポジトリ「藩札等に関する統合データベース」上で公開されている。https://waseda.repo.nii.ac.jp/index.php?action=pages_view_main&active_action=repository_view_main_item_snippet&index_id=3062&pn=1&count=20&order=7&lang=japanese&page_id=13&block_id=21 (2023年6月26日アクセス)。

13: 同博物館の所蔵資料(画像公開分)については、江戸時代の紙幣類のうち7,812点が藩札、1,445点が幕府・旗本・府県札、1,229点が寺社・公家札、5,833点が町村私人札に分類されているが、この分類は便宜的なものである。

図1 藩札における銭匁換算相場(1匁あたり銭文)の分布



出所：岩橋勝(2019)をもとに筆者作成。

匁建ての紙幣が小口取引に使われていたことに関して、全国各地でみられた銭匁遣いという慣行が知られている。岩橋(2019)によれば、「銭匁遣い」とは、銭貨の単位が通常の文ではなく、本来は秤量銀貨で使用されてきた匁の単位が用いられることであった。紙幣の額面には「銭〇匁」との表示がなされたが、「銭1匁」を示す銭の量は文建てで固定され、地域によって19匁から96匁までばらつきがあり、おおむね60～80匁が多かった(図1)。銭匁遣いは、一見すると秤量銀貨の代用のように見えるが、取引の価値基準はあくまで銭貨であった。

同様に、匁の単位が用いられ、額面には単に「〇匁」との表示がなされているが、取引の価値基準が計数金銀貨である事例もみられた。計数金銀貨1両と対応する匁建ての金額を固定することで秤量貨幣の単位で示される紙幣と計数貨幣の交換比率を一定としており、地域や時期によって1両が60匁、64匁、ないし75匁などに相当するケースがみられた(妹尾1980、加藤・鎮目2014)。一方で、計数金銀貨の最低単位は1朱(1/16両)であったが、匁建ての紙幣とすることで、最低単位未満の小口取引に使用することが可能であった。

上記の事例が示すのは、①額面に示される「匁建て」の示す価値が大坂等における銀相場とは必ずしも連動せず、当時流通していた計数金銀貨や銭貨の価値に固定されるケースが存在していたこと、②各地域で用いられた匁建て紙幣は同じ「匁」の単位を使用していたが、その価値はまちまちであったこと、の2点である。各種紙幣が相互に識別可能であり、紙幣を使用する人々の生活が特定の紙幣の流通範囲で概ね完結していれば、同じ匁を単位とする紙幣の表す価値が相互に異なっても、人々はそれほど不便を感じなかったのかもしれない。江戸時代における貨幣の多様性を端的に示す事例といえる。

黒田(2014)は、特定の貨幣が機能している範囲を「支払協同体 currency circuit」と呼んでいる。江戸時代の日本では、米や地方特産品の全国的な市場が存在したが、個別商品のサプライ・チェーンの中で、藩札、両替商が提供する預金・為替勘定、幕府発行による金属貨幣など、複数の貨幣が使用されていた。各貨幣を使用する主体(商人、領主、労働者等)は、貨幣ごとの支払協同体を形成し、その範囲内でそれぞれの貨幣で表される価値の連鎖(ヴァリュー・チェーン)を共有していたといえる。

3. 明治時代における貨幣統合

3. 1 明治初期の貨幣制度改革¹⁴

幕末開港と明治維新を経て、「富国強兵」を旗印に国民国家の確立を目指した明治新政府は、廃藩置県、地租改正、秩禄処分などの行財政改革と並行して、貨幣・金融制度改革を実施した。その過程では、試行錯誤が繰り返され、19世紀末までに、中央銀行と民間金融機関という二層の専門金融機関が提供する現預金を主軸とする貨幣制度が確立した。

明治維新以降の貨幣制度改革の画期となったのは、①全国で通用する紙幣である太政官札（両建て不換紙幣）の発行（1868年）、②新貨条例制定による「円」という統一貨幣単位の導入（1871年）と、円建ての新紙幣である明治通宝札の発行（1872年）、③国立銀行条例の改正（1876年）とそれに続く民間の不換紙幣発行銀行としての国立銀行の設立、および銀行間決済網（コルレス契約および手形交換所）の成立、④中央銀行としての日本銀行の設立（1882年）と銀兌換紙幣としての日本銀行券の発行開始（1885年）、⑤貨幣法制定による日本銀行券の金兌換紙幣化（金本位制への移行、1897年）、⑥すべての国立銀行の営業終了（多くが紙幣の発行権限を有しない普通銀行に転換）と政府紙幣の通用停止による事実上の日本銀行券による紙幣の統合（1899年）、である。

