

<論 説>

暗号資産を巡る法制整備と論点考察

萩 野 昭 一

1. はじめに

暗号資産の私法上の法的性質については、学説上様々な議論が展開されているところ、必ずしも見解に収束がみられるわけではなく、確立した見解があるわけでもない¹。一方、公法上の位置付けについては2016年に資金決済に関する法律(以下「資金決済法」又は「決済法」という。)が改正されたことを契機とし、2019年には大幅な法改正が行われるなど暗号資産を巡る法制整備は大きく進展している。

暗号資産の法制整備を盛り込んだ「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」(令和元年法律第28号。以下「改正法」という。)が2019年5月31日に成立し、6月7日に公布された。これを受けて関係政府令の改正が行われ、2020年5月1日から施行されている²。

暗号資産はその性質からグローバルに流通する特質を有するところ、わが国における一連の法制整備は世界に先駆けて行われてきた。2016年の資金決済法の改正は、FATFによるガイダンス³において国際的要請がなされたことや、わが国における仮想通貨取扱業者の破綻⁴等を背景としたものであり、初めて仮想通貨(後に暗号資産に名称変更)についての法律上の定義が明確化されるとともに、仮想通貨交換業(後に暗号資産交換業に名称変更)が同法の規制の対象とされ、併せて犯罪による収益の移転防止に関する法律において仮想通貨交換業者が新たに特定事業者とされた⁵。

その後、2018年に不正アクセスにより、仮想通貨交換業者が管理する仮想通貨の移転に必要な秘密鍵が外部に知られ、業者が管理するアドレスから顧客の仮想通貨が外部に流出するという事件が複数起きた⁶。これに対し、金融庁が仮想通貨交換業者への立ち入り検査を実施した結果、多くの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、投機の対象となっているとの指摘もなされた。

こうした状況に対し、金融庁は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し、2018年12月21日に「仮想通貨交換業等に関する研究会報告書」（以下「報告書」という。）をとりまとめた。報告書で示された提言等に基づいて国会で成立した改正法は、暗号資産に関する法制整備を一段と進展させるものであり、多方面から大きく注目されている。本稿は、その改正された資金決済法及び金融商品取引法（以下「金商法」又は「法」という。）について、関係政府令を踏まえた上で、その詳解と論点考察を試みるものである。

2. 改正資金決済法令の詳解

(1) 暗号資産の定義

従来法においては、「仮想通貨」とは、第一に、不特定の者を相手方として物品の購入・役務の提供等の代価の弁済のために使用でき、かつ、不特定の者を相手方として購入・売却ができること、第二に、不特定の者を相手方として仮想通貨と相互に交換を行うことができること、いずれかの要件を満たす電子情報処理組織を用いて移転することができる電子的方法により記録される財産的価値であって通貨⁷又は通貨建資産⁸に該当しないものをいうと定められていた⁹（決済法2条5項）。この仮想通貨の定義については、仮想通貨交換業者に対する行政上の行為規制の対象を画するために仮想通貨が果たし得る機能的な側面に着目して定義を定めたものと評するものが多数みられる¹⁰。

改正法により、従来使用されていた「仮想通貨」の名称が「暗号資産」に変更された¹¹ほか、暗号資産の定義から金商法で規定する電子記録移

転権利を表示するものが除外された(決済法2条5項)。その理由として、これまで資金決済法上は「virtual currency」の邦訳として仮想通貨の用語が用いられていたが、最近の国際的な議論の場における「crypto-asset」の表現等¹²を踏まえ、法律上も変更されたものである¹³。なお、新しい概念である電子記録移転権利については金商法上、有価証券に含まれることが明確化された¹⁴一方で、暗号資産は有価証券とはされなかった。したがって、両者はともに電子情報処理組織を用いて移転することができる電子的方法により記録される財産的価値ではあるものの、有価証券の該当性の適否において明確に区分されたこととなる。

(2) 暗号資産交換業の定義

従来法においては、「暗号資産交換業」とは、第一に、暗号資産の売買¹⁵又は他の暗号資産との交換¹⁶をする行為、第二に、当該売買若しくは交換を行う行為の媒介、取次ぎ又は代理(以下「仲介」と総称する。)をする行為、第三に、これらの行為に関して利用者の金銭又は暗号資産の管理をする行為のいずれかを業として行うことをいうと定められていた(決済法2条7項)。改正法により、他人のために暗号資産の管理を業として行うこと、すなわち、暗号資産カスタディ業務が新たな業務類型として追加された¹⁷(決済法2条7項4号)。具体的には、暗号資産の売買等又はその仲介は行わないものの、利用者の暗号資産を管理し、利用者の指図に基づき指定する先のアドレスに暗号資産を移転させる業務等が想定されている。追加された業務は、サイバー攻撃による利用者の暗号資産の流出リスクやマネーロンダリング・テロ資金供与リスク等の様々なリスクを抱えており、従来の仮想通貨交換業者と共通のリスクがあると考えられたことによる¹⁸。

新たな要件である「他人のために暗号資産を管理する」とは、暗号資産の取引データが記録されているアドレスにおける暗号資産の移転に必要な秘密鍵の情報を事業者がすべて保持しており、事業者自らが当該アドレスに対して他人から暗号資産の移転を受け、当該暗号資産を当該他

人と同意した方法により管理することが典型例と解される¹⁹。その該当性については、利用者の関与がなく、単独又は委託先と共同して、利用者の暗号資産を移転でき得るだけの秘密鍵を保有する場合など、事業者が主体的に利用者の暗号資産の移転を行い得る状態にあるときは、暗号資産の管理に該当することが説明されている²⁰。多様な管理形態が想定されるところ、ポイントは、「事業者が主体的」に利用者の暗号資産の移転を行い得ることがキーワードになると思われる²¹。そのため、複数の暗号鍵が必要なマルチ・シグネチャーなどの技術を使って事業者が主体的に暗号資産を移転できないような設計にする場合（利用者が複数の事業者それぞれ別個独立して委託するような場合など）には、暗号資産交換業には該当しない可能性がある²²。また、事業者が秘密鍵を管理せず、暗号資産の移転を容易にするようなソフトウェアのみを他人に対し提供するような場合は、暗号資産交換業に該当しないと考えられる²³。

なお、他人のために暗号資産の管理をする場合であっても、事業者が他の法律の特別の規定により暗号資産の管理を行う場合は、暗号資産交換業から除外される（決済法2条7項4号かつこ書き）。例えば、信託会社が信託契約に基づき暗号資産交換業者との間で暗号資産の売買又は他の暗号資産との交換を行う場合における当該信託会社の行為がこれに該当する²⁴。

改正法により、暗号資産カストディ業務を行う業者は、暗号資産交換業者として登録の対象とされ、本人確認義務や分別管理義務等の様々な規制が適用されることとなる。

（3）暗号資産交換業の登録拒否事由

暗号資産交換業を営むためには、内閣総理大臣の登録を受ける必要があり（決済法63条の2）、その登録を受けることができるのは、株式会社と一定の要件を満たした外国暗号資産交換業者²⁵に限られる（決済法63条の5第1項1号）。内閣総理大臣が登録申請書を審査する上で、登録申請者が一定の事由に該当した場合には登録の拒否が義務づけられて

いる²⁶ところ、改正法により、暗号資産交換業の登録拒否事由に、認定資金決済事業者協会に加入しない法人であって、当該協会の規則に準ずる内容の社内規則を作成していないもの、又は当該社内規則を遵守するための体制を整備していないものが新たに追加された（決済法63条の5第1項6号）。

認定資金決済事業者協会は自主規制機関として位置付けられるところ、古くから証券取引等の専門的分野においては、一定の公的目的を達成するために私的な団体が自治規則を定め規制を行ってきたという歴史的経緯がある。自主規制の長所は、第一に、当該業務を熟知する者が規制を行うので、実際的で妥当なルールが制定・執行されること、第二に、会員等や発行者が規制のコストを負担するので、国民にとって規制のコストを節約できること、第三に、同業者間の商業倫理に基づいて法令よりも高いレベルの規制を実施することができること、第四に、変化の激しい市場環境に対し、柔軟に対応できること、第五に、法令を中心とした規制より弾力的かつ機動的な対応ができること等が指摘されている²⁷。このような長所を生かし、従来から車の両輪と評される監督当局と自主規制機関との関係に鑑みれば、協会加入を促進することが優先されるべきと考えるが、これを法的に強制できない以上²⁸、参入段階においてその実効性を確保するための措置としては妥当なものとして評価できる²⁹。2020年5月末現在、一般社団法人日本暗号資産取引業協会及び一般社団法人日本資金決済業協会に対し、認定資金決済事業者協会としての認定が行われているところ、登録拒否要件に該当する協会は、「暗号資産交換業者をその会員とする認定資金決済事業者協会」であるため、前者の協会が該当する。

なお、条文の改正は行われていないものの、後述するような広告・勧誘や分別管理義務等の規制が強化されたことに伴い、暗号資産交換業を適正かつ確実に遂行する体制の整備が行われていない法人（決済法63条の5第1項第4号）が登録拒否事由に該当するなど、実質的な意味において改正の効果が拡大していることには留意が必要である。

（4）業務内容の変更届出

従来法においては、暗号資産交換業者の登録申請書の記載事項の変更は、一律、事後届出であったところ、その取り扱う暗号資産の名称又は暗号資産交換業の内容・方法を変更しようとする場合は、事前届出に変更された（決済法 63 条の 6 第 1 項）。このような場合には、マネーロンダリング等の不正行為に利用されてそれが追跡困難となるものや、移転記録の維持・更新に脆弱性を有するなどの問題があるものを取り扱うリスクが存在する。設計の自由度が高く多様な暗号資産の仕様が想定される中、これらに柔軟かつ機動的に対応することを企図して監督当局による事前規制がとられたものである³⁰。もっとも、暗号資産についての取扱いをやめようとする場合、取り扱う暗号資産に用いられている技術又は仕様の変更を理由として当該暗号資産の保有者に対して新たな暗号資産が付与される場合並びに暗号資産交換業の内容及び方法であって軽微なものの変更については、従来通り事後届出でよいこととされている（決済法 63 条の 6 第 2 項、交換業府令 11 条）。

情報通信技術は急速に進展しており、今後、多様な暗号資産が出現し、暗号資産交換業に係る取引の形態も変容していくことが考えられる。そのような状況の中で、法律上の暗号資産や暗号資産交換業の該当性への対応が問題になることが想定される。これに対し、暗号資産交換業者には、その取り扱おうとするものが暗号資産に該当し、又は当該暗号資産の取扱いが暗号資産交換業に形式的に該当する場合であっても、暗号資産の特性及び業者の業務体制に照らして、利用者の保護又は暗号資産交換業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場合には、当該暗号資産を取り扱わないために必要な措置を構築することが義務づけられている（交換業府令 23 条 1 項 5 号）。このことは、資金決済法上、暗号資産に該当したからといってすべて問題なく取り扱えることを意味するものではないことを表している。すなわち、仮に法律上、暗号資産に該当したとしても、極めて匿名性の高いものやセキュリティに脆弱性を内包するもの、移転記録が公開されず、取引の追跡困難なも

のなどもあり得、さらに、これらを利用したマネーロンダリング等の不正行為が行われる可能性も否定できない。暗号資産に係る多様なリスクを暗号資産交換業者自身が自ら特定・評価し、取扱いの対象とすることを判断することが重要となる。その際に、暗号資産交換業者が判断すべきメルクマールは、暗号資産の該当性についての条文上の形式的な解釈を詰めることではなく、利用者保護又は公益性の観点を優先してその判断をすることであり、その実効性確保のために暗号資産を取り扱わないために必要な措置を備えた業務運営体制が要請されているものと考えられる。

事前届出とされた監督当局の対応は、このような観点からその適切性を判断するものと思われる。これに関連し、日本暗号資産取引業協会は、マネーロンダリング・テロ資金供与対策等の観点から、会員に対し、その取り扱おうとする暗号資産の特性に鑑みて、取扱いに慎重な判断を要するものや取扱いを禁止するものを規制している。監督当局と自主規制機関との適切な連携における相互作用によって事前規制が柔軟かつ機動的に機能することが期待される。

（5） 広告・勧誘等の規制

暗号資産交換業者が行う広告の表示は、利用者への取引勧誘の導入部分に当たるため、適切な表示による情報提供が極めて重要となる。このような観点から、暗号資産交換業者が、その行う暗号資産交換業に関して広告³¹をするときは、必要的表示事項の表示が義務づけられたほか、暗号資産交換契約の締結やその勧誘、広告をするに際し、虚偽の表示をすること等の禁止行為が新設された（決済法 63 条の 9 の 2、63 条の 9 の 3）。必要的表示事項としては、暗号資産交換業者の商号、登録番号等の基本的事項のほか、暗号資産が通貨ではないこと、暗号資産の価値の変動を直接の原因として損失が生ずるおそれがある旨・その理由、及び暗号資産は代価の弁済を受ける者の同意があるときに限り代価の弁済のために使用することができること³²の各事項について明瞭かつ正確に表

