

暗号資産交換業に関する規制の将来展望

加 藤 貴 仁

要 旨

日本において暗号資産は主に資金決済に関する法律（以下、「資金決済法」という。）と金融商品取引法（以下、「金商法」という。）によって規制されている。暗号資産に関する規制における資金決済法と金商法の役割分担は、「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。」との考え方に基づく。近年、暗号資産の金融化と呼ばれる現象が急速に進展しているため、現行法が依拠する資金決済法と金商法の役割分担の見直しが必要となっているように思われる。暗号資産の金融化とは、これまで伝統的な金融商品を使って提供されていた様々なサービスと機能的に同等又は類似のサービスが暗号資産を使って提供される現象を指す。暗号資産の金融化を踏まえて資金決済法と金商法の役割分担を見直す場合、①暗号資産に関する取引の中で金商法が適用される範囲を拡大する、②資金決済法に基づく暗号資産交換業の規制を見直す、の2つが選択肢となる。本稿は暗号資産交換業に関する規制について、その意義とこれまでの展開を確認した上で、暗号資産の金融化への対応の観点から幾つかの課題を提示することを試みる。

キーワード：暗号資産，暗号資産交換業，資金決済に関する法律，ブロックチェーン，分散台帳

目 次

- | | |
|---------------------------------------|----------------------|
| 1. 問題意識 | 2.2 暗号資産の管理 |
| 2. 暗号資産市場における暗号資産交換業・暗号資産交換業に関する規制の意義 | 2.3 暗号資産の交換等 |
| 2.1 暗号資産交換業の定義 | 2.4 暗号資産交換業に関する規制の意義 |
| | 3. 暗号資産交換業に関する規制の展開 |

暗号資産交換業に関する規制の将来展望

3.1 暗号資産交換業に関する規制の導入と改正

3.1.1 平成28年(2016年)の資金決済法の改正

3.1.2 令和元年(2019年)の資金決済法の改正

3.1.3 その後の改正の動き

3.2 暗号資産交換業に関する規制の運用

3.3 課題

4. 暗号資産交換業に関する規制の将来展望

1. 問題意識

日本において暗号資産は主に資金決済に関する法律（以下、「資金決済法」という。）と金融商品取引法（以下、「金商法」という。）によって規制されている。暗号資産に関する規制における資金決済法と金商法の役割分担は、「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。」との考え方に基づく¹。このような考え方に基き、令和元年（2019年）に資金決済法と金商法が改正された。

上記の考え方では、「投資商品の販売」と「支払・決済手段の販売」の区別が重要となるが、両者の区別の基準は令和元年の改正の前後で変

わらない。すなわち、「投資商品」とは「有価証券」（金商法2条1項2項）を意味し、支払・決済手段は「暗号資産」（資金決済法2条14項）を意味する。そして、投資商品の販売は金商法によって、支払・決済手段の販売は資金決済法によって規制されることになったのである²。資金決済法による規制は暗号資産交換業（資金決済法2条15項）に関する規制を意味する。

これに対して、近年、暗号資産の金融化と呼ばれる現象が急速に進展しているため、現行法が依拠する資金決済法と金商法の役割分担の見直しが必要となっているように思われる。暗号資産の金融化とは、これまで伝統的な金融商品を使って提供されていた様々なサービスと機能的に同等又は類似のサービスが暗号資産を使って提供される現象を指す³。暗号資産の金融化は暗号資産の開発や発展の歴史と切り離すことはできない。2009年1月に誕生したビットコインの当初の目的は、パーミッションレス型プ

1 仮想通貨交換業等に関する研究会（2018）22頁。

2 資金決済法2条14項は「この法律において『暗号資産』とは、次に掲げるものをいう。ただし、金融商品取引法第29条の2第1項第8号に規定する権利を表示するものを除く。」と定義する。「金融商品取引法第29条の2第1項第8号に規定する権利」とは「第2条第2項の規定により有価証券とみなされる権利（当該権利に係る記録又は移転の方法その他の事情を勘案し、公益又は投資者保護のため特に必要なものとして内閣府令で定めるものに限る。）」であり、上記の「内閣府令で定めるもの」とは「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。以下単に「財産的価値」という。）に表示される場合に該当するもの」（金融商品取引法等に関する内閣府令6条の3）を意味する。すなわち、「物品等を購入し、若しくは借り受け、又は役務の提供を受ける場合に、これらの代価の弁済のために不特定の者に対して使用することができ、かつ、不特定の者を相手方として購入及び売却を行うことができる財産的価値（電子機器その他の物に電子的方法により記録されているものに限り、本邦通貨及び外国通貨、通貨建資産並びに電子決済手段（通貨建資産に該当するものを除く。）を除く。次号において同じ。）」であって、電子情報処理組織を用いて移転することができるもの」（資金決済法2条14項1号）であっても、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を表示するものは、資金決済法2条14項の「暗号資産」ではないということである。

3 IOSCO（2023）; Arner, D. W. et al.（2024）。

ロックチェーン（分散台帳）を用いて中央銀行や民間銀行を介さない送金（価値移転）システムを構築することであった⁴。したがって、まさにビットコインは、伝統的な金融商品（預金等）を使って提供されていたサービス（送金）と機能的に同等又は類似のサービスを、暗号資産を使って提供する仕組みであった。しかし、ブロックチェーン（分散台帳）は、情報を記録・管理する手段として信頼性が高く、かつ、スマートコントラクトにより自動的な情報更新が可能であったため、送金以外の金融サービスの提供にも用いることが可能であった⁵。そして、実際にブロックチェーン（分散台帳）を用いて送金以外の金融サービスを提供する試みが多面的かつ継続的に行われ、暗号資産の金融化が急速に進展したのである⁶。

暗号資産の金融化を踏まえて資金決済法と金商法の役割分担を見直す場合の選択肢として、以下の2点が考えられる。第1に、暗号資産に関する取引の中で金商法が適用される範囲を拡大する。第2に、資金決済法に基づく暗号資産交換業の規制を見直す。この2つの選択肢は必ずしも排他的なものではないが、本稿は其中で第2の選択肢について検討を試みる。その理由は以下のとおりである。まず、暗号資産の特

徴や多様性を踏まえると、暗号資産に関する規制を全て金商法の有価証券に関する規制に統合することは現実的ではない。したがって、第1の選択肢を採用するとしても、有価証券に関する規制とは実質的な内容に差異がある暗号資産に関する規制の役割は残るように思われる。この点は仮に暗号資産に関する規制の根拠法が資金決済法から金商法に移行したとしても変わらないと考える。そのため、暗号資産に関する規制において金商法の役割が拡大するとしても、令和元年改正後の実務の変化（暗号資産に関する取引及び暗号資産市場の発展）を踏まえて暗号資産交換業に関する規制の見直しを検討する意義は失われまいと考える。

2. では、暗号資産市場において暗号資産交換業が果たしている役割と暗号資産交換業に関する規制の意義を確認する。暗号資産の特徴として、パーミッションレス型分散台帳を用いてP2P取引（ネットワークの参加者の間で直接取引）を行うことが可能である点が挙げられる。すなわち、暗号資産の取引に仲介者は必要ではない。しかし、暗号資産交換業として提供されるサービスは暗号資産の取引の仲介業としての機能を有しており、そのようなサービスは暗号資産市場の発展に重要な貢献をしているように