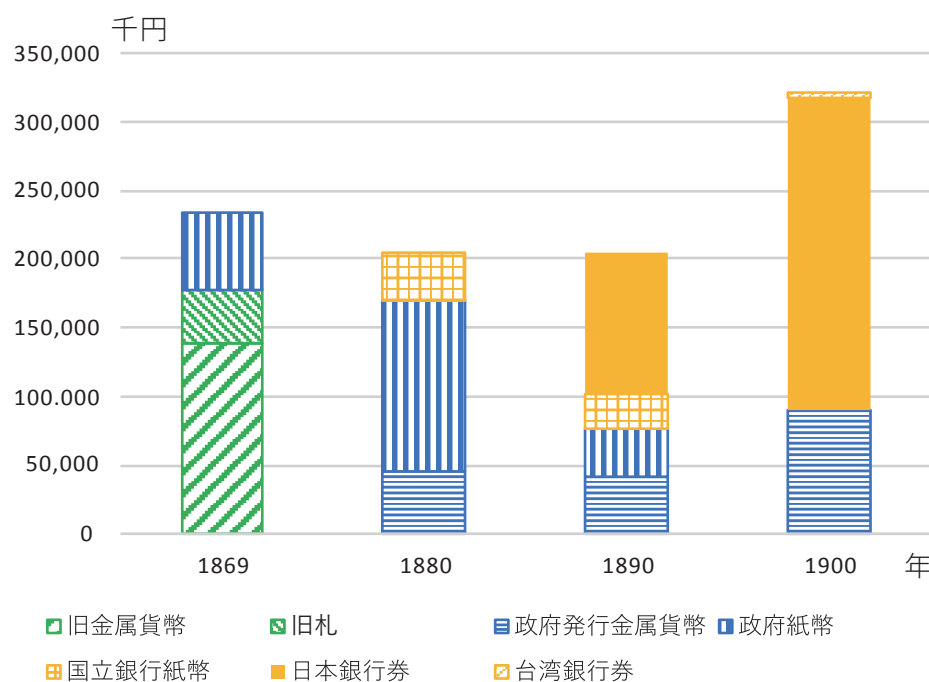
貨幣流通や貨幣制度の変化に大きな影響を与えたと考えられる財政関係の出来事としては、廃藩置県に続いて行われた藩札処分、地租改正条例制定に続いて進められた地租改正、秩禄処分の最終段階として行われた金禄公債の発行が挙げられる（山本 1989）。このうち藩札処分は、廃藩当日の時価をもって藩札を円建ての政府紙幣と交換するもので、明治通宝札の発行が開始された 1872 年から順次交換が実施され、1879 年までに交換を終了した（明治財政史編纂会 1905）。地租改正は、村請制下での村単位の石高に基づく現物ないし現物に換算した貨幣による納付から、地券を支給された個々の地主による地価に基づく貨幣による納付への変更であった（松沢 2022）。1873 年の地租改正条例の制定後、本格的に実施され、1881 年までに完了した（福島 1953）。これは、財政面では、中央政府の収入基盤を確立するものであった一方、貨幣・金融制度面では、各納税者が米をはじめとする収穫物を円に換金して納税することにより、年貢米の流通を前提とした江戸時代からの商品と貨幣の流れを一変させ、貨幣システムが米という商品と独立して存在、設計できるような変革であった。さらには、江戸期に発展した分散・分権型の貨幣システムを終焉させ、その後の貨幣の統合を促進するものであった。秩禄処分は、廃藩置県後も新政府が士族に支給していた禄を廃止し、その代償として国債（秩禄公債、金禄公債）を配付したものである。とくに、1876 年の金禄公債の発行に際しては、同時に国立銀行条例（1872 年制定）を改正し、国立銀行の資本金の公債による払い込みを認めるとともに正貨兌換義務を廃止することで、国立銀行制度は、地域経済の振興と並んで士族授産事業の一環としても位置付けられることとなった。条例改正の結果、制度発足当初は 4 行しか設立されなかった国立銀行が、全国に 153 行設立された。その後、日本銀行の設立により、国立銀行は紙幣発行権限を失うが、明治期を通じて全国的な日本銀行の拠点拡大は限定的であったため、民間銀行間のコルレス網は内為決済の基軸として機能し続けることとなった。このように国立銀行を中心とする民間銀行のネットワークはその後の日本の金融システムの骨格を形成することとなる。

14：本小節と次小節の記述は、とくに断りのない限り、鎮目（2023）に拠る。なお近年、幕末維新时期の貨幣流通に関する研究が進んでいる（加藤・鎮目 2014、小林 2015、粕谷 2020、鎮目 2020b、鎮目 2021、鹿野 2023 など）。

3. 2 貨幣制度改革と商品流通における貨幣使用の変化

明治初年には、旧幕府発行による両建て・匁建て・文建ての金属貨幣、領主や商人等が発行した紙幣、明治政府が発行した両建ての紙幣など、多様な貨幣が流通していたが、19世紀末までに、日本銀行と民間金融機関という二層の専門金融機関が主な担い手となり、政府発行の金属貨幣がこれを補完するかたちで貨幣の統合が進んだ（図2）。以下では、使用された貨幣の額面に着目しながら、貨幣の統合過程をみていく。

図2 明治時代の貨幣発行額とその内訳



出所：日本銀行百年史編纂委員会(1986)。

明治維新直後の政府は、旧幕府の貨幣鑄造機関を接管して幕府貨幣の鑄造を継続する一方、日本の歴史上初めて全国で通用する紙幣として太政官札（1868年）、続いて一両未満の小口取引を念頭に民部省札（1869年）を発行した（表3）。

明治初期の商品と貨幣の流れに関する近年の研究成果として1点指摘しておくべきことは、遠隔地取引の決済における手形取引から現金取引（とくに政府紙幣）への移行である。石井（2007）は、幕末維新期における大坂近郊の米穀肥料問屋廣海家の大坂両替商への送金（仕入れ代金の支払い）を観察し、明治維新後に手形取引の比率が顕著に低下していたことを示し、大坂を中心とする従来の手形流通の仕組みの解体を示唆するものとしている。小林（2015）は、明治維新直後の政府が、殖産興業政策推進のため府県や両替商に太政官札を貸し付けていたことを示したうえで、幕末まで遠隔地取引を担っていた為替手形の取引が停滞し、太政官札がそれを代替していたとした。

前掲表1をみると、18世紀半ばから19世紀前半にかけて上昇傾向にあった政府貨幣中の小額貨幣比率が、1843年から1869年にかけて30%から15～16%へとほぼ半減している。このことは、大口取引における現金決済の比率が高まり、