示することが求められる³³（交換業府令 17 条、18 条）。また、基本的事項以外の必要的表示事項の文字又は数字については、当該事項以外の事項の文字又は数字のうち最も大きなものと著しく異ならない大きさで表示することが求められる（交換業府令 17 条）。

禁止行為としては、暗号資産交換業者又はその役職員が、暗号資産交換契約の締結等や広告をするに際し、虚偽の表示をし、又は暗号資産の性質等について相手方を誤認させるような表示をする行為や支払手段として利用する目的ではなく、専ら利益を得る目的で暗号資産の売買又は他の暗号資産との交換を行うことを助長するような表示をする行為が規定された。さらに、内閣府令において、利用者に対し、裏付けとなる合理的な根拠を示さずに暗号資産の性質等に関する表示をする行為等のほか、いわゆる不招請勧誘、適合性の原則及び断定的判断の提供の禁止など利用者保護に欠け、又は暗号資産交換業の適正かつ確実な遂行に支障を及ぼすおそれがある行為が禁止された（交換業府令 20 条）。

この場合の「虚偽」とは、真実に合致しないことをいい、過去の事実に関することだけでなく、将来の予想であっても合理的な根拠を欠く場合は、虚偽に該当すると解される。「誤認させるような表示」とは、ある意味真実であったとしても一般の者を基準として他の意味に解しやすい表示を含むと解されることに留意が必要である。これを前提として、「暗号資産の性質等についてその相手方を誤認させるような表示」には、暗号資産の価格変動を理由に損失が発生するおそれがあるにもかかわらず、これを誤認させるような表示、暗号資産の仕組み上の一定期間の移転が制限されるにもかかわらず、これを誤認させるような表示、及び暗号資産の発行者の財務状況や発行者の行う事業の進捗状況等に関して、利用者を誤認させるような表示が例示されている³⁴。また、「支払手段として利用する目的ではなく、専ら利益を得る目的で暗号資産の売買又は他の暗号資産との交換を行うことを助長するような表示」として、暗号資産の価格の推移の実績及び将来予測を殊更強調することにより、明示的あるいは暗にその取引による利益確保を慫慂するような表示、及び

暗号資産の売買又は他の暗号資産との交換等によって利益を得た者を紹介するなどして支払手段としてではなく射幸心を煽ることによりその取引を推奨する行為が例示されている³⁵。さらに、「裏付けとなる合理的な根拠を示さないで暗号資産の性質等に関する表示」として、偏った分析結果を利用して、暗号資産の価値の推移を予測する表示、暗号資産交換業者が取り扱う暗号資産であることを理由に、当該暗号資産が安全かつリスクが低い旨の表示、及び暗号資産交換業の登録を受けた者であることを理由に、財務状況等が健全である旨の表示がそれぞれ例示されている³⁶。

一般に、広告・勧誘規制の必要性は、顧客と仲介業者の情報の非対称性及び技量・経験・能力の非対称性を基礎に根拠付けられ、これに顧客の合理的な意思決定の存立基盤が極めて脆弱な場合が加わる³⁷。かかる広告・勧誘過程において顧客の意思決定が合理的に行われ、それが歪曲されないことが要請されるべき肝心である。このような考え方を踏まえ、改正法は、暗号資産交換業者による積極的な広告等により、利用者のリスク認識が不十分なまま、暗号資産の投機的な取引を防止しようとするなどその趣旨とする。改正法における虚偽の表示や利用者を誤認させるような表示は不正な行為として厳に禁止されることは当然のことであり、また、情報の非対称性解消に伴う利用者の理解の促進やリスク誤認を防止する観点からは、必要的表示事項の明瞭かつ正確な表示は不可欠の規制と考える。

（6）情報提供措置

暗号資産交換業者は、利用者に信用を供与して暗号資産の交換等³⁸を行う場合には、暗号資産の性質に関する説明などの利用者に対する情報提供措置（決済法63条の10第1項）のほか、暗号資産の交換等に係る契約内容についての情報提供措置をとることが義務づけられた（同条2項）。従来法においては、利用者との間で暗号資産の交換等を行うときは、暗号資産と通貨との誤認を防止するための説明³⁹のほか、利用者が

暗号資産交換業に係る取引を行うとき、取引を継続的又は反復して行うことを内容とする契約を締結するとき、又は金銭若しくは暗号資産を受領したとき等には、利用者に対する情報提供措置その他利用者保護を図るための措置等が義務づけられているところ、改正法により、利用者に信用を供与して暗号資産の交換等を行う、いわゆる暗号資産信用取引⁴⁰を行う場合には、これらの措置に加え、信用取引に係る特有のリスクを踏まえた特則措置が追加された。具体的には、あらかじめ利用者に対し、書面等の方法により、暗号資産信用取引に係る契約の内容等の必要な情報を提供することに加え、利用者が預託すべき保証金の額や損失の額が保証金の額を上回るおそれ等についての情報を提供するなど、利用者の保護を図り、暗号資産交換業の適正かつ確実な遂行を確保するために必要な措置を講ずることが求められる（交換業府令 25 条）。

このように、暗号資産信用取引を行う場合において規制が加重されている趣旨は、暗号資産信用取引と暗号資産関連デリバティブ取引との類似性にあると考えられる。すなわち、暗号資産信用取引は、保証金を担保として暗号資産交換業者から信用の供与を受けることにより、保証金を元手としてレバレッジを効かせた取引をすることが可能となる。この点において、暗号資産信用取引は、暗号資産関連デリバティブ取引と同様の経済的機能やリスクを有するものと考えられる。そのため、暗号資産交換業者が提供する信用取引の内容や形態に鑑みれば、暗号資産関連デリバティブ取引を行う金融商品取引業者と同等の規制が必要となり、これを遵守するための業務運営体制が求められる必然性が生ずることとなる⁴¹。

なお、暗号資産交換業者が利用者に行う信用の供与には、金銭の貸付けのみならず、暗号資産の貸付けも含まれるところ、金銭の貸付けを行うときには貸金業の登録が必要となることには留意が必要である⁴²。

（7）分別管理義務

暗号資産交換業者は、利用者の金銭を自己の資金と分別して管理・信

託し、利用者の暗号資産を内閣府令で定める方法で分別管理することが義務づけられた(決済法 63 条の 11)。金銭及び暗号資産の分別管理義務については従来法においても課されていたところ、金銭については、暗号資産交換業者を委託者とし、信託会社等を受託者とし、利用者を受益者とする信託契約により管理することが求められる。従来法における金銭の分別管理方法は、預金銀行等への預金若しくは貯金による方法、又は信託業務を営む金融機関等への金銭信託であって元本補填の契約のあるものによる方法のいずれかの方法が選択的に認められていたところ、改正法により、流出防止及び倒産隔離を図る観点から厳格な要件をすべて満たす金銭信託による方法のみに一本化された⁴³(交換業府令 26 条)。

また、暗号資産の分別管理方法が利用者の保護に欠けるおそれが少ないものとして内閣府令で定める方法に厳格化された。従来法における暗号資産の分別管理方法は、利用者の暗号資産と業者自己の固有財産である暗号資産とを明確に区分し、かつ、各利用者の暗号資産が直ちに判別できる状態で管理する方法⁴⁴が義務づけられているところ、改正法は、内閣府令において、この管理方法に加え、利用者の暗号資産を移転させるために必要な情報を常時インターネットに接続していない記録媒体に記録して管理する方法その他これと同等の技術的安全管理措置を講じて管理する方法が求められる。また、暗号資産交換業者が第三者に管理させる場合であっても、当該業者が自己で管理する場合と同等の利用者の保護が確保されていると合理的に認められる方法が求められる(交換業府令 27 条)。秘密鍵とこれに対応するアドレスによって特定の者が特定の数量の暗号資産を排他的に管理することができることに鑑み、暗号資産の移転に必要な秘密鍵をより信頼性の高いコールドウォレット⁴⁵等による管理方法が義務づけられたものである⁴⁶。なお、暗号資産の分別管理については倒産隔離の有効性が明確ではないため、内閣府令において信託同等の実質的な効果が期待できる管理義務が規定されることが期待されていたところ⁴⁷、暗号資産の種類や受託暗号資産の量が増加している中で、現時点における義務づけは実務上の要請から困難と判断され

た^{48・49}。

また、利用者の利便の確保及び暗号資産交換業の円滑な遂行を図るために必要なものとして内閣府令で定める要件に該当する場合には、利用者の暗号資産についてコールドウォレット等による管理義務の適用が除外されている（決済法 63 条の 11 第 2 項かつこ書）。すなわち、コールドウォレット等以外の方法であるホットウォレット等の方法で秘密鍵を管理する場合も一定の範囲で認められる。もっとも、この場合には、当該管理方法による利用者の暗号資産と同じ種類・数量の暗号資産（以下「履行保証暗号資産」という。）を自己の暗号資産として保有の上、内閣府令で定める方法により分別管理をすることが必要となる（決済法 63 条の 11 の 2 第 1 項）。具体的には、利用者の暗号資産、履行保証暗号資産及び履行保証暗号資産以外の業者自己の暗号資産をそれぞれ明確に区分し、かつ、いずれが履行保証暗号資産であるかが直ちに判別できる状態で管理する方法が求められる。さらにこれに加え、履行保証暗号資産を移転させるために必要な情報を常時インターネットに接続していない記録媒体に記録して管理する方法その他これと同等の技術的安全管理措置を講じて管理する方法も求められる。また、暗号資産交換業者が第三者に管理させる場合であっても、第三者において履行保証暗号資産とそれ以外の暗号資産とを明確に区分させ、かつ、いずれが履行保証暗号資産であるかが直ちに判別できる状態で管理させる方法であって、さらに履行保証暗号資産の保全に関して業者自己で管理する場合と同等の利用者の保護が確保されていると合理的に認められる方法が求められる（交換業府令 29 条 1 項・2 項）。なお、一度でもインターネットに接続したことのある電子媒体は「常時インターネットに接続していない」要件に該当しないことには留意が必要である⁵⁰。

日々の流通に必要な一定量の暗号資産については、利用者からの移転指図に迅速かつ円滑に対応するためにホットウォレット等による管理方法にも一定の合理性が認められるところ、不正アクセスを受けた暗号資産の流出事件はいずれもホットウォレットの管理によっていたことが指

摘されており、利用者に対する弁済原資の保持の観点から、利用者の暗号資産と同種同量の財産の分別管理による保有が義務づけられたものである。その結果として、暗号資産交換業者が管理する暗号資産は、利用者の暗号資産、履行保証暗号資産及び履行保証暗号資産以外の業者自己の暗号資産に区分され、それぞれ厳格な分別管理が義務づけられることとなった。さらにこの場合においても、履行保証暗号資産については、コールドウォレット等による管理方法が義務づけられた。

なお、利用者から預託を受けた暗号資産をホットウォレット等により管理する場合には、暗号資産の金額には制限が課されており、利用者の利便の確保及び暗号資産交換業の円滑な遂行を図るために必要な最小限度の暗号資産とされている。具体的には、当該暗号資産の数量を本邦通貨に換算した金額が、その管理する利用者の暗号資産の数量を本邦通貨に換算した金額の100分の5を乗じて得た金額を超えない場合に限定される（交換業府令27条2項かっこ書）。

一定の有用性が認められるホットウォレット等による管理方法については、流出リスクを限定する観点から、必要最小限の金額に抑えた上で、弁済原資の保持の観点から、バッファー的性格の履行保証暗号資産の保有を求め、さらにその識別性が認識できる形でのコールドウォレット等による厳格な分別管理を義務づけることによって利用者保護を図ろうとする規制の趣旨は十分に評価できる。それ故、当該規制が遵守されることが、今後の関係者全体への信頼性の確保に直接つながり得るものと思われる⁵¹。

なお、利用者から預託を受けた金銭の信託並びに暗号資産、履行保証暗号資産及び履行保証暗号資産以外の業者自己の暗号資産の分別管理については、その管理の状況について、金融庁長官の指定する規則⁵²の定めるところにより、毎年1回以上、公認会計士又は監査法人の監査が義務づけられる（決済法63条の11第3項、63条の11の2第2項、交換業府令28条、30条）。

(8) 優先弁済権

暗号資産交換業者に暗号資産の管理を行わせている利用者は、当該暗号資産交換業者が管理する利用者の暗号資産及び履行保証暗号資産（以下「対象暗号資産」という。）について、他の債権者に先立ち弁済を受ける権利を有することが明記された（決済法 63 条の 19 の 2 第 1 項）。また、対象暗号資産が第三取得者に移転した場合には、暗号資産の決済手段としての利害防止の観点から、民法 333 条を準用して優先弁済権が行できないこととされた（決済法 63 条の 19 の 2 第 2 項）。

