

仮想通貨交換業等に関する研究会  
報告書（案）

平成●年●月●日

## 目 次

はじめに	1
1. 仮想通貨交換業者を巡る課題への対応	3
(1) 顧客財産の管理・保全の強化	3
ア. 受託仮想通貨の流出リスクへの対応	3
イ. 仮想通貨交換業者の倒産リスクへの対応	4
(ア) 受託仮想通貨の保全	5
(イ) 受託金銭の保全	6
(2) 仮想通貨交換業者による業務の適正な遂行の確保	7
ア. 取引価格の透明性の確保、利益相反の防止	7
イ. 過剰な広告・勧誘への対応	8
ウ. 自主規制規則との連携	9
(3) 問題がある仮想通貨の取扱い	9
2. 仮想通貨の不公正な現物取引への対応	11
(1) 仮想通貨の不公正な現物取引の現状と規制導入の必要性	11
(2) 仮想通貨の不公正な現物取引に係る規制の内容	12
3. 仮想通貨カストディ業務への対応	14
(1) 仮想通貨カストディ業務の現状と規制導入の必要性	14
(2) 仮想通貨カストディ業務に係る規制の内容	15
4. 仮想通貨デリバティブ取引等への対応	16
(1) 仮想通貨デリバティブ取引の現状と規制導入の必要性	16

(2) 仮想通貨デリバティブ取引に係る規制の内容	16
ア. デリバティブ取引であることを踏まえた対応	16
イ. 仮想通貨の特性等を踏まえた追加的な対応	17
(3) 仮想通貨信用取引への対応	18
5. ICO への対応	19
(1) ICO の現状と対応の方向性	19
ア. ICO による資金調達の現状	19
イ. ICO に係る規制の現状	20
ウ. ICO への対応の方向性	21
(2) ICO に係る規制の内容	22
ア. 投資に関する金融規制を要する ICO に係る規制の内容	22
(ア) 情報提供（開示）の仕組み	23
(イ) 第三者による事業・財務状況のスクリーニングの仕組み	24
(ウ) 公正な取引を実現するための仕組み	25
(エ) トークンの流通の範囲に差を設ける仕組み	27
イ. 決済に関する金融規制を要する ICO に係る規制の内容	27
6. 業規制の導入に伴う経過措置のあり方	30
7. 「仮想通貨」から「暗号資産」への呼称変更	32
おわりに	33

## 「仮想通貨交換業等に関する研究会」メンバー等名簿

平成●年●月●日現在

座長	神田 秀樹	学習院大学大学院法務研究科	教授	
メンバー	井上 聡	長島・大野・常松法律事務所	弁護士	
	岩下 直行	京都大学公共政策大学院	教授	
	翁 百合	株式会社日本総合研究所	理事長	
	加藤 貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科	教授	
	神作 裕之	東京大学大学院法学政治学研究科	教授	
	楠 正憲	Japan Digital Design 株式会社	最高技術責任者	
	坂 勇一郎	東京合同法律事務所	弁護士	
	中島 真志	麗澤大学経済学部	教授	
	永沢 裕美子	Foster Forum 良質な金融商品を育てる会	世話人	
	福田 慎一	東京大学大学院経済学研究科	教授	
	三宅 恒治	みずほ総合研究所株式会社	金融調査部長	
	森下 哲朗	上智大学法科大学院	教授	
	オブザーバー	奥山 泰全	一般社団法人日本仮想通貨交換業協会	会長
		中野 俊彰	一般社団法人信託協会	業務委員長
望月 昭人		一般社団法人全国銀行協会	企画委員長	
山内 公明		日本証券業協会	常務執行役自主規制本部長	
山崎 哲夫		一般社団法人金融先物取引業協会	事務局長	
高橋 俊章		警察庁刑事局犯罪収益移転防止対策室	室長	
内藤 茂雄		消費者庁消費者政策課	課長	
竹林 俊憲		法務省大臣官房	参事官	
中澤 亨		財務省大臣官房	信用機構課長	
福本 拓也		経済産業省経済産業政策局産業資金課	課長	
副島 豊		日本銀行決済機構局 FinTech センター	一長	



## はじめに

仮想通貨（暗号資産<sup>1</sup>）に関しては、マネーロンダリング・テロ資金供与対策に関する国際的要請<sup>2</sup>がなされたことや、国内における仮想通貨交換業者の破綻を受け、仮想通貨の支払・決済手段としての性格に着目し、仮想通貨交換業者について、犯罪収益移転防止法<sup>3</sup>における本人確認義務の導入等のマネーロンダリング・テロ資金供与対策や、資金決済法<sup>4</sup>における説明義務等の一定の利用者保護規定の整備が図られ、2017年4月から施行された。

その後、2018年1月に、不正アクセスにより、仮想通貨交換業者が管理する顧客の仮想通貨（以下「受託仮想通貨」）が外部に流出する<sup>5</sup>という事案が発生したほか、行政当局の立入検査を通じて、多くの仮想通貨交換業者の内部管理態勢等の不備が把握された。また、仮想通貨の価格が乱高下し、仮想通貨が投機の対象になっている、との指摘もなされているほか、証拠金を用いた仮想通貨の取引や仮想通貨による資金調達等の新たな取引が登場する動きが見られた。

本研究会は、こうした状況を受け、仮想通貨交換業等を巡る諸問題について制度的な対応を検討するため、2018年3月に設置された。その後、海外の事業者

---

<sup>1</sup> 資金決済法に規定されている「仮想通貨」の呼称については、本報告書で述べているとおり、「暗号資産」に変更することが考えられるが、本報告書においては、現行の資金決済法を基に議論がなされたことや、本研究会の名称にも「仮想通貨交換業」の語が用いられていること等を踏まえ、混乱を回避する観点から、あえて「仮想通貨」の呼称を用いている。

<sup>2</sup> 2015年7月のG7エルマウ・サミットにおいて、「仮想通貨及びその他の新たな支払手段の適切な規制を含め、全ての金融の流れの透明性拡大を確保するために更なる行動をとる。」ことを内容とする首脳宣言が発出された。また、同月、FATF（Financial Action Task Force：金融活動作業部会）において、「各国は、仮想通貨と法定通貨を交換する仮想通貨交換業者に対し、登録・免許制を課すとともに、顧客の本人確認義務等のマネーロンダリング・テロ資金供与規制を課すべきである。」こと等を内容とするガイダンスが公表された。

<sup>3</sup> 犯罪による収益の移転防止に関する法律。

<sup>4</sup> 資金決済に関する法律。

<sup>5</sup> 正確には、不正アクセスにより、仮想通貨交換業者が管理する（受託仮想通貨の移転に必要な）秘密鍵を知られ、仮想通貨交換業者が管理するアドレスから受託仮想通貨を移転された。

を含む関係者からのヒアリングも行いながら、●回にわたり検討を行った<sup>6</sup>。本報告書は、本研究会におけるこれまでの検討結果を取りまとめたものである。

なお、本研究会における検討が進められている 2018 年 9 月に、仮想通貨交換業者において、受託仮想通貨の外部流出事案が再び発生した。この事案の概要も本研究会に報告され、その後の検討材料の一つとされた。

また、2018 年 10 月に、一般社団法人日本仮想通貨交換業協会に対し、認定資金決済事業者協会（資金決済法に基づく自主規制機関。以下「認定協会」）としての認定がなされ、仮想通貨を取り巻く環境の変化等に応じて、利用者保護の観点から、自主規制規則の策定・見直しや、会員である仮想通貨交換業者に対するモニタリング等が機動的に行われ得る環境が整備された。認定協会においては、今後、自主規制機能の十全な発揮に向けて、行政当局と緊密に連携していくとともに、執行体制の充実も含め、実効性の確保に尽力していくことを期待したい。さらに、仮想通貨に関する各種業務の実態を誰もが正確に把握できるようにしていくため、認定協会が必要な統計調査・情報提供の充実を図っていくことが望まれる。

---

<sup>6</sup> 具体的には、本報告書で順次述べるとおり、仮想通貨交換業者を巡る課題への対応、仮想通貨の不公正な現物取引への対応、仮想通貨カストディ業務への対応、仮想通貨デリバティブ取引への対応、ICO への対応等について検討を行った。

## 1. 仮想通貨交換業者を巡る課題への対応

前述のとおり、仮想通貨交換業者については、国際的要請を契機に、本人確認義務等のマネーロンダリング・テロ資金供与規制の対象とされた一方で、利用者保護の観点からも、イノベーションとのバランスに留意しつつ、資金決済法において一定の制度的枠組みが整備された。