太政官札がそのために使用されていた、との小林の議論と整合的である。

表3 明治政府による両建て紙幣の発行

		両建て	発行開始年	通用停止年	枚数	平均額面(両)
太政官札	十両札	20,332,890			2,033,289	
	五両札	5,969,685			1,193,937	
	一両札	15,485,798			15,485,798	
	一分札	5,161,296			20,645,185	
	一朱札	1,050,331			16,805,292	
	合計	48,000,000	1868	1878	56,163,501	0.8546
民部省札	二分札	3,683,009			7,366,018	
	一分札	2,407,108			9,628,431	
	二朱札	1,093,895			8,751,161	
	一朱札	315,988			5,055,810	
	合計	7,500,000	1869	1878	30,801,420	0.2435

出所：明治財政史編纂会(1905)。

次いで政府は、旧幕時代の各藩の殖産興業政策を全国レベルで展開することを目指し、1869年、東京、横浜、新潟、京都、大阪、神戸、大津、敦賀に豪商の出資・運営による通商会社(商社)、為替会社(銀行)を設立させた。政府は為替会社に対し、紙幣の発行権限を与えるとともに、太政官札を貸与(162.2万両)したほか、官金預託、官吏派遣等により保護・監督した。為替会社の経営は必ずしも円滑ではなく、後に第二国立銀行に業務が継承される横浜為替会社¹⁵を除き、1872年から1873年にかけて清算された。

15：横浜為替会社については坂井(2004)が詳しい。

表4 為替会社札の発行(1869-1874年)

	金額(両)	枚数	額面平均(両)
一分以上	9,643,580	2,904,141	
両建て	6,346,950	2,774,055	2.288
ドル建て	3,296,630	130,086	25.342
一分未満	534,478	8,557,612	
匁建て	534,210	8,547,360	0.063
文建て	268	10,252	0.026
計	10,178,058	11,461,753	0.888

出所：明治財政史編纂会(1905)。

各為替会社が発行した紙幣をみると、円の導入前であるため江戸期の通貨単位が引き続き利用されている。両建て紙幣はすべての為替会社が発行しており、最低額面は1両であった。匁建て紙幣は東京為替会社のみが発行し、額面は3匁7分5厘(1両=60匁で換算すると1朱(1/16両)に相当)のみであった。文建ては大阪と京都の為替会社が発行し、最低額面は大阪が100文(1両=10,000文で換算すると1/100両)、京都が50文(同じく1/200両)であった。額面金額の平均は両建てが2.288両、匁建てが0.0625両、文建てが0.026両であった。なお、横浜為替会社は居留地貿易で使用することを念頭にドル建て紙幣を発行し、その額面平均は25両(25ドル)と極めて高額であった(表4)。このように、為替会社が発行した貨幣は、江戸時代以来の多様性を受け継ぎ、貨幣単位によって額面のロットが異なっており、使い分けることが想定されていた。

1871年、政府は新貨条例を公布して全国統一の貨幣単位である円を導入し、廃藩置県を断行し、以後、中央集権的な財政金融制度の確立に向けた改革を本格化させていく。表5は、新貨条例以後の紙幣ならびに補助貨幣としての金属貨幣の発

16: 大蔵省兌換証券の額面は 10 円、5 円、1 円の三種であり、主として大口取引での使用が想定されていたことが窺われる。

行状況を額面別にみたものである。初の円建て紙幣として発行されたのは、金との兌換が保証された大蔵省兌換証券（1871 年）で、開拓使兌換証券（1872 年）がこれに続いた。1872 年に発行が開始された新紙幣（明治通宝札）と開拓使兌換証券は、額面 100 円ないし 10 円から 10 銭までの種類を揃えていた（表 5）。このうち新紙幣は不換紙幣であったが、1 億 49 百万円が発行され、その額面平均は 0.577 円であった¹⁶。両・匁・文という貨幣単位を統一するだけでなく、大口から小口まで幅広い取引を包含する貨幣として設計されていたことが窺われる。

表5 明治政府および銀行による円建て貨幣の発行*

額面	大蔵省・開拓使兌換証券 (1871/1872-1875年通用)		新紙幣 (1872-1899年通用)		補助貨幣 (1871/1874-1953年通用)		国立銀行紙幣 (1873-1899年通用)		日本銀行券 (1896年末残高)	
	金額 (千円)	枚数 (千枚)	金額 (千円)	枚数 (千枚)	金額 (千円)	枚数 (千枚)	金額 (千円)	枚数 (千枚)	金額 (千円)	枚数 (千枚)
100円			2,433	24					9,215	92
50円			1,163	23						
20円							1,484	74		
10円	4,000	400	26,893	2,689			1,806	181	62,486	6,249
5円	2,500	500	15,522	3,104			16,418	3,284	58,506	11,701
2円			24,977	12,488			2,829	1,414		
1円	1,500	1,500	45,210	45,210			11,941	11,941	68,105	68,105
50銭	560	1,120	11,359	22,718	4,297	8,593				
20銭	440	2,200	9,220	46,101	12,919	64,596				
10銭	300	3,000	12,665	126,651	15,682	156,816				
5銭					2,527	50,534				
2銭					5,514	275,703				
1銭					4,882	488,174				
半銭					1,978	395,553				
1厘					44	44,492				
合計	9,300	8,720	149,441	259,009	47,842	1,484,461	34,477	16,893	198,312	86,147
平均額面 (円)	1.0665		0.5770		0.0322		2.0408		2.3020	

出所：日本銀行調査局（1973）。

* 本位貨幣としての1円以上の額面の金銀貨（1890年時点の流通高15百万円）、ならびに新紙幣（明治通宝札）のとの引替えのために発行された改造紙幣（1886年時点の流通高49百万円）を除く。