4 加藤貴仁（2023年）¶1004。ブロックチェーンは分散台帳技術（Distributed Ledger Technology）の技術実装の一例である。加藤貴仁（2024年a）92頁注9。そのため、以下では、ビットコインなどの特定の暗号資産との関連で言及する場合を除き、ブロックチェーンではなく分散台帳という用語を用いている。分散台帳は、ネットワークへの参加に制約のないパーミッションレス型の台帳と、ネットワークへの参加に管理者による許可を要するパーミッション型の台帳とに大別される。金融審議会「資金決済ワーキング・グループ」（2022年）13頁注(42)。このほか、①パブリック型、②プライベート型、③コンソーシアム型といった分類も見られる。デジタル・分散型金融への対応のあり方等に関する研究会（2021）3頁注(2)。最近では、①～③は分散台帳の管理者に着目した分類と考えられているようであり、①は誰でも管理（記録の更新を含む）に参加できる分散台帳のことをいう。上記の分類に従えば、著名な暗号資産であるビットコインとイーサリアム（イーサ）で用いられているブロックチェーン（分散台帳）は、パーミッションレス型かつパブリック型と位置付けられるように思われる。

5 加藤貴仁（2022年a）160-161頁。スマートコントラクトとは分散台帳上で動作するプログラムであり、予め定めた一定の条件を満たす場合に自動的に台帳に記載されていた情報の更新が行われる。清水音輝・荒巻陽佑（2023年）3頁。

6 暗号資産の金融化ではイーサリアムのブロックチェーン（分散台帳）が用いられる場合が多いように思われる。その理由として、イーサリアムは、ビットコインと異なり、あらかじめスマートコントラクトの利用を念頭に置いて設計されている点が挙げられる。

思われる。暗号資産市場と暗号資産交換業の関係を明らかにした後、暗号資産交換業に関する規制の意義を確認する。

3. では、これまでの暗号資産交換業に関する規制の整備の経緯を確認する。暗号資産交換業に関する規制は、平成28年（2016年）の資金決済法の改正により導入された後、いくつかの見直しが行われている。これまでの制度整備の背景や考え方を明らかにした上で、暗号資産の金融化への対応策として暗号資産交換業に関する規制を見直すとした場合の課題を提示する。

4. では、暗号資産交換業に関する規制の将来について、筆者の見解を述べる。

なお、本稿では資金決済法に関連する政省令等を引用する際に、資金決済法施行令（資金決済に関する法律施行令）、暗号資産交換業府令（暗号資産交換業者に関する内閣府令）、暗号資産交換業ガイドライン（金融庁事務ガイドライン（第3分冊：金融会社関係16暗号資産交換業者関係）、電子決済手段等取引業ガイドライン（第3分冊：金融会社関係17電子決済手段等取引業者関係））との略称を用いる。

2. 暗号資産市場における暗号資産交換業・暗号資産交換業に関する規制の意義

2.1 暗号資産交換業の定義

資金決済法2条15項は、暗号資産交換業を以下のように定義する。

資金決済法2条15項 この法律において「暗号資産交換業」とは、次に掲げる行為のいずれかを業として行うことをいい、「暗号資産の交換等」とは、第一号又は第二号に掲げる行為をいい、「暗号資産の管理」とは、第四号に掲げる行為をいう。

- 一 暗号資産の売買又は他の暗号資産との交換
- 二 前号に掲げる行為の媒介、取次ぎ又は代理
- 三 その行う前二号に掲げる行為に関して、利用者の金銭の管理をすること。
- 四 他人のために暗号資産の管理をすること（当該管理を業として行うことにつき他の法律に特別の規定のある場合を除く。）。

暗号資産交換業を行うためには登録が必要であり、登録を受けた者は暗号資産交換業者となる（資金決済法2条16項）。以下では、暗号資産の管理と暗号資産の交換等の順に暗号資産交換業の意義を確認する⁷。その後、暗号資産市場と暗号資産交換業の関係を踏まえて、暗号資産交換業に関する規制の意義を確認する。

2.2 暗号資産の管理

パーミッションレス型分散台帳を用いて暗号資産のP2P取引を行うためには自ら秘密鍵を管理する必要がある⁸。そのための手段をアンホステッド・ウォレットという⁹。秘密鍵の管理には一定の技術に関する知識が必要であり、かつ、秘密鍵の不正利用等により暗号資産を喪失するリスクを伴う¹⁰。自ら秘密鍵を管理する

7 2.2と2.3は、加藤貴仁（2024年b）36-39頁を本稿の目的に必要な範囲で加筆修正して紹介するものである。

8 金融審議会「資金決済ワーキング・グループ」（2022年）13頁注（42）。

9 清水音輝・荒巻陽佑（2023年）37頁。

10 加藤貴仁（2021年）137-138頁。

ことを選択した者にそれに伴うリスクの負担を求めるためには、利用者が秘密鍵の管理に用いるウォレットを選択する際に安全性が十分に確保されたものを選択でき、かつ、適切にウォレットを運用できる状況の存在が前提となる。しかし、ウォレットについては、安全性だけではなく UX（ユーザー体験）についても、改善すべき点が指摘されている¹¹。

このような秘密鍵の管理に関する問題は暗号資産の取引への参加者を限定する効果を持つ。これに対して暗号資産交換業者に暗号資産の管理を委託すれば利用者は自ら秘密鍵を管理する負担から解放される（資金決済法2条15項4号）。もちろん、暗号資産交換業者に管理を委託した暗号資産について利用者はP2P取引を行うことはできない。しかし、この点は暗号資産を投資（投機）目的で保有する者にとっては大きな問題ではない。また、暗号資産交換業者は利用者のために管理する暗号資産を第三者に移転するサービスや第三者から利用者が暗号資産を受け取ることができるサービスを提供する場合がある¹²。したがって、暗号資産を送金や決済の目的で保有する者の中にも暗号資産交換業者が提供するサービスで必要十分と考えるものが存在する可能性がある。

したがって、暗号資産交換業者が提供する暗号資産の管理は、自ら秘密鍵を管理することに伴うリスクを負担することなく暗号資産を保有することを可能にするという点で、暗号資産の取引を行う者の裾野を広げるという役割を果た

していると評価できる。

2.3 暗号資産の交換等

将来的な可能性はともかく、現時点で暗号資産は日本銀行券や銀行預金等の伝統的な送金・決済の仕組みと同様の機能を果たすには至っていない。そのため自ら秘密鍵を管理しP2P取引を行う利用者にとっても、暗号資産を換金する仕組みの存在は重要な意味を持つ。暗号資産交換業者はそのような仕組みを提供するという点で重要な役割を果たす（資金決済法2条15項1号）¹³。この他に暗号資産の保有者が他の暗号資産との交換を行うことができる仕組みの提供も暗号資産交換業に含まれる。しかし、利用者はP2P取引によって他の暗号資産との交換を行うことができるのであるから、この点でも暗号資産交換業者の提供する仕組みを利用する必要はないように見える。また、P2P取引によって暗号資産とステーブルコインを交換することにより、暗号資産交換業者を利用した暗号資産の換金に類似する効果を得ることもできる。しかし、以下のとおり、暗号資産の交換等として暗号資産交換業者が提供する仕組みは暗号資産の換金に限らない意義を有している。

P2P取引によって暗号資産の交換等を行うためには、まず、相手方を見つける必要がある。仮に相手方を見つけることができたとしても暗号資産の交換等を実行するためには様々な費用がかかる。暗号資産の取引はパーミッションレス型分散台帳上の記録の更新によって行われ

11 楠正憲（2024年）146-148頁，栗田青陽（2024年）88-89頁。

12 暗号資産交換業者が利用者のために暗号資産を送付する第三者（宛先）の中には別の暗号資産交換業者に暗号資産の管理を委託しているものだけではなく、アンホステッド・ウォレットによって暗号資産を自ら管理しているものも含まれ得る。

13 特に開発から間もない暗号資産にとっては、暗号資産交換業者の提供する仕組みを利用して合理的な値段で換金可能であることが利用者の範囲の拡大のために重要な意味を持つ。