しかしながら、その後、仮想通貨の種類<sup>7</sup>の増加や事業規模の急拡大が進む中、行政当局の検査・モニタリングを通じて、仮想通貨交換業者の内部管理態勢の整備が追いついていない実態が明らかとなった。また、施行から約1年半の間に、受託仮想通貨の流出事案が2件発生したことや、仮想通貨が投機の対象になっているとされている実態等も踏まえ、本研究会においては、利用者保護の確保等の観点から、制度的枠組みの改善による対応が適切と考えられる課題について検討を行った。

### (1) 顧客財産の管理・保全の強化

#### ア. 受託仮想通貨の流出リスクへの対応

仮想通貨交換業者には、セキュリティ対策の観点から、可能な限り、受託仮想通貨の移転に必要な秘密鍵をコールドウォレット（オフライン）<sup>8</sup>で管理することが求められる。

ただし、日々の流通に要する一定量の受託仮想通貨については、顧客からの移転指図に迅速に対応するため、一般にコールドウォレットよりもセキュリティリスクが高いとされるホットウォレット（オンライン）で秘密鍵を管理している場合がある。

---

<sup>7</sup> 第1回研究会（2018年4月10日開催）において、一般社団法人日本仮想通貨交換業協会より、「世界で流通している仮想通貨の種類は1,500種類以上」と言われている旨の説明があった。

<sup>8</sup> 一般に、ある仮想通貨アドレスから仮想通貨を移転させるためには、当該アドレスに対応した秘密鍵で電子署名を行う必要がある。秘密鍵はPCやUSBデバイス上のウォレット（ソフトウェア）内で管理されるが、一般に、外部のネットワークと接続されていないウォレットは「コールドウォレット」、接続されたウォレットは「ホットウォレット」と呼ばれている。



実際に、不正アクセスを受けた複数の仮想通貨交換業者において、ホットウォレットで秘密鍵を管理していた受託仮想通貨が流出し、リスクが顕在化したところである<sup>9</sup>。

こうしたセキュリティリスクへの対応としては、まずは、仮想通貨交換業者において、法令等で求められるセキュリティ対策を着実に講じることが重要である<sup>10</sup>。一方で、セキュリティ対策に加えて、流出事案が生じた場合の対応が予め明確であることや、顧客に対する弁済原資が確保されていることも、利用者保護の観点から重要と考えられる。

このため、仮想通貨交換業者に対し、受託仮想通貨を流出させた場合の弁済方針の策定・公表や、ホットウォレットで秘密鍵を管理する受託仮想通貨に相当する額以上の純資産額及び弁済原資（同種・同量以上の仮想通貨<sup>11</sup>）の保持を求めることが適当と考えられる。

## イ. 仮想通貨交換業者の倒産リスクへの対応

一般に、業務上、顧客財産を預かる業者には、顧客財産の流用の防止や破綻時における顧客財産の明確化等の観点から、自己財産と顧客財産の分別管理が求められる。我が国の金融法制で求められている分別管理の方法

---

<sup>9</sup> 2018年1月に不正アクセスを受けたコインチェック株式会社においては、流出対象となった受託仮想通貨（ネム）の全量について、ホットウォレットで秘密鍵を管理しており、約580億円相当を流出させた。また、2018年9月に不正アクセスを受けたテックビューロ株式会社においては、流出対象となった受託仮想通貨（ビットコイン等）の多くについて、ホットウォレットで秘密鍵を管理しており、約70億円相当（うち受託仮想通貨約45億円相当）を流出させた。

<sup>10</sup> 今後、仮想通貨交換業者に求められるセキュリティ対策について、関係団体等において技術面からの指針等が整備されることが望まれる。

<sup>11</sup> 弁済原資については、自己財産・顧客財産とは分別して保持することを求めることが適当と考えられる。なお、弁済原資として金銭等の安全資産の保持を求めることも考えられるが、仮想通貨交換業者が顧客に対して負っている義務は受託仮想通貨を返還することであることや、安全資産の保持額が仮想通貨の価格変動により弁済必要額に満たなくなる場合があり得ること等に留意が必要と考えられる。また、仮に受託仮想通貨が流出したとしても、仮想通貨交換業者が顧客に対して受託仮想通貨を返還する義務が当然に消滅するわけではないことを踏まえても、弁済原資としては同種の仮想通貨の保持を求めることが適当と考えられる。

は、自己財産と顧客財産を明確に区分した上で、以下の方法を採用するものに大別される<sup>12</sup>。

- ① 顧客を受益者とする信託により顧客財産を保全する方法
- ② 顧客毎の財産を直ちに判別できる状態で管理する方法

#### (ア) 受託仮想通貨の保全

仮想通貨については、私法上の位置付けが明確でない中で、少なくとも過去の破綻事例において見られたような顧客財産の流用を防止する観点から、資金決済法上、仮想通貨交換業者には、受託仮想通貨について、顧客毎の財産を直ちに判別できる状態で管理することが求められている。また、それを補う観点から、仮想通貨交換業者に対し、公認会計士又は監査法人による分別管理監査及び財務諸表監査が課されている。

しかしながら、これまでの行政当局による検査・モニタリングを通じて、仮想通貨交換業者の職員が受託仮想通貨を私的に流用していた事実も認められているところであり、まずは、各仮想通貨交換業者におけるコンプライアンスの徹底が求められる。

一方で、仮に、仮想通貨交換業者が適切に分別管理を行っていたとしても、受託仮想通貨について倒産隔離が有効に機能するかどうかは定かとなっていない。

このため、受託仮想通貨について、倒産隔離の観点から、仮想通貨交換業者に対し、顧客を受益者とする信託義務を課すことも考えられる<sup>13</sup>が、仮想通貨の種類や受託仮想通貨の量が増加してきている中で、それ

---

<sup>12</sup> 例えば、金融商品取引業者においては、顧客から（所有権の移転を伴う）消費寄託により預かった金銭については、顧客を受益者とする信託義務が課されている。一方で、顧客から（所有権の移転を伴わない）寄託により預かった有価証券については、顧客毎の財産を直ちに判別できる状態で管理することが求められている。

これにより、金融商品取引業者において分別管理が適切になされている限り、仮に当該金融商品取引業者が破綻したとしても、顧客は、金銭については信託受益権の行使により、有価証券については所有権に基づく取戻権の行使により、いずれも弁済を受けることが可能な枠組みとなっている。

<sup>13</sup> 信託法上の取扱いを含め、仮想通貨の私法上の位置付けについては、関係者において、今後、更に検討・整理がなされることが期待される。

に対応した信託銀行・信託会社におけるセキュリティリスク管理等に係る態勢整備の必要性を踏まえれば、現時点で、全種・全量の受託仮想通貨の信託を義務付けることは困難と考えられる<sup>14</sup>。

なお、今後、仮に、信託銀行等において十分な態勢整備等が図られる場合には、仮想通貨交換業者が可能な範囲で受託仮想通貨の信託を行っていくことは望ましいと考えられる。

また、全ての受託仮想通貨の信託が行われ得ない現状に鑑みれば、顧客が取引を行うに際して、仮想通貨交換業者の財務の健全性を認識できるようにする観点から、仮想通貨交換業者に対し、貸借対照表や損益計算書をはじめとする財務書類の開示を求めることが適当と考えられる。

さらに、仮想通貨交換業者の破綻時においても、受託仮想通貨の顧客への返還が円滑に行われるようにする観点からは、顧客の仮想通貨交換業者に対する受託仮想通貨の返還請求権<sup>15</sup>を優先弁済の対象とすることも考えられる<sup>16</sup>。

## (イ) 受託金銭の保全

仮想通貨交換業者が管理する顧客の金銭（以下「受託金銭」）については、資金決済法上、自己資金とは別の預貯金口座又は金銭信託で管理す

---

<sup>14</sup> 全種・全量の受託仮想通貨の信託の義務付けが困難である場合には、受託仮想通貨に相当する額の金銭を信託することも考えられるのではないかとの意見もあった。こうした対応については、ホットウォレットで秘密鍵を管理する受託仮想通貨に相当する額以上の弁済原資の保持（上記ア．で前述）や、顧客に対する受託仮想通貨の優先弁済（後述）といった対応とも一部類似した効果があると考えられる。このため、これら全ての対応を足し合わせるのではなく、実現可能性も踏まえながら、適切に組み合わせることが重要と考えられる。

