

経済レポート

日本の仮想通貨交換業の規制強化のポイント

調査部 主席研究員 廉 了

「仮想通貨法」が国会に法律が提出された2016年3月頃、仮想通貨の種類は500強、仮想通貨全体の時価総額も約8,000億円程度に過ぎなかった。マウントゴックス事件のような大規模な被害が発生したものの、仮想通貨は「将来性のあるブロックチェーン技術を活用した決済手段」と見做され、いたずらに規制強化することは避け、資金決済法の範疇と捉え法律が制定された。

しかし、仮想通貨法は2017年4月の施行後、「仮想通貨を国が認定した」と印象づけられたこともあり、仮想通貨の価格高騰の一因となったようである。現実の仮想通貨は、仮想通貨法制定時に想定された仮想通貨市場とは大きく異なり、決済手段として使われることは極々限られ、もっぱら投機の対象と化している。コインチェック事件のような過去最大の大規模な被害が発生した以上、現状を踏まえて、何らかの規制の見直し・強化を図らなければならなくなった。

具体的には、下記の観点を中心に、金融商品取引法の対象とするかどうかの問題も含め、検討されるだろう。

- 1) セキュリティ強化や内部管理・ガバナンス体制の構築
- 2) レバレッジ規制の導入
- 3) 情報開示の強化、自己資本比率規制の導入
- 4) 不公正取引防止規制の導入
- 5) 損失をカバーする基金の創設
- 6) 本人確認の強化
- 7) ICO (Initial Coin Offering) への規制

仮想通貨交換業者については、規制強化を踏まえ、対応できない業者について撤退したり、大手業者の傘下となるなどの再編も進むと思われる。

1. 今後待ち構える仮想通貨交換業者への規制強化

仮想通貨市場は、現時点で依然黎明期で、市場は株式や債券・為替市場と比べ未成熟である。「仮想通貨法」が国会に提出された2016年3月頃、仮想通貨の種類は500強、仮想通貨全体の時価総額も約8,000億円程度に過ぎなかった。マウントゴックス事件のような大規模な被害が発生したものの、仮想通貨は「将来性のあるブロックチェーン技術を活用した決済手段」と見做され、いたずらに規制強化することは避け、資金決済法の範疇と捉え法律が制定された。

しかし、仮想通貨法は2017年4月の施行後、「仮想通貨を国が認定した」と印象づけられたこともあり、仮想通貨の価格高騰の一因となったようである。現実の仮想通貨は、仮想通貨法制定時に想定された仮想通貨市場とは大きく異なり、決済手段として使われることは極々限られ、もっぱら投機の対象と化している。従って、コインチェック事件のような過去最大の大規模な被害が発生した以上、現状を踏まえて、何らかの規制の見直し・強化を図らなければならなくなったのである。

金融庁も2018年3月に有識者や実務家等をメンバー、関係団体をオブザーバーとして構成された「仮想通貨交換業等に関する研究会（以下、仮想通貨研究会）」を設置し、「仮想通貨法」見直しも含めた、仮想通貨交換業等を巡る諸問題について制度的な対応の検討に着手した。今後何らかの規制強化がなされることは間違いなく、以下の項目の規制導入や規制強化がなされる可能性がある。仮想通貨交換業者の行方は規制強化の方向性に大きく左右されやすい。こうした規制強化に関する項目は仮想通貨交換業者を見る上では、頭に置いておかねばならないポイントだろう。

1) セキュリティ強化や内部管理・ガバナンス体制の構築

仮想通貨交換業に関する事件に関する報道やコメント等を見ると、根本問題として、金融業者であれば当然整備されていてしかるべきセキュリティが万全でなく、内部管理体制やガバナンス体制も不備であった疑いが強い。コインチェック事件に関しては、報道によると、仮想通貨ネムの大量流出をコインチェック社が確認したのが流出後11時間後であったことや、同社がみなし業者状態で、登録を認められるためのシステムやサイバーセキュリティ対策等を優先すべき時に、派手な宣伝広告による顧客獲得を優先したようで、そうした不備が伺われる。また、金融庁の立ち入り検査の結果、みなし業者を中心に、分別管理の厳格化が行われず、顧客の預かり資産を流用し業務停止命令が発せられるケースも散見される。一刻も早く、セキュリティの強化、内部管理・ガバナンス体制の構築を急ぐ必要がある。