る。パーミッションレス型分散台帳上の記録の更新は銀行等の中央集権的な管理者ではなくネットワーク参加者間の相互認証によって行われる。相互認証の仕組みには様々な種類があるが、中央集権的な管理者による場合よりも複雑かつ時間のかかる場合が多いことを特徴として挙げることができる¹⁴。このような特徴は、中央集権的な管理者を置かず不正な取引や記録の改竄を防止するためには、スケーラビリティを一程度犠牲にする必要があることを示す¹⁵。また、取引を分散台帳上の記録に速やかに反映させるために、一定の手数料の負担が必要となる場合もある¹⁶。これに対して暗号資産交換業者が提供する仕組みでは、暗号資産の交換等はパーミッションレス型分散台帳ではなく暗号資産交換業者が利用者のために管理する暗号資産の増減を記録する帳簿の更新によって行われる。したがって、P2P取引よりも迅速かつ安価に取引を実行できる可能性がある。

暗号資産の交換等のために暗号資産交換業者の提供する仕組みを利用する者が増えるほど、取引の相手方を探すことが容易になる。ただし、この点に関する暗号資産交換業者の提供する仕組みの優位性に挑戦する試みがなされている。たとえば、スマートコントラクトを組み合わせることによって、仲介業者を利用することなく暗号資産の交換等を行うことができる仕組みが稼働している。このような仕組みは分散型取引所 (Decentralized Exchange, DEX) と呼ばれ

ている¹⁷。分散型取引所を利用することにより、暗号資産交換業者に頼ることなく暗号資産の交換等の相手方を探すことができる。ただし、分散型取引所を利用した暗号資産の交換等も分散台帳上の記録の更新によって行われるため、前述した暗号資産の取引一般が抱える問題が存在する点に留意する必要がある。

パーミッションレス型分散台帳を利用して取引可能な暗号資産はP2P取引が可能であるが、現状、以上に述べた課題が存在する。暗号資産交換業者が提供する暗号資産の交換等の仕組みは、このような課題を解決する試みである¹⁸。その結果、暗号資産交換業者が提供する暗号資産の交換等の仕組みはパーミッションレス型分散台帳を利用した暗号資産の取引の機能の補完という点で重要な役割を果たすことになったのである。

2.4 暗号資産交換業に関する規制の意義

2.2と2.3は、暗号資産交換業者の存在が様々な形で暗号資産市場の発展に寄与していることを示している。その結果、暗号資産交換業者について何らかの問題が発生した場合、それが暗号資産市場に波及する可能性が生じ得る¹⁹。逆に暗号資産市場の混乱が暗号資産交換業者の提供するサービスを介してその他の市場に影響を与える可能性もあるように思われる。暗号資産の金融化とは暗号資産交換業者が暗号資産を利

14 株式会社クニエ (2022年) 16-17頁。

15 松尾真一郎 (2024年) 99頁。

16 清水音輝・荒巻陽佑 (2023年) 38頁。Yadav, Y. (2023), at 1732-34.

17 清水音輝・荒巻陽佑 (2023年) 205頁。

18 Johnson, K. N. (2021), at 1953; Yadav, Y. (2023), at 1728; Levitin, A. J. (2023), at 889-890 & 892-893; Dell'Erba, M. (2024), at 34.

19 そのような可能性が現実化した例として、2022年から2023年にかけて生じた一連の著名な暗号資産関連企業 (Three Arrows Capital, Voyager Digital, Celsius Network, FTX, BlockFi, Genesis 等) の破綻を挙げることができる。加藤貴仁 (2023年) ¶1001。See also Reyes, C. L. (2024), at 1344-1345.

用して銀行や証券会社など伝統的な金融機関が提供するものに類似した多様な金融サービスを提供する現象であった。暗号資産の金融化の進展により他の市場で事業活動を行う事業者が暗号資産交換業者の提供する金融サービスを自らの事業との関連で用いる機会が増えることは、そのような事業者が暗号資産市場の混乱の影響を受ける可能性が高まることを意味するようと思われる²⁰。

このような暗号資産市場と暗号資産交換業者の関係は、暗号資産市場の機能の維持だけではなく、その発展が社会にとって望ましい方向に進むことの確保という点で、暗号資産交換業者を対象とする規制の必要性を基礎づける。すなわち、暗号資産交換業に関する規制には暗号資産市場の規制という意味がある²¹。本稿は暗号資産交換業に関する規制の詳細を検討することを目的とするものではないが、上記の点は暗号資産交換業者が取り扱う暗号資産に関する規制に最もよく現れているように思われる。暗号資産交換業者が提供する暗号資産の管理や交換等の対象になっていない暗号資産については、取引に参加できる者の範囲が限られるからである。その概要は以下のとおりである。

暗号資産交換業者は取り扱う暗号資産の名称を登録しなければならない（資金決済法63条の3第1項第7号）。暗号資産交換業者が新たな暗号資産を取り扱うためには登録事項の変更が

必要となるが、そのためには事前の届出が必要である（資金決済法63条の6第1項）。登録拒否事由（資金決済法63条の5第1項各号）が存在する場合、金融庁は新たな暗号資産を取り扱う旨の登録事項の変更を拒否できる。取り扱う暗号資産を変更する場合の事前届出は令和元年（2019年）の改正で導入されたが、金融庁と自主規制機関である一般社団法人日本暗号資産等取引業協会（以下、「JVCEA」という。）が連携して暗号資産交換業者が取り扱うことができる暗号資産の範囲を規制していくことが想定されている²²。暗号資産交換業者が取り扱うことができる暗号資産の適切性の判断基準として、テロ資金供与やマネー・ローンダリング等を利用されるリスクが挙げられていることから明らかに、暗号資産交換業者にはマネー・ローンダリング及びテロ資金供与対策（AML/CFT）において重要な役割を果たすことが期待されている²³。たとえば、暗号資産交換業者は、為替取引を業として行うことができる事業者（銀行や資金移動業者）と同じく、犯罪による収益の移転防止に関する法律（以下、「犯収法」という。）の定める特定事業者であり、利用者の身元を確認する義務や犯罪への関連を疑わせる事情がないか等を確認する義務を負う（犯収法2条2項32号・4条・8条等）。

20 Arner, D. W. et al. (2024), at 11.

21 ただし、暗号資産交換業者のような暗号資産取引の仲介者を対象とする規制を介して暗号資産市場を規制するという手法が常に適切であるとは限らない。この点は特に分散型金融（Decentralized Finance, DeFi）の規制のあり方を考える際に問題となる。分散型金融とはスマートコントラクトを利用することで様々な金融サービスを中央集権的な管理者が存在しない形で構築する試みであり、前述した分散型取引所はその一例である。加藤貴仁（2023年）¶009。分散型金融はスマートコントラクトとその他の様々なサービスの組み合わせによって構成されており、後者のサービスについてはそれを提供する事業者が存在する。株式会社クニエ（2022年）129-131頁。しかし、そのような事業者が分散型金融において果たしている役割は金融サービスを提供する事業者（銀行や証券会社など）と異なるため、前者を規制対象として選択することが規制目的を達成する手段として適切ではない（実効性を欠く）場合もある。See Reyes, C. L. (2024), at 1376-1384.