<sup>15</sup> こうした顧客が仮想通貨交換業者に対して有する権利について、法令等で明らかにすることが望まれるとの意見があった。

<sup>16</sup> 受託仮想通貨の返還請求権を優先弁済の対象とすることについては、他の債権者との関係にも留意が必要との意見もあった。こうした意見も踏まえ、優先弁済権の目的財産を、仮想通貨交換業者の総財産ではなく、例えば、本来的に顧客以外の債権者のための財産とはいえない受託仮想通貨と、上記ア．で述べた流出リスクに備えて顧客のために保持を求める弁済原資（同種の仮想通貨）に限定するといった対応も考えられる。

ることが求められているが、制度の施行時と比べて、受託金銭の額が高額になってきているほか、検査・モニタリングを通じて、仮想通貨交換業者による受託金銭の流用事案も確認されている。

このため、受託金銭については、流用防止及び倒産隔離を図る観点から、仮想通貨交換業者に対し、信託義務を課すことが適当と考えられる。

## (2) 仮想通貨交換業者による業務の適正な遂行の確保

### ア. 取引価格の透明性の確保、利益相反の防止

一般に、仮想通貨は、その価値の裏付けとなる資産等がないため本源的な価値を観念し難く、その価格は主に需給関係により決定するとされているものの、価格形成のメカニズムは必ずしも明らかとなっておらず、価格が大きく変動するリスクも抱えている。

こうした中において、顧客が妥当でない価格で仮想通貨の取引を行うおそれもあるため、取引価格の透明性を高めていくことや仮想通貨交換業者による利益相反行為を防止していくことが重要であり、仮想通貨交換業者に対し、以下の対応を求めることが考えられる。

- ・ 顧客との取引に関し、以下の情報を公表すること。
  - ① 自己が提示する相対取引価格（売値と買値）及びスプレッド（売値と買値との差）、又は、自己が提供する「顧客間の取引のマッチングの場」における約定価格・気配値及び当該約定価格と自己の相対取引価格との差
  - ② 認定協会が算出する参考価格<sup>17</sup>及び当該参考価格と自己の相対取引価格との差
- ・ 仮想通貨交換業者が、顧客との相対取引、「顧客間の取引のマッチングの場」の提供、他の仮想通貨交換業者への取次ぎ等、顧客に複数の取引チャネルを提供する場合には、利益相反を防止し、かつ、顧客にとって

---

<sup>17</sup> 認定協会においては、業界全体として取引価格の透明性を高める取組みを推進する観点から、仮想通貨交換業者で取り扱われている仮想通貨の種類毎に、少なくとも会員である仮想通貨交換業者における約定価格等を基に参考価格を算出・公表することが必要と考えられる。

最良の条件で注文を執行するための方針を策定・公表し、それを適正かつ確実に実施するための体制を整備すること。

- ・ 仮想通貨交換業者が、顧客から自己が提供する「顧客間の取引のマッチングの場」での取引注文を受けた場合に、それをマッチングの場に取り次がず、自己が相手方となって取引を行う場合には、その旨及びそれが最良の条件による執行であった理由を顧客に説明すること。
- ・ 仮想通貨交換業者が、流動性供給等の観点から、自己が提供する「顧客間の取引のマッチングの場」に自らも参加することがある場合には、その旨及び理由を顧客に説明すること。

## イ. 過剰な広告・勧誘への対応

仮想通貨交換業者による積極的な広告等により、仮想通貨の値上がり益を期待した投機的取引が助長されており、また、そうした取引を行う顧客の中には、仮想通貨のリスクについての認識が不十分な者も存在する、との指摘がある。

こうした状況を踏まえれば、顧客によるリスクの誤認や投機的取引の助長を抑止する観点から、仮想通貨交換業者に対し、以下のような行為を行わないことを求めることが適当と考えられる。

- ・ 誇大広告、虚偽告知、断定的判断の提供、不招請勧誘
- ・ 顧客の知識等に照らして不相当と認められる勧誘
- ・ 投機的取引を助長する広告・勧誘<sup>18</sup>

---

<sup>18</sup> 仮想通貨交換業者は、いわゆるターゲティング広告を利用し、仮想通貨の取引を積極的に求めている顧客に対しても、他のウェブサービス等の利用時に仮想通貨に関する広告を自動的に表示すること等により誘引を図る場合がある。また、いわゆるアフィリエイト広告として、仮想通貨交換業者以外の者が顧客を取引用ウェブページ等に誘引することで報酬を得る事例も見られる。これらの行為は、仮想通貨の取引以外の金融サービスの提供に際しても同様に見られるものであるが、従来の「勧誘」とは性質を異にするとも考えられ、今後、横断的な検討が必要と考えられる。なお、認定協会の自主規制規則では、以下のような内容が規定されている。

- ・ 会員が使用するバナー等（第三者が管理するウェブページやメール上に貼付され、会員が指定するウェブページに誘導するための表示）は、広告とみなす。
- ・ 会員は、アフィリエイトが仮想通貨関連取引の勧誘を行うことを誘発させ、又は助長させるおそれのある過度なインセンティブを付与してはならない。

## ウ. 自主規制規則との連携

仮想通貨の分野では、技術革新によりサービス内容等が急速に変化する可能性がある中、仮想通貨交換業者における業務の適正かつ確実な遂行を確保していくためには、必要に応じて行政当局による監督権限の行使を可能とする法令に基づく規制と、環境変化に応じて柔軟かつ機動的な対応を行い得る認定協会の自主規制規則の連携が重要であると考えられる。

このため、認定協会への加入を促すとともに、認定協会未加入の仮想通貨交換業者に対しても自主規制規則に準じた体制整備を求める観点から、仮想通貨交換業者について、以下のような登録拒否・取消要件を設けることが適当と考えられる。

- ・ 認定協会に加入しない者であって、認定協会の自主規制に準ずる内容の社内規則を作成していない者
- ・ 当該社内規則を遵守するための体制を整備していない者

### (3) 問題がある仮想通貨の取扱い

仮想通貨の設計・仕様は様々であり、中には、移転記録が公開されず、マネーロンダリング等に利用されるおそれが高い追跡困難なものや、移転記録の維持・更新に脆弱性を有するものの存在も知られてきている。

このため、仮想通貨交換業者において、利用者保護や業務の適正かつ確実な遂行の確保の観点から問題がある仮想通貨を取り扱わないための措置を講じる必要があると考えられる。

一方で、仮想通貨の安全性は、その技術的仕様の策定・決定に関与する者の議論やマイニングの状況等により変化し得る。また、技術革新により、従来想定されなかった新たな問題が生じる可能性もあると考えられる。また、こうした変化は急速に生じる可能性がある。

こうしたことを踏まえると、問題がある仮想通貨を予め法令等で明確に特定することは困難であることが想定され、行政当局と認定協会が連携し、柔軟かつ機動的な対応を図っていくことが重要である。

具体的には、現状、行政当局に対する事後届出の対象とされている仮想通貨交換業者が取り扱う仮想通貨の変更を事前届出の対象とし、行政当局が、必要に応じて、認定協会とも連携しつつ、柔軟かつ機動的な対応を行い得る枠組みとすることが適当と考えられる<sup>19</sup>。

---

<sup>19</sup> 認定協会の自主規制規則には、以下のような内容が規定されており、仮想通貨交換業者が取り扱う仮想通貨については、同規則に基づく適切な対応が図られることが期待される。

- ・ 会員は、新たな仮想通貨の取扱いを開始する場合には、認定協会に対して事前に届け出なければならない。
- ・ 認定協会が取扱いの開始に異議を述べた場合、会員は当該仮想通貨の取扱いを開始してはならない。
- ・ 認定協会は、会員が取扱いを認めた仮想通貨の概要説明書を公表する。
- ・ 会員は、定期的に又は必要に応じて適時に、取り扱う仮想通貨のリスクを検証し直し、取扱いが妥当でないと判断した場合には、当該仮想通貨の取扱いを中止又は廃止しなければならない。

## 2. 仮想通貨の不正な現物取引への対応

### (1) 仮想通貨の不正な現物取引の現状と規制導入の必要性

仮想通貨の現物取引<sup>20</sup>を巡っては、例えば、以下のような不正な取引事案があった、との指摘がある。

- ・ 仮想通貨交換業者に係る未公表情報（新規仮想通貨の取扱開始）が外部に漏れ、情報を得た者が利益を得たとされる事案
- ・ 仕手グループが、SNS で特定の仮想通貨について、時間・特定の取引の場を指定の上、当該仮想通貨の購入をフォロワーに促し、価格を吊り上げ、売り抜けたとされる事案