2) レバレッジ規制の導入

仮想通貨取引の8割が、レバレッジ・先物取引であることからわかるように、仮想通貨の価格上昇・下落にレバレッジ取引が大きな影響を与えている。足元の仮想通貨の価格が大幅下落する中、多数の含み損を抱えたレバレッジ取引が、追証や損切りや強制売却を迫られていると思われる。コインチェック事件前は、日本の仮想通貨取引所のレバレッジ倍率（＝取引額／証拠金）は最大100倍を許容するケースも散見されたが、足元では最大25倍程度まで低下している。しかし、FX取引について現在、レバレッジ倍率が最大25倍に規制されている中、為替以上に価格変動率が高い仮想通貨取引のレバレッジ倍率が最大25倍であるのはリスクが高いように思われる。実際「仮想通貨研究会」においてもレバレッジ規制導入の発言があったようである。FX取引についても10倍までさらに下げることが検討されているようであり、レバレッジ倍率の上限がさらに下げられる可能

性はあろう。この場合、仮想通貨交換業者の取扱額の減少に繋がり、仮想通貨取引所の減収に結びつこう。

3) 情報開示の強化、自己資本比率規制の導入

仮想通貨交換業者については、BS、PL や顧客数や預かり資産規模など基本的な財務数値が開示されていないため、どの程度の財務体力を有しているのかは、資本金から類推するしかない。その資本金を見ても、財務基盤が万全な業者はごく少数のように見える。特にレバレッジ取引が中心であることから、各社多額の証拠金を顧客から預かっていると思われるが、この証拠金は分別管理対象外であるため、仮想通貨交換業者が破綻した場合、この証拠金が毀損するリスクがある。仮想通貨の変動率が株や債券よりも遥かに高いため、仮想通貨の証拠金毀損リスクは証券会社以上にあるだろう。

各仮想通貨交換業者が保有する顧客の預かり資産は、銀行や証券会社と同等の規模に達していると思われる。従って仮想通貨は経営内容に関する情報開示のみならず自己資本規制等、証券会社並みの規制強化を図る可能性はあろう。その場合、各仮想通貨取引所は自己資本の強化（増資）を迫られることとなる。

4) 不公正取引防止規制の導入

仮想通貨の価格については、大口投資家による相場操縦的な共謀の可能性を懸念する声が根強い。しかし、仮想通貨法には、相場操縦やインサイダーといった不公正取引防止のための直接的な規制は規定されていない。仮想通貨は通常有価証券に該当せず、不公正取引防止規定のある金融商品取引法の対象外である。現時点で疑わしい動きははっきりと見られないが、先手を打って対応する可能性はあろう。そのため、各仮想通貨交換業者だけでなく、自主規制団体としての認定を目指す業界団体に、口座の動きを監視する体制強化が迫られる可能性はあろう。

5) 損失をカバーする基金の創設

今回のコインチェック社のハッキング被害のようなケースに際して、利用者に損失が発生した場合の補填について、現状ではあくまでも仮想通貨交換業者次第で補償が行われる確証はない。実際、盗まれた仮想通貨ネムについても、ネム普及に取り組む国際組織「ネム財団」や財団に賛同するホワイトハッカーが流出ネムに目印をつける対抗策で追跡し盗まれたネムの奪還や犯人特定に努めたが、残念ながら犯人が特定されることなく、匿名性が高く犯罪の温床となっている「ダークウェブ」において、全額資金洗浄（ロンダリング）されてしまったようである。仮想通貨が詐取された場合、犯人の特定や盗まれた仮想通貨の奪還が難しいだけに、分別管理だけでは投資家保護は不十分と言える。証券会社の投資家保護基金のような基金を設立することも検討されるかもしれない。その場合、仮想通貨交換業者に基金への拠出負担がかかることになる。

6) 本人確認の強化

従来、仮想通貨は、G20 の場では、マネーロンダリングの観点から規制することを検討されてきたが、2018 年 3 月のアルゼンチンで開催された G20 においては、「仮想通貨市場は、規模が相対的に小さく、現時点で金融システムを脅かす恐れは低い」として具体的な規制導入はなされなかった。

しかし、金融活動作業部会（FATF）の指針である本人確認義務化の実施については確認された。

本人確認については、日本以外の各国の規制を細かく内容を見ると、実は各国毎に規制水準が異なっており、実質本人確認の実効性が保たれていないのではないかと疑われる国も存在する。仮想通貨取引については国境がなく、日本の個人も海外の仮想通貨交換業者を使っているが、そうした海外の業者については日本の規制が及ばないため、規制の実効性を高めるためには、全世界ベースで規制しなければならない。実態的な規制の緩い国の仮想通貨交換業者に日本の仮想通貨取引がシフトする懸念もある。金融安定化理事会（FSB）において、仮想通貨に関する規制は今後も検討されるが、こうしたグローバルベースでの規制の実効性が保たれる対応策が打ち出されることを期待したい。