もとより、暗号資産交換業者が利用者から預託を受けた暗号資産を分別管理していたとしても、利用者が分別管理されている暗号資産に対して取戻権を行使するためには、その取戻権の基礎となり得る権利を有していなければ認められることは難しいと解されていた⁵³。一般論としては、取戻権の根拠は、物権的請求権又は債権的請求権を問わず可能と解されている⁵⁴ところ、暗号資産に対するこれらの私法上の権利については確立した見解があるわけではない⁵⁵。その結果として、暗号資産交換業者の経営破綻時において利用者は当該業者に管理させている暗号資産について自らの財産であると主張できる保証はないこととなる。そうした意味からは、改正法により、倒産リスクの観点⁵⁶から利用者にとって、暗号資産の移転を目的とする債権について、暗号資産交換業者が分別管理する対象暗号資産から優先的に弁済を受けることができる権利が認められたものとして積極的に評価することができる⁵⁷。ただし、利用者が有する優先弁済権の行使に関する事項は政令で定めることとされている（決済法 63 条の 19 の 2 第 3 項）ところ、政令において特段の規定はなされていない⁵⁸。

暗号資産交換業者が管理する利用者の暗号資産が外部に流出したり、業者の経営破綻等により秘密鍵が不明になって管財人が利用者の秘密鍵を確保できなくなったりする場合には、利用者の暗号資産を取り戻すことは困難になることが想定されるが、この場合であっても、コールドウォレット等の方法により厳格に分別管理された履行保証暗号資産に対する

優先弁済権を行使することは理論上可能である。もっとも、優先弁済の対象となる暗号資産は、「暗号資産交換業者が分別して管理するその利用者の暗号資産及び履行保証暗号資産」であることから、暗号資産交換業者が適法な分別管理をしていない場合には優先弁済権が及ばないおそれがあることには留意が必要である（決済法 63 条の 19 の 2 第 1 項かっこ書）。これに対し、適法に信託された金銭については利用者の信託受益権の行使により信託財産から弁済を受けることが可能である。

3. 改正金商法令の詳解

(1) 暗号資産関連デリバティブ取引

改正法により、「金融商品」の定義に新たに「暗号資産」が追加され、これに伴い暗号資産に係るデリバティブ取引が金商法上の規制対象とされた（法 2 条 24 項・20 項）。従来法においてはデリバティブ取引の原資産である金融商品の中に暗号資産が含まれていなかったため、暗号資産に係るデリバティブ取引は金商法の規制の対象外であった。しかし、かかる取引は、いわゆる外国為替証拠金取引（FX 取引）と同様の経済的機能やリスクを有すると評価されること⁵⁹から、暗号資産が金融商品とされ、また、暗号資産の価格や利率等が金融指標とされたことにより、これらの金融商品を原資産又は金融指標を参照指標とするデリバティブ取引は、既存のデリバティブ取引と同様の規制を受けることとなった。さらに、暗号資産について金融商品取引所が設定した標準物も金融商品とされた⁶⁰。そのため、暗号資産又は暗号資産関連金融指標に係るデリバティブ取引（本稿において「暗号資産関連デリバティブ取引」という。）は、市場デリバティブ取引、店頭デリバティブ取引又は外国市場デリバティブ取引のいずれかの取引類型としてそれぞれ規制の対象となった。

また、電子記録移転権利が有価証券に含まれることが明確化されたことから、電子記録移転権利に係るデリバティブ取引や電子記録移転権利の価格又は利率等に基づいて算出された金融指標に係るデリバティブ取引も有価証券関連デリバティブ取引として金商法の規制を受けることと

なる。暗号資産の証拠金取引⁶¹が国内の暗号資産取引の約8割を占めていること⁶²からすると、今後は金商法上の規制の下で、健全な取引が拡大していくことが期待される⁶³。すなわち、他の金商法上のデリバティブ取引と同様に、契約締結前交付書面の交付義務(法37条の3)、虚偽告知の禁止(法38条1号)、断定的判断の提供禁止(法38条2号)及び不招請勧誘の禁止(法38条4号)等の様々な行為規制が適用されることになる。

注目されていた暗号資産関連デリバティブ取引の証拠金倍率(レバレッジ)は、内閣府令において2倍を上限とした規定が置かれた(金商業等府令117条41項・42項)⁶⁴。証拠金倍率は、個人顧客を相手方とするレバレッジ取引に対する規制であり、顧客保護(ロスカット・ルールが十分に機能せず、顧客が不測の損害を被るおそれ)、業者のリスク管理(顧客の損失が証拠金を上回ることにより、業者の財務の健全性に影響が出るおそれ)及び過当投機の防止をその趣旨とする⁶⁵。

なお、金商法上、金融商品の定義は、デリバティブ取引の概念を作り出すための原資産としての機能を有するものであり、暗号資産が金融商品とされたところで有価証券に該当しないことには留意が必要である⁶⁶。

(2) 電子記録移転権利の有価証券としての整理

金商法2条2項各号に掲げる権利、いわゆる集団投資スキーム持分その他の権利(以下「集団投資スキーム持分等」という。)のうち、電子情報処理組織を用いて移転することができる電子的方法により記録される財産的価値に表示されるもの⁶⁷が、「電子記録移転権利⁶⁸」と定義され、第一項有価証券として整理された(法2条3項)。これは少し複雑な規制体系となっている。すなわち、電子記録移転権利は、第二項有価証券として区分されている金商法2条2項各号に掲げる権利でありながら、そのうち電子記録移転権利のみが第一項有価証券として整理し直されている。その理由としては、電子記録移転権利として想定されている

ICO⁶⁹ (Initial Coin Offering) により企業等が発行する投資性のあるトークン表示権利⁷⁰ は、その購入者が発行者からの事業収益の分配等を期待して購入する場合には、集団投資スキーム持分等に該当する一方で、当該トークン表示権利は多数の者に広く流通する蓋然性が高いため、開示規制濃淡の分水嶺となる募集・売出概念については投資者保護の観点を重視して第一項有価証券として整理したものと考えられる⁷¹。このような考え方を踏まえ、集団投資スキーム持分等は、原則として開示規制の適用対象外であるところ、電子記録移転権利についてはその例外として開示規制が適用される (法3条)。

そのため、電子記録移転権利の発行が募集又は売出しに該当する場合には、発行者は原則として有価証券届出書の提出及び目論見書の作成交付義務を負うほか、その後の有価証券報告書等の継続開示義務を負うこととなる。ICOによるトークン表示権利の発行に関しては、実務上、その内容や仕組みについて記載されたホワイトペーパーと称する説明資料⁷² が作成されてきたところ、電子記録移転権利の募集又は売出しについては、金商法上の有価証券届出書等による開示が義務づけられることとなり、虚偽の表示や詐欺的な行為に対する抑制効果が期待できる⁷³。ただし、電子記録移転権利の私募⁷⁴ については有価証券届出書等の提出義務はなく、また、募集又は売出しであっても、その発行価額又は売出価額の総額が1億円未満のときには、提出義務が免除される (法4条1項5号)。

もっとも、集団投資スキーム持分等のうち、電子情報処理組織を用いて移転することができる電子的方法により記録される財産的価値に表示されるものであっても、広く流通する蓋然性が事実上ない場合にまで第一項有価証券として扱う必要はないことから、内閣府令により、そのような場合を電子記録移転権利から除外することが可能な枠組みとなっている⁷⁵。すなわち、流通性その他の事情を勘案して内閣府令で定めるものは電子記録移転権利から除外されて第二項有価証券となる⁷⁶ (法2条3項)。この流通性その他の事情を勘案して電子記録移転権利から除か

れる場合とは、第一に、適格機関投資家等以外の者に取得させ、又は移転することができないようにする技術的措置がとられていること⁷⁷、第二に、移転については、その都度、当該権利を有する者からの申出及び当該権利の発行者の承諾がなければすることができないような技術的措置がとられていることの両方の要件を充足する場合である（定義府令9条の2）。このような電子記録移転権利から除外された第二項有価証券は、原則として開示規制の適用対象外となる⁷⁸。

（3）みなし金銭

金商法2条2項5号に規定するいわゆる集団投資スキーム持分について出資・拠出をした金銭、有価証券の売買に係る金銭その他政令で定める規定の金銭又は当該規定の取引に係る金銭については、暗号資産を金銭とみなして金商法の規定が適用されることとなった（法2条の2）。すなわち、ICOにおける電子記録移転権利の購入の対価として暗号資産が認められたことになった。これは暗号資産による決済手段であっても法定通貨による場合と経済的効果に実質的な違いがないという評価を前提とした上で、金銭に代わって暗号資産が用いられる場合には、金銭が用いられる場合と同様の取扱いを認めたものである⁷⁹。この規定はある意味注目に値する。すなわち、集団投資スキーム持分における出資・拠出の金銭に類するものとしての政令規定（政令1条の3）ではなく、決済手段としての評価が低かった暗号資産について、金商法上、有価証券取引における決済手段の一つとして正式に認めたものということができ、その適用範囲を含め、今後の派生的な展開が注目される⁸⁰。暗号資産が金銭とみなされるものとして、集団投資スキーム持分に出資・拠出される金銭や有価証券の売買に係る金銭に加え、政令において多様なものが規定されている（政令1条の23）。具体的には、市場デリバティブ取引や店頭デリバティブ取引に係る金銭のみならず、行為規制である投資助言業又は投資運用業に関して預託を受ける金銭や貸し付けをする金銭、さらに、何人をも対象とする暗号資産に係る不正行為規制や取引所

金融商品市場によらない差金決済など、広範な規制に暗号資産が金銭としてみなされており、その意義は大きい。

今後は、金融商品取引業者が有価証券の売買の対価として暗号資産を受領したり、暗号資産による配当権等を有する有価証券を取り扱ったりすることもあり得る。暗号資産自体の多様性に鑑み、極めて匿名性の高いものやセキュリティに脆弱性を内包するもの、移転記録が公開されず、取引の追跡困難なものなどもあり得、これらを利用した不正行為が行われる可能性も否定できない。この観点からは、必要に応じて暗号資産の取扱いに慎重を期すなど、マネーロンダリング・テロ資金供与リスクの低減態勢が実効性をもって構築されることが重要となる。

(4) 電子記録移転権利の金融商品取引業としての整理

電子記録移転権利の売買、仲介又は募集の取扱い等を業として行うことが第一種金融商品取引業とされた(法28条)。金融商品取引業者は、その取り扱う有価証券の流通性の高低等に応じ、第一種金融商品取引業と第二種金融商品取引業とに区分され、それぞれに業規制が及ぶ。本来、金商法2条2項各号に掲げる権利の売買、仲介又は募集の取扱い等を業として行うことは第二種金融商品取引業として位置付けられているところ、高い流通性が想定される電子記録移転権利は第一項有価証券とされ、これを業として取り扱うことは第一種金融商品取引業として整理された。ただし、流通性その他の事情を勘案して内閣府令で定めるものは第二項有価証券とされ、これを業として行うことは第二種金融商品取引業に該当し得ることには留意が必要である(法28条2項2号)。

また、電子記録移転権利に係るデリバティブ取引若しくは暗号資産関連デリバティブ取引⁸¹の売買又はこれらの取引の仲介業務や電子記録移転権利の元引受業務も第一種金融商品取引業とされた(法28条1項1～3号)。なお、流通性その他の事情を勘案して電子記録移転権利から除かれる権利に係るデリバティブ取引の売買又はその仲介業務を行う場合も、通常は店頭デリバティブ取引であると考えられるため、第一種

金融商品取引業に該当する。

また、電子記録移転権利を対象とした、いわゆる PTS 業務も認められることとなる（法 28 条 1 項 4 号）。PTS（Proprietary Trading System）とは、有価証券の売買又はその仲介等であって、電子情報処理組織を使用して、同時に多数の者を当事者として一定の売買価格の決定方法等により行うものをいう（法 2 条 8 項 10 号）。PTS 業務は、いわゆる簡易型の金融商品取引所として位置付けられており、第一種金融商品取引業としての登録に加えて認可を必要とする（法 30 条）。電子情報処理組織の使用を要するため電子記録移転権利の売買等と適合性が高いと考えられ、今後の発展可能性が工夫できる分野である。

集団投資スキーム持分等について発行者が自ら自己募集をする行為は、第二種金融商品取引業に該当するところ、電子記録移転権利についての自己募集についても同様に第二種金融商品取引業として整理された⁸²（法 28 条 2 項 1 号、2 条 8 項 7 号、政令 1 条の 9 の 2）。ただし、電子記録移転権利の発行者が、その取得勧誘を金融商品取引業者に委託して自らはまったく行わない場合には、電子記録移転権利の自己募集には当たらないものと解される⁸³。なお、電子記録移転権利を有する者から出資又は拠出を受けた金銭その他の財産の運用を行う業務は投資運用業に該当し得る⁸⁴（法 28 条 4 項 3 号）。

電子記録移転権利が有価証券として位置付けられ、暗号資産が金融商品として規定されたことから、電子記録移転権利の価値等又は暗号資産の価値等に関し、口頭、文書その他の方法により助言を行うことを約し、相手方がそれに対し報酬を支払うことを約する契約を締結し、助言を行う業務は、投資助言・代理業に該当することとなる（法 28 条 3 項 1 号）。

また、電子記録移転権利の売買、仲介又は募集の取扱い等の行為に関して顧客から金銭又は電子記録移転権利の預託を受ける業務が金融商品取引業として新たに追加された（法 2 条 8 項 16 号）。当該業務は有価証券等管理業務に該当することから、金融商品取引業者は顧客に対して善管注意義務を負う（法 43 条）ほか、顧客の金銭又は電子記録移転権利に

