

仮想通貨の課題と期待

～金融や流通からの参入と制度整備の課題



平成30年12月2日

株式会社資本市場研究所きずな

仮想通貨の現状

今年2件目の仮想通貨不正流出事件が、9月14日に発生した。ティックビューロ株式会社が運営する仮想通貨取引所Zaifにおいて、入出金用ホットウォレットの一部が外部からの不正アクセスによりハッキングされ約67億円相当の仮想通貨が外部に不正流出した。1月26日にコインチェックで過去最大となる約580億円の仮想通貨不正流出事件が起き、金融庁は仮想通貨交換業者に対する検査対応を強化していた矢先の流出事件となった。

仮想通貨の現状は、ビットコインやイーサリアム、リップルなど全世界で2,076銘柄、時価総額23.4兆円(ビットコインは全体の54%、上位10銘柄で85%を占めている)、取扱業者数15,429、1日の取引額1兆362億円(10月26日時点、出所CoinMarketCap)となっているが、日本においては仮想通貨取引所と呼称される仮想通貨交換業者は16社あり、内2社は現在サービスを行っていない。仮想通貨の取引価格は、昨年12月に一旦のピークを付けたと見られ時価総額(昨年12月中旬)は70兆円程度まで膨らんだ。

ビットコインでみると、本年1月下旬に2万ドルを超えていたものが、現在6,500ドル前後で推移している。

国内での仮想通貨交換業者を通じた実際の取引に関しては、平成29年度では現物取引が12.7兆円(前年度比8.27倍)、証拠金・信用・先物取引で56.4兆円(想定元本ベース、前年度比28.5倍)となっており、取引シェアは現物取引が18.4%、証拠金取引が79.5%、信用取引が0.9%、先物取引が1.1%を占めている。なお仮想通貨別の取引金額シェアでは、ビットコインが現物で82%となっており、証拠金・信用・先物取引では99%以上を占めた。また、取引口座数は350万に達し、年齢別では30代が34%、20代が29%、40代が22%の比率となっている。(以上、日本仮想通貨交換業協会の金融審議会提出資料より)

この様な状況を受けて、昨年4月から登録制をスタートした仮想通貨交換業をめぐる諸問題について制度的な対応を検討するため、本年4月から金融審議会に「仮想通貨交換業等に関する研究会」が設置され、制度整備に向けて現在議論が進められている。また、今年に入って仮想通貨

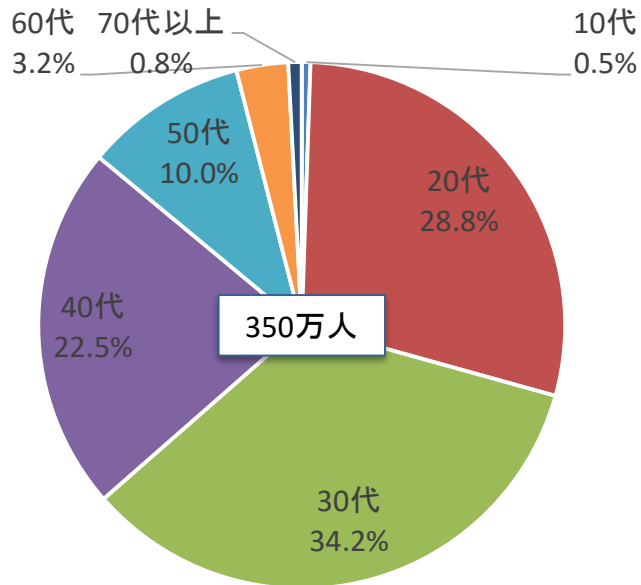
交換業者に対する金融庁の検査・モニタリングが強化された結果、登録業者16業者中7業者、みなし登録業者16業者中11業者に対して業務改善命令等が出されている。この検査・モニタリング内容については、「仮想通貨交換業者等の検査・モニタリング 中間とりまとめ」として8月10日に公表されているが、17業者分(登録業者13、みなし登録業者4)の総資産額が、直近事業年度において6,927億円となっており前年度に比べ5.5倍に急増していることや、顧客預り資産の状況(下右図)、少ない役職員で多額の利用者財産を管理している実態などが示されている。