仮想通貨の現物取引と同様に、個人が参加する顧客間の取引の場等が存在する有価証券の取引については、金融商品取引法において、投資者保護及び資本市場の機能の十全な発揮を通じた公正な価格形成の実現の観点から、行為主体を限定せず、以下の行為が罰則付きで禁止されている<sup>21</sup>が、仮想通貨の現物取引については、現状、こうした規制は課されていない。

- ・ 不正行為（不正の手段・計画・技巧、虚偽表示等による取引、虚偽相場の利用）
- ・ 風説の流布、偽計、暴行又は脅迫
- ・ 相場操縦（偽装売買、馴合売買、現実売買・情報流布・虚偽表示等による相場操縦）
- ・ インサイダー取引

仮想通貨の現物取引については、有価証券の取引とは経済活動上の意義や重要性が異なることや、有価証券の取引と同様の不正取引規制を課した場合に費やされる行政コストを勘案すれば、現時点で、有価証券の取引と同様の規制を課し、同等の監督・監視体制を構築する必要性までは認められない。

---

<sup>20</sup> 仮想通貨の売買・交換をいう。

<sup>21</sup> 金融商品取引法においては、不正行為の禁止及び風説の流布等の禁止については全ての有価証券の取引が対象とされている一方で、相場操縦の禁止については上場有価証券等の取引が、インサイダー取引規制については上場会社等の株式、社債等の取引が、それぞれ対象とされている。



一方で、利用者保護や不当な利得の抑制の観点から、不公正な現物取引を抑制していくための一定の対応は必要と考えられる<sup>22</sup>。

## (2) 仮想通貨の不公正な現物取引に係る規制の内容

不公正な現物取引を通じて他の利用者に損害が生じることや、不当な利得の取得がなされることを抑止していくためには、まずは、仮想通貨交換業者に対し、不公正な行為の有無についての取引審査を行うとともに、取引審査を通じてそうした行為が判明した場合には、当該行為を行った者に対する取引停止を含めた厳正な対応を求めることが適当と考えられる<sup>23</sup>。

また、実際に不公正な行為を行う者は、仮想通貨交換業者以外の者である場合も多いと想定されることから、実効性確保の観点からは、有価証券の取引に係る不公正取引規制と同様に、行為主体を限定することなく、不公正な行為を罰則付きで禁止することも有効と考えられる。

その場合には、金融商品取引法において全ての有価証券の取引に適用される不正行為の禁止、風説の流布等の禁止と同様の規制に加え、仮想通貨にも「顧客間の取引のマッチングの場」があることを踏まえ、有価証券の取引における相場操縦に相当する行為<sup>24</sup>の禁止も課すことが考えられる。

一方で、インサイダー取引規制については、以下の理由から、現時点で、法令上、禁止すべき行為を明確に定めることは困難と考えられる<sup>25</sup>。

---

<sup>22</sup> 例えば、金融商品取引法においては、行為主体を限定せず、不公正な行為を罰則付きで禁止しているとともに、課徴金や犯則調査に係る規定が整備されている。一方で、商品先物取引法においては、行為主体を限定せず、不公正な行為を罰則付きで禁止しているが、課徴金や犯則調査に係る規定は置かれていない。

<sup>23</sup> こうした対応を可能とするためにも、仮想通貨の価格の透明性の確保や取引履歴の蓄積が重要と考えられる。

<sup>24</sup> 仮想通貨については、「顧客間の取引のマッチングの場」は仮想通貨交換業者毎に存在しているため、何が相場であるかは必ずしも明確ではないことに鑑み、相場操縦に相当する行為について、例えば、「不当な価格の操作」と呼ぶことも考えられる。

<sup>25</sup> 金融商品取引法においては、上場会社等に関する未公表の重要事実を知った会社関係者が、当該重要事実の公表前に、当該上場会社等の有価証券（株式、社債等）の売買

- ・ 多くの仮想通貨には発行者が存在せず、存在する場合であっても、世界各国に点在している可能性もあり、該当者の特定に困難な面があり得ること。
- ・ 仮想通貨の価格の変動要因についての確立した見解がない中で、インサイダー取引規制を課す際に必要となる「顧客の取引判断に著しい影響を及ぼす未公表の重要事実」を予め特定することには困難な面があること。

ただし、インサイダー取引のような取引に関しては、少なくとも仮想通貨交換業者が把握可能な不公正な取引の抑止や仮想通貨交換業者自身による不公正な行為の防止を図る観点から、仮想通貨交換業者に対し、前述の取引審査の実施に加え、自己が取り扱う仮想通貨に関して有する未公開情報を適切に管理し、当該未公開情報に基づき自己又は他人の利益を図る目的で取引を行わないことを求めることが適当と考えられる。

---

等を行うことが禁止されており、「会社関係者」や「重要事実」の範囲が、法令上明確に定められている。

### 3. 仮想通貨カストディ業務への対応

#### (1) 仮想通貨カストディ業務の現状と規制導入の必要性

現行の資金決済法上、仮想通貨の売買・交換やそれらの媒介・取次ぎ・代理に関して顧客の仮想通貨を管理することは、仮想通貨交換業に該当する。一方で、仮想通貨の売買等を行わないが、顧客の仮想通貨を管理し、顧客の指図に基づき顧客が指定する先のアドレスに仮想通貨を移転させる業務（以下「仮想通貨カストディ業務<sup>26</sup>」）を行う者も存在する<sup>27</sup>が、当該業務は、仮想通貨の売買等を伴わないため、仮想通貨交換業には該当しない。

しかしながら、仮想通貨カストディ業務は、顧客の支払・決済手段を管理し、当該支払・決済手段を顧客が指定する者に移転させる行為を行うものであり、以下の点を踏まえると、決済に関連するサービスとして、一定の規制を設けた上で、業務の適正かつ確実な遂行を確保していく必要があると考えられる。

- ・ 仮想通貨カストディ業務については、サイバー攻撃による顧客の仮想通貨の流出リスク、業者の破綻リスク、マネーロンダリング・テロ資金供与のリスク等、仮想通貨交換業と共通のリスクがあると考えられること。
- ・ 仮想通貨はインターネットを介して容易にクロスボーダーで移転が可能であり、国際的に協調した対応が重要であるところ、2018年10月に、仮想通貨カストディ業務を行う業者についても、マネーロンダリング・テ

---

<sup>26</sup> 「ウォレット業務」と呼ばれる場合もある。なお、顧客の仮想通貨の管理の方法としては、例えば、以下のようなものが考えられる。

- ・ 顧客の仮想通貨アドレスに対応した（仮想通貨の移転に必要な）秘密鍵を業者が管理する方法。
- ・ 顧客の仮想通貨アドレスから、業者が秘密鍵を管理する業者の仮想通貨アドレスに、仮想通貨の移転を受けて管理する方法。

<sup>27</sup> 海外には、広く仮想通貨カストディ業務を展開する業者が存在している。現状、国内で広く仮想通貨カストディ業務を展開する国内の専門業者は把握されていないが、仮想通貨交換業者の中には、仮想通貨の売買等ができないタイプのウォレットサービスを顧客に提供する者も存在している。

口資金供与規制の対象にすることを各国に求める旨の改訂 FATF 勧告が採択されたこと<sup>28</sup>。

## (2) 仮想通貨カストディ業務に係る規制の内容

仮想通貨カストディ業務のリスクや国際協調の必要性を踏まえれば、仮想通貨カストディ業務を行う業者について、仮想通貨交換業者に求められる対応のうち、顧客の仮想通貨の管理について求められる以下のような対応と同様の対応を求めることが適当と考えられる<sup>29</sup>。

- ・ 登録制
- ・ 内部管理体制の整備
- ・ 業者の仮想通貨と顧客の仮想通貨の分別管理
- ・ 分別管理監査、財務諸表監査
- ・ 仮想通貨流出時の対応方針の公表、弁済原資の保持
- ・ 顧客の仮想通貨の返還請求権を優先弁済の対象とすること
- ・ 利用者保護や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仮想通貨を取り扱わないこと
- ・ 顧客の本人確認、疑わしい取引の行政当局への届出

---

<sup>28</sup> FATF 勧告では、“safekeeping and/or administration of virtual assets or instruments enabling control over virtual assets” も規制対象とすべきとされている。

<sup>29</sup> 仮想通貨カストディ業務には様々な形態のものが想定される場所、異なるリスクレベルに応じて適切な規制を課していくためにも、規制対象となる業務の範囲を明確にしていくことが重要との意見があった。