ついて分別管理義務⁸⁵を負い、その管理の状況について外部監査義務が課されることとなる（法 43 条の 2）。なお、暗号資産が金銭とみなされることに伴い、金融商品取引業者等が金融商品取引に関し顧客から預託を受けた暗号資産を管理する場合には、暗号資産交換業の登録が必要であることには留意を要する。

さらに、いわゆる投資型クラウドファンディングを行う第一種少額電子募集取扱業務⁸⁶として、電子記録移転権利⁸⁷の募集の取扱い又は私募の取扱いが新たに追加された（法 29 条の 4 の 2 第 10 項）。適用対象となる電子記録移転権利は、金融商品取引所に上場されていないものに限られ、有価証券届出書等による開示が行われているもの等は除かれる（政令 15 条の 10 の 2）。また、小口の資金調達を促進する観点から、発行価額の総額が 1 億円未満かつ一人当たりの投資額が 50 万円以下のものに限定されている（政令 15 条の 10 の 3）。従来法においては、電子募集取扱業務のうち、集団投資スキーム持分の募集の取扱い又は私募の取扱いは第二種少額電子募集取扱業務とされていたところ、そのうち電子記録移転権利の取扱いについては既述の業規制に平仄を併せ、第一種少額電子募集取扱業務と整理したものと思われる。ここでも取り扱う有価証券が電子記録移転権利以外の集団投資スキーム持分である場合には、第二種少額電子募集取扱業務に該当し得ることには留意が必要である（法 29 条の 4 の 3 第 4 項）。電子記録移転権利の ICO は、クラウドファンディングの側面も有しているところ、特にシード段階のベンチャー企業には有効な資金調達手段になり得る。

このほか、適格機関投資家等特例業務や金融商品仲介業においても、暗号資産関連業務に関する特則が適用される（法 63 条 11 項、66 条の 15）。

(5) 登録申請

金融商品取引業を行うときは、内閣総理大臣の登録を受ける必要があり、登録を受けようとする者は、登録申請書に必要な事項を記載して提

出しなければならない（法 29 条、29 条の 2）。暗号資産に関する業務が金融商品取引業として新たに追加されたことに伴い、記載事項も追加された（法 29 条の 2 第 1 項 8 号・9 号）。具体的には、第一に、金商法 2 条 2 項の規定により有価証券とみなされる権利のうち、電子情報処理組織を用いて移転することができる電子的方法により記録される財産的価値に表示される権利（以下「電子記録移転有価証券表示権利等⁸⁸」という。）についての売買、仲介若しくは引受け等の行為を業として行う場合、電子記録移転有価証券表示権利等若しくは金融指標（電子記録移転有価証券表示権利等の価格及び利率等並びにこれらに基づいて算出した数値に限る。）に係るデリバティブ取引についての売買若しくはその仲介等の行為を業として行う場合、又は電子記録移転有価証券表示権利等若しくは当該デリバティブ取引についての投資運用業を行う場合がその対象となる。第二に、暗号資産関連デリバティブ取引についての売買若しくはその仲介等の行為を業として行う場合、又は当該デリバティブ取引についての投資運用業を行う場合がその対象となる。すなわち、前者は新たな有価証券概念である電子記録移転有価証券表示権利等とその関連デリバティブ取引に関する業務、後者は暗号資産関連デリバティブ取引に関する業務について新たに登録の対象としたものである。

電子記録移転有価証券表示権利等として想定される電子記録移転権利や有価証券表示権利の記録・移転の仕組みとして、ブロックチェーン技術等が用いられ得るところ、このようなものについては、社債、株式等の振替に関する法律のような規律が及ぶ有価証券とは異なり、用いられる仕組みについて法律等の規律が及んでいないため、その取扱いやこれを原資産とするデリバティブ取引の取扱いに当たっては、その記録・移転の方法や、それに由来するリスクに関する十分な知識・経験を必要とする⁸⁹。また、デリバティブ取引の原資産である暗号資産にはその価格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がたく、また、その価格メカニズムは明らかでないため、ファンダメンタルズに依拠しない需給の変動により、価格が大きく変動するリスクを含有する。これ

らの理由から、登録に際しては当該業務を適確に遂行する人的構成や必要な体制が整備されているか否かが確認されるべき重要なポイントとなる。

なお、登録拒否事由として、従来法においては金融商品取引業協会に加入しない者であって、当該協会の定款その他の規則に準ずる内容の社内規則を作成していないもの又は当該社内規則を遵守するための体制を整備していないものが定められていたところ、個人はその対象から除外されていた。改正法によって個人も新たに登録拒否事由の適用対象とされたことには留意が必要である（法 29 条の 4 第 1 項 4 号柱書）。もっとも、第一種金融商品取引業又は投資運用業は株式会社でない者の登録は認められないため、影響は第二種金融商品取引業を行う個人にとどまることとなる。

また、金融商品取引業者が暗号資産に関する業務内容について変更しようとするときは変更登録を受けることが義務づけられた（法 31 条 4 項）。従来法は、金融商品取引業者が登録申請書に記載すべき事項について変更があったときは、事後届出を原則とし、業務の種別、電子募集取扱業務又は高速取引行為などの重要な業務に変更がある場合に限り変更登録が義務づけられている。この重要な業務として暗号資産に関する業務⁹⁰が新たに加えられた。変更登録には、登録拒否要件の該当性について改めて審査を行うという通常の登録審査の枠組みを適用させる効果がある。したがって、登録審査に際しては既述のような観点から、当該業務を適確に遂行する人的構成や必要な体制が整備されているか否かが確認されることとなる。

なお、登録申請書の添付書類である業務方法書の記載事項のうち、暗号資産に関する業務に係るものであって内閣府令で定める特定業務内容等の変更については、事前届出が義務づけられた（法 31 条 3 項）。事前届出が必要な特定業務内容等とは、暗号資産関連デリバティブ取引の売買又はその仲介等を業として行う場合における新たに行おうとするデリバティブ取引の原資産となる暗号資産又は参照指標となる暗号資産関連

金融指標の変更をいう（金商業等府令 20 条の 2）。通常の業務方法書の変更は事後届出であるところ、事前届出とした趣旨は、暗号資産がマネーロンダリング等の不正行為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などの問題を含有している場合に、そのような暗号資産がデリバティブ取引の原資産となれば、当該暗号資産の流通を助長させることにもつながりかねないためであると考えられ、慎重な行政対応として評価できる。

なお、金融商品取引業者（第一種金融商品取引業者及び投資運用業者の場合）が暗号資産交換業を行う場合には、付随業務又は届出業務には該当しない⁹¹（法 35 条 1 項 13 号・2 項）ことから、承認業務として内閣総理大臣の承認を受けることが求められる（法 35 条 4 項）。これ以外の金融商品取引業者（第二種金融商品取引業者及び投資助言・代理業者）は兼業業務として行うことができる（法 35 条 1 項）。いずれにしても、資金決済法上の登録が別途必要となることには留意が必要である（法 35 条 7 項、法 35 条の 2 第 2 項）。

（6）広告・勧誘等の規制

金融商品取引業者等が、その行う金融商品取引業の内容について広告及び広告類似行為⁹²をするときは、必要的表示事項の表示が義務づけられている（法 37 条）。金融商品取引業者等の商号、登録番号等の基本的事項のほか、金融商品取引業の内容に関する事項であって顧客の判断に影響を及ぼすこととなる重要事項が規定されている。当該重要事項としては、顧客が支払うべき手数料・報酬や損失のリスク等の事項が規定されており、従来法によるこれらの重要事項に加えて、改正法により、暗号資産が通貨ではないこと、及び暗号資産は代価の弁済を受ける者の同意がある場合に限り代価の弁済のために使用することができることが新たに加えられた（政令 16 条 1 項、金商業等府令 76 条）。いずれの事項も資金決済法上の暗号資産交換業者に対する広告規制と平仄を合わせており、妥当なものとして評価できる。また、誇大広告をしてはならない事項と

して、電子記録移転有価証券表示権利等又は暗号資産に関する金融商品取引行為についてその性質や仕組み等の必要事項が新たに加えられた（法 37 条 2 項、金商業等府令 76 条 12 号、13 号）。

金融商品取引業者等又はその役職員は、投資者保護、取引の公正確保及び金融商品取引業の信用確保の観点から、金融商品取引契約の締結等に関し、様々な行為が禁止されている（法 38 条）。従来法による禁止行為に加えて、改正法により、暗号資産関連契約⁹³の締結等や広告等をするに際し、顧客に対し、裏付けとなる合理的な根拠を示さずに暗号資産の性質等に関する表示をする行為、顧客の判断に影響を及ぼす重要事項を明瞭かつ正確に表示しないで暗号資産関連契約の締結の勧誘をする行為又は暗号資産等に係る相場操縦行為を受託等する行為等が新たに禁止された（金商業等府令 117 条）。

（7）説明義務等

金融商品取引業者等が暗号資産関連業務を行う場合の特則が新たに設けられた（第 3 章第 2 節第 6 款）。すなわち、内閣府令で定めるところにより、暗号資産の性質に関する説明をすることが義務づけられ、その契約の締結又は勧誘をするに際し、顧客を誤認させるような表示をすることが禁止された（法 43 条の 6）。暗号資産関連業務は、暗号資産の特性に対する顧客の認識不足や暗号資産の現物と共通の問題が内在したものと捉えられており、顧客に対するリスクの誤認防止や金融商品取引業者の適切な業務遂行を確保する観点から、暗号資産交換業者と同様の説明義務が課されたものである⁹⁴。「暗号資産関連業務」とは、暗号資産関連デリバティブ取引についての売買若しくはその仲介等を業として行うこと、又は当該デリバティブ取引についての投資助言・代理業若しくは当該デリバティブ取引についての投資一任契約に基づく運用を業とすること等⁹⁵をいう（金商業等府令 146 条の 3）。

具体的には、金融商品取引業者等が暗号資産関連業務を行うときは、あらかじめ顧客に対し、書面交付等の方法により、暗号資産の性質に関

する説明をするほか、暗号資産が通貨ではないことや暗号資産の価値の変動を直接の原因として損失が生ずるおそれのあること等を併せて説明することが求められる（金商業等府令 146 条の 4）。

また、金融商品取引業者等又はその役職員が、暗号資産関連契約の締結又はその勧誘をするに際し、暗号資産の性質、金融商品取引業者等の資力・信用・実績に関する事項、暗号資産の仕組みや価格推移の見込み等の事項等について、顧客を誤認させるような表示をすることが禁止された（金商業等府令 146 条の 5）。

（8）引受審査

金融商品取引業者等の引受けに関する金商法上の規制は多くはない。従来から自主規制機関である日本証券業協会の自主規制によって、引受審査に関する規程が整備され、実務上、これに基づき金融商品取引業者等による引受審査が行われてきている。この自主規制の根拠法ともいうべき規定が金商法に存在する。すなわち、金融商品取引業者等は、有価証券の元引受けを行う場合において、発行者の財務状況、経営成績その他引受けの適否の判断に資する事項の適切な審査を行っていると同認められる業務運営の状況が義務づけられている（法 40 条 1 号、金商業等府令 123 条 1 項 4 号）。

電子記録移転権利は、様々な権利を表章することが可能であり、その仕組上、高い流通性を有する可能性がある。他方で、流通性が高まる場合、発行者と多数の投資者との間に情報の非対称性が生じやすくなることから、発行者において開示規制に基づく義務が適切に履行されることが重要となる。開示内容の正確性を担保し、詐欺的な事案等を防止するためには、第三者による発行者の事業・財務状況等の審査の仕組みが適切に整備される必要がある。また、電子記録移転権利は、その保有・移転等に関して通常の有価証券とは異なるリスクを有し得ることから、多様なリスクを適確に把握した上で、その審査が継続的に実施されるべきである。これらの観点から、金融商品取引業者等が行う電子記録移転権

利の引受けにおいては、法令や自主規制規則を踏まえ、発行者に対する審査を的確に行うための態勢が整備されることが求められる。

(9) 分別管理義務

金融商品取引業者等は、有価証券等管理業務又は投資運用業を行う場合には預託を受けた金銭及び有価証券について分別管理義務を負っている(法43条の2~43条の3、42条の2)。従来法においては、預託を受けた金銭は、業者自己の固有財産と分別して管理し、金融商品取引業者等を委託者とし、信託会社等を受託者とし、顧客を受益者とする顧客分別金信託とすること等が義務づけられている。また、預託を受けた有価証券は、顧客の有価証券と業者自己の固有財産である有価証券とを明確に区分し、かつ、各顧客の有価証券が直ちに判別できる状態で管理する方法が義務づけられている。改正法により、新たに電子記録移転有価証券表示権利等の管理方法についての特則が設けられた。第一に、顧客の電子記録移転有価証券表示権利等を業者自己の固有有価証券等と明確に区分し、かつ、各顧客の電子記録移転有価証券表示権利等が直ちに判別できる状態⁹⁶で管理する方法、第二に、顧客の電子記録移転有価証券表示権利等を表示する財産的価値を移転するために必要な情報を常時インターネットに接続していない記録媒体に記録して管理する方法⁹⁷の両方法が義務づけられた⁹⁸(金商業等府令136条1項5・6号、144条1項5・6号、132条2項5・6号)。ただし、金融商品取引業の顧客の利便の確保及び金融商品取引業の円滑な遂行を図るために、その行う金融商品取引業の状況に照らし、第二の管理方法以外の方法で管理することが必要な最小限度の電子記録移転有価証券表示権利等にあつては、第一の管理方法のみによることが認められる⁹⁹(金商業等府令136条1項5号柱書、144条1項5号柱書、132条2項5号柱書)。すなわち、電子記録移転有価証券表示権利等においても暗号資産における分別管理と同様の観点から、コールドウォレット等による管理を原則とするとともに、一定の有用性が認められるホットウォレット等による管理方法についても、必要