既存の仮想通貨交換業者に対する検査・モニタリングが強化される一方、新規の登録申請を行う業者数は現在170社を超えており、金融庁は10月24日に仮想通貨交換業者の登録審査プロセスや質問票、審査の論点などを公表し、再び業者の登録を進める姿勢を明確化している。また、同日、日本仮想通貨交換業協会が「資金決済に関する法律」に基づく業界団体として認定され、仮想通貨の取引や顧客勧誘、資産管理や証拠金取引などに関する自主規制(ガイドライン)を制定している。

今後、仮想通貨交換業者の登録が増え、仮想通貨に係る法制度の整備(例えば、仮想通貨取引やICOなどの資金調達など金融法制度化)が進む可能性が高く、行政・業界・企業等の動きが注目される。

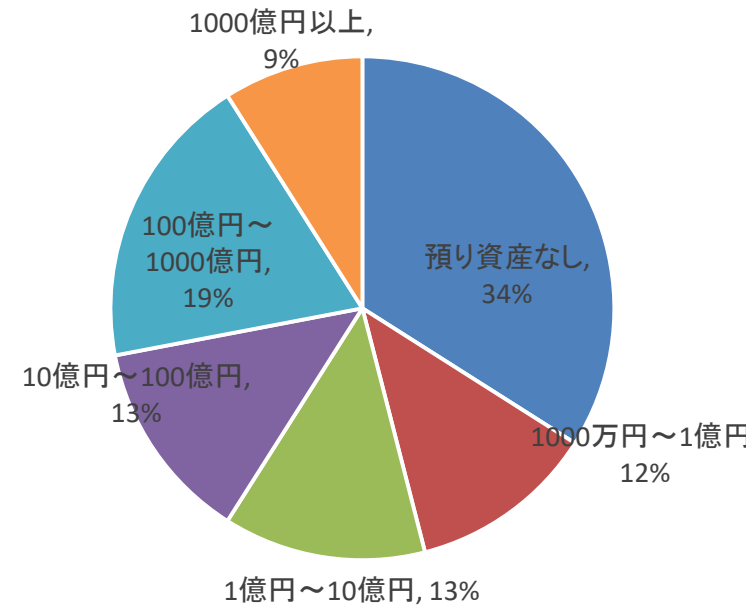
地銀系証券会社の2018年3月期決算概要

仮想通貨顧客年齢層 (2018年3月)



※金融審議会、日本仮想通貨交換業協会資料より

仮想通貨交換業者預り資産



※金融庁、モニタリング中間報告より、登録16業者、みなし16業者分

仮想通貨を取り巻く環境

仮想通貨を取り巻く環境に関して、最近の動向を含めて見直してみたい。

先ず行政の動向だが、世界的にも急激に変化する仮想通貨に関して対応する動きが強まり始めている。本年9月28日に東京において開催された「暗号資産に関する監督・監視ラウンドテーブル」では、各国の関係当局や国際機関等が(i)暗号資産に関する技術的な進展と課題、(ii)暗号資産取引プラットフォームの監督、(iii)国際協調が可能な分野、(iv)投資者保護及び市場の公正の4つのテーマに関し、将来の国際協調強化を睨んで議論している(内容非公表)。また金融審議会において議論が進められているのは、仮想通貨取引や仮想通貨交換業の法規制整備の強化だ。例えば、仮想通貨取引は金融商品取引法や金融商品販売法に定義されていないと解されているが、仮想通貨の証拠金取引はFX取引とほぼ同様の証拠金にレバレッジを掛けた差金決済取引なので、商品などデリバティブ取引と同様と見做すことも出来る。現在、仮想通貨を定義する根拠法は、資金決済法なので、個人が投資・投機目的

で取引を行う際の行為規制や投資家保護規定が十分とは言えないと指摘されているが、金融商品として定義されれば、金商法の規定が適用されることとなる。

一方、金融取引全体に対してマネーロンダリング対策の強化が求められているが、仮想通貨取引においては、個人のアドレスが特定できなかったり、取引履歴が公表されていないものに関して、金融庁は匿名性の高い仮想通貨として、取引自粛を求めている。これを受けて、仮想通貨交換業者は取扱いを取り止めており、また10月下旬に自主規制団体として認定された日本仮想通貨交換業協会のガイドラインにおいても、“移転・保有記録の更新・保持に重大な支障・懸念が認められる仮想通貨”の取扱いを禁止している。

また、今年2件あった仮想通貨の不正流出事件において、交換業者の仮想通貨保管方法が問題視されているが、いずれもインターネットに繋がったホットウォレット(繋がっていないのがコールドウォレット)がハッキングされて仮想通貨が流出している。交換業者である以上、