## 4. 仮想通貨デリバティブ取引等への対応

### (1) 仮想通貨デリバティブ取引の現状と規制導入の必要性

現在、半数近くの仮想通貨交換業者において、仮想通貨の証拠金取引<sup>30</sup>が提供されている。これは、仮想通貨を原資産とするデリバティブ取引（以下「仮想通貨デリバティブ取引」）の一形態であり、今後、更に新たなデリバティブ取引の類型が登場することも想定される。

2017年度において、仮想通貨デリバティブ取引は、仮想通貨交換業者を通じた国内の仮想通貨取引全体の約8割を占めている中、仮想通貨交換業者におけるシステム上の不備やサービス内容の不明確さ等に起因する利用者からの相談が、金融庁に対して相当数寄せられている。

また、多くの主要国が仮想通貨デリバティブ取引を金融規制の対象としている中、現状、我が国においては金融規制の対象とはされていない。一方で、現行の金融商品取引法においても、原資産の如何を問わず、デリバティブ取引を金融規制の対象とし得る枠組みは存在している。

仮想通貨デリバティブ取引については、原資産である仮想通貨の有用性についての評価が定まっておらず、また、現時点では専ら投機を助長している、との指摘もある中で、その積極的な社会的意義を見出し難い。

しかしながら、既に、国内において相当程度の仮想通貨デリバティブ取引が行われており、利用者からの相談も相当数寄せられている現状を踏まえれば、仮想通貨デリバティブ取引については、これを禁止するのではなく、適正な自己責任を求めつつ、一定の規制を設けた上で、利用者保護や適正な取引の確保を図っていく必要があると考えられる。

### (2) 仮想通貨デリバティブ取引に係る規制の内容

#### ア. デリバティブ取引であることを踏まえた対応

---

<sup>30</sup> 顧客が業者に証拠金として金銭や仮想通貨を預託し、業者指定の倍率を上限にレバレッジをかけて仮想通貨の取引を行った後に反対取引を行い、金銭や仮想通貨の差分の授受により決済を行う取引をいう。

原資産の如何を問わず、デリバティブ取引は同様の経済的機能やリスクを有するものと考えられることから、仮想通貨デリバティブ取引についても、少なくとも、他のデリバティブ取引と同様の業規制<sup>31</sup>を適用することが基本と考えられる。

ただし、仮想通貨の証拠金取引における証拠金倍率については、現状、最大で 25 倍を採用している業者も存在するところ、仮想通貨の価格変動は法定通貨よりも大きいことを踏まえ、実態を踏まえた適切な上限を設定することが適当と考えられる<sup>32</sup>。

なお、仮想通貨デリバティブ取引については、上記のとおり積極的な社会的意義を見出し難いこと等を踏まえれば、これを金融商品取引所のような多数の市場参加者による取引が可能な場で取り扱う必要性は、現時点では認められないと考えられる。

## イ. 仮想通貨の特性等を踏まえた追加的な対応

仮想通貨デリバティブ取引は、例えば、仮想通貨の特性についての顧客の認識不足、問題がある仮想通貨の取扱い等、仮想通貨の現物取引と共通の課題が内在した取引である。

---

<sup>31</sup> 例えば、いわゆる外国為替証拠金取引（FX 取引）を行う業者は、第一種金融商品取引業者として、最低資本金・純財産額規制、業務管理体制の整備義務、広告規制、虚偽告知・不招請勧誘の禁止、契約締結前書面等の顧客への交付・説明義務、顧客財産と自己財産の分別管理義務、証拠金倍率・ロスカット規制等が法令上課されている。

<sup>32</sup> 証拠金倍率の上限については、EU における規制で 2 倍とされていることや、ビットコインの先物取引が行われているシカゴ・マーカンタイル取引所（CME）とシカゴ・オプション取引所（CBOE）で約 2 倍（2017 年 12 月時点）とされていることも踏まえて検討すべきとの意見があった。また、取引の対象となる仮想通貨の種類毎にボラティリティ等を勘案して適切な証拠金倍率を検討していく必要があるという意見があった一方で、複雑な規制とならないように一律の証拠金倍率とすべきとの意見もあった。なお、認定協会の自主規制規則では、証拠金倍率について、原則として一律 4 倍（ただし、自主規制規則の施行（2018 年 10 月 24 日）から 1 年間は、利用者の損失の発生状況等を勘案し、未収金の発生防止に適う値も選択可能）とする旨が規定されている。

このため、仮想通貨の特性を踏まえて仮想通貨交換業者に求められる対応は、仮想通貨デリバティブ取引を業として行う者に対しても同様に求めることが適当と考えられる。

また、仮想通貨デリバティブ取引については、その積極的な社会的意義を見出し難い中で、過大な投機を招くおそれがある取引でもあることから、資力や知識が十分でない個人にそうした害悪が及ぶことがないように、業者に対し、以下のような対応を求めることが適当と考えられる。

- ・ 最低証拠金（取引開始基準）の設定
- ・ 資力<sup>33</sup>等に照らして取引を行うことが不適切と認められる顧客との取引を制限するための措置
- ・ 顧客に対する注意喚起の徹底

### （3）仮想通貨信用取引への対応

現在、複数の仮想通貨交換業者において、仮想通貨の信用取引<sup>34</sup>（以下「仮想通貨信用取引」）が提供されているところ、仮想通貨の売買・交換を業として行うことは資金決済法の規制対象とされているが、仮想通貨信用取引自体に対する金融規制は設けられていない。

一方で、仮想通貨信用取引は、仮想通貨の現物取引か想定元本の取引かという差異はあるものの、元手資金（保証金）にレバレッジを効かせた取引を行う点で、仮想通貨の証拠金取引と同じ経済的機能やリスクを有するものと考えられる。

このため、仮想通貨信用取引については、仮想通貨の証拠金取引と同様の規制の対象とすることが適当と考えられる。

---

<sup>33</sup> 資力については、学生等の収入がない者が取引に参加できないよう、年収等の基準を規定する必要があるのではないかとの意見があった。なお、認定協会の自主規制規則においては、会員は、特段の事情がない限り、未成年者を対象として証拠金取引を行ってはならない旨が規定されている。

<sup>34</sup> 顧客が業者に保証金として金銭や仮想通貨を預託し、業者指定の倍率を上限に業者から仮想通貨を借り入れ、それを元手として仮想通貨の売買・交換を行う取引をいう。

## 5. ICO への対応

### (1) ICO の現状と対応の方向性

#### ア. ICO による資金調達の実状

ICO (Initial Coin Offering) について、明確な定義はないが、一般に、企業等がトークンと呼ばれるものを電子的に発行して、公衆から法定通貨や仮想通貨の調達を行う行為を総称するものとされている<sup>35</sup>。

国内における ICO の事例はあまり多く見られず、また、ICO による資金調達額に関する公的なデータは国内外に存在しないが、一部の民間情報サイト<sup>36</sup>のデータによると、2017 年の全世界における ICO による資金調達額は約 55 億ドル、2018 年は 1 月から 10 月末までで約 167 億ドルとされている<sup>37</sup>。

こうした ICO については、グローバルに資金調達ができる、中小企業が低コストで資金調達ができる、流動性を生み出せるなど、既存の資金調達手段にはない可能性があるとの評価もなされている一方で、以下のような問題を指摘されることも多い。

- ・ ICO を有効に活用したとされる事例があまり見られない。
- ・ 詐欺的な事案や事業計画が杜撰な事案も多く、利用者保護が不十分である。
- ・ 株主や他の債権者等の利害関係者の権利との関係も含め、トークンを保有する者の権利内容に曖昧な点が多い。

---

<sup>35</sup> ICO については、明確な定義がないため、例えば、投資性を有するものについては STO (Security Token Offering) 等の他の呼び方が一般的となる可能性も含め、今後の展開は必ずしも見通し難い面があるが、本研究会で検討された内容は、呼び方の如何を問わず、電子的に発行されたトークンを用いて資金調達を行う行為全般に妥当するものと考えられる。

<sup>36</sup> 例えば、coindesk 等の民間情報サイトが存在する。

<sup>37</sup> 出所: coindesk.com。なお、2017 年の全世界における IPO (Initial Public Offering: 新規の株式公開) による資金調達額は約 1,880 億ドルとされている (出所: EY Global IPO Trends 2017 4Q)。



- ・ 多くの場合、トークンの購入者はトークンを転売できれば良いと思っている一方、トークンの発行者は資金調達ができれば良いと思っており、規律が働かず、モラルハザードが生じやすい。