最小限に抑えた上で認めることとしたものである。ただし、必要最小限に関する数値基準、履行保証暗号資産の保有義務相当の規定及び優先弁済権に関する規定は置かれていない。

なお、これらの新たに加えられた分別管理義務についても、その管理の状況について、金融庁長官の指定する規則の定めるところにより、毎年1回以上、公認会計士又は監査法人の監査が義務づけられる（法43条の2第3項、金商業等府令142条）。

（10）不正行為に対する規制

暗号資産の売買その他の取引又は暗号資産関連デリバティブ取引等¹⁰⁰について、行為主体を特定しない「何人」をも対象とする不正行為が禁止された。具体的には、第6章の3「暗号資産の取引等に関する規制」が新設され、一般的・包括的な不正行為を禁止する金商法157条類似の規定（法185条の22）、風説の流布・偽計を禁止する158条類似の規定（法185条の23）、相場操縦行為を禁止する159条類似の規定（法185条の24）がそれぞれ新設された。これらの規定に違反すると罰則の対象となり得る（法6章）。なお、従来法における有価証券取引に係る不正行為を禁止する金商法157条から159条までの規定は、暗号資産関連デリバティブ取引等についての行為も含んで適用できる可能性もあるところ、そのような重複的適用を回避するため、これらの適用を除外するための規定がそれぞれ置かれている（法185条の22第2項、185条の23第2項、185条の24第2項）。

改正法は、暗号資産交換業者による新規の暗号資産の取扱開始などの未公表情報が外部に流出し、その情報を得た者が利益を得たとされる事案や、仕手グループがSNS上で時間や特定の顧客間取引の場を指定して特定の暗号資産の購入をフォロワーに促し、価格を吊上げて売り抜けたとされる事案などの不正な行為が行われたという指摘を踏まえたものである¹⁰¹。一方において、一定の対応は必要であるとするものの、暗号資産の取引については、有価証券の取引等とは経済活動上の意義や重要

性が異なることや、有価証券の取引等に係る不正行為規制の執行に要する行政コストを勘案すれば、現時点で、これと同様の規制を課し、同様の監督・監視体制を構築する必要性までは認められないことが指摘されている¹⁰²。いずれにしても、暗号資産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覬念しがたく、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、ファンダメンタルズに依拠しない価格形成のメカニズムは必ずしも明らかになっていないこともあり、規制の適用については実務の蓄積に委ねるところも大きいと考えられる。

なお、インサイダー取引規定の適用については、発行者が存在しない暗号資産も多いこと、存在しても該当者の特定が困難なこと、インサイダー情報である顧客の投資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が困難なことから今回の規制創設は見送られた¹⁰³。また、電子記録移転権利の売買等は有価証券の売買等に該当するため、従来法における不正取引禁止規定や風説の流布・偽計禁止規定が適用されることとなる。

これらの規制に違反した者に対する制裁として、新たに罰則（10年以下の懲役若しくは1,000万円以下の罰金又はその併科）が設けられているが（197条1項6号）、課徴金の対象とはされていない。また、不正行為に関する調査・検査権限は、証券取引等監視委員会に委任されている（法194条の7第1項・第2項、政令38条1項）。

4. 経過措置

(1) 暗号資産管理業者

改正法施行の際、現に暗号資産管理業務（業として他人のために暗号資産を管理することをいう。）を行っている者は、施行日から起算して2週間以内にその商号及び住所を内閣総理大臣に届け出た場合に限り、6か月間は引き続き暗号資産管理業務を行うことができ、さらに、当該6か月以内に登録申請をした場合には、最長1年6か月の間、当該業務を行うことができる経過措置が設けられている（附則2条、3条）。もっと

も、こうした事業者が登録を受けることなく行うことができる事業の範囲は、改正法の施行の際に現に管理している暗号資産と同じ種類の暗号資産を管理することに限定されており、新規利用者の獲得や取り扱う暗号資産を新たに追加することは禁止される。当然のこととして、経過措置期間後も業務を続ける場合には、新たに登録を受ける必要がある。

（2）暗号資産交換業者

改正法施行の際に現に仮想通貨交換業の登録を受けている者は、暗号資産交換業の登録を受けたものとみなされる（附則4条）。

（3）金融商品取引業者

改正法施行の際に、現に新金融商品取引業¹⁰⁴（改正前金融商品取引業を除く）を行っている者（改正前金融商品取引業者を除く）は、施行日から起算して2週間以内にその商号、住所及びその業務に関する所定の事項を内閣総理大臣に届け出た場合に限り、6カ月間は引き続き新金融商品取引業を行うことができ、さらに、当該6カ月以内に登録申請をした場合には、最長1年6カ月の間、当該業務を行うことができる経過措置が設けられている（附則10条、11条）。もっとも、こうした事業者が登録を受けることなく行うことができる事業の範囲は、改正法の施行の際に現に取り扱っている有価証券及びデリバティブ取引と同じ種類のものについての行為に限定されており、新規顧客の獲得や取り扱うデリバティブ取引等を新たに追加することは禁止される。当然のこととして、経過措置期間後も業務を続ける場合には、新たに登録を受ける必要がある。

なお、金融商品取引業者が改正法により追加される新金融商品取引業を改正法施行の際に現に行っている場合には、改めて変更登録が必要となるところ、施行時点の顧客や行為に限定した形で、施行日から6カ月間は変更登録が猶予される経過措置が設けられている（附則12条）。

5. 論点考察

(1) 電子記録移転権利の定義規定

金商法上、有価証券の定義は2条1項及び2項に規定されている。具体的には、第一に、2条1項各号に掲げる有価証券、第二に、有価証券表示権利¹⁰⁵(法2条2項前段)、第三に、特定電子記録債権¹⁰⁶(法2条2項中段)、第四に、2条2項各号に掲げる権利¹⁰⁷(法2条2項後段・各号)である。今般、有価証券の定義については実質的な改正は行われておらず、電子記録移転権利を有価証券の定義として新たに設けてはいない。したがって、電子記録移転権利についての有価証券該当性の判断は、2条2項各号に掲げる権利に該当するか否かの解釈如何にかかっていることになる。

改めて電子記録移転権利の定義についてみると、有価証券の募集概念の規定において、2条2項各号に掲げる権利の「かっこ書きとして、「電子情報処理組織を用いて移転する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るものに限る。)に表示される場合(流通性その他の事情を勘案して内閣府令で定める場合を除く。)」の権利と規定された。すなわち、「電子記録移転権利とは、集団投資スキーム持分、信託の受益権、持分会社の社員権又はこれらの権利の性質を有する外国もののうち、電子情報処理組織を用いて移転することができる電子的方法により記録される財産的価値に表示される有価証券とみなされる権利」と換言することができる。しかし、2条1項及び2項において有価証券の定義として明確に新設されなかったことは論点となり得る。

金融庁は法改正の検討前から、ICOにおいて発行される投資型のトークン表示権利については、金商法の規制対象になり得ることを事業者に対して注意喚起¹⁰⁸してきた経緯があり、このことは投資性のあるトークン表示権利が有価証券に該当し得ることを従来から示唆していたことを意味する。限定列举されている有価証券定義の中で、集団投資スキーム持分は包括的な概念をもつ有価証券規定としての性質を有しており、その実態を実質的に判断することが可能なものである。そのため、電子記

録移転権利については、金商法上あえて有価証券として定義することまでは要せず、むしろ、開示規制、業規制及び不正行為規制において個別に規定することによって実質的な適用をすることが可能となる。加えて、電子記録移転権利は既に2条2項各号に掲げる権利の該当性によって有価証券の要件を満たしており、電子情報処理組織を用いて移転することができる電子的方法により記録されるものであるということは、その権利を移転・表象するための技術的なツールにとどまると捉えることもできる。したがって、あえて有価証券の定義として追加しなかったものと考えられる。

もっとも、これまでもトークン表示権利が有価証券に該当するには、法定通貨で決済されることが原則であり、暗号資産で決済されることが多いトークン表示権利の有価証券該当性判断は必ずしも明確ではなかった¹⁰⁹。これに加え、2条2項各号に掲げる有価証券は、開示規制においては第二項有価証券として規定されており、業規制においては第二種金融商品取引業として規定されているところ、電子記録移転権利は、同じ2条2項各号に掲げる有価証券でありながら、それぞれ、第一項有価証券及び第一種金融商品取引業として括り直しており、これを規制の柔構造化と評価することもできるが、規定が極めて複雑化していることは否めない¹¹⁰。金商法上の適用において、2条2項各号に掲げる有価証券と電子記録移転権利とが区分されて適用される条文も多くみられ、そもそも、定義上も電子記録移転権利は、2条2項各号に掲げる権利のうち、「電子情報処理組織を用いて移転することができる電子的方法により記録される財産的価値」という異なる要件が加重されているのである。電子記録移転権利の定義からは、流通性その他の事情を勘案した移転阻止のための特別な技術的措置が講じられているもののみが除外されていることに鑑みると、加重された要件は、上場されていない有価証券であっても高い流通蓋然性を有するものと捉えていることとなる。そうであるならば、電子記録移転権利は2条2項各号に掲げる有価証券とは別の有価証券という概念整理をしたほうが規制の簡素化が図られて分かりやす

いと思われる。例えば、2条2項に加える形で、第6号として「前各号に掲げる権利であつて電子情報処理組織を用いて移転することができる財産的価値（以下「電子記録移転権利」という。）」というような規定の新設、さらにはより幅広い概念である電子記録移転有価証券表示権利等を含めて、第三項有価証券のような新たな有価証券概念を創設して定義の明確化を図ることが考えられる¹¹¹。

（2）暗号資産と電子記録移転権利の関係

暗号資産と電子記録移転権利は、ともに電子情報処理組織を用いて移転することができる電子的方法により記録される財産的価値である。ただし、暗号資産の定義からは電子記録移転権利が除かれていることから両者は明確に区分される。この分水嶺は金商法2条2項各号に掲げる権利に該当するか否かによるところ、2条2項各号に掲げる権利として電子記録移転権利に該当したとしても、直ちに暗号資産の該当要件が否定されることにはならない。すなわち、電子記録移転権利に該当し、かつ、暗号資産の要件に該当する場合の適用法律が論点となる。

この点、資金決済法上、暗号資産の定義から電子記録移転権利が除かれているため、電子記録移転権利に該当することにより、暗号資産の該当性は否定されることになる。そうすると、電子記録移転権利に該当した場合には、暗号資産の実質的な該当要件である物品の購入等の代価の弁済のために不特定多数の者に対して使用することができ、かつ、不特定多数の者を相手方として購入・売却を行うことができること、又は不特定多数の者を相手方として当該財産的権利と相互に交換することができることという要件が当然に否定されることになるのであろうか。暗号資産の実質的な該当要件からみれば、汎用性と流通性を備えた電子的な決済機能について、電子記録移転権利が有するその機能までを排除していると捉えることはできない。そもそも、資金決済法上の暗号資産の定義からあえて電子記録移転権利を除いていることは、電子記録移転権利が暗号資産の実質的な該当要件に当たることを前提としているためであ

る¹¹²。

そのため、電子記録移転権利は、暗号資産としての性質を有しているにもかかわらず、資金決済法の適用はないという問題が生ずることとなる。顕著な問題例としては、ICOにより発行された電子記録移転権利をブロックチェーン技術等の利用によって、金融商品取引業者がホットウォレット等の方法で秘密鍵を管理する場合である。この場合は、金商法には資金決済法同等の厳格な分別管理義務や優先弁済規定が規制されていないことから、投資者保護上の問題が生じ得る¹¹³。また、ICOにより発行された電子記録移転権利が時間的な経過によって投資性が薄れ、暗号資産としての機能が高まってきたとき¹¹⁴に、一度、有価証券に該当した当該権利がその後主たる性質を暗号資産の要件を満たすものに変容したとしても、当該権利は資金決済法の適用がないままとなってしまうこととなる¹¹⁵。この場合にも、利用者保護上の問題が生じ得る。金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針においては、電子記録移転権利が物品の購入や役務の提供に関する代価の弁済のために用いられる機能を併せもつような場合においては、当該電子記録移転権利の流通や管理等に関して、適宜、事務ガイドライン（第三分冊：16 暗号資産交換業者関係）を参照する等して態勢整備の状況を検証するものとされている（金商業等監督指針Ⅳ-3-5）。すなわち、監督当局はこのような課題を認識していることが窺えるにもかかわらず、法律ベースでの手当てはなされていないこととなる。