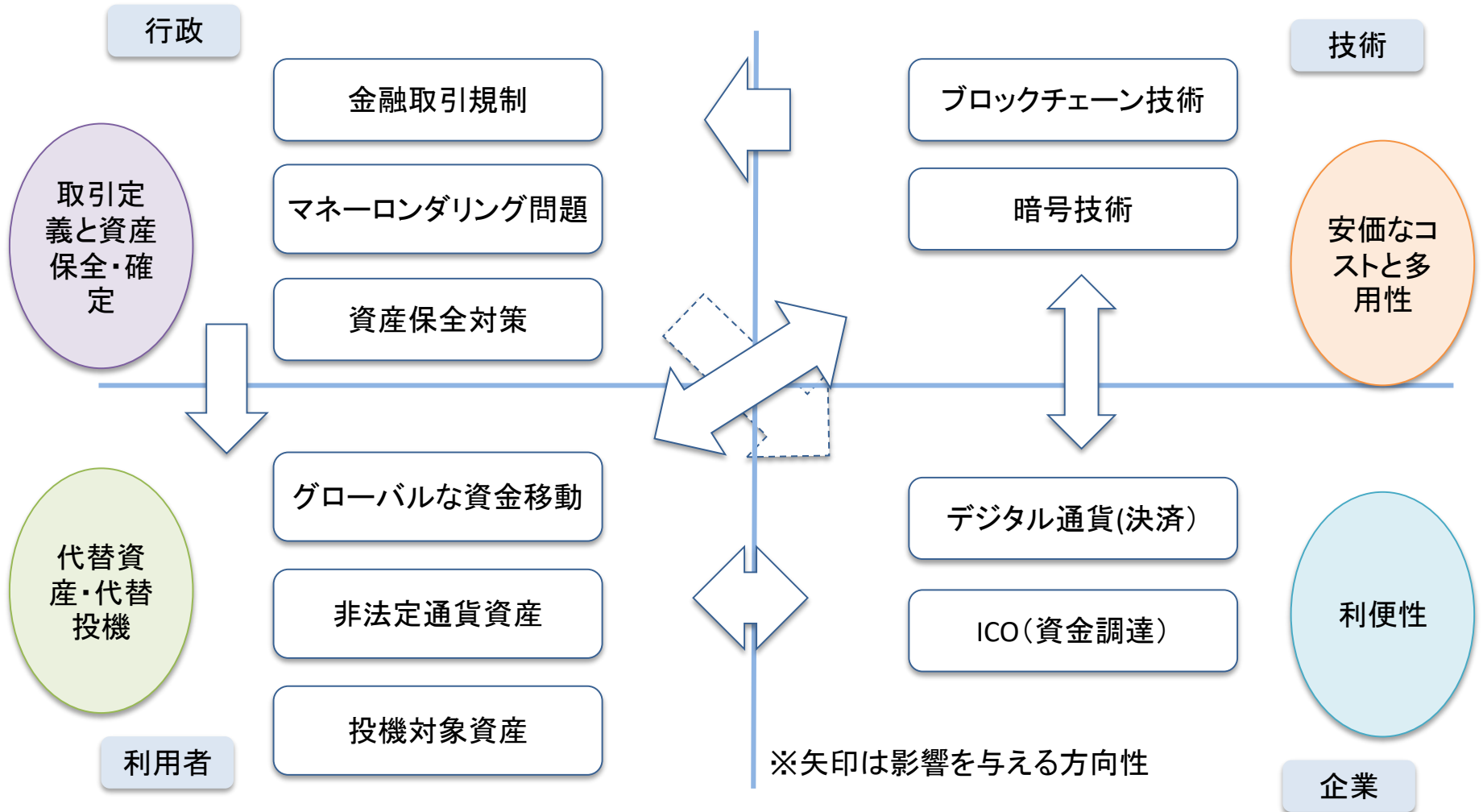
インターネットを通じた顧客の仮想通貨取引に応じる必要があるが、ウォレットの安全性だけではなく、交換業者のハッキング対策やシステム運用そのものの問題が指摘されている。また、証拠金取引においては顧客からの現金を分別管理するは当然だが、仮想通貨の現物資産も分別管理を強化することが行政から求められている。金融審議会では、顧客資産の分別管理について信託銀行の活用も議論されている。