22 暗号資産交換業ガイドライン I -1-2-3取り扱う暗号資産の適切性の判断基準、JVCEA「暗号資産の取扱いに関する規則」。

23 加藤貴仁（2022年 a）45頁・47頁。

3. 暗号資産交換業に関する規制の展開

3.1 暗号資産交換業に関する規制の導入と改正

3.1.1 平成28年(2016年)の資金決済法の改正

暗号資産交換業に関する規制は、平成28年(2016年)の資金決済法改正により、仮想通貨交換業に関する規制として導入された。その背景として、以下の2点を挙げることができる²⁴。第1に、2014年2月28日に株式会社MTGOX(以下、「マウントゴックス」という。)が民事再生手続開始の申立てをしたことである。当時、マウントゴックスは世界最大の仮想通貨の交換所(取引所)と呼ばれることもあり、利用者から多額のビットコインを預かっていた²⁵。利用者に対するビットコインの返還はマウントゴックスの倒産手続きを通して行われることになったが、ビットコインをマウントゴックスに預けていた利用者とマウントゴックスの法律関係について様々な紛争が生じることになった²⁶。

第2に、2015年6月26日、金融活動作業部会

(The Financial Action Task Force, FATF)が仮想通貨(virtual currency)に関するガイダンスを公表したことである²⁷。2015年6月8日には、G7エルマウ・サミットにおいて、仮想通貨に関する規制の必要性について首脳宣言も発出されていた。ビットコインはSatoshi Nakamoto氏の構想に基づくものであるが、銀行等を介在させることのない電子的な送金(価値移転)システムの構築が意図されていたように思われる²⁸。銀行等が介在しないということはビットコインを移転するために第三者に身元を明らかにする必要がないことを意味する²⁹。その結果、ビットコインは違法な取引の決済手段として用いられることが懸念され、実際にそのような目的で利用された例(シルクロード事件等)が存在した³⁰。そのためビットコインの取引を仲介する事業者に対してAML/CFTの観点から一定の義務を課することが提言されたのである。

そして、このような背景のもと、金融庁に設置された「決済業務等の高度化に関するワーキング・グループ」が2015年12月22日に公表した報告書に基づき、仮想通貨交換業に関する規制が導入されたのである³¹。ただし、仮想通貨に関する問題は「決済業務等の高度化に関する

24 湯山壮一郎ほか(2016年)70頁。

25 Chu(2018), at 2340-41; Reyes, C. L. (2024), at 1362. マウントゴックスが取り扱っていた取引がビットコインの取引全体に占める割合は2014年には約70%に至っており、ピーク時には約80%に到達することもあったと言われている。

26 東京地判平成27年8月5日LEX/DB25541521, 平成30年1月31日判時2387号108頁等。

27 FATF(2015). FATFは、FATF(2014)において、仮想通貨を、デジタルに取引可能であって、①交換手段(及び/又は)、②計算単位(及び/又は)、③価値貯蔵として機能する価値をデジタルに表象したものであり、法定通貨や電子マネー(法定通貨をデジタルに表象したもの)とは区別されると定義していた。

28 加藤貴仁(2023年)¶004。

29 ただし、ビットコインなどパーミッションレス型分散台帳に記録される暗号資産の取引では匿名性(anonymity)が確保されているわけではなく仮匿名性(pseudonymity)が確保されているに過ぎない点に注意を要する。ビットコインを例に挙げるならば、ビットコインのブロックチェーン(分散台帳)には送金元のアドレスと送金先のアドレスとの間におけるビットコインの遣り取りが記録される。ビットコインのブロックチェーン(分散台帳)は一般に公開されているが、ビットコインの取引を行うために必要な秘密鍵から生成される各アドレスには送金元の氏名や住所などを示す情報は含まれない。しかし、ビットコインのブロックチェーン(分散台帳)に記録された情報から、あるアドレスの生成に用いられた秘密鍵の管理者を調査することは可能であり、そのような調査をサービスとして提供する事業者(Chainalysis等)も存在する。

30 岡田仁志ほか(2015年)148頁-155頁。

31 湯山壮一郎ほか(2016年)66頁、金融審議会「決済業務等の高度化に関するワーキング・グループ」(2015年)26-30頁。

ワーキング・グループ」の検討事項の1つに過ぎず、仮想通貨に関して上記の報告書でなされた提言は眼前に存在した具体的な問題への対応策としての側面が強いように思われる。マウントゴックスの破綻は仮想通貨の取引を行う利用者保護の必要性を示しており、仮想通貨交換業者が利用者の仮想通貨を預かる場合を対象とする分別管理に関する規制が導入された³²。しかし、平成28年の仮想通貨交換業に関する規制の導入の契機としては、FATFのガイダンスへの対応、すなわち、ビットコイン等の仮想通貨の犯罪利用の防止の重要性を無視できない点に留意が必要である³³。平成28年の仮想通貨交換業に関する規制の導入時点から、仮想通貨交換業者は犯収法上の特定事業者として利用者について本人確認の義務等を課されることになったのである。

3.1.2 令和元年(2019年)の資金決済法の改正

2016年に仮想通貨交換業に関する規制が導入されて以降も、仮想通貨や分散台帳を用いた新たなサービスの開発と提供の流れはとまらなかった。ただし、そのようなサービスの中には詐欺的なものやリスクが著しく高いものが含ま

れ、利用者が被害を被る事例も存在した³⁴。そして、2018年1月、コインチェック社から約580億円相当の仮想通貨(NEM)が流出したことを受けて、金融庁に「仮想通貨交換業等に関する研究会」が設置され、規制の見直しが検討されることになった³⁵。そして、「仮想通貨交換業等に関する研究会」が2018年12月21日に公表した報告書の提言に基づき、令和元年(2019年)5月31日に資金決済法と金商法が改正された³⁶。

令和元年(2019年)の資金決済法改正により、呼称が「仮想通貨」から「暗号資産」に改められたが、その理由は国際的に規制の要否を検討する議論の場では“crypto-asset”との表現が一般化しつつあったことへの対応と法定通貨との誤認防止の観点が挙げられている³⁷。また、代表的な「仮想通貨」であるビットコインの実態は、その設計思想に反し、送金の手段というよりも投資・投機的手段として利用される場合が多かったことを考えると、「仮想通貨」よりも「暗号資産」の呼称の方が適切であると考え³⁸。「仮想通貨」又は「暗号資産」の中に投資・投機的手段として用いられるものが含まれていることは、当時から、「仮想通貨」又は「暗号資産」を用いた金融サービスの多様化が進展していた

32 ただし、平成28年に仮想通貨交換業に関する規制が導入された当時の分別管理に関する規制は、マウントゴックスの破綻が提起した利用者保護の問題を解決する手段として不十分であったと考える。加藤貴仁(2021年)157-159頁。なお、平成28年に仮想通貨交換業に関する規制が導入された当時、「仮想通貨の売買又は他の仮想通貨との交換」又はこれらの行為の媒介、取次ぎ又は代理に関して「利用者の金銭又は仮想通貨の管理をすること」のみが「仮想通貨交換業」とされていた(令和元年改正前資金決済法2条7項3号)。この点は後述する令和元年の改正によって改められ、前述したように「他人のために暗号資産の管理をすること」自体が暗号資産交換業とされることになった。加藤貴仁(2021年)140頁注15。

33 河合健ほか(2020年)4-5頁。

34 たとえば、2017年9月29日、金融庁・消費者庁・警察庁は連名で「仮想通貨に関するトラブルにご注意ください!」(<https://www.npa.go.jp/bureau/safetylife/keizai/pdf/kasoutuukakoushinn.pdf>)を公表した(令和元年の資金決済法改正を受けて2019年4月17日に更新され題名は「暗号資産(仮想通貨)に関するトラブルにご注意ください!」に改められている。)。また、2017年10月27日、金融庁は「ICO(Initial Coin Offering)について~利用者及び事業者に対する注意喚起~」(https://www.fsa.go.jp/policy/virtual_currency/06.pdf)を公表した。

35 なお、当時、コインチェックは仮想通貨交換業者としての登録を受けていなかった。その理由は、平成28年の資金決済法改正により仮想通貨交換業者に関する規制を導入した際に、従前から仮想通貨交換業に相当する事業を営んでいた事業者に対して、一定期間は登録なしに事業を継続することが認められていた点にある。仮想通貨交換業等に関する研究会(2018年)30頁注63。