立案担当者は、電子記録移転権利は金商法の規制対象となるため、規制の重複を排除する観点から、資金決済法上の暗号資産の定義から除かれると説明する¹¹⁶が、重複を排除するが故に規制の不足が生じてしまつては本末転倒である。暗号資産の定義が機能面に着目したものであるのに対し、電子記録移転権利の定義が投資性の法的性質に着目したものであり、両者は排他的な関係に立たないにもかかわらず、定義で明確に区分されたことに起因する問題であると考えられる。

（3）暗号資産の売買規制の適用法令

既述のように、暗号資産の売買その他の取引又は暗号資産関連デリバティブ取引等についての不正行為禁止規定が金商法において新設された。これらの規制は、暗号資産そのものの売買も適用対象とされており、適用範囲において論点となり得る。これに加え、暗号資産交換業者の主たる業務である暗号資産の交換もその対象となる。すなわち、金商法185条の22第1号の規定は「暗号資産の売買」とされているところ、同号の規定の金銭については暗号資産を金銭とみなすこととされた（法2条の2、政令1条の23）ことから、他の暗号資産との交換も規制の対象となり得るためである。

暗号資産の売買や交換は、本来、資金決済法上の規制対象であり、これを業として扱う者も資金決済法上の暗号資産交換業者である。そのため、これらに関する不正行為は、資金決済法において規制すべきことが本筋であり、金商法上の不正行為規制として規定することにはその適用範囲を逸脱しているという考え方もあり得る。

立案担当者はその理由について、暗号資産は金商法上の金融商品として位置付けており、金融商品の取引の公正の確保及び資本市場の機能の十全な発揮による金融商品の公正な価格形成を図ることが同法の目的であることを説明している¹¹⁷。暗号資産は金商法上の暗号資産関連デリバティブ取引や電子記録移転権利と密接に関連していることから、現物とデリバティブ取引間や暗号資産と電子記録移転権利間において、これらを跨ぐような不正行為に対応するために一体として規制を設けたことは実態を踏まえた規制のあり方として妥当なものと評価できる。金商法は、単なる業規制ではなく市場規制の性質を有していることから、このような柔軟な制度設計は適切なものと考えられる。

（4）ICO に対する規制

ICOの形態には多様なものがあることが指摘¹¹⁸されている。ICOは企業等がトークンを電子的に発行して、公衆から法定通貨や暗号資産の

調達を行う行為の総称をいうところ、トークンの発行には、暗号資産の基盤技術であるブロックチェーンが利用され、トークンの購入には暗号資産が用いられることが多い¹¹⁹。トークンは他の一般的な暗号資産とは異なり、発行者の存在する点に特徴がある。ICOで発行されるトークンは、その購入者の視点から3つの分類が可能とされる。第一に、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「投資型」、第二に、発行者が将来的に物・サービス等を提供するなど投資型以外の債務を負っているとされる「その他権利型」、第三に、発行者が何ら債務を負っていないとされる「無権利型」である¹²⁰。金商法はこのうち、第一の投資型のみを電子記録移転権利として開示規制・業規制の対象として取り入れている。すなわち、投資型以外のICOで発行されるトークンについては、開示規制・業規制の規制対象とはされていないが、これで問題がないかは論点となり得る。

立案担当者はその理由について、いわゆる購入型・寄付型クラウドファンディングが金商法の規制となっていないことと同様であるという表現を用いている¹²¹。換言すれば、クラウドファンディングの類型のうち投資型クラウドファンディングのみが金商法の対象とされたことと同旨であることを意味する。投資型クラウドファンディングとは、インターネットを通じて拠出された資金によって一定のプロジェクト・事業を行い、その収益を資金拠出者に還元する仕組みをいうところ、投資型のトークンとは「投資」というキーワードにおいて共通することとなる。

ところで、電子記録移転権利についての有価証券該当性の判断は、2条2項各号に掲げる権利に該当するか否かの解釈如何にかかっていることは既述のとおりである。そのうち、ポイントとなるのは、包括的な概念をもつ集団投資スキーム持分への該当性となる。集団投資スキーム持分は、その定義から、「収益の配当又は財産の分配に対する権利」であることをその要件としている。したがって、その他権利型に分類されるトークンのうち、特定の物やサービスを提供するいわゆるユーティリティトークンのようなものは当該要件を充足しないため、集団投資ス

キーム持分に該当しないと解される。もっとも、ユーティリティトークンの中には、収益分配の権利は有していないものの、市場において転売益を狙えるものとして設計されるものも多いとされる¹²²。すなわち、集団投資スキーム持分が対外的な事業活動によって利益を得る仕組みであるのに対し、このようなユーティリティトークンはアプリケーションの開発・改良と利用者相互の活動によってネットワークの価値を高める仕組みであると位置づけることができる。このような視点からは、ユーティリティトークンには投資対象性という側面も有しているとみることができる。ただし、条文上の「収益の配当又は財産の分配に対する権利」という要件からみれば、集団投資スキーム持分の定義には該当しないと解するのが通常である。

この点、条文制定当初の議論を踏まえ、集団投資スキーム持分の定義が収益の配当・財産の分配に着目したのは、対外的な事業から利益を上げるビジネスモデルを想定したからに過ぎないためとし、対外的な事業により利益を上げることなく持分の価値を高めるビジネスモデルの有用性を認める以上、企業家的努力による価値の増加を「収益の配当・財産の分配に対する権利」要件に読み込むべきであり、そのように解することができるとする見解¹²³は注目される。

投資性を有するトークンであっても集団投資スキーム持分の定義に該当しないのであれば、このようなトークンを金商法上捕捉することができない。敷衍すれば、投資者保護が図れないこととなるため、その概念をより包括的なものに改正することも検討に値する。暗号資産の現物取引についての不正行為禁止規制を金商法において設けた理由として、同法の目的を挙げていることに鑑みれば、同様の観点から、集団投資スキーム持分の定義を拡大することも論理的整合性があるものと思われる¹²⁴。

6. むすびに代えて

技術革新によって誕生した暗号資産が金商法の対象となり、広く健全な市場機能の確立と投資者保護を目指す法目的に組み込まれたことは注

目すべきことである。証券市場が効率的な資源の配分を有する公共的インフラと位置付けられているように、デジタル化・ネットワーク化が進展する新しい時代の中において、ブロックチェーン技術に代表される分散型台帳技術もまた多様な財産的価値・情報を記録し、移転することを可能とする公共的なインフラになり得る要素を持っている。そして、その客体のひとつとして暗号資産や有価証券表示権利は多様な発展可能性を秘めている¹²⁵。

特に、株式や社債等の有価証券表示権利がブロックチェーン技術等と結びつくことにより、電子記録移転有価証券表示権利等として金商法の対象とされたことは特筆に値する。このことは、振替株式や振替社債のように権利の記録・移転やその手続に関する法律である社債、株式等の振替に関する法律に基づく規律が及ばない中で、極めて高い流通可能性を有する有価証券が、金融商品取引所における上場制度の枠外で出現することを意味する。このような有価証券の創設については、発行根拠法である会社法における位置づけの再確認が必要になると考えられるし、改めて上場制度の意義を再確認する必要も生じてこよう。

今般の法改正は、これまでのイノベーションの促進と利用者保護の両立という考え方から、多くの経験則の中でみられたような不正事件の発生を一つの契機とした規制強化に方向性が振れたものと評価することが可能である。しかし、発展可能性がある分野においてイノベーションの芽が摘まれることが否定されるべきことは衆目が一致するところでもある。規制と実務は常に変動し続けており、この複雑なアーキテクチャの中でその均衡点も変動している。わずかな均衡の「ずれ」が思わぬ大きな波紋を広げることも我々は経験則の中で知っている。しかし、その均衡点の位置の捉え方については不確実性の高い変動の中で多くの「ずれ」の発生が繰り返されてきている。その「ずれ」が規制の過不足といった形で表面化することとなる。不確実性の高さを加速する情報通信技術の進展はボーダーレスとなって実務の変動をさらに加速させ、その均衡点をも変動させ続けている。

暗号資産やブロックチェーン等に関する技術は日進月歩であり、その環境を巡る関係者がアーリーアダプターからアーリーマジョリティへと進展するためには、変動する均衡点を包含し、「ずれ」が発生しないような有機的機能をもつ市場規律を組み込んだ重構造的な規制体系とその柔軟な運用への工夫が求められる視点であると考える。

(2020年4月20日脱稿)

- 1 芝章浩「暗号資産の民事上の取扱い」NBL1138号(2019)49頁、加毛明「仮想通貨の私法上の法的性質—ビットコインのプログラム・コードとその法的評価—」金融法務研究会報告書(33)『仮想通貨に関する私法上・監督法上の諸問題の検討』(2019)1頁、道垣内弘人「仮想通貨の法的性質—担保物としての適格性—」近江幸治先生古希記念『社会の発展と民法学(上)』(成文堂、2019)489頁、本多正樹「仮想通貨の民事法上の位置付けに関する一考察(1)」民商法雑誌(2018)921頁、同(2)民商法雑誌(2019)1194頁、金融法委員会「仮想通貨の私法上の位置付けに関する論点整理」(2018.12.22)、森田宏樹「仮想通貨の私法上の性質について」金融法務事情2095号(2018)14頁、末廣裕亮「仮想通貨の法的性質」法学教室449号(2018)52頁、末廣裕亮「仮想通貨の私法上の扱いについて」NBL1090号(2017)67頁、片岡義弘「仮想通貨の規制法と法的課題(上)」NBL1076号(2016)53頁、同(下)NBL1077号(2016)82頁など多数。
- 2 一部の規定(改正法施行日前における暗号資産交換業者の登録の申請、改正法施行日前における金融商品取引業者の登録又は変更登録の申請、改正法施行日前における認定金融商品取引業協会の認定)は政令公布の日(2020年4月3日)から施行されている(政令附則1条)。
- 3 Guidance for a Risk-Based Approach to Virtual Currency が2015年6月26日に公表された。FATF (Financial Action Task Force) はマネーロンダリング・テロ資金供与の国際基準を策定する政府間機関である。ガイダンスは、「仮想通貨と法定通貨を交換する交換業者に対し、登録又は免許制を課すとともに、顧客の本人確認や疑わしい取引に届出等のマネーロンダリング・テロ資金供給規制を課すべきである」ことを各国に要請している。
- 4 わが国所在のマウント・ゴックス社の経営破綻は、同社が当時、世界最大規模のビットコイン交換所であったことから、公法が存在しない中、私法上の法的性質に注目が集まることとなった。
- 5 資金決済法の改正は、仮想通貨の支払・決済手段としての性格に着目した

業者規制を中核とするものであった。当該改正法は2017年4月1日から施行されている。

6 2018年1月にコインチェック社（みなし登録業者）が不正アクセスを受け、インターネットに接続された状態で管理していた仮想通貨NEM 580億円相当が流出した事件、同年9月にテックビューロ社が不正アクセスを受け、インターネットに接続された状態で管理していた3種類の仮想通貨約70億円相当が流出した事件が発生した。

7 「通貨」とは、貨幣及び日本銀行が発行する銀行券をいう（通貨の単位及び貨幣の発行等に関する法律2条3項）。本邦通貨は日本円を単位とする通貨をいい、外国通貨は本邦通貨以外の通貨をいう。

8 「通貨建資産」とは、本邦通貨若しくは外国通貨をもって表示され、又は本邦通貨若しくは外国通貨をもって債務の履行、払戻しその他これらに準ずるものが行われることとされている資産をいう（決済法2条6項）。国債、地方債、預金通貨、社債等がこれに含まれる。

9 仮想通貨の保有は、ブロックチェーン技術における取引記録の蓄積によって表わされるが、秘密鍵とこれに対応するアドレスによって特定の者が特定の数量の仮想通貨を排他的に管理することができ、また、その状態を第三者に引き継ぐことにより、譲渡も可能となる。このような実態を反映した定義とされる（金融法委員会・前掲注1・2頁）。立案担当者によれば、この定義規定は、FATFガイダンスにおける仮想通貨の定義を参考にしたものとされている（佐藤則夫監修『逐条解説2016年銀行法、資金決済法等改正』（商事法務、2017年）35頁）。

10 この観点から、資金決済法上の定義規定は、仮想通貨の私法上の法的性質を明らかにするものではなく（加毛・前掲注1・14頁）、私法上の性質を検討する上で当然に前提とされるべきものでもなく（森田・前掲注1・14頁）、さらに、民事上の位置付けは別途、検討する必要がある（本多・前掲注1・924頁）と解されている。

11 以下、従前の表記についても「暗号資産」と表記する。

12 例えば、G20 ブエノスアイレス・サミット首脳宣言（2018.11.30・12.1）において用いられている。このほか、暗号資産交換業者には法定通貨との誤認防止のための説明義務が課されているところ、仮想通貨の表現は法定通貨との誤解を生みやすいことが指摘されていた。