7) ICO (Initial Coin Offering) への規制

ICO とは、企業がプロジェクトを実行するために仮想通貨を活用して行う資金調達のことである。具体的には、企業や団体がネットを通じて、企業が発行した「トークン (Token)」と呼ばれるデジタル権利証の購入を呼びかけ、応じた投資家は、仮想通貨でトークンを購入するものである（図表 4）。このトークンは、仮想通貨交換業者で取り扱われるようになれば（上場と言う）、仮想通貨のように売買可能となる。

2018年3月末までに ICO は、累計約 1,500 件実施され約 100 億ドルの資金調達が行われた。大半は、仮想通貨の価格が上昇した 2017 年に行われている。しかし、2017 年 12 月をピークに ICO は減少傾向である。

この ICO の減少は、仮想通貨の価格が下落したことも大きいですが、規制当局による規制強化も大きく影響している。ICO は、当該プロジェクトの収益金をトークン保有者に分配する仕組みのものもあるが、プロジェクトの収益金が分配されない仕組みの ICO もある。この収益無分配型の ICO は企業にとって、実質上無コスト永久債（実質議決権のない株式）で資金調達できるメリットがあるが、投資家にとっては、このトークンを保有するメリットは仮想通貨保有以上にないように見える。収益無分配型のトークンを購入する投資家は、仮想通貨交換業者での上場益を狙っているものと思われる。こうした狙いは仮想通貨の価格が上昇しているうちはいいが、仮想通貨の価格が下落した場合、仮に当該トークンが上場されたとしてもトークンの価格は上昇せず、むしろトークンの価格が暴落する可能性が高まる。投資家にとっては極めてリスクの高い投資と言える。このように収益無分配型の ICO は多くの問題点を孕んでいる。また ICO 全体についても言えることだが、事業計画書以外に情報開示の必要がないため、ベンチャー企業にとっては資金調達が容易で実施するメリットが大きい反面、詐欺的な案件が混じりやすい。ICO は課題が多い。

そのため、世界各国の当局は、投資家保護を図るため規制強化に乗り出している。具体的には、中国は ICO を禁止し、米国は ICO の審査を厳格化し問題のある ICO を差し止める事例が増え、SEC は、大半の ICO が SEC へ登録しない中、有価証券とみなされるトークンを発行する ICO については、SEC への登録が必要と判断している。日本については、収益分配型の ICO について、金融商品取引法の対象とすることとしている。ICO については、会計処理についても不透明な部分が多いことから、今後制度整備も含めた規制強化が必要だろう。

2. 個別の仮想通貨交換業者を見る上でのポイント

1) 再編が進む傾向（廃業が相次ぐみなし業者、大手傘下入りする業者も）

現在仮想通貨交換業としては、「登録業者」16社と「仮想通貨法」前から仮想通貨交換業を営むものの登録を取得できていない「みなし業者」が16社存在する（図表1）。しかし、コインチェック事件以降、危機感を抱いた金融庁は、仮想通貨交換業者に一斉に検査に入り、「みなし業者」を中心に数多くの「業務改善命令」「業務停止命令」を相次いで出している。その結果、みなし業者16社のうち、7社が登録申請を取り下げ、実質廃業することとなった。これは、コインチェック事件以降、金融庁が立ち入り検査を通じ、実質的に規制強化をしており、そうした規制強化に対応できない業者が撤退しているものと思われる。

一方、大手業者の傘下に入る取引所も出ている。日本最大のポータルサイトを運営するヤフーは、登録業者であるビットアルゴ取引所東京に資本参加することを表明している。また、オンライン証券大手のマネックス証券を傘下に持つマネックスグループは、コインチェックを買収した。仮想通貨ネムの流出事件で、大きく信用を棄損したコインチェックにとって、マネックスグループ入りは信用サポートになるであろうが、依然みなし業者であり、これから登録取得を目指すことに変わりはない。また、毀損した顧客基盤をいかに回復するかや、数々の訴訟リスクへの対応等難しい課題を抱えている。

依然、仮想通貨交換業の登録取得を目指し、約100社が申請し登録待ちであると伝えられている。また、既存業者についても、中々業務を本格化できていないケースもある。既存業者の業務展開本格化や新規の登録取得は簡単には進まないであろうが、既存業者と新規参入を目論む業者間で、仮想通貨交換業者の再編は今後も進むと思われる。