36 石園貴大ほか(2019年)11-12頁、松尾元信(2019年)6頁。

37 仮想通貨交換業等に関する研究会(2018年)31頁、石園貴大ほか(2019年)13頁、松尾元信(2019年)7頁。

38 加藤貴仁(2021年)134頁。See also Baur, D. G. et al. (2018)。

ことを示しているように思われる。すなわち、暗号資産の金融化は近年になって初めて現れた現象ではなく、令和元年の改正以前からその萌芽は見られていたのである。令和元年の改正は暗号資産の金融化への対応という側面も有しているように思われる³⁹。

前述したように令和元年の資金決済法の改正に向けた作業が始まったきっかけの1つは、コインチェック社から多額の仮想通貨が流出したことであった。そのため、暗号資産交換業者に暗号資産の管理を委託した利用者の保護を拡充することが、令和元年の資金決済法改正の目的の1つとされた⁴⁰。その目的を達成するために、暗号資産交換業者による利用者の暗号資産の管理に関する規制について、以下のような改正がなされた⁴¹。

第1に、暗号資産交換業者が利用者の暗号資産をコールドウォレットで管理しない場合の規制が強化された。令和元年の資金決済法改正後も、暗号資産交換業者は利用者から管理を委託された暗号資産を分別管理しなければならない（資金決済法63条の11第2項前段）。この点に加えて、令和元年の資金決済法改正により、まず、利用者の暗号資産を管理する方法は「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」でなければならない点が定められた（資金決済法63条の11第2項後段）。「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」とは、インターネットに接続していない状態での秘密鍵の管理（いわゆるコールドウォレットの利用）を指す（暗号資産交換業府令27条3項）⁴²。ただし、インターネットに接続した状態での秘密鍵の管理（いわゆるホットウォレット）の利用が禁止されたわけではなく、「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」場合に限り許されることが明文化された（資金決済法63条の11第2項後段括弧書）。そして、暗号資産交換業者がホットウォレット等を利用して利用者の暗号資産の一部を管理する場合には、当該暗号資産と同種同量の暗号資産を自己の暗号資産として保有した上で分別管理しなければならないとされた（資金決済法63条の11の2第1項）。このような分別管理が求められる暗号資産のことを履行保証暗号資産という（資金決済法63条の11の2第1項括弧書）⁴³。純資産額が履行保証暗号資産の数量を日本円に換算した金額を下回することは、登録拒否事由とされている（資金決済法63条の5第1項3号、暗号資産交換業府令9条1項2号）。

第2に、暗号資産交換業者に暗号資産の管理を委託した利用者の権利が強化された。前述した暗号資産交換業者による利用者の暗号資産の

39 ただし、暗号資産の金融化への対応という側面は、資金決済法よりも金商法の改正に強く現れているように思われる。たとえば、令和元年の改正により暗号資産に関するデリバティブ取引が金商法の規制対象となったことは、まさに暗号資産の金融化への対応として位置付けることができるように思われる。令和元年の改正により、暗号資産（資金決済法2条14項）は「金融商品」（金商法2条24項3号の2括弧書）、暗号資産の価格等は「金融指標」（金商法2条25項1号）に加えられた。その結果、暗号資産に関する店頭デリバティブ取引等は第一種金融商品取引業（金商法2条8項4号・28条1項2号）として規制されることになった。なお、令和元年の資金決済法の改正により、暗号資産信用取引（暗号資産交換業の利用者に信用を供与して行う暗号資産の交換等〔暗号資産交換業府令1条2項6号〕）に関する規制が設けられたが（資金決済法63条の10第2項、暗号資産交換業府令25条）、その内容は金商法に基づく暗号資産に関するデリバティブ取引と同様である。

40 小森卓郎ほか（2020年）16-18頁。

41 加藤貴仁（2021年）160-162頁。

42 小森卓郎ほか（2020年）17頁。

43 履行保証暗号資産の分別管理は「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」による必要があるが、その内容は前注(42)の本文で紹介した利用者の暗号資産の分別管理に関する規制の内容と等しい（暗号資産交換業府令29条）。

分別管理に関する規制の改正により、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、履行保証暗号資産以外の自己の暗号資産に区分されることになった。そして、利用者は、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利用者の暗号資産と履行保証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（資金決済法63条の19の2第1項）⁴⁴。ただし、暗号資産の決済手段としての機能を阻害しないようにするため、優先弁済権の対象となる暗号資産が第三者に移転している場合は、その権利を対抗できないとされている（資金決済法63条の19の2第2項による民法333条の準用）⁴⁵。

3.1.3 その後の改正の動き

令和元年の改正以降の暗号資産交換業に関する規制の改正の動きとして、以下のものが挙げられる。

第1に、令和4年（2022年）の犯収法の改正により、トラベルルール等が設けられた（犯収

法10条の5）⁴⁶。トラベルルールとは、暗号資産交換業者が顧客の依頼を受けて暗号資産の移転を行う際に、依頼人に関する情報と依頼人から取得した受取人に関する情報を受取人側の暗号資産交換業者等に通知すること等の義務づけを内容とする規制のことをいう。令和4年の犯収法の改正は、2019年6月にFATFがAML/CFTに関する国際基準を改訂したことに対応するために行われた⁴⁷。なお、令和4年（2022年）の資金決済法の改正により、電子決済手段（資金決済法2条5項）及び電子決済手段等取引業（資金決済法2条10項）に関する規制も導入された。これらはステーブルコインに関する規制であり、資金決済法では暗号資産に関する規制とは別個の規制と位置付けられている⁴⁸。ただし、暗号資産交換業の規制と電子決済手段等取引業（特に電子決済手段関連業務〔資金決済法2条11項〕）の規制には共通点が多い⁴⁹。したがって、暗号資産交換業に関する規制を見直す場合には、同時に電子決済手段等取引業に関する規制の見直しが必要となる場合があり得るように思われる⁵⁰。

44 仮想通貨交換業等に関する研究会（2018年）6-7頁。

45 小森卓郎ほか（2020年）57頁。

46 市古裕太（2024年）445頁、佐野史明（2024年）396頁。ただし、上記の改正に先立って、暗号資産交換業者の自主規制としてトラベルルールが設けられていた。加藤貴仁（2022年b）45頁。

47 市古裕太（2024年）445-447頁。

48 たとえば、暗号資産交換業者が電子決済手段の売買（資金決済法2条10項1号）を業として行うためには電子決済手段等取引業の登録が必要となる（資金決済法62条の3）。金融庁のガイドラインでは、電子決済手段の売買の解釈について、暗号資産を対価として電子決済手段を販売する行為は電子決済手段の売買に該当するが、電子決済手段を対価として暗号資産を販売する行為は暗号資産の売買に該当する、との立場を示している。電子決済手段等取引業ガイドラインⅠ-1-2-2②。このような解釈に従えば、電子決済手段の販売に該当する行為には電子決済手段等取引業の登録が必要となり、暗号資産の販売に該当する行為には暗号資産交換業の登録が必要ということになる。なお、電子決済手段の発行は為替取引に該当するため電子決済手段等取引業には含まれない、すなわち、電子決済手段等取引業の登録をしても電子決済手段を発行できるわけではない点に注意が必要である。加藤貴仁（2024年a）95頁。海外では暗号資産交換業又は電子決済手段等取引業に相当する行為を行う事業者がステーブルコインの発行に深く関与する例（BUSDとBinanceやUSDCとCoinbaseなど）も見られる。暗号資産交換業又は電子決済手段等取引業に相当する行為とステーブルコインの発行を共に行うことについては、利用者の利便を向上させる側面だけではなく、利用者及び金融システムにとってリスクの存在が指摘されている。Dell'Erba, M. (2024), at 67-69.