また、ICO は、その設計の自由度が高いことから様々なものがあると言われているが、トークンの購入者の視点に立った場合には、以下のような分類が可能と考えられる。

- ・ 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とされるもの（投資型）
- ・ 発行者が将来的に物・サービス等を提供するなど、上記以外の債務を負っているとされるもの（その他権利型）
- ・ 発行者が何ら債務を負っていないとされるもの（無権利型）

## イ. ICOに係る規制の現状

諸外国では、一部の国で ICO を禁止する動きもみられるが、多くの主要国では、ICO のうち、投資性を有すると認められるものについては、既存の証券規制の適用対象となり得る旨を明確化し、注意喚起や規制に基づく行政上の措置等を実施している<sup>38</sup>。

我が国においても、2017 年 10 月に、行政当局より、利用者に対して、ICO のリスクについて注意喚起がなされるとともに、事業者に対して、ICO の仕組みによっては、金融商品取引法や資金決済法の規制対象になり得る旨が示されている。具体的には、以下のような適用関係となると考えられる。

- ・ 金融商品取引法との関係では、ICO において発行されるトークンの購入者が発行者からの事業収益の分配等を期待し、かつ、下記①又は②を満たす場合、当該トークンが表章するとされる権利（以下「トークン表

---

<sup>38</sup> こうした対応に加えて、一部の国では、投資性を有するとは認められない ICO についても、それに特化した規制を検討する動きもみられる。

示権利)は金融商品取引法上の集団投資スキーム持分<sup>39</sup>に該当すると考えられる。

- ① 法定通貨で購入されること。
  - ② 仮想通貨で購入されるが、実質的には、法定通貨で購入されるものと同視されること。
- ・ 資金決済法との関係では、ICOにおいて発行されるトークンが、下記①又は②を満たし、かつ、法定通貨建て<sup>40</sup>でない場合、当該トークンは資金決済法上の仮想通貨に該当すると考えられる。
    - ① 不特定の者に対して代価の弁済に使用でき、かつ、不特定の者を相手に法定通貨と相互に交換できること。
    - ② 不特定の者を相手に仮想通貨と相互に交換できること。

#### ウ. ICO への対応の方向性

ICOについては、様々な問題が指摘されることが多い一方で、将来の可能性も含めた一定の評価もあることを踏まえれば、現時点で禁止すべきものと判断するのではなく、適正な自己責任を求めつつ、規制内容を明確化した上で、利用者保護や適正な取引の確保を図っていくことを基本的な方向性とすべきと考えられる。

また、ICOについては、技術上、トークンの流通を図ることが容易であるなどの特徴が認められるところであるが、同様の経済的機能やリスクを有する場合には同様の規制を適用することを基本としつつ、ICOの機能やリスクに応じた規制の対象とすることが重要と考えられる。

---

<sup>39</sup> 金融商品取引法において、出資又は拠出をした金銭を充てて行う事業から生ずる収益の配当又は当該事業に係る財産の分配を受けることができる権利と規定されている。

<sup>40</sup> 資金決済法上、「通貨建資産」(法定通貨をもって表示され、又は法定通貨をもって債務の履行、払戻し等が行われる資産)は、仮想通貨の定義から除外されている。例えば、資金決済法上の前払式支払手段は、一定の場合に金銭による払戻しが求められるものであることから「通貨建資産」に該当する。なお、発行者が固定された法定通貨建ての価値で換金を保証するようなもの(ステーブルコインと呼ばれる場合がある)については、「通貨建資産」として、資金決済法上の仮想通貨には該当しないとの整理で良いか、資金移動業(為替取引)に係る規制等との関係も含め、引き続き検討していく必要があるのではないかとの意見があった。

その際、ICO の性格に応じて、投資商品の販売と認められるものについては投資に関する金融規制を、支払・決済手段の販売と認められるものについては決済に関する規制を、それぞれ参考としながら、必要な対応を行うことが適当と考えられる。

## (2) ICOに係る規制の内容

### ア. 投資に関する金融規制を要する ICOに係る規制の内容

ICOのうち、投資性を有するもの<sup>41</sup>には、以下のような特徴があると考えられる。

- ・ トークン表示権利は、トークンとともに電子的に移転するものと考えられており、事実上の流通性が高い。
- ・ 設計の自由度が高く、トークンの発行時・発行後ともに、発行者と投資家との間の情報の非対称性が大きい。
- ・ 対面によらずに、インターネットを通じて投資家を募るため、トークンの発行者や販売者による投資家へのアプローチが容易である一方、投資家が詐欺的な事案等を判別しづらい。

こうした特徴は、いずれも投資家にリスクを生じさせるものであることから、以下のような仕組みが必要となると考えられる。

- ・ 発行者と投資家との間の情報の非対称性を解消するための、継続的な情報提供（開示）の仕組み。
- ・ 詐欺的な事案等を抑止するための、第三者が発行者の事業・財務状況についてのスクリーニングを行い得る仕組み。
- ・ 不公正な行為の抑止を含め、トークンの流通の場における公正な取引を実現するための仕組み。
- ・ 発行者と投資家との間の情報の非対称性の大きさ等に応じて、トークンの流通の範囲等に差を設ける仕組み。

---

<sup>41</sup> トークンの購入者が事業収益の分配等を期待する、いわゆるエクイティ型のスキームだけでなく、一定の利息の支払いと元本の償還を期待する、いわゆるデッド型のスキームについても、投資に関する金融規制の対象とすべきではないかとの意見もあった。

なお、上記（１）で述べたとおり、現行の金融商品取引法においては、トークン表示権利が仮想通貨で購入された場合には、必ずしも規制対象とはならない。

しかしながら、購入の対価が私的な決済手段である仮想通貨であったとしても、法定通貨で購入される場合とその経済的効果に実質的な違いがあるわけではないことを踏まえれば、仮想通貨で購入される場合全般を規制対象とすることが適当と考えられる<sup>42</sup>。また、このことは、トークン表示権利の購入に限らず、集団投資スキーム持分の購入についても、同様に妥当するものと考えられる<sup>43</sup>。

#### （ア）情報提供（開示）の仕組み

例えば、金融商品取引法においては、開示規制の対象となる有価証券が規定されており、その中でも広く流通する蓋然性が高いと考えられる有価証券（第一項有価証券）とその蓋然性が低い有価証券（第二項有価証券）とに分けられている。トークン表示権利は、事実上多数の者に流通する可能性があるため、前者（第一項有価証券）と同様に整理することが適当と考えられる。

また、金融商品取引法においては、有価証券の募集（公募）に該当する場合には、有価証券届出書（発行開示）や有価証券報告書（継続開示）のような公衆縦覧型<sup>44</sup>の開示規制が課されている。一方で、有価証券の公募に該当しない場合（私募の場合）には、転売制限がかかることを前提

---

<sup>42</sup> 仮想通貨に限らず、金銭類似の対価性を有するものによる購入全般が規制対象となり得るようにしておくべきではないかとの意見もあった。

<sup>43</sup> 集団投資スキーム持分の購入にとどまらず、同様の機能・リスクを有する取引には、同様の規制を適用するという観点から、金銭に代わって仮想通貨が用いられる場合に、金銭が用いられる場合と同様の取扱いとしていくべき取引がないか、取引の実態にも留意しながら、検討していく必要があると考えられる。

<sup>44</sup> ICOについては、会計のルール等も必要との意見があった。

として、公衆縦覧型の開示規制の対象外となる。トークン表示権利についても、これと同様に整理することが適当と考えられる<sup>45</sup>。

投資性を有する ICO に係るトークン表示権利は、これまでのところ、投資対象を一定の限定された範囲の事業・資産とし、当該事業等から生じた収益を分配することを内容とするものが一般的であるが、投資対象の範囲が発行者の既存事業に及び、その収益を分配するものも想定される。トークン表示権利の開示内容については、既存の開示規制と同様に、その性質に応じた形で整理していくことが適当と考えられる。

### (イ) 第三者による事業・財務状況のスクリーニングの仕組み

投資家が適切な投資判断を行うためには、キャッシュフローの裏付けとなる事業の実現可能性等が客観的に確認されることが重要である。既存の資金調達では、例えば、IPO に伴う元引受けでは主幹事証券会社（第一種金融商品取引業者）が、株式投資型クラウドファンディングでは仲介を行う業者（第一種少額電子募集取扱業者等）が、それぞれ法令上の審査義務を負い、自主規制規則において具体的な審査項目が定められている<sup>46</sup>。