新紙幣の普及により、同一のサプライ・チェーンの各段階で異なる貨幣が使用されていた（あるいは異なるサプライ・チェーンで異なる貨幣が使用されていた）江戸時代と異なり、政府紙幣がサプライ・チェーンを越えて国内全体を通じて使用され、商品取引に使用される貨幣が政府紙幣により統合されることとなった¹⁷。なお、商品流通を通じて紙幣が発行者である政府に還流するメカニズムは存在せず、府県の産物会所や商人の手元に滞留する構図となっており、政府に政府紙幣が還流する経路は、主として租税徴収などの財政的な方法を通じたものであったと想定される¹⁸。

先にみたように、1876 年の国立銀行条例改正により、全国に紙幣を発行する国立銀行が 153 行設立され、個別銀行間のコルレス契約と手形交換所（その嚆矢として 1879 年に大阪、1880 年に東京に為替取組所が設置された）により、隔地間ならびに地域内の銀行間決済が可能となった。こうして、国立銀行紙幣の受け渡しと国立銀行に顧客が保有する預金口座間の資金の移動を通じて、サプライ・チェーンの全体で銀行の負債である紙幣と預金を用いた決済が行われることとなった¹⁹。その際、国債を裏付け資産として各国立銀行が発行する紙幣は相互に、また政府紙幣とも等価であり、藩札のように同一の額面で相互に価値が異なっていたわけではなかった。また、貨幣の発行者である国立銀行が同時に決済の仲立ちをしてお

17: ただし、このような図式が実際の取引においてどの程度浸透していたかは、今後、実証的に明らかにされるべき問題である。

18: 現在は、日本銀行の窓口から民間銀行の窓口・ATM を通じて市中の流通過程に流入した銀行券や金属貨幣（硬貨）は、再び民間銀行の窓口・ATM を通じて日本銀行へと還流しており、一連の取引の中で発行・還流が完結している。

19: 国立銀行条例改正後も政府紙幣と国立銀行紙幣は併存していた。

り、銀行部門全体として商品流通を通じて貨幣がその発行者に還流するメカニズムを内包していた²⁰。なお、地租改正により納税義務者となった地主は米を換金して地租を納める必要があり、国立銀行をはじめとする銀行は、地主が売却する米の流通に必要な貨幣を供給する一方、府県の指定金融機関（為替方）として、租税の収納や国庫金の地域間送金をはじめとする財政当局の収納も担った。もっとも、隔地間の取引については、個別銀行間のコルレス取引に拠っており、参加銀行の数が増えてくると、銀行間決済のハブとなる機関の設立が要請されることとなる（靄見 1991）²¹。

日本銀行の設立者は、こうした要請に応えることを強く意識していた。松方正義大蔵卿は、「日本銀行創立旨趣の説明」（1882年）のなかで、「中央銀行を設立し現今各地方に於て堅確なる国立銀行を以て支店と同視し之れと『コルレスボンダンス』を結約せしめば財貨流通の線路始めて全国に貫通する・・・恰も心臓より血液を送りて四肢に周動せしむるが如くならん是に於てか貨幣の繁開始めて平準調均するを得て而して一國の金融始めて渋滞梗塞の患なかるべし」と述べている。

1882年に設立された日本銀行は、1885年から兌換紙幣（日本銀行兌換銀券）の発行を開始し、1897年には金本位制に移行した²²。1899年に政府紙幣と国立銀行紙幣の通用が廃止され、紙幣は日本銀行券に統一された。ここへきて、中央銀行をハブとし、民間銀行のネットワークを通じて全国の決済が行われる二層構造の貨幣の提供システムが一応の完成をみるることとなる。

国立銀行紙幣や日本銀行券は、最低額面が1円であり、額面平均はいずれも2円を超えていた。銀行紙幣は主として大口取引での使用を念頭に置いたものであったことが窺われる。一方、小口取引に関しては、銀貨と銅貨からなる補助貨幣が対応することとなった（表5）。1899（明治32）年には政府紙幣と国立銀行紙幣の通用が停止され、1円以上の取引については日本銀行券、1円未満の取引については補助貨幣が使用されることとなった。

なお、隔地間決済については、全国各地に手形交換所が設置される中で、1903年に全国手形交換所連合会が結成され、1915年に日本銀行は民間からの要請に応えるかたちで当座付替制度を創設した（靄見 1991）。以後、戦時経済体制下における内国為替集中決済制度の創設（1943年）、日銀ネットの稼働開始（1988年）などの沿革を経つつ、今日に至るまで中央銀行と民間金融機関という二層の専門金融機関が貨幣を提供するという基本的な構造が維持され、政府発行による補助貨幣が小口取引で補助的に使用されてきた。

以上みてきたように、明治初期の貨幣制度改革は、サプライ・チェーンの中で使用される貨幣を全国的に統合し、円単位の価格で表現される一律の価値の連鎖（ヴァリュー・チェーン）を構築するものであった。

4. 結びに代えて：現代への含意

江戸時代の日本では、米や地方特産品の全国的な市場が存在し、個別商品のサプライ・チェーンの中で、複数の貨幣が使用されていた。各貨幣を使用する主体（商人、領主、労働者等）は、貨幣ごとの支払協同体を形成し、それぞれの貨幣で表される価値の連鎖（ヴァリュー・チェーン）を共有していたといえる。明治期の貨幣制度改革が完成した19世紀末以降、日本国内において円単位で示されるさまざまな商品は、単一の価値体系を形成してきた。近年における暗号資産や地域通貨の導

20：この時期、江戸時代以来の両替商・商人の中には、引き続き金融サービスを提供するものも数多く存在し、銀行類似会社と呼ばれた。また、1876年の三井銀行の認可・開業後、紙幣発行権限を持たないが銀行の名称を冠する機関（普通銀行）が各地に設立された。