49 加藤貴仁（2024年b）36頁・40頁。

50 電子決済手段等取引業者にも暗号資産交換業者と同様のトラベルルールが適用される（犯収法10条の3）。なお、銀行や資金移動業者についても類似の規制が存在するが、その対象は国境を跨ぐ送金に限られている（犯収法10条）。一方、暗号資産交換業者と電子決済手段等取引業者に適用されるトラベルルールは国内移転にも適用される点が異なる。市古裕太（2024年）448頁、堀天子（2024年）45頁。

第2に、2025年1月22日に金融審議会「資金決済制度等に関するワーキング・グループ」が公表した報告書には、暗号資産交換業に関する規制の改正についての提言が含まれている⁵¹。具体的には、破綻した暗号資産交換業者の資産が国外に流出することを防止するための規定の導入と暗号資産の売買又は他の暗号資産との交換（以下、「暗号資産の売買等」という。）の媒介のみを行うことを新たな暗号資産交換業の類型とすることが提言されている。以下では、このような提言がなされるに至った背景を簡単に紹介する。

前者の提言は、FTX Tradingの破綻後に明らかになった問題への対応として位置付けられる。FTX Tradingは暗号資産交換業に相当する事業を国際的に広く営んでいた著名な事業者であったが、2022年に破綻した。その後、FTX Tradingは利用者の暗号資産を分別管理せず自己の事業活動に不正に利用していたことが明らかになった⁵²。これに対して、同じ企業グループに属していた日本の暗号資産交換業者（FTX ジャパン）については、類似の問題は生じていなかったようである。このことは令和元年の資金決済法改正により強化された暗号資産の管理に関する規制が一定の機能を果たしたことを意味している。しかし、海外の事業者の子会社である暗号資産交換業者が親会社の破綻時に利用者の資産を海外に流出させた場合、その返還に支障が生じる可能性があった。FTX ジャ

パンは金融商品取引業者でもあったため、この問題は金商法56条の3に基づく資産の国内保有命令が可能であったことによって顕在化しなかった⁵³。しかし、資金決済法には同様の仕組みが存在しないことが問題点として認識されたのである。上記の提言では、金商法56条の3に相当する規定を暗号資産交換業者についても導入することが想定されている⁵⁴。

後者の提言は、他の暗号資産交換業者と利用者との間の暗号資産の売買等の媒介のみを行う事業者が存在するという実態を踏まえたものである。これに対して暗号資産交換業者に関する規制の中には、暗号資産の売買等や管理を行うことを前提としているため上記の事業者が提供するサービスのリスクに照らして合理性を欠くものが含まれている。そこで、金商法では金融商品取引業者のために有価証券の売買の媒介等のみを業として行う金融商品仲介業（金商法2条11項）が認められていることを参考にして、暗号資産交換業についても新しい仲介業を設けることが提言されたのである⁵⁵。

3.2 暗号資産交換業に関する規制の運用

資金決済法では、暗号資産交換業者に関する規制の運用を金融庁と暗号資産交換業者の本店の所在地を管轄する財務局が担うことが想定されている（資金決済法104条）⁵⁶。以下では、暗号資産交換業者に関する規制の運用について、

51 金融審議会「資金決済制度等に関するワーキング・グループ」（2025年）13-15頁。

52 加藤貴仁（2023年）¶024-026。See Reyes, C. L. (2024), at 1367-1369.

53 金商法56条の3は「第49条の5に定めるもののほか、内閣総理大臣は、公益又は投資者保護のため必要かつ適当であると認める場合には、金融商品取引業者に対し、その資産のうち政令で定める部分を国内において保有することを命ずることができる。」と定める。

54 金融審議会「資金決済制度等に関するワーキング・グループ」（2025年）13頁。

55 金融審議会「資金決済制度等に関するワーキング・グループ」（2025年）14-15頁。

56 たとえば、内閣総理大臣は暗号資産交換業者に対して業務改善命令を発出する権限を有しているが（資金決済法63条の16）、その権限は金融庁長官と財務局に委任されている（資金決済法104条1項、資金決済法施行令32条1項）。

比較的最近の動きを紹介する。それによって、暗号資産交換業に関する規制の運用において監督機関が重要であると考えている事項が明らかになると思われる。

第1に、金融庁による暗号資産交換業者に関する規制の運用について、「暗号資産」(資金決済法2条14項)と「暗号資産交換業」(資金決済法2条15項)の解釈の明確化が重要である。なぜなら、「暗号資産」と「暗号資産交換業」の解釈により暗号資産交換業に関する規制の適用範囲が定まるからである。たとえば、パーミッションレス型分散台帳を用いてP2P取引が可能なデジタル資産であっても「暗号資産」に該当しなければ、その取引は「暗号資産交換業」にも該当しない。そして、「暗号資産」に関する取引の中で「暗号資産交換業」に該当するもののみが暗号資産交換業に関する規制の対象となる。「暗号資産」の解釈の明確化は、デジタル資産であっても決済手段としての機能を有さない場合には「暗号資産」に該当しないという

方向でなされてきた⁵⁷。「暗号資産交換業」の解釈の明確化の例として、暗号資産の売買等の「媒介」の解釈の具体化とアンホステッドウォレットを提供するサービスの暗号資産の管理への該当性の個別判断が挙げられる⁵⁸。

第2に、財務局による暗号資産交換業者に関する規制の運用について、関東財務局による行政処分が重要である。なぜなら、2024年11月30日時点で暗号資産交換業の登録を受けた事業者の数は29社の内、関東財務局の管轄する事業者の数が27社に昇るからである⁵⁹。令和元年の資金決済法の改正後に関東財務局による行政処分の対象となった暗号資産交換業者の数は4社であるが、行政処分の主たる理由とされたのは暗号資産の管理とAML/CFT対策に関する問題である⁶⁰。

3.3 課題

3.1と3.2により、暗号資産交換業に関する規制の導入の背景や改正の経緯、規制の運用にお

57 金融庁「「事務ガイドライン(第三分冊:金融会社関係)」の一部改正(案)に対するパブリックコメントの結果について」(2019年9月3日)、金融庁「「事務ガイドライン(第三分冊:金融会社関係)」の一部改正(案)の公表に対するパブリックコメントの結果等について」(2023年3月24日)。このような「暗号資産」の解釈の明確化により、NFT(Non-Fungible Token)は代替性がなく決済手段としての機能を有さないため「暗号資産」に該当しないと整理されることになった。ただし、NFTに金商法2条2項により「有価証券」とみなされる権利が表示されている場合、NFTの発行等に金商法が適用される可能性がある。金融庁「新事業活動に関する確認の求めに対する回答の内容の公表」(2023年9月13日)(農産物に係るNFTの販売サービス)。ところで、暗号資産に関する規制の根拠法を資金決済法から金商法に移行するとした場合、決済手段としての機能を有さないことを理由に「暗号資産」の範囲を限定する解釈の合理性を再検証する必要があると考える。なぜなら、このような限定は、「暗号資産」は資金決済法に基づく規制の適用範囲を画する機能を有していることによって基礎付けられてきたように思われるからである。

58 暗号資産の売買等の「媒介」の解釈の具体化については、金融庁「「事務ガイドライン(第三分冊:金融会社関係)」の一部改正(案)の公表に対するパブリックコメントの結果等について」(2024年9月6日)。アンホステッドウォレットを提供するサービスの暗号資産の管理への該当性の個別判断については、一般社団法人ジャパン・コンテンツ・ブロックチェーン・イニシアティブ「新事業活動に関する規制について規定する法律及び法律に基づく命令の規定に係る照会書」(2024年9月12日)、金融庁「新事業活動に関する確認の求めに対する回答の内容の公表」(2024年10月8日)(ブロックチェーン事業者に認証サーバーとのAPI連携を提供するサービス)。