海外での動向については、8月下旬に米証券取引委員会(SEC)がビットコインのETF上場申請(米NYSEアーカ取引所)を却下したが、昨年12月、ビットコインの先物はシカゴ・マーカンタイル取引所(CME)とシカゴ・オプション取引所(CBOE)に上場されており、NYSEを傘下に持つ米インターコンチネンタル取引所(ICE)も12月に上場することを予定している。このICEは、スターバックス、マイクロソフトなどと連携し、仮想通貨の売買や保管、決済機能を備えたプラットフォームを開発することを8月に公表している。また、投資情報サービスを提供するBloombergは、5月下旬からビットコインをはじめとする取引量の多い仮想通貨10銘柄なる仮想通貨インデックスとして、Bloomberg Galaxy Crypto

Index(BGCI)の指数算出・公表を始めた。

ビットコインの中核技術として、ブロックチェーン(分散型台帳)と暗号技術があるが、P2Pネットワークの為、コストやネットワークの拡張性での有用性があることやデータ改ざん・消失が極めて困難な技術であることなどで、現在様々な分野でその応用を試みる実証実験などが行われている。証券業界においても、KYC業務や約定照合業務における利用が検討されており、証券コンソーシアムのワーキンググループでも「KYC共通化」が検討されている。仮想通貨の取引価格は、昨年末に比べ大きく下落しているが、仮想通貨を支える技術の多方面での利用とともに、通常の決済手段や金融資産・投機対象とは異なる新たな代替手段として、その存在感は増している。

仮想通貨を取り巻く環境(現時点)



仮想通貨を使った新たな取組み

仮想通貨を使った新たな取組みについて、最近の事例を紹介したい。

まず、仮想通貨関連に投資する公募ファンドが日本でも始まった。9月28日に有価証券届出書が提出されたキャピタル・ストラテジーズ・トラストーエポック・デジタル・アセットで、ケイマン籍の外国投信として、Teneo Partners 株式会社（第1種金融商品取引業）が募集を行う。投資対象は、仮想通貨・トークン・ICO（イニシャル・コイン・オファリング）以外に、仮想通貨マイニング、仮想通貨レンディング、デジタル・インフラ会社、ブロックチェーンその他の分散型台帳技術（DLT）関連投資、デジタル資産インフラ会社等に投資するとしている。ケイマン籍ファンドではあるが、関係者をみていくと実質的にファンド組成管理を行うものの親会社はリヒテンシュタイン、実質的な運用指図（※届出書では投資助言業務）はニュージーランド、ファンド資産の保管や管理事務代行はアイルランド、販売者は日本と、法制度や受入れ体制などから関係者が各国に分散している。また、ファンドの形式がファンドオブファンズの形態に近く、

別途投資対象のデジタルアセット種類毎に管理されるプラットフォームSPCへ投資される。このファンドは10月中旬から来年1月下旬まで募集され、2月から運用が始まる。現時点で一般の証券会社などが販売に参加するか未定だが、販売商品の審査という意味では、投資対象のデジタルアセットに関する具体的な情報や、デジタル資産の管理方法（デジタルアセット毎の保管会社か盗難保険で対応するとする。）の安全性の説明が必要なようだ。