21：第一国立銀行は、日本銀行設立以前から、銀行間決済のハブとしての機能のある程度果たしていた（粕谷 2020、鎮目 2021）。

22：もっとも、不換紙幣から銀本位制ならびに銀本位制から金本位制への移行は、国内取引には直接影響をもたらさなかったと考えられる。

23: 「価値を表現し、社会的に共有する仕組み」としての貨幣については数多くの言及がある。本稿との関連においては、さしあたり、吉沢（1981）、鎮目（2020a）、深田（2021）を参照。

入が目指しているのは、円など既存の統一的な貨幣単位では表現し切れない「価値を表現し、社会的に共有する仕組み」であるといえる²³。その意味で、現代、分散・分権型の貨幣システムへの再回帰と、CBDCによる再統合という異なる向きの大きなうねりが同時に生じているとみることもできる。その行く末を考察するうえで、江戸期から明治期の貨幣システムの展開は有益な知見を提供する。

付記

本稿の作成にあたっては、岩橋勝氏、高槻泰郎氏より有益なコメントをいただいた。ここに記して感謝したい。ただし、本稿においてあり得べき誤りはすべて筆者に帰する。

参考文献

- 石井寛治（2007）『経済発展と両替商金融』有斐閣
- 岩橋勝（2002）「近世の貨幣・信用」桜井英治・中西聡編『新体系日本史 12 流通経済史』山川出版社、431-469 頁
- （2019）『近世貨幣と経済発展』名古屋大学出版会
- （2020）「近世紙幣の流通基盤：地域内流動性不足の観点から」鎮目雅人編『信用貨幣の生成と展開：近世～現代の歴史実証』慶應義塾大学出版会、119-155 頁
- 編著（2021）『貨幣の統合と多様性のダイナミズム』晃洋書房
- 大阪大学物価史研究会（1963）『近世大阪の物価と利子』創文社
- 粕谷誠（2009）「金融ビジネス」宮本又郎・粕谷誠編著『講座 日本経営史 I：経営史・江戸の経験 1600～1882』ミネルヴァ書房、243-277 頁
- （2020）『戦前日本のユニバーサルバンク：財閥系銀行と金融市場』名古屋大学出版会
- 加藤慶一郎（2020）「近世日本の紙幣：小規模藩・三日月藩を中心に」鎮目雅人編『信用貨幣の生成と展開：近世～現代の歴史実証』慶應義塾大学出版会、77-118 頁
- （2021）『日本近世社会の展開と民間紙幣』塙書房
- ・鎮目雅人（2014）「幕末維新期の商品流通と貨幣の使用実態について」『社会経済史学』第 79 巻第 4 号、81-97 頁
- 黒田明伸（2014）『貨幣システムの世界史 増補新版』岩波書店
- 小林延人（2015）『明治維新期の貨幣経済』東京大学出版会
- 坂井素思（2004）「貨幣の生成と再生：横浜為替会社と貨幣・信用の発生」『放送大学研究年報』第 22 号、45-55 頁
- 作道洋太郎（1961）『日本貨幣金融史の研究』未来社
- 桜井英治・中西聡編（2002）『新体系日本史 12 流通経済史』山川出版社
- 鹿野嘉昭（2023）『日本近代銀行制度の成立史：両替商から為替会社、国立銀行設立まで』東洋経済新報社
- 鎮目雅人（2010）「日本銀行の歴史からみた中央銀行の役割（上）」『にちぎん』No.21、24-27 頁
- （2020a）「信用貨幣をみる視点」鎮目雅人編『信用貨幣の生成と展開：近世～現代の歴史実証』慶應義塾大学出版会、1-39 頁
- （2020b）「日本における近代信用貨幣への移行：国立銀行を中心に」鎮目雅人編『信用貨幣の生成と展開：近世～現代の歴史実証』慶應義塾大学出版会、221-255 頁
- （2021）「渋沢栄一と国立銀行：近代日本の経済発展を支えた金融インフラ」『月刊資本市場』429 号、48-59 頁
- （2023）「日本の近現代史からみた信用貨幣」『信用理論研究』第 40 号、95-117 頁
- 編（2020）『信用貨幣の生成と展開：近世～現代の歴史実証』慶應義塾大学出版会
- 新保博（1968）「徳川時代の為替取引に関する一考察：御金蔵為替を中心に」『神戸大学経済学

- 研究年報』第15号
- (1971)「御金蔵為替成立についての一考察」『三田学会雑誌』第64巻第8号
- ・長谷川彰 (1988)「商品生産・流通のダイナミックス」速水融・宮本又郎編『日本経済史 1 経済社会の成立：17-18世紀』岩波書店、218-270頁
- 妹尾守雄 (1980)「わが国紙幣制度の源流について：とくに伊勢国山田羽書三百年の歩み」日本銀行調査局『調査月報』昭和55年2月号、4-15頁
- 高槻泰郎 (2012)『近世米市場の生成と展開：幕府司法と堂島米会所の発展』名古屋大学出版会
- 編 (2022)『豪商の金融史：廣岡家文書から解き明かす金融イノベーション』慶應義塾大学出版会
- 齋見誠良 (1991)『日本信用機構の確立：日本銀行と金融市場』有斐閣
- 西川俊作・天野雅敏 (1988)「諸藩の産業と経済政策」新保博・斎藤修編『日本経済史 2 近代成長の胎動』岩波書店、183-217頁
- 西部忠 (2023)「MMTからPMMTへ：多様な観念通貨による貨幣の脱国営化」『SBI金融経済研究所 所報』vol.3、23-33頁
- 編 (2013)『地域通貨』ミネルヴァ書房
- 日本銀行調査局 (1973)『図録日本の貨幣 7 近代幣制の成立』東洋経済新報社
- (1980)『調査月報』昭和55年2月号
- 日本銀行百年史編纂委員会 (1986)『日本銀行百年史 資料編』
- 深田淳太郎 (2021)「交換レートを作り出す：貝貨の支払い方から考える会計の基準」出口正之・藤井秀樹編著『会計学と人類学のトランスフォーマティブ研究』清水弘文堂書房、116-150頁
- 福島正夫 (1953)「解題(1)」地租改正基礎資料刊行会編『明治初年地租改正基礎資料(上)』有斐閣、3-17頁
- 堀江保蔵 (1933)『我国近世の専売制度』日本評論社
- 本城正徳 (2002)「近世の商品市場」桜井英治・中西聡編『新体系日本史 12 流通経済史』山川出版社、235-274頁
- 松方正義 (1882)「日本銀行創立旨趣の説明」(日本銀行調査局 (1958)『日本金融史資料 明治・大正編』第4巻所収)
- 松沢裕作 (2022)『日本近代集落の起源』岩波書店
- 萬代悠 (2021)「三井大坂両替店の延為替貸付：法制史と経済史の接合の試み」『三井文庫論叢』第55号、1-148頁
- 明治財政史編纂会 (1905)『明治財政史』第12巻、明治財政史発行所
- 山口和雄 (1963)「江戸時代における金銀貨の在り高」東京大学『経済学論集』第28巻第4号、59-80頁
- 山本有造 (1989)「明治維新期の財政と通貨」梅村又次・山本有造編『日本経済史 3 開港と維新』岩波書店、111-172頁
- 吉沢英成 (1981)『貨幣と象徴：経済社会の原型を求めて』日本経済新聞社
- 渡辺利夫 (2010)『開発経済学入門(第3版)』東洋経済新報社