13 報告書31頁。

14 後述するように、有価証券の定義としては明確に規定されていないものの、有価証券に含まれることは明らかである。例えば、有価証券の募集の定義において、「新たに発行される有価証券の取得の申込みの勧誘のうち、当該勧誘が「2条2項各号に掲げる権利（電子記録移転権利に限る）」に係

るものにあつては」(法2条3項)とされており、また、「第2条第2項の規定により有価証券とみなされる同項各号に掲げる権利」中「次に掲げるものを除く」として「電子記録移転権利」(法3条3号)が除外されている。また、有価証券報告書の提出会社としての対象有価証券として、「当該会社が発行する有価証券」中「電子記録移転権利」(法24条1項4号)が規定されている。

- 15 暗号資産の売買とは、民法上の売買を意味するものではなく、当事者の一方が暗号資産の財産的価値を相手方に移転することを約し、相手方がこれに対してその代金を支払うことを約する旨の、売買に類似した有償契約を意味すると解されている(後藤出「仮想通貨法(資金決済法の一部改正)逐条解説」 畠山久志編著『仮想通貨法の仕組みと実務』(日本加除出版、2018年)112頁)。
- 16 暗号資産の交換とは、民法上の交換を意味するものではなく、当事者が暗号資産の財産的価値と他の暗号資産の財産的価値を互いに移転することを約する旨の、交換に類似した有償契約を意味すると解されている(同上112頁)。
- 17 暗号資産の管理業であっても、暗号資産の売買・交換やその仲介に関してなされるものは従来法においても暗号資産交換業に該当した(決済法2条7項3号)。
- 18 併せて、暗号資産カストディ業者に対して、マネーロンダリング・テロ資金供与規制の対象とすることを各国に求める改訂FATF勧告が2018年10月に採択されている(報告書14頁参照)。
- 19 河合健「暗号資産に関する実務上の法的課題」金融法務事情2119号(2019)16頁。
- 20 事務ガイドライン(第三分冊:金融会社関係 16 暗号資産交換業者関係)I-1-2-2③)。
- 21 金融庁「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」(2020.2.4)(以下「パブリックコメント」という。)No.9~23参照。
- 22 パブリックコメントNo.14参照。ただし、例えば、暗号資産の移転に2本の秘密鍵が必要な場合であって、利用者は秘密鍵を一切保有せずに、事業者Aが一本、事業者Aから委託を受けた事業者Bが1本を保持するような場合には、たとえ、A又はBがそれぞれ単独では暗号資産の移転ができないとしても、両事業者が秘密鍵を用いて署名すれば、利用者の介在なしに暗号資産の移転を行うことが可能となるので、利用者から直接委託を受けた事業者Aは他人(利用者)のために暗号資産を管理するものに該当する可能性があることが指摘されている(河合・前掲注19・17頁)。この点は、個別事案ごとに実態に即して実質的に判断すべきものと考えられる。

- 23 堀天子『実務解説 資金決済法（第4版）』（商事法務、2019）337頁。
- 24 パブリックコメントNo.19参照。
- 25 資金決済法に相当する外国の法令の規定により当該外国においてわが国の登録と同種類の登録を受けて暗号資産交換業を行う者であって、わが国に営業所を有する外国会社であり、かつ代表者がわが国に住所を有するものをいう（決済法2条9項、63条の5第1項1・2号）。
- 26 これに加え、登録申請書又はその添付書類のうち重要な事項について虚偽の記載があり、若しくは重要な事実の記載が欠けているときにも登録拒否が義務づけられている（決済法63条の5第1項柱書）。
- 27 黒沼悦郎『金融商品取引法』（有斐閣、2016）393頁。
- 28 結社の自由が配慮され、強制加入とはされていない（齋藤通雄ほか『逐条解説2014年金融商品取引法改正』（商事法務、2015）112頁参照）。
- 29 登録後の暗号資産交換業者が当該登録拒否事由に該当した場合には、登録取消し等の行政処分の対象となる（決済法63条の17第1項1号）ことを併せ鑑みると、結果として、協会への加入促進効果があると考えられる。現行の第一種金融商品取引業、第二種金融商品取引業及び投資運用業と同様の規制体系である（金商法29条の4第1項4号ニ参照）。
- 30 報告書10頁。
- 31 「広告」とは、ある事項を随時又は継続して広く宣伝するため、一般の人々に知らせることをいい、例えば、テレビコマーシャル、新聞・雑誌その他の刊行物への掲載、看板・はり紙等への表示、広告塔・建物等への表示、インターネット上の表示等が例示されている（事務ガイドラインⅡ-2-1-2-2（1））。
- 32 当該事項は、暗号資産が通貨ではないことの説明と実質的に重複する。すなわち、通貨は強制通用力を有しているのに対し、暗号資産は通貨ではないため、強制通用力を有さず、保有者の意思表示に対し、相手方がこれに同意した場合に限り弁済の効力が発生するものである。
- 33 その留意点として、使用する文字の大きさ、形状及び色彩において不当に目立ちにくい表示を行っていないか、取引の長所に係る表示のみを強調し、短所に係る表示が目立ちにくい表示を行っていないか、画面上に表示して行う場合に、表示すべき事項のすべてを判読するために必要な表示時間が確保されているかが明示されている（事務ガイドラインⅡ-2-1-2-2（2））。
- 34 同上Ⅱ-2-1-3-2（5）①。
- 35 同上Ⅱ-2-1-3-2（5）②。
- 36 同上Ⅱ-2-1-3-2（5）③。
- 37 拙稿「適合性原則の意義—公法と私法の比較において—」経済学研究64

卷1号(2014)3頁。

- 38 「交換等」とは、暗号資産の売買若しくは他の暗号資産との交換又は当該売買・交換行為の仲介をする行為をいう(決済法2条7項)。
- 39 従来法における暗号資産と通貨との誤認を防止するための説明は、改正法による暗号資産の性質に関する説明に含まれる(小森卓郎ほか監修『逐条解説2019年資金決済法等改正』(商事法務、2020)51頁)。
- 40 交換業府令1条2項6号。
- 41 なお、暗号資産信用取引におけるレバレッジ規制は、暗号資産関連デリバティブ取引と同じ2倍とされた(事務ガイドラインⅡ-2-2-2(2))。
- 42 暗号資産の貸付けは貸金業には該当しない(パブリックコメントNo.36参照)。
- 43 従来法においても、利用者区分管理信託の要件として厳格な要件をすべて満たさなければならないとされていたが、預金銀行等への預金による方法も認められていた。
- 44 管理方法としては、各利用者の数量が帳簿により直ちに判別できる状態として管理することも可能である(旧交換業府令20条2項1号)。
- 45 一般に、暗号資産アドレスから暗号資産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り、秘密鍵はパソコンやUSBデバイス上のウォレット内で管理される。外部のネットワークと接続されていないウォレットを「コールドウォレット」、接続されたものを「ホットウォレット」と呼ぶ(報告書3頁参照)。
- 46 コインチェック社の事件では、ホットウォレットの問題に加え、マルチ・シングネチャーの問題や巨額のコインを一つのウォレットで管理していたことも指摘されており、これらへの対応も内閣府令において規制されるかが注目されていた。コールドウォレットで秘密鍵を管理する方法以外で利用者の保護に欠けるおそれのないものとして認められる管理方法の範囲については、交換業府令27条3項1号において、「その他これと同等の技術的安全管理措置を講じて管理する方法」が規定された。
- 47 拙稿「暗号資産に関する改正資金決済法・改正金商法について」月刊資本市場407号(2019)57頁。
- 48 松尾元信「暗号資産に関する資金決済法、金融商品取引法等の改正—「情報通信技術の進展に伴う金融商品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」の概要—」金融法務事情2119号(2019)7頁。
- 49 暗号資産の信託については、肯定的に捉える見解が多くみられる(芝・前掲注1・54頁、金融法委員会・前掲注1・19頁等)ものの、報告書は、暗号資産の私法上の位置付けが整理されていないことに加え、全種・全量の信

託義務は信託銀行・信託会社のセキュリティリスク管理等に係る管理整備の必要性という実務上の要請から困難であるとしていた（報告書6頁）。信託財産となるための要件として、①金銭的価値に見積もることができるものであること、②積極財産であること、③委託者から移転等のできるものであること、④特定可能なものであることの各要件に該当する暗号資産については信託可能な財産とすることができると考えるなど監督当局も前向きな判断をしている（パブリックコメントNo.248参照）一方で、信託銀行等の信託兼営金融機関は暗号資産を受託財産とする信託業を行うことは禁止されている（兼営法施行規則3条1項6号）。なお、後述の優先弁済権の新設は、信託制度の代替的側面の性質を有するものと考えられる。

- ⁵⁰ 事務ガイドラインⅡ-2-2-3-2(3)⑤。
- ⁵¹ 適法な分別管理義務を遵守しなかった者は、2年以下の懲役若しくは300万円以下の罰金又はその併科の罰則の対象となる（決済法108条）。
- ⁵² 日本公認会計士協会「暗号資産交換業者における利用者財産及び履行保証暗号資産の分別管理に係る合意された手続業務に関する実務指針（業種別委員会実務指針第55号）」（平成29年金融庁告示第24号）。
- ⁵³ 加藤貴仁「暗号資産に関する新たな法規制」ジュリスト1540号（2020）64頁。
- ⁵⁴ 芝・前掲注1・53頁。
- ⁵⁵ むしろ、私法上は、暗号資産は有体物ではないため物権の対象ではなく、債務者たる発行者が存在しないため債権の対象でもないとする見解が支配的である（岩原紳作「仮想通貨に関する私法上の諸問題」金融法務研究会報告書（33）『仮想通貨に関する私法上・監督法上の諸問題の検討』（2019）81頁）。
- ⁵⁶ 松尾・前掲注48・7頁。優先弁済権が倒産手続以外の場面でどのような意味をもつかについては問題提起がなされている（加藤・前掲注53・65頁）。
- ⁵⁷ 破産法上の取戻権とは、その目的物が破産財団に属さないことを主張する権利であり、目的物について有する対抗力のある実体法上の支配権で、破産手続開始により影響を受けないものを意味する（伊藤真『破産法・民事再生法（第4版）』（有斐閣、2018）453頁）とされるところ、当該優先弁済権は、暗号資産の移転を目的とする債権を特定した上で、対象暗号資産について認められた権利であり、取戻権とは異なる性質のものとして行政法規として規定されたものといえる。
- ⁵⁸ 優先弁済権は、暗号資産の移転を目的とする債権に関し、私法上の位置付けが明確ではない受託暗号資産及び履行保証暗号資産を対象とするものであって、従来の金融法制や担保法制において、同様の権利を規定するものは見当たらないため、当該権利の実行に関し必要な事項を暗号資産交換業の

実態や私法上の整理の進捗等を踏まえ、必要に応じて迅速に対応できるようにする観点から、政令で定められることとしたものとされる(小森・前掲注39・58頁)。

- 59 小澤裕史ほか「金融商品取引法の一部改正の概要—暗号資産を用いた新たな取引及び不公正な行為への対応—」商事法務2204号(2019)6頁。
- 60 報告書では、暗号資産デリバティブ取引の積極的な社会的意義を見出し難いことを踏まえ、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扱う必要性は現時点では認められないとしていた(報告書17頁)。
- 61 顧客が業者にて証拠金として金銭や暗号資産を預託し、業者指定の倍率を上限にレバレッジをかけて暗号資産の取引を行った後に反対取引を行い、金銭や暗号資産の差額の授受により決済を行う取引。
- 62 報告書16頁参照。
- 63 報告書において、暗号資産デリバティブ取引について積極的な社会的意義を見出し難いとしつつもこれを禁止しなかったことは、新たなデリバティブ取引の登場をも念頭に置いた上で、金商法の規制下に置くことにより、適正な取引手段の展開を是認しているものと思われる。
- 64 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・マーカントイル取引所(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、2倍とすることを基本に検討すべきとの提言がなされていた(報告書17頁)。なお、日本仮想通貨交換業協会の自主規制規則では一律4倍以下とされていた。
- 65 パブリックコメントNo.68~84参照。
- 66 ただし、金融商品の定義の中には有価証券も含まれる(法2条24項1号)。
- 67 ブロックチェーン等の分散型台帳技術を用いるものを主に想定しているが、電子的な記録・移転といった文言上の要件を満たせば技術的な方式は問わないとする(小澤ほか・前掲注59・9頁)。
- 68 金商法2条2項各号に掲げるものには、集団投資スキーム持分(外国の法令に基づき類似する権利を含む)のほか、信託の受益権、持分会社の社員権やこれらの性質を有する外国法人の社員権等も含まれるが、ICOで発行されるトークンの中には、これらの同項各号に掲げる権利もブロックチェーン技術等に代表される電子的方法によって、多くの投資家間で流通する可能性が生じてきたことによるためと説明される(小森・前掲注39・65頁)。そうであるならば、後述の電子記録移転有価証券表示権利等についても法律ベースにおいて明確に規定すべきものではなかったかと思われる。
- 69 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