59 金融庁「暗号資産交換業者登録一覧」(<https://www.fsa.go.jp/menkyo/menkyoj/kasoutuka.pdf>)。

60 関東財務局が暗号資産交換業者に課した行政処分の一覧は関東財務局のウェブサイト(https://lfb.mof.go.jp/kantou/kinyuu/kinyu/mokuji_b.htm)に掲載されている。暗号資産の管理について行政処分が課されたのはFTX Japan(2022年11月10日、2022年12月9日)、スプリームス(2023年5月12日)、DMM Bitcoin(2024年9月26日)、AML/CFT対策について行政処分が課されたのはCoinBest(2024年6月14日)である。なお、FTX Japanは暗号資産に関するデリバティブ取引を行う金融商品取引業者であったため、金商法に基づく行政処分(2022年11月10日、2022年12月9日、2023年3月9日、2023年6月9日、2023年9月8日、2023年12月8日、2024年3月8日、2024年6月7日)も課されている。同法に基づく行政処分の一覧も関東財務局のウェブサイト(<https://lfb.mof.go.jp/kantou/kinyuu/kinshotorihou/syobun.htm>)に掲載されている。

いて重視されている事項が明らかになったと考える。本稿の目的は暗号資産の金融化を踏まえて暗号資産交換業に関する規制の見直しの方向性を検討することである。このような観点からすると、これまでの制度整備の動きは眼前に存在した具体的な問題の解決が中心であり、暗号資産の取引の実務及び暗号資産市場の発展に対して現在の規制で対応できるかの検証が十分にされていないように思われる。さらに令和元年（2019年）の改正が示すように、利用者に具体的な被害が生じていたため暗号資産の金融化への対応が必要かつ可能となった場合でも、前述したように、その中心は金商法による対応であった。暗号資産の金融化の進展により、暗号資産交換業者に関する規制の意義と限界を問い直す必要性が高まっているように思われる。その際、具体的に以下の点が検討されるべきであると考え。

第1に暗号資産の管理について、比較的最近の関東財務局の行政処分が示すように、利用者

保護と AML/CFT の強化は今後も継続して取り組むべき課題である⁶¹。暗号資産の金融化の観点からは、暗号資産交換業者が利用者から受け入れた暗号資産を管理するのではなく利用することを前提するサービスへの対応の要否が問題となり得るように思われる。そのようなサービスの例として暗号資産レンディングやステーキング・サービスが挙げられる⁶²。たとえば、暗号資産交換業者に関する規制の中には、暗号資産の借入れに関する規定が存在する（暗号資産交換業府令23条1項8号）。暗号資産交換業者と利用者の関係が暗号資産の管理ではなく借入れである場合、分別管理や利用者の優先弁済権に関する規定は適用されない。そのため暗号資産交換業者には暗号資産の管理に関する規定が適用されないことについて利用者が誤解を招かないような措置と暗号資産の借入れの残高を適切に管理するための措置を講じることが求められている⁶³。ただし、暗号資産の借入れによって調達した暗号資産の利用については特段の規

61 AML/CFTの観点からは、アンホステッドウォレットを用いれば身元を隠して暗号資産を取引できることへの対応が課題となる。この点に関しては令和4年（2022年）の犯収法法の改正により、暗号資産交換業者と電子決済手段等取引業者はトラベルルールの対象外の取引（暗号資産交換業者及び電子決済手段取引業者が顧客のためにアンホステッドウォレットとの間で暗号資産又は電子決済手段の移転又は受入れを行う場合を含む）について一定の情報収集等を行うことが義務づけられている。市古（2024年）455-457頁、佐野史明（2024年）402-404頁、堀天子（2024年）45-46頁。

62 暗号資産レンディングとは暗号資産の貸付けのことをいう。ステーキング・サービスとは、暗号資産交換業者が利用者からステーキング可能な暗号資産を受入れてステーキングを行い、それによって得られた報酬の一部を利用者に分配するサービスのことをいう。ステーキング可能な暗号資産の代表例はイーサリアム（イーサ）である。イーサとはイーサリアムのブロックチェーン（分散台帳）で取引される暗号資産（ネイティブトークン）の正式名称である。イーサリアムのブロックチェーン（分散台帳）上の記録の更新はバリデータによって行われるが、その仕組みはProof-of-Stakeと呼ばれている。バリデータになるためには一定のイーサのデポジットが必要となる。バリデータとして行動することによって報酬を得ることができる一方、バリデータとしての行動を怠ったり不正な行動をしたりした場合にはデポジットしたイーサを失うという形でペナルティが課される。2025年1月26日時点でバリデータになるためには32ETH（約1600万円）が必要である（<https://ethereum.org/en/staking/>）。暗号資産交換業者の提供するステーキング・サービスを利用することで、多額のイーサを保有することなく実質的にステーキングによる報酬を得ることができる。ステーキング可能な暗号資産はイーサリアム（イーサ）以外にも存在し、かつ、ステーキングの仕組みも多様である。See Hart, J. S. (2021) at 203-207; Gonzalez, N. E. (2022), at 530-532; Lehmann, M. & Held, A. & Krysa, F. & Prevost, E. & Schinerl, F., & Vogelauer, R. (2023), at 61-64. そのため、暗号資産交換業者が提供するステーキング・サービスを利用することで生じるリスクの内容も異なる点に注意が必要であると考え。

63 暗号資産交換業者が利用者のために管理する暗号資産を用いてステーキング・サービスを提供する場合、3.1.2で紹介したように利用者の暗号資産の管理に用いる秘密鍵を原則としてコールドウォレットに格納する必要がある。ステーキング・サービスを提供する暗号資産交換業者のウェブサイト（<https://coincheck.com/ja/article/394>）によれば、このような暗号資産の管理に関する規制を遵守した上で利用者にステーキング・サービスを提供することは技術的に可能なようである。ただし、前注(62)で紹介したように、ステーキング・サービスを提供する暗号資産交換業者のバリデータとしての行動次第でステーキングのためにデポジットされた暗号資産が失われるリスクがある。このようなリスクの現実化により暗号資産交換業者が利用者のため

制はなされていない⁶⁴。暗号資産交換業者が利用者から調達した暗号資産を利用して提供するサービスのリスクについて、暗号資産の管理や借入れに関する規制のみで十分に対応できるか検討の必要があると考える⁶⁵。

第2に暗号資産の交換等について、令和元年(2019年)の金商法の改正によって導入された不公正取引規制との関係の見直しが問題になると考える(金商法185条の22~185条の24)。暗号資産に関する不公正取引規制の実質的な内容は、インサイダー取引規制について明文の規定を欠くことを除き、有価証券に関する不公正取引規制と変わらないが、前者は証券取引等監視委員会の管轄から外れている⁶⁶。そのため暗号資産に関する不公正取引規制の実効性の確保について、暗号資産の交換等をサービスとして提供する暗号資産交換業者の役割は大きいように

思われる⁶⁷。このような観点からは、上場株式について存在する市場モニタリングに相当する仕組みを暗号資産について構築する必要性を検討する必要があると考える。ただし、暗号資産については、同じ銘柄の暗号資産であってもその取引は個々の暗号資産交換業者が提供する「市場」で行われているという意味で分裂しており、かつ、暗号資産交換業者を介さないP2P取引(DEXを含む)が容易であるため、市場モニタリングの仕組みの実現可能性自体が問題となり得る。

第3に「暗号資産」と「暗号資産交換業」の解釈について、金融審議会「資金決済制度等に関するワーキング・グループ」が暗号資産の売買等の媒介のみを行う仲介業を設けることを提言したことは、暗号資産交換業に関する規制の柔構造化の観点から肯定的に評価できる⁶⁸。暗

に分別管理する暗号資産が減少することになるが、バリデータとしての暗号資産交換業者の行動を原因とするものであるから、暗号資産交換業者は減少分を補填する義務があると考えられる。