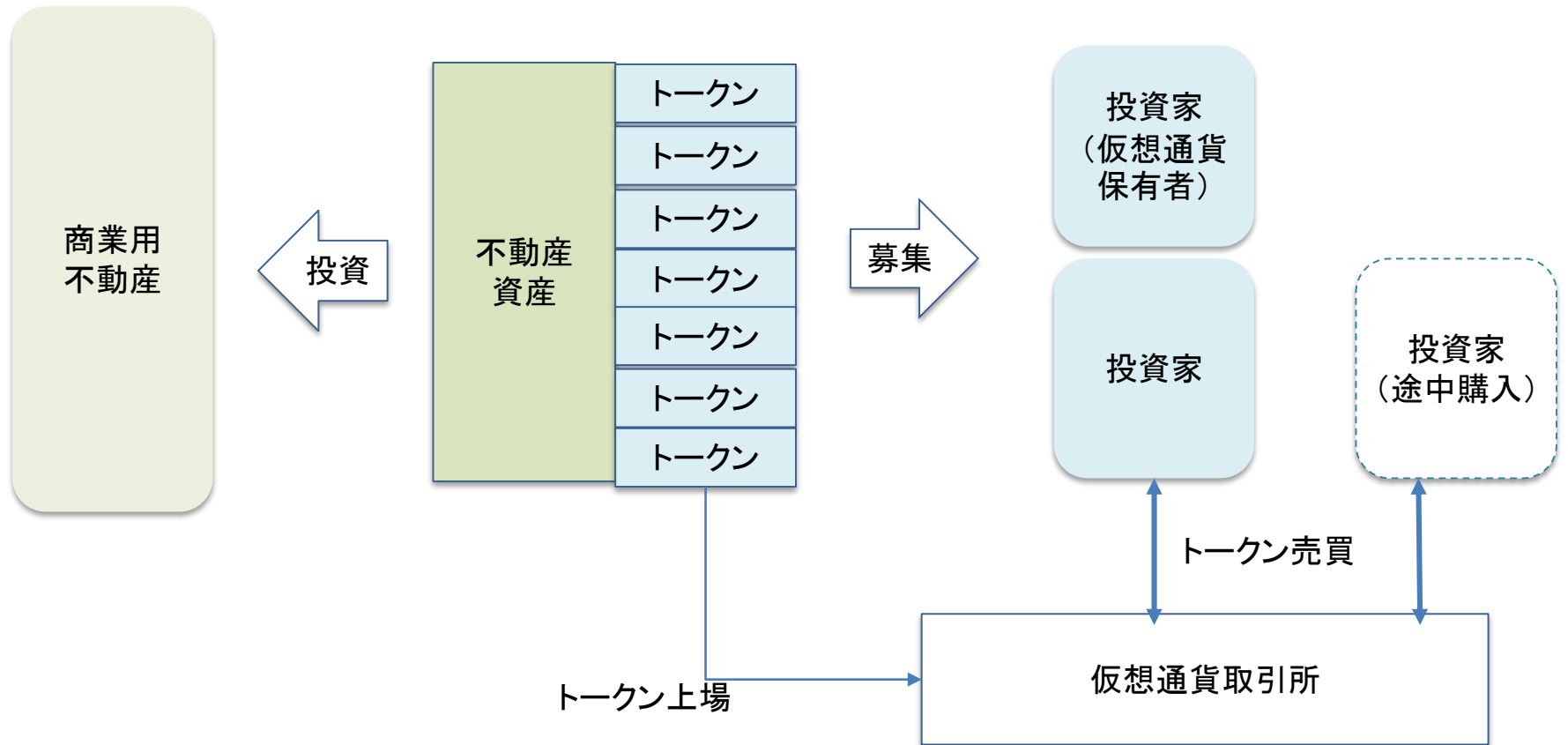
次の事例は、仮想通貨建て不動産ファンドだ。米国の投資会社が募集を始めたものが日経新聞にも紹介（10月11日付）されていたが、ニューヨークの商業不動産に投資する機関投資家・富裕層向けプライベートファンドの持分をトークン発行で行い、このトークンを仮想通貨業者に取り扱わせることで流動性を付与するとしている。今までの不動産ファンドであれば、持分を売却できないロックアップ期間が数年あるのが普通だったが、機関投資家などポートフォリオの組み直しニーズに応えることで、不動産投資に対する新たな投資需要を掘り起こすことも可能となる。仮想通貨版リートイメージに近いかも知れないが、今後、この様なトークンを取扱う交換業者が増えることや、決済

や保管の安全性を示すことが普及のポイントともなりそう
だ。なお、仮想通貨からの不動産投資という試みは、日本
国内でも昨年から活発化しているが、日本をはじめとする
規制当局の動向に注意しながら事業化を目指しているよう
だ。インフラ作りの事例としては、ルーデンス・ホールディン
グス(JASDAQ:コード1400)がシンガポールの子会社にお
いて仮想通貨建て不動産投資関連プラットフォーム構築を
目指して、ICOで独自のコイン発行(イーサリアム建て、日
本、米国、中国などの居住者は参加できない)を計画して
いる。

国内に於ける仮想通貨の利用については、概ね既存事
業の拡大として仮想通貨やブロックチェーン技術の利用と
何らかのファイナンス手段に分かれるが、2件の不正流出
事件や金融庁での法制度整備動向をにらんで、現在は実
証実験や法制度強化後を想定した体制整備を行うなど比
較的慎重な動きが目立っている。その中で、エイベックス
(東証1部7860)は、仮想通貨関連事業(電子マネーを含
む)に進出する目的で定款を変更し、6月には100%子会
社のエンタメコインを設立、2019年からエイベックスグル
ープ及び関連する芸能事業関連者向けにブロックチェーンを