法定通貨や暗号資産の調達を行う行為の総称をいう（報告書 19 頁）。

- 70 有価証券としてのトークン表示権利の発行を STO (security token offering) といういい方で表現されることもある。
- 71 報告書 23 頁参照。
- 72 一般には、ICO の期間、調達額、調達資金で実施するプロジェクトの内容、トークンの技術的な説明、トークンの保有者の権利・メリットなどの情報が記載されるものの、項目や様式は特に決まっていない（有吉尚哉「Initial Coin Offering (ICO) に対する金融規制の適用関係に関する一考察」NBL1111 号 (2017) 5 頁）。
- 73 ICO については、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との指摘がなされていた（報告書 19 頁）。なお、特定有価証券である電子記録移転権利に係る有価証券届出書については、ホワイトペーパーを添付することが義務づけられた（特定有価証券開示府令 12 条 1 項 1 号へ）。
- 74 米国ではプロ投資家向けの私募形態によるトークンの発行が増加しているとされる（日本経済新聞、2018 年 5 月 9 日朝刊 7 面参照）。
- 75 小澤ほか・前掲注 59・9 頁。
- 76 定義上、流通性その他の事情を勘案した場合が除かれているため、電子記録移転権利に該当しないものは、電子記録移転権利以外の集団投資スキーム持分等として第二項有価証券となる。
- 77 例えば、技術的にアカウント保有者を適確機関投資家に限定する措置がとられており、財産的価値を当該アカウント保有者以外の者に移転することが技術的に不可能な場合が例示されている（パブリックコメント No. 150 参照）。
- 78 第二項有価証券の募集・売出しは、原則として開示規制の適用対象外であるところ、出資等の総額の 50% 超の額を有価証券に投資するもの等（有価証券投資事業権利等）は開示規制の適用対象となる。
- 79 報告書 23 頁。
- 80 集団投資スキーム持分における出資・抛出の金銭に類するものは、2 条 2 項 5 号に規定する権利であるのに対し、電子記録移転権利の対象は 2 条 2 項各号に掲げる権利であることもこのような規定体系の遠因と思われる。
- 81 暗号資産関連デリバティブ取引は、通常、金融商品市場又は外国金融商品市場によらないで行われる取引が多いと考えられ、その場合には店頭デリバティブ取引に該当する。
- 82 第一項有価証券の自己募集については、原則として（委託者指図型投資信託の受益証券等を除く）金融商品取引業には該当しないところ、電子記録移転権利を第一項有価証券と位置付けたにもかかわらず、自己募集について

第二種金融商品取引業とすることは規制体系を複雑化させている。

- 83 金融庁パブコメ回答(平成19年7月31日)58頁参照。
- 84 投資運用業の投資の対象とする有価証券が電子記録移転有価証券表示権利等の場合又はデリバティブ取引が金商法29条の2第1項8号に規定するデリバティブ取引である場合も投資運用業に該当する(金商業等府令8条9号)。
- 85 後述のように、電子記録移転有価証券表示権利等についての分別管理方法が新設されている。
- 86 拙稿「投資型クラウドファンディング規制」企業会計2014.9号(2014)参照。
- 87 集団投資スキーム持分(金商法2条2項5号及び6号に掲げる権利)であって電子記録移転権利に該当するものに限られる。
- 88 電子記録移転権利は、法2条2項の規定により有価証券とみなされる同項各号に掲げる権利が対象であるのに対し、電子記録移転有価証券表示権利等は、法2条2項の規定により有価証券とみなされる権利が対象となる。これに加え、適格機関投資家等以外の者には移転することができない技術的措置をとった流通性の低いものは電子記録移転権利から除外されるのに対し、電子記録移転有価証券表示権利等には含まれる。いずれも、電子情報処理組織を用いて移転することができる電子的方法により記録される財産的価値に表示される権利であるため、電子記録移転権利は電子記録移転有価証券表示権利等に包含される概念と捉えられる。すなわち、電子記録移転有価証券表示権利等には、電子記録移転権利に加え、電子記録移転権利から除外された流通性の低い権利、有価証券表示権利及び特定電子記録債権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電子的方法により記録される財産的価値に表示される権利が含まれることとなり、その発展可能性は未知数ともいえる。
- 89 小森・前掲注39・76頁。
- 90 ただし、電子記録移転有価証券表示権利等又は暗号資産関連デリバティブ取引についての投資助言・代理業を行う場合には本項の対象外であることに留意が必要である。
- 91 従来法35条1項13号は、有価証券関連デリバティブ取引以外のデリバティブ取引に関連する資産の売買等を付随業務としていたところ、改正法により同号から暗号資産が除外されたため、暗号資産に関する行為は付随業務には含まれないことが明確となった。
- 92 「広告類似行為」とは、郵便、信書便、ファクシミリ、電子メール、ピラ又はパンフレット等の方法により多数の者に対して同様の内容で行う情報の提供をいう(金商業等府令72条)。

- 93 暗号資産関連業務に関して顧客を相手方とし、又は顧客のために暗号資産関連行為を行うことを内容とする契約をいう（金商業等府令 117 条 1 項 41 号、法 43 条の 6 第 2 項）
- 94 松尾・前掲注 48・9 頁。
- 95 その他、暗号資産関連有価証券（信託受益権等のうち信託財産を主として暗号資産又は暗号資産関連デリバティブ取引に係る権利に対する投資として運用するもの等）又は暗号資産関連有価証券若しくは暗号資産関連有価証券金融指標に係るデリバティブ取引について売買、その仲介等を業として行うこと、これらの取引に係る投資助言・代理業若しくは投資一任契約に基づく運用を業とすること、暗号資産関連有価証券について有価証券等管理業務を行うこと等も含むなど多様な業務が規定されている（金商業等府令 146 条の 3 第 2 号）。
- 96 当該電子記録移転有価証券表示権利等に係る各顧客の持分が業者自己の帳簿により直ちに判別できる状態を含む。
- 97 その他これと同等の技術的安全措置を講じて管理する方法も認められる。
- 98 金融商品取引業者等が第三者をして管理させる電子記録移転有価証券表示権利等についても同様の管理方法が義務づけられた。
- 99 どのような場合に要件が満たされるかは、法令上明記されておらず、電子記録移転有価証券表示権利等の内容やその流通性等を踏まえ個別に検討する必要があるが、例えば、①電子記録移転有価証券表示権利等が法人の議決権等の共益権を含むなどしており、流出した場合に金銭的補償のみによって投資者の損害を回復することが困難である場合、②権利等の移転に係る合意と同時に決済が執行されないなど、移転即時性が求められず、秘密鍵等をインターネットに接続している電子機器等に記録して管理する必要性が低い場合には、秘密鍵等をインターネットに接続している電子機器等に記録して管理することは認められないとする（金商業等監督指針Ⅳ-3-5-6（1）③）。
- 100 暗号資産関連デリバティブ取引の売買、又はその仲介等をいう（法 185 条の 22 第 1 項、33 条 3 項）。
- 101 報告書 11 頁、仮想通貨交換業等に関する研究会（第 9 回）事務局説明資料（2018.11.12）。
- 102 同上 11 頁。
- 103 同上 13 頁。ただし、インサイダー取引規制をア priori に適用対象外とする趣旨ではなく、その適用については、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。もとより悪質な情報利用の行為には一般的・包括的な不正行為禁止規定である法 185 条の 22 や 157 条が適用されると解される。

- 104 新たに金融商品取引業となる行為、例えば、暗号資産を対価とする有価証券の売買や暗号資産関連デリバティブ取引等に係る行為がこれに該当する(小森ほか・前掲注39・33頁)。
- 105 金商法2条1項各号に掲げる有価証券に表示されるべき権利をいう。当該有価証券が発行されていない場合であっても当該権利は有価証券とみなされる。
- 106 電子記録債権のうち、流通性その他の事情を勘案して有価証券とみなすことが必要と認められるものとして政令で定めるものをいう。現時点で政令は定められていない。
- 107 証券又は証書に表示されるべき権利以外の権利として金商法2条2項各号に掲げるものをいう。
- 108 「ICOについて～利用者及び事業者に対する注意喚起～」(2017.10.27)。以下「注意喚起」という。
- 109 注意喚起においては、「仮想通貨による購入であっても、実質的に法定通貨での購入と同視できるスキーム」は金商法の規制対象とされていたが、これは暗号資産については金銭ではないということを認識した上で、投資者保護の観点から実質的な解釈を提示していたものと考えられ、その判断基準は決して明確なものとはいえなかった。
- 110 これに加え、形式的に電子記録移転権利に該当しても流通性その他の事情を勘案して電子記録移転権利から除外されるものは第二項有価証券となり、その取扱いは第二種金融商品取引業となる。また、電子記録移転権利についての自己募集については、第一項有価証券の自己募集であるにもかかわらず第二種金融商品取引業となり、さらに、内閣府令レベルにおいては、「電子記録移転有価証券表示権利等」の概念が加わり、規定が一層複雑化している。
- 111 もっとも、その場合には証券又は証書の存在を規制体系の中核とする現行法を抜本的に見直すことも論点となろう。
- 112 事務ガイドラインにおいても、暗号資産の該当性基準として、資金決済法2条5項各号の内容を充足する場合であっても、金商法上の電子記録移転権利を表示するものについては暗号資産に該当しないことに留意する旨の記載がある(事務ガイドラインI-1-1(注))。
- 113 この点、電子記録移転権利は有価証券であり、暗号資産とは異なるため、物権的保護の観点等からもその取扱いが異なって当然という議論もあり得るところ、いずれも電子情報処理組織を用いて移転することができる電子的方法により記録される財産的価値であり、両者ともに決済機能と投資機能の両面を有していることから、実態に即した法的措置が現実的である。
- 114 多様な種類のブロックチェーン技術と結びつくことにより、独自の価値

をもって電子決済機能を有するものに変容すること（いわゆる1号暗号資産）や他の暗号資産との交換が広く行われること（いわゆる2号暗号資産）が想定される。

- 115 この点、米国SECの対応は、販売当初は有価証券であったものが、その後有価証券ではなくなるというような柔軟な解釈手法がとられている（大崎貞和「米国SECの仮想通貨への対応」内外資本市場動向メモ319号（2018）参照）。
- 116 松尾・前掲注48・10頁。さらにいえば、電子記録移転権利に該当しない電子記録移転有価証券表示権利等については、資金決済法上、暗号資産の定義から除外されておらず、不透明感が残るものとなっている。
- 117 同上8頁。
- 118 多様な観点からの分類として、有吉・前掲注72・6頁。
- 119 飯田晃子「仮想通貨技術を利用した資金調達—ICOの規制をめぐる動向—」国立国会図書館 調査と情報1038号（2019）1頁。
- 120 報告書20-21頁。このように、ICOにより発行されるトークンには多様なものがあり、法令の適用対象からみた場合には、電子記録移転権利として金商法の適用対象となるもの、暗号資産として資金決済法の適用対象となるもの、いずれにも該当しない場合であって資金移動業や前払式支払手段等の他の規制に該当することにより関係法令の適用対象となるもの、適用法令の対象外のものに区分される。
- 121 松尾・前掲注48・10頁。
- 122 河村賢治「ICO規制に関する一考察」金融法務事情2095号（2018）52頁。
- 123 黒沼悦郎「ユーティリティトークンの有価証券性」NBL1158号（2019）11頁。
- 124 資金調達を行う企業等にとって、ICOは他の資金調達手段と比較してグローバルに資金調達ができること、中小企業が低コストで資金調達ができること、簡便で迅速に資金調達ができること、及び調達後に経営の自由を保持できること等がその利点として指摘されている（報告書19頁、飯田・前掲注119・3頁）。今般、ICOで発行する投資性を有するトークンが電子記録移転権利として金商法上の規制対象となり、さらにユーティリティトークンの一部までをも同法の対象として検討するという私見は、わが国におけるICOの実務を困難にし、金融の技術革新を阻害するのではないかといった趣旨の指摘もあり得る。しかし、他方で、ICOは、詐欺的な事案や事業計画がずさんな事案も多く、利用者保護が不十分であること、トークンを保有する者の権利の内容に曖昧な点が多いこと、トークンの購入者はトークンを転売できればよ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よいと思っており、規律が働かずモラルハザードが生じやすい

こと、及びマネーロンダリングに利用されるリスクが高いこと等が指摘されてきている(報告書19・20頁、飯田・前掲注119・4頁)。冒頭示したFATFのガイダンスは、各国規制当局に対しても少なからず影響を与えており、特に、当初は暗号資産に関心が薄いと思われていた米国においても、詐欺的な摘発よりも一歩前向きな行政的措置による米国証券法規制を積極的に適用しようとする姿勢がみられている(詳細は、大崎貞和「米国における「仮想通貨」の規制」月刊資本市場400号(2018)参照)。

- ¹²⁵ ブロックチェーン技術との結合はもちろんのこと、反対に切り離すこともあり得る。特に暗号資産の定義からは、必ずしもブロックチェーン技術の採用が要件とはされていないことから、中央管理者の存在を踏まえた価格形成安定型の暗号資産も創設することが可能である。