セキュリティトークン市場の現状と将来像

平田 公一 | 一般社団法人日本 STO 協会 常務執行役員 兼 事務局長 兼 自主規制企画・業務部長

政井 貴子 | SBI 金融経済研究所 理事長



2021年に発行が始まったセキュリティトークン（以下、ST）。ブロックチェーンを活用することで多様な証券を低コストで発行可能であり、かつファンマーケティングに活用できるユーティリティトークンの可能性を秘めているなど、新しい金融仲介チャンネルとしてその発展が期待されています。市場育成のための法整備が進み、これから発行市場の拡大や流通市場インフラの展開が進展していく予定です。巻末対談では、金融商品取引法（以下、金商法）上の認定自主規制機関である一般社団法人日本STO協会の常務執行役員の平田公一氏をお招きし、ST市場の現状、課題、そして将来像についてお話を伺います。（聞き手 当研究所 政井理事長）

1. ST市場の現状

政井理事長 まず、日本のSTの商品性についてお伺いできますか？

平田常務 STとは、株式や社債などの有価証券に表示される権利や集団投資スキーム等のみなし有価証券を、トークン化したものです。STを発行して行う資金調達を総称してセキュリティトークンオファリング（STO）と言います。

2020年5月1日に改正された金商法において定義され、日本でも法律上STの発行・流通に係る規制の在り方が明確化されました。

政井理事 現在日本のST市場は、マンションなどの個別不動産を裏付け資産とした案件が中心で、通常の株や社債でのST利用はあまり進んでいないようですが、どのような背景があるのでしょうか。

平田常務 本来STの裏付け資産は経済財であればなんでも良く、航空機リースや太陽光発電設備などの大型案件から、ワインや牧場の牛や馬までも幅広く対象となります。

そうしたなかで、不動産は、以前より機関投資家向けの私募ファンドなどが組成されてきた経緯があり、個人投資家の強い投資ニーズも背景に、日本のST市場揺籃期の主力商品となっています。上場REITと異なり、単一物件あるいは少数物件を裏付け資産としたファンドとなっている不動産STは、個別具体的な物件が見えるため、投資家に身近な印象を与えることや、鑑定評価が明確な点、価格のボラティリティの相対的な低さから、個人投資家の投資の選択肢として、非常に優れた金融商品となっており、STと不動産の親和性が生じているといえます。

株や社債については、以前から電子化され、台帳管理を担う保管振替制度により伝統的にしっかり管理されてきた歴史的経緯があり、既に存在する取引所や証券保管振替機構等の仕組みをブロックチェーンに置き換えるメリットはあまりありません。その意味では、STは、それらの巨大な設備を利用できない非上場有価証券に利用される仕組みだと言えると思います。

そのような背景から、おっしゃる通り、社債に関しては、発行案件はまだ少ないのですが、従来の振替債による単なる資金調達目的の発行の枠組みを超え、ブロックチェーンにより発行体側からいつでも投資家を確認することができるというSTOの優れた特徴に着目した案件が実施されるようになっていきます。例えば、丸井グループやスパークスグループのように、ファンサービスや若年層取り込み策の一環としてST社債を発行するケースなどがそれにあたります。間接参加方式を採る証券保管振替機構では、投資家一覧を入手するには直接参加者と間接参加者から成る階層構造に埋め込まれた顧客情報を吸い上げていく必要があり、臨機応変に対応することができませんので、このような社債はSTならではの商品と言えると思います。

さらに、上記以外にも日本取引所グループがSTでグリーン・デジタル・トラッキング・ボンドを発行した事例があります。ブロックチェーンにより、Co2の排出量を可視化した案件です。このように新技術の可能性を引き出した様々な用途が登場してくると期待しています。

政井理事 STは、米国のICO登場時に生じた問題への規制対応が誕生のきっかけになったそうですが、その後の海外動向はいかがですか。市場発展は進んでいるのでしょうか。

平田常務 日本のようなファンドのSTの発行事例も複数あるようですが、総じていえば、欧州は社債、米国は非上場株でSTが活用されているように思えます。日本に比べ規制は緩やかであるため、STのコストメリットが実現され、活用が進ん