ICO についても、こうした対応の必要性が変わるものではなく、詐欺的な事案の抑止や内容が曖昧なトークン表示権利の発行・流通の防止の観点からも、第三者が発行者の事業・財務状況を審査する枠組みを構築することが適当と考えられる。

また、例えば、金融商品取引法においては、有価証券を取り扱う業者は、取り扱う有価証券の流通性の高低に応じ、第一種金融商品取引業者と第二種金融商品取引業者に分けられ、業規制が課されている。

---

<sup>45</sup> トークン表示権利の販売を適格機関投資家私募（いわゆるプロ私募）等の形態で行う場合には、プロトコルによる禁止等を含め、転売制限の実効性を担保することが重要と考えられる。

<sup>46</sup> 株式投資型クラウドファンディングの場合、インターネットを通じて非対面で行われる資金調達であるという特性を踏まえ、発行者や事業の実在性、事業計画の妥当性等についても審査が行われている。

ICO におけるトークン表示権利を取り扱う業者は、事実上多数の者に流通する可能性がある権利を取り扱うことから、前者（第一種金融商品取引業者）と同様に整理した上で、当該業者に対し、発行者の事業・財務状況の審査を適切に実施していくことを求めることが適当と考えられる。

なお、ICO においては、発行者が自らトークン表示権利の取得勧誘を行ういわゆる自己募集が多いとされる。詐欺的な事案の抑止等の必要性を踏まえると、第三者による審査を経ることが最も望ましいが、集団投資スキーム持分等については、第二種金融商品取引業者としての登録を受けを前提に自己募集が認められていることも踏まえ、トークン表示権利の自己募集についても、禁止するのではなく、適切に規制の対象としていくことが考えられる。

具体的には、集団投資スキーム持分等の自己募集と同様に、発行者に業登録を求め、広告・勧誘規制やトークン表示権利の内容等についての説明義務等の行為規制を課すことを通じて、一定の投資家保護を図っていくことが適当と考えられる<sup>47</sup>。

#### （ウ）公正な取引を実現するための仕組み

例えば、株式の流通の場や形態としては、自主規制を含む規制の柔構造化により、金融商品取引所、PTS（Proprietary Trading System：私設取引システム）<sup>48</sup>、特定取引所金融商品市場（いわゆるプロ向け市場）、認可金融商品取引業協会である日本証券業協会（以下「日証協」）の自主規制規則に基づく株主コミュニティ銘柄の店頭取引、証券会社（第一種金融商品取引業者）におけるその他の店頭取引等が存在している<sup>49</sup>。

---

<sup>47</sup> トークン表示権利の自己募集を業規制の対象とすることにより、行政当局が必要に応じて監督上の対応を行うことも可能となる。

<sup>48</sup> 現在、株式PTSでは、非上場株式の取扱いは認められていない。

<sup>49</sup> このほか、制度上は、日証協が開設可能な店頭売買有価証券市場（旧ジャスダック。現在は存在しない）及び日証協の自主規制規則に基づく店頭取扱有価証券（フェニックス銘柄。現在は指定なし）の店頭取引が存在する。

トークン表示権利については、その特徴を踏まえたとしても、これら以外に、独自の流通の場や形態を予め用意すべき特段の理由はなく、また、例えば、上場<sup>50</sup>を制度的に禁止するなど、これらの流通の場や形態の一部を利用できないようにすべき特段の理由もないと考えられる<sup>51</sup>。

また、トークン表示権利の取引について、公正な取引の実現の観点から不公正な行為を抑止する必要性は、有価証券の取引と変わるものではないと考えられる。したがって、有価証券の取引に適用される不公正取引規制については、基本的にはトークン表示権利の取引にも同様に適用することが適当と考えられる<sup>52</sup>。

ただし、インサイダー取引規制については、有価証券の取引の場合には、重要事実が予め類型化され、その公表に関しては金融商品取引所の自主規制規則に基づく会社情報の適時開示制度の存在を前提として規制が設けられている<sup>53</sup>。一方で、トークン表示権利については、その設計の自由度が高い中で、何が投資家の投資判断に著しい影響を及ぼす重要事実該当するかは現時点で明らかであるとは言い難い。

このため、トークン表示権利の取引へのインサイダー取引規制の適用については、事例の蓄積や適時開示の充実等が図られた後に改めて検討することが適当と考えられる。

---

<sup>50</sup> 一般に、ICOにおいて発行されたトークンが仮想通貨交換業者で取り扱われることをもって「上場」と呼ばれることがあるが、金融商品取引法上の金融商品取引所への上場とは全く意味合いが異なることに留意が必要である。

<sup>51</sup> 金融商品取引所に上場されるトークン表示権利の発行は、当座は見出し難いと考えられるが、トークン表示権利については、今後も新たな形態での流通が生まれる可能性も考えられることから、取引の実態を注視していく必要があると考えられる。

<sup>52</sup> 金融商品取引所に上場されていないトークン表示権利であっても、事実上の流動性が高く、取引を通じて価格形成が行われるものである以上、相場操縦に相当する行為（不当な価格操作）を禁止することも考えられるのではないかとの意見もあった。

<sup>53</sup> 脚注25で述べたとおり、金融商品取引法におけるインサイダー取引規制は、上場会社等に関する未公表の重要事実を知った会社関係者が、当該重要事実の公表前に、当該上場会社等の有価証券（株式、社債等）の売買等を行うことを禁止しており、「会社関係者」や「重要事実」の範囲が、法令上明確に定められている。

## (エ) トークンの流通の範囲に差を設ける仕組み

例えば、未公開株詐欺が社会問題となってきた非上場株式会社については、日証協が、自主規制規則により適格機関投資家以外への勧誘を制限しており<sup>54</sup>、一般投資家に広く流通することは想定されていない。

ICOについても、詐欺的な事案が多いなどの指摘があることを踏まえ、例えば、金融商品取引所に上場されている場合のように、第三者による適切な審査を経ているなどの利用者保護の観点からの特段の措置が講じられていない限り、トークン表示権利の勧誘<sup>55</sup>を非上場株式の場合と同様に制限し、一般投資家への流通を一定程度抑止することが考えられる<sup>56</sup>。また、トークン表示権利の事実上の流通性の高さを踏まえれば、自己募集の場合にも同様に勧誘を制限することが適当と考えられる。

## イ. 決済に関する金融規制を要する ICO に係る規制の内容

上記 1. (3) で述べたとおり、仮想通貨交換業者においては、利用者保護や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仮想通貨を取り扱わないための措置を講じる必要があると考えられるところ、仮想通貨に該当するトークンであってもその必要性が変わるものではない。

---

<sup>54</sup> 日証協は、制限の趣旨について、非上場株式は「ディスクロージャー及び会計監査が求められておらず、投資判断に必要な情報が適切に提供されているとは言い難いことから、本協会では、証券会社が投資者に対して非上場株式の投資勧誘を行ってはならないこととしている」としている。なお、例えば、以下の勧誘は制限されていない。

- ・ 日証協の自主規制規則に基づく、店頭取扱有価証券（フェニックス銘柄）の勧誘
- ・ 日証協の自主規制規則に基づく、株主コミュニティ銘柄のコミュニティ参加者への勧誘
- ・ 株式投資型クラウドファンディングの実施時における勧誘

<sup>55</sup> 脚注 18 で述べた仮想通貨の取引の場合と同様に、ICO においては、発行者や販売者がいわゆるターゲティング広告やアフィリエイト広告を通じて投資家を誘引する事例も見られる。

<sup>56</sup> 発行者と購入者の仲介を行う者に第一種金融商品取引業者並みの規制が、自己募集を行う者に第二種金融商品取引業者並みの規制が、それぞれ適用されることを前提とした上で、例えば、自主規制規則で開示規制の対象外となる少人数私募を認めないなどの対応が図られれば、必ずしも一般投資家への勧誘を制限する必要はないと考えられるのではないかとの意見もあった。



このため、仮想通貨に該当するトークンを含め、発行者が存在する仮想通貨については、利用者保護の観点から、仮想通貨交換業者<sup>57</sup>に対し、発行者に関する情報、発行者が仮想通貨の保有者に対して負う債務の有無・内容、発行価格の算定根拠等を顧客に提供することを求めることが適当と考えられる<sup>58</sup>。さらに、ICO の場合には、これらに加え、発行者が作成した事業計画書、事業の実現可能性、事業の進捗等の情報についても、その客観性・適切性<sup>59</sup>に留意しつつ、顧客に提供することを求めることが適当と考えられる<sup>60</sup>。