（図表1）日本の仮想通貨取引所の現状

登録業者(16社)			みなし業者(16社)			
業者名	行政処分		業者名	行政処分		処分事由
	3月8日	4月6日		3月8日	4月6日	
マネーパートナーズ			コインチェック (マネックス買収)	業務改善命令 (1/29)にも業務改善命令		{1/29} 流出事故の原因究明、顧客対応、再発防止策不十分 {3/8} 内部管理態勢、内部監査態勢未整備
QUOINE			みんなのビットコイン			
bitFlyer			バイクリメンツ (Lenuria)	業務改善命令		内部監査の実施など経営管理態勢不十分、利用者財産の不適切な分別管理、帳簿書類の一部未作成
ビットバンク			LastRoots		業務改善命令	内部監査の実施など経営管理態勢不十分、マネロン・テロ資金供与対策、利用者財産分別管理などの管理態勢が構築
SBIバーチャル・カレンシーズ			debit			
GMOコイン	業務改善命令		エターナルリンク		業務停止命令 (4/6 - 6/5)	代取による顧客預り資産を会社経費に一時流用、取引時確認不十分、疑わしい取引の届出にかかるとの警告の判断を適切に実施せず
ビットレード		システム障害頻発、根本原因分析不十分、適切な再発防止策未実施。	FSHO	業務停止命令 (3/8 - 4/7)	業務停止命令 (4/8 - 6/7)	{3/8} 高額取引時確認等を検討する態勢未整備、職員向けの研修未実施。 {4/6} 3/8後も整備不十分
BTCボックス			BMEX		業務停止命令(4/13) (4/13 - 6/12)	顧客預り資産で特定大口先の資金繰りを肩代わり、自社の財務基盤・収益構造に関するリスク分析を行わず、経営管理態勢不十分
ビットポイントジャパン			ブルードリームジャパン		業務停止命令(4/11) (4/11 - 6/10)	備格形成の実態を顧客に説明せず勧誘、セミナーへの勧誘行わせている外部委託先の活動状況を把握せず
DMM Bitcoin			Payward Japan (Kraken)			
ビットアルゴ取引所東京 (ヤフー資本参加)			ビットステーション	業務停止命令 (3/8 - 4/7)		経営企画部長による預り仮想通貨(ビットコイン)の私的流用
エフ・ティ・ティ (Bitgate)			ミスターエクスチェンジ	業務改善命令		内部監査の実施など経営管理態勢不十分、利用者資産の不適切管理実態
BITOCEAN			bitExpress			
フィスコ仮想通貨取引所			来夢			
テックビューロ (Zaif)	業務改善命令	システム障害、不正出金、不正取引等の問題多発、根本原因分析不十分、再発対策未整備	東京ゲートウェイ			
Xtheta (シータ)			CAMPFIRE			

(出所) 各種報道、金融庁・財務局発表資料をもとに作成

廃業へ

2) マルチシグとコールドウォレットのスタンダード化

コインチェック事件を教訓にセキュリティが強化される傾向も出ている。具体的には、今回のコインチェック事件について、秘密鍵を一つではなく複数に分割（マルチシグ）していなかったことや、仮想通貨ネムをネットワークから隔離されたコールドウォレットではなく、常時ネットワークに接続されたホットウォレットで管理していたこと等、同社のセキュリティ対応に問題があったと指摘されている。そのため、各社すべてではないものの、マルチシグやコールドウォレットを導入する取引所が大半を占めるようになってきている。もちろん、マルチシグやコールドウォレットを導入すればセキュリティが万全となったとは言えないが、この二つのセキュリティ対策は、スタンダード化しつつあるように見える。

3) 取引の手数料率は縮小の方向

仮想通貨取引の手数料率は年々低下している。特にビットコインについては数多くの交換業者が扱っているため、手数料率の低下が著しい。そのため、各交換業者は手数料率の相対的に厚いアルトコインの取扱いを増やすように努めているが、それだけシステム投資がかかることや、投資家の人気の高い匿名性の高い仮想通貨（Monero、Zcash、Dash、Komodo 等）を取り扱うことに当局が難色を示している模様で、容易に取扱い仮想通貨を増やすことは難しい状況である。

また、仮想通貨交換業者のうち、仮想通貨販売所（顧客と販売業者が直接売買）の方が、取引所（顧客どおしが売買）より手数料率は高いが、販売所を行う場合、販売する仮想通貨を保有する必要があるため、仮想通貨の在庫保有リスクがあるため在庫を増やすことにも限界がある。

外部の大手業者は株・債券・為替取引よりも厚い手数料率に魅力を感じ、今後も参入することを狙っているが、厚い手数料率の裏には、かなりのリスクを抱えていることにも注意が必要だろう。

以上

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一的な見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。