でいるとの印象です。

米国については、もともと非上場株の市場が大きく、非上場企業が株式によって資金調達しやすい素地があるといった背景があります。エンジェル投資家や投信などの機関投資家経由で、安定的にリスクマネーが供給され、非上場株市場を支えていることもポイントでしょう。非上場株式に対する規制緩和策がすでに存在し、そこにSTという装置が出現することでより非上場株式を発行・流通しやすい環境が整備されたことで、市場育成にプラスに働いたと理解しています。

2. ST市場の課題

政井理事長 日本におけるST市場拡大の課題としては、どのような点が挙げられるのでしょうか？

平田常務 法制度の問題が複数関係しているのので、そちらから順にあげていきます。

現時点におけるSTは、その商品性から大きな流動性は生まれていませんが、金商法ではブロックチェーン活用により流動性があるものとして扱われ規制が行われています。一方で税法などその他の法令では従来と変わらず取り扱われているため制度と税制等の不一致や法制度の整備が遅れている分野が存在するような状況があります。これは金融イノベーションにありがちなことではあるのですが、様々な取り扱いの難しさが生じていることは事実です。

たとえば、ST市場の厚みを確保するためには、STの仲介等を行う第一種金融商品取引業者（以下「金商業者」）の拡大が必要ですが、現状、ライセンス取得に1～2年を要するため、新規参入に時間がかかっています。

また、今後STの主流となるはずであるみなし有価証券をST化した電子記録移転権利は、税制面で伝統的有価証券のSTに比べ不利な状態にあります。特に不動産



で用いられる匿名組合出資持分をST化したスキームについては、その分配金等が雑所得として総合課税され、他の有価証券との損益通算が不可となっており、個人投資家の立場から投資のしやすさや分かりやすさを考えると、伝統的な有価証券と異なる取り扱いになっていることが懸念材料です。

法律面以外では、次の2点が挙げられます。まず、裏付け資産の多様化という課題です。最近では、住宅ローンや私募REITのパッケージを裏付け資産としたものも出始めましたが、更に広い裏付け資産をベースとしたSTの発行が望まれます。足元でいえば、不動産STに関しても、首都圏の物件が多く、例えば地方の物件などももっと出てくることが期待されます。さらに不動産以外の裏付け資産への拡大が強く求められているといえるでしょう。

ITインフラ面でも課題があります。現在、多くのSTを取扱う金商業者が既存の証券取引に係る業務基盤を用いてSTのオペレーションを行っているため、ブロックチェーンの活用によるコストメリットを享受できていません。これも多くの金商業者がいまだSTを取り扱うような状況に至らない背景と考えられます。新規参入業者が増えれば、既存の証券システムにとらわれないDX化が期待でき、それにインスパイアされる形で、既存の金商業者のDX化も更に促進され、今後の利用拡大とコスト面での貢献が期待されるところです。

政井理事長 金商法上での整理は進みましたが、体系的な整理、例えば民法上での対応など、まだまだの未整備の部分もあるように思います。また、運用面では、ブロックチェーンの活用による流動性向上という技術的なアドバンテージが、実は完全には享受できていないとのことで、全体のインフラ整備も重要な局面ということですね。

平田常務 法制度での悩みで象徴的なのは、電子記録移転権利の第三者対抗要件の問題です。ブロックチェーンという全自動のシステムでトークンの移転が管理されているにも関わらず、売買時の第三者対抗要件具備のためには、確定日付のある証書が必要となり、公証人役場へ紙の証書を取りに行かねばなりません。デジタル証券なのにアナログな世界での対応が求められているわけです。これではブロックチェーンのメリットは発揮できません。

こうした事象が発生するのは、原簿記載により対抗要件を備えるという有価証券法理が一部のセキュリティトークンには及ばず、対抗要件として確定日付のある証書が必要という債権法理のもとで管理されていることに原因があります。

本件については経済産業省や法務省も問題意識を有しており、産業競争力強化法で対応が可能となったことから、規制のサンドボックス制度にて、数社のシステムベンダー等がシステム対応に向け実証実験を開始しています。8月になり1件認定が下りておりますが、いまだ実際のサービス開始に至った例はありません。問題解決まで、もう少し時間がかかりそうです。

さらに、将来的にはST全体の受渡・決済等に関し、振替法のようなトータルで管理できる法整備が必要だと考えています。



平田 公一

一般社団法人日本STO協会 常務執行役員 兼 事務局長 兼 自主規制企画・業務部長
1983年専修大学経済学部卒業、日本証券業協会入社。Nasdaqトレーニー、日本証券経済研究所ニューヨーク事務所研究員、大蔵省証券局出向等、2004年市場本部エクイティ部長、2006年常務執行役（自主規制本部担当）、2014年専務執行役（管理本部担当）、2020年日本投資者保護基金専務理事を経て、2022年より現職



政井 貴子

SBI金融経済研究所 理事長
1965年生まれ。トロント・ドミニオン銀行、クレディ・アグリコル銀行、新生銀行などにて金融市場関連業務を推進し、2013年新生銀行初の女性執行役員に就任、2016年日本銀行審議委員に任命される。2021年より現職。

3. ST市場の将来像

政井理事長 お話を伺っていると、STは低コストが期待されることから、小口対応が可能という点が、最大のメリットであると実感します。これは、直接調達市場から距離のある、例えば地方の非上場企業等にとって、新たな調達手段となり得る有望なスキームではないでしょうか。

日本の金融構造は、中小企業や小規模企業の間では、間接金融が中心であることはご存じの通りだと思います。こうしたSTの仕組みは、そのような企業の資金調達手段の選択肢を広げる事に繋がるように思います。

資金ニーズに合った、調達手段を柔軟に選択することができれば、企業活動の活性化にも効果がありそうですし、地方創生という視点でも、その活用を通じた積極的な展開を期待したいです。