なお、ICO については、詐欺的な事案や事業計画が杜撰な事案が多い、との指摘があることから、仮想通貨交換業者においては、仮想通貨に該当するトークンの取扱いに際しては、特に厳正な審査を行った上で、問題がないと判断したもの以外は取り扱わない対応の徹底が求められる<sup>61</sup>。また、行政当局においても、ICO については、トークンの購入者が自己責任で十分に注意する必要があることについて繰り返し注意喚起を行っていくことが重要で

---

<sup>57</sup> 発行者が存在する仮想通貨については、発行者が業として当該仮想通貨を販売する場合には、仮想通貨交換業に該当すると考えられる。一方で、仮想通貨交換業者が発行者の依頼に基づき販売を行い、発行者がその販売を全く行わない場合には、発行者の行為は基本的に仮想通貨交換業に該当しないと考えられる。

<sup>58</sup> 現行の資金決済法上、仮想通貨交換業者には、顧客に以下のような情報を提供することが求められている。

- ・ 利用者の取引判断に影響を及ぼすこととなる重要な事由を直接の原因として損失が生ずるおそれがあるときは、その旨及びその理由
- ・ その他取引の内容に関し参考となると認められる事項

<sup>59</sup> 事業の実現可能性や事業の進捗等の情報を提供することにより、顧客に根拠のない期待を抱かせないように注意する必要があるとの意見があった。

<sup>60</sup> 顧客への情報提供の内容の充実を含め、投資性を有する ICO に係る規制との差を生じさせないようにしていく必要があるとの意見があった。一方で、例えば、発行者に対して物品やサービスを要求できる権利は、物品やサービスを前払いで購入するものであり、有価証券に投資した者に対する保護とは異なる問題であるとの意見や、最低限の消費者保護は必要となると考えられるが、抜本的に新たな枠組みを構築するのではなく、既存の規制を厳格に適用した上で、問題事例があれば個別に対処して、消費者向けに注意を喚起するというアプローチもあるとの意見もあった。

<sup>61</sup> 認定協会は、ICO に関する自主規制規則として、仮想通貨に該当するトークンについて、その内容の如何を問わず、対象事業の適格性・実現可能性の審査義務、販売開始・終了時・終了後の継続的な情報提供の義務等を規定することを検討している。

ある<sup>62</sup>。加えて、金融規制に基づく対応のみでは限界があることも想定されることから、消費者関連機関を含む関係者には、問題事案の性質に応じて、利用者保護の観点から、適切な対応を講じていくことを期待したい。

---

<sup>62</sup> ICO に関しては、国内で事業を行う発行者が、仮想通貨に該当するトークンを発行するとともに、国内の居住者向けにその内容や購入方法を宣伝しつつ、国内で無登録の海外の業者を通じて当該トークンを販売している事例もあるとされており、監督上、無登録営業についての適切な対応も重要と考えられる。なお、無登録業者との取引を原則無効とする規定や裁判所による禁止・停止命令を可能とする規定を整備することも考えられるのではないかと意見もあった。

## 6. 業規制の導入に伴う経過措置のあり方

仮想通貨交換業への規制導入時には、施行前から業務を行っていた者に対して、施行と同時に業務の継続を認めないこととした場合には、利用者に混乱や不利益を生じさせるおそれがあること等を踏まえ、一定期間、いわゆるみなし業者として業務を継続し得る経過措置<sup>63</sup>が設けられた。

しかしながら、こうした経過措置については、その適用を受けている期間中に、みなし業者が積極的な広告を行って事業を急拡大させた、との指摘や、多くの顧客が、取引の相手がみなし業者であることやその意味を認識していなかった、との指摘がある。

今後、本報告書に沿って、仮想通貨デリバティブ取引等について業規制を導入する際に、仮想通貨交換業への規制導入時に設けられたようなみなし業者に係る経過措置を設ける場合には、当該みなし業者に対し、以下のような対応を求めることが適当と考えられる。

- ・ 業務内容や取り扱う仮想通貨等の追加を行わないこと。
- ・ 新規顧客の獲得を行わないこと（少なくとも、新規顧客の獲得を目的とした広告・勧誘を行わないこと）。
- ・ ウェブサイト等に、登録を受けていない旨<sup>64</sup>や、登録拒否処分等があった場合には業務を廃止することとなる旨を表示すること。また、登録の見込みに関する事項を表示しないこと。

---

<sup>63</sup> 具体的には、以下のような内容の経過措置が設けられた。

- ・ 法施行の際、現に新たに規制対象となる業務を行っていた者は、施行後6か月間は登録なしに当該業務を行うことができる（ただし、規制対象業者とみなされ行為規制の適用を受ける）。
- ・ 6か月以内に登録の申請をした場合には、6か月经過後も、当該申請について登録又はその拒否処分や業務廃止命令を受けるまでは、上記と同様、規制対象業者とみなされ行為規制が適用される一方で、当該業務を行うことができる。

<sup>64</sup> 登録を受けていない旨の表示については、共通マークの策定等も含め、誰もが明確かつ確実に分かる方法によることが重要との意見があった。

なお、こうした対応に加え、みなし業者として事業を行う期間の長期化を回避する観点から、行政当局において、適切な制度上又は監督上の対応について、引き続き検討していくことが期待される<sup>65</sup>。

---

<sup>65</sup> 具体的な対応策として、予見可能性を高めるためにも、みなし業者として業務を行うことができる期間について、一定の期限を設けることも考えられるのではないかとの意見があった。

## 7. 「仮想通貨」から「暗号資産」への呼称変更

仮想通貨交換業への規制導入時において、以下の理由により、資金決済法上「仮想通貨」の呼称が用いられた経緯がある。

- ・ FATF や諸外国の法令等で用いられていた“virtual currency”の邦訳であること。
- ・ 日本国内において「仮想通貨」という呼称が広く一般的に使用されていたこと。

一方で、最近では、国際的な議論の場において、“crypto-asset”（「暗号資産」）との表現が用いられつつある<sup>66</sup>。また、現行の資金決済法において、仮想通貨交換業者に対して、法定通貨との誤認防止のための顧客への説明義務を課しているが、なお「仮想通貨」の呼称は誤解を生みやすい、との指摘もある。

こうした国際的な動向等を踏まえれば、法令上、「仮想通貨」の呼称を「暗号資産」に変更することが考えられる。

---

<sup>66</sup> 例えば、G20 ブエノスアイレス・サミット（2018年11月30日-12月1日）の首脳宣言においても、以下のように、“crypto-asset”との表現が用いられている。

*“We will regulate crypto-assets for anti-money laundering and countering the financing of terrorism in line with FATF standards and we will consider other responses as needed.”*

## おわりに

以上が、本研究会における検討の結果である。イノベーションの進展の中で仮想通貨を取り巻く環境は急速な変化を続けていることから、今後、関係者において、本報告書に示された考え方を踏まえ、実現可能なものから速やかに適切な対応が図られることを期待する。

制度的な対応の検討に当たっては、将来の環境変化にも対応していくことができるよう、できる限り柔軟な制度設計を図っていく視点が重要である。本研究会においても、こうした視点から、現時点における仮想通貨に関する取引の実態をベースに、可能な限り、将来を見据えた検討を行ってきたところである。

しかしながら、日々目覚ましい変化を遂げるこの分野において、今後の環境変化を先回りして、あらゆる事態に対応した制度を構築することには困難な面がある。また、仮想通貨を巡っては、現時点で把握できていない新たな問題が生じることや、技術の進歩等を通じて、これまで想定できなかったより効果的な対応が可能となることも想定されることから、今後の取引の実態を見ることなく、予め制度的な対応を決定することが必ずしも適当ではない場合もあると考えられる。

このため、引き続き、取引の実態を適切に把握していくとともに、イノベーションに配意しつつ、利用者保護を確保していく観点から、リスクの高低等に応じて規制の柔構造化を図ることを含め、必要に応じて更なる検討・対応を行っていくことが重要である。

また、仮想通貨に関する取引は、インターネットを通じてクロスボーダーで行うことが容易であることから、一国だけでの対応には限界があり、国際的な協力が不可欠と考えられる。

さらに、利用者においても、仮想通貨に関する取引を行う場合には、仮想通貨については、いまだ私法上の位置付けが不明確であり、利用者保護の枠組みの整備にも限界があること等を理解し、一定の自己責任を認識することが望まれる。

行政や業界の関係者には、今後とも、仮想通貨交換業等の適正化を図っていく観点から、不断の取組みを行っていくことを望みたい。