用いた決済システムを提供することを計画している。また、
三菱UFJ銀行は三菱商事と組んで仮想通貨リップルを使っ
た国際送金の実証実験を行ったり、三井住友銀行は三井
物産など7社で、ブロックチェーン技術を活用した貿易取引
の時間短縮やコストの削減、セキュリティの向上などの
実験を始めており、実経済での仮想通貨技術利用の動き
が強まっている。

不動産ファンドICOについて



投資に与える影響と期待

過去1年間の仮想通貨を巡る動きは、大きな期待と不正流出事件(海外においても)、規制動向に明け暮れた観があるが、今後、投資とどの様に係っていく可能性があるかについて考えたい。

先ず、仮想通貨及び仮想通貨建て商品が金融商品であるか否かの議論については、早期に金融商品として指定すべきではないかと考える。通貨の成り立ちや資産性などの神学論争的な議論は避けるが、投資家が投資若しくは投機目的で行えばそれは投資であり、行為規制や投資家保護が整備されている金融商品取引法の適用は順当で、仮想通貨と実態のある経済活動を結びつけると考えたい。仮想通貨交換業者については、現在当局による検査・モニタリングが強化され、新規の登録を行う者に対しての80ページを超える質問票を一読すると、社内体制整備・システム運用・仮想通貨審査・利用者保護・情報管理などある部分は金商業者並み若しくはそれ以上に厳格な部分もあると感じる。相当数のそれぞれの部門の専門家が必要で、もはやフィンテック・ベンチャー企業の事業ではない

かも知れないが、仮想通貨取引所と通称される仮想通貨交換業者が、“取引所”として機能する為に必要な措置なのかも知れない。

仮想通貨と投資の関係についてだが、現時点で20兆円相当以上の仮想通貨があるとされているが、この仮想通貨が不動産やファンドなどの資産に向かって動く時には、その事自体は明らかに投資行動であり、また、仮想通貨から別の仮想通貨(ICOのトークンを含む)への資産移動も、投資だと考える。この様な仮想通貨からの資産移動に金融機関が関わることで、仮想通貨建て投資商品が金融商品としての実体を持つことになり、投資家から信頼される仮想通貨資産の管理やオペレーションも可能となる。また、仮想通貨に係る投資で、今後最も期待したいことはICOである。

このICOに関して金融業界から見た過去1年の動きは、一言で言えば驚きだったのではないかと思う。簡単に100億円以上の資金が集まり、またその資金を利用する事業が簡単に延長されたり萎んでしまうことは、当初、金融業界の既成概念では理解し難かった。しかし、ICOで発行される

トークンは基本的には既存の仮想通貨払いで、発行されるトークンも新たな仮想通貨として流通すること、またその為に集めた資金が新たなトークン用のブロックチェーン構築などのインフラ整備に使われることに多くのICO参加者が期待していた。このようなICOの背景には、既存の仮想通貨の急騰があり、仮想通貨保有者たちが新たな投資対象としてICOのトークンを見ていたといわれている。しかし、ICOには明確なルール(業者ごとのものはあったとしても)がなく、その為、多様な資金調達目的のICOが実行されたが、8割以上が実態のない事業とも言われている。

期待されるICOとは、仮想通貨払いのトークン発行・流通というスキームと既存の金融ルールに基づく資金用途や対象事業の確認(審査機能)・情報提供義務を負うハイブリット型であれば、仮想通貨から実態のある事業への資金移動(資産移動?)を促すことになるだろう。現在の投資型クラウドファンディングは、リスクマネーを集める仕組みとして期待されたもの、調達が1億円未満で、例えば上場企業の事業資金の調達としては不十分であり、公募増資などで新規事業のリスクマネーを調達しようとした場合は、通常のファイナンス・ルールで本業が不調だったり、一時的

に収益が悪化する場合など、対応しにくいケースがある。これに対して、新規事業の収益性に重きをおくICOであれば、トークンを発行しての資金調達が可能となるかもしれない。資金調達から収益化まで少し時間はかかるが個人の利用も期待できる様な不動産開発・運用(レジデンス、ショッピングモール、テーマパークなど)に適している。しかし、何よりも重要なのは仮想通貨資産を実物経済に定着させるということではないだろうか。また、ICOを通じて投資家の世代交代を促す可能性にも期待したい。

期待されるICO(※国内)