平田常務 おっしゃる通り、私もSTの仕組みは地方企業等の資金調達ニーズにこたえるには非常に良い仕組みだと思います。スキームによっては、登録金融機関業務のライセンスを取得した銀行による対応も可能です。そのような観点で、Financial DAOの利用のような議論は行われていますが、実際にSTは規制が厳しいという印象が先行し、具体的な案件が企画される段階にまでは至っていないようです。地方創生におけるSTの活用は、将来的には期待できると思います。

政井理事長 ST市場の健全な発展のためには、どのような取り組みが必要とお考えですか？

平田常務 まず、裏付け資産の多様化を進める必要があります。そのためには、大手の金商業者の取り組みが期待されます。現在も航空機リースや太陽光発電設備などの案件が動いていると聞き及んでいます。新しいものへの取り組みには覚悟が必要です。確実な発行や市場流動性向上のためのセーラビリティの確保や、投資家が損をしない発行体の選択や公正なプライシングのためにも、リスク許容度が高く、経験豊富な金商業者の取り組みが期待されます。

また、STの仕組みについての周知がまだまだ足りないのも事実です。個人投資家向けの小口商品として普及していくためには、取り扱う金商業者の普及啓発に留まらず、より広い金融証券教育のような動きも必要です。

政井理事長 STの利活用が真に促進されるには、STを取り巻く日本全体がリデザインされる必要があるようですね。

リテラシー教育など、市場育成のための取り組みは多岐にわたりますが、例えば運用という切り口で見ますと、非上場株式などと親和性があるSTは、ミドルリスク・ミドルリターンの商品という、我が国では、これまであまり供給されてこなかったカテゴリーの市場の充実といった面が期待されますね。折しも、本年のいわゆる骨太では、資産運用立国、資産所得倍増プランが盛り込まれており、そのためのさまざまな改革や制度整備の必要性が強く認識されているところです。資産運用業の高度化が期待されるもとの、STという新たな運用商品が供給されるという流れが生まれていくのではないのでしょうか。

平田常務 現状、非上場株式は規制が強く、すぐにSTの利用につなげることは難しいのですが、おっしゃる通り、プロの目利きを通して個人投資家に提供するような新たなST商品が出てくると、広がりが期待できますね。

政井理事長 我が国の経済環境の流れに目を向けますと、基底となる金利水準がこれまでの20年と比べ、これから迎える20年は高めに推移する可能性が示唆される状況にあります。

金融商品組成で見れば、このことは、より組成の自由度が高まることを意味します。様々な運用商品が国内で組成され、併せてSTの活用も広がれば、本格的な市場形成も望めます。

平田常務 STは、社内のルーティン等をいったん作ってしまえば金商業者のコスト削減につながる仕組みです。売買手数料が削減されていく中、様々な商品で利用できる使い勝手の良い枠組みとして、証券会社を始めとする金商業者にとってもプラスになるのではないのでしょうか。

一方、あくまでもSTは「インフラ」なので、利用する商品次第という面もあります。ブロックチェーンを活用したデジタル証券というビークルは用意できました。さてその先、そこに「何を乗せるか」ということがポイントとなるのだと思います。

政井理事長 なるほど。そうした観点では、健全な市場の発展に資する枠組み整備のための、規制サイドの対応はとても重要ですね。

もっとも、新しい仕組みに迅速に対応しようとすると、どうしても従来からの制度や規制に適合させるものになりがちです。

先程も申し上げましたが、大きな世の中の流れは、サービスや技術、観念といった様々な枠組みの境界が薄れていくといううねりの中にあります。何処かで大きく体系的なリデザインの必要が、あるように思っています。本日お話いただいた、ST市場の発展は、そうした流れの中にあるつつ、かつ、個別の市場整備もそれ自身、まだ途上にあるということですね。



平田常務 ST市場は、市場育成のため、オーバー・レギュレーションになりすぎないことが必要な局面のように思います。現在の規制をただ適用するのではなく、従来法的に想定していなかった新しい手法が導入されている実態をふまえた判断が市場の健全な発展のためには重要なのではないのでしょうか。

政井理事長 STのインフラは、国際金融都市の再定義という文脈でも重要となりそうですね。

海外の国際金融センター都市において、ST市場の規模については現状まだ大差はないようです。官民一体でのST市場育成へのお取り組みが、資産運用立国実現の一助となるといいですね。

平田常務 日本は法制度整備で国際的にはかなり先行しており、STを始めとする暗号資産やステーブルコインなどブロックチェーンを利用したトークン商品が出しやすい環境にあるものと思います。もちろん、課題も多く、ひとつひとつ解消していくことが求められますが、足元では、資金決済法の改正等により、これらのトークン商品を組み合わせて使うことによるメリットを享受する仕組みなどが整ってきました。例えばSTとステーブルコインを併用すること等で証券取引と資金決済を瞬時に行えるような法的整理が整いましたので、その意味では、国際的な比較優位性は十分あると思われまます。

政井理事長 本日お話を伺って、ST市場の発展の為には、まだまだ課題も多いということですが、少し長い目で見れば、新しい金融インフラとして、調達運用両面での可能性を感じさせます。

法制度整備で先行する日本の優位性が十分に発揮され、皆さんのご努力と共に健全な市場形成が進展することを願っています。

本日は、ありがとうございました。



SBI 金融経済研究所 所報 vol.4

2023年8月31日発行

編集委員会：

委員長 土居 丈朗
慶應義塾大学経済学部教授

委員 副島 豊
SBI 金融経済研究所研究主幹

発行者：SBI 金融経済研究所株式会社

住所 〒106-6014
東京都港区六本木 1-6-1
泉ガーデンタワー 14F
電話 03-6229-1001

制作：株式会社フクイン