64 暗号資産レンディングについては貸金業法の適用の有無が問題となる。暗号資産の貸付けが「金銭の貸付け」(貸金業法2条1項)に該当する場合、暗号資産レンディングを行う暗号資産交換業者は貸金業の登録が必要となる(貸金業法3条1項)。暗号資産は原則として貸金業法における「金銭」に該当しないと解されているが、貸し付けた暗号資産を法定通貨で買い取るサービスをあわせて提供する場合や金銭で返済約束をさせる場合、暗号資産の貸付けは実質的に「金銭の貸付け」に該当すると解される可能性が指摘されている。増島雅和・堀天子(2023年)75-76頁、佐野史明(2024年)342頁。

65 暗号資産交換業者がステーキング・サービスを提供する際に利用者から暗号資産を調達することが、暗号資産の管理の受託でも暗号資産の借入れでもなく、暗号資産による出資の受入れと評価される場合、金商法の適用(集団投資スキーム持分に關する規制)の有無が問題となり得る。佐野史明(2024年)386-387頁。なお、ステーキング可能な暗号資産が発行される場合に、当該暗号資産の発行者による他の暗号資産やステーブルコインの調達が出資の受入れと評価される場合、同様に金商法の適用が問題となり得る。清水一平(2024年)64頁。

66 加藤貴仁(2022年a)174頁。

67 たとえば、暗号資産交換業者は、利用者が行おうとする取引が暗号資産に関する不公正取引規制に違反するおそれがあることを知りながら当該取引等を行うことはできず、利用者が行おうとする取引が暗号資産に関する不公正取引規制に違反するかどうかを審査し、違反する疑いがあると認めるときは取引の停止等を行う措置を講じなければならない(暗号資産交換業府令第20条8号・23条2項4号)。関連する自主規制として、JVCEA「暗号資産交換業に係る不公正取引等の防止に関する規則」もある。類似の規制は金融商品取引業者にも課されているが、これに加えて上場株式等の取引については証券取引所による売買審査が存在する。金融庁「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」IV-3-2-3(1)顧客の不公正取引防止のための売買管理体制に係る留意事項、日本証券業協会「不公正取引の防止のための売買管理体制の整備に関する規則」、日本取引所グループ「売買審査の状況」(jpx.co.jp/regulation/preventing/quarterly/index.html)。

68 金融審議会「資金決済制度等に関するワーキング・グループ」(2025年)14-15頁。柔構造化とは「機能的・横断的な金融規制体系の構築に向けた試み」において必要となる視点の1つである。「機能的・横断的な金融規制体系の構築に向けた試み」とは「現在基本的に業態別となっている金融規制体系をより機能別・横断的なものとし、同一の機能・同一のリスクには同一のルールを適用することを目指すこと」であり、柔構造化とは「同一の機能の中でも業務の内容やリスクの差異がある場合にはそれらに応じてルールの内容を調整すること」を意味する。金融審議会「金融制度スタディ・グループ」(2018年)5頁。柔構造化は金商法に基づく規制の特徴の1つでもある。神田秀樹(2008年)5-6頁。これに対して、暗号資産交換業に関する規制の柔構造化の必要性を認めつつ、金商法をコピーした規制としないように留意が必要であると指摘する見解がある。増島雅和・堀天子(2023年)75頁。なお、金融審議会「資金決済制度等に関するワーキング・グループ」(2025年)の提言に従って制度整備

号資産の金融化により暗号資産交換業者が提供するサービスが多様化する可能性に対しては、過剰な又は合理性を欠く規制になることを避けるため、個々のサービスの特徴に応じた柔軟な規制により対応する必要がある。国際的に、暗号資産交換業に相当する事業形態に関して、単一の事業者が多様なサービスを提供することによって生じる問題への対応の要否が検討の俎上に載っている⁶⁹。ただし、このような検討に際して念頭に置かれているのは Coinbase, Binance, Kraken など国際的に幅広く活動している事業者であり、日本の暗号資産交換業者とはその実態が大きく異なる可能性がある⁷⁰。しかし、暗号資産の取引は容易に国境を超えるため、暗号資産交換業者に関する規制については国際的な規制動向との調和が重要な課題となる。その際、暗号資産交換業に関する規制の柔構造化の重要性が一層高まるように思われる。そして、暗号資産交換業に関する規制の柔構造化が進むのであれば、「暗号資産」の解釈によって規制対象を限定する必要性や合理性に再検討の余地が生じることになるを考える。

4. 暗号資産交換業に関する規制の将来展望

2.4で論じたように暗号資産交換業者が暗号資産市場にとって不可欠な存在である限り、暗

号資産交換業に関する規制は暗号資産市場を規制する手段としての重要性を失うことはないと思われる。たとえば、暗号資産は身元を明かすことなく P2P 取引を行うことが可能であるため、AML/CFT は暗号資産市場が直面する課題であり続ける。そして、3.1.1で紹介したように、暗号資産交換業に関する規制の導入の背景には暗号資産市場における AML/CFT を確保する必要性が存在した。ただし、アンホステッド・ウォレットや DEX などの利便性が向上していくと、P2P 取引、すなわち、暗号資産交換業者を介さない暗号資産の取引が増加していく可能性がある。その結果、暗号資産市場における AML/CFT の確保について暗号資産交換業に関する規制の実効性が減少していくことが懸念される。

暗号資産の金融化によって進展している暗号資産交換業者が提供する個々のサービスの多様化については、暗号資産の管理や交換等に適用される規制を改善していくだけではなく、暗号資産交換業として規制すべき行為の見直しを進めていく必要があるように思われる。このような観点からの見直しに際しては、暗号資産交換業に関する規制ではなく、金商法に基づく金融商品取引業に関する規制による対応も選択肢となる⁷¹。この点に加えて暗号資産交換業者が複数のサービスをあわせて提供することにより生じる問題に対して、現在の規制が十分に対応

が行われると、今後、アンホステッド・ウォレットをウェブ上で提供する事業者が暗号資産の売買等の媒介のみを行う仲介業を営む事例が増加する可能性がある。これに対して、金融審議会「資金決済制度等に関するワーキング・グループ」(2025年)14頁注53では、「アンホステッド・ウォレットは、マネー・ロンダリング等に利用されるリスクが高く、また秘密鍵の流出による利用者被害に繋がるリスクも高いなどといった課題を有しているため、その利用拡大の推進には慎重であるべきとの意見あった。」との指摘がなされている点に留意すべきである。

69 IOSCO (November 2023), at 5. 暗号資産交換業者に相当する海外の事業者が提供するサービスの多様化の現状を調査した先行研究として Dell'Erbia, M. (2024) がある。

70 Arner, D. W. et al. (2024), at 9-10; Yadav, Y. (2023), at 1726-29.

71 前注(39)で紹介したように、令和元年の改正により暗号資産に関するデリバティブ取引が金商法の規制対象となった。暗号資産の金融化により暗号資産交換業又は金融商品取引業として規制する必要性が検討されるべき行為の例として、暗号資産の現物取引に関する投資助言の取扱いが挙げられる。有価証券の価値等を対象とする助言は投資助言業として規制されている(金

できているかを検証する必要があると考える。

暗号資産交換業者は暗号資産交換業に該当しない行為を行うことができる。ただし、その範囲は法令で明確に定められてはいないし、暗号資産交換業に適用される行為規制（資金決済法63条の9の3等）の直接の対象ではない⁷²。暗号資産交換業者が提供するサービスの多様化によって生じる利益相反については、現在の規制において一定の配慮がなされている（暗号資産交換業府令23条2項3号）。2. で確認したように、暗号資産交換業者が提供する暗号資産の管理や交換等は暗号資産市場の機能を補完するという点で重要な役割を果たしている。少なくとも暗号資産交換業者が提供する他のサービスで生じた問題が暗号資産の管理や交換等の提供に波及することを防止する措置の要否が検討されるべきであるように思われる⁷³。

参 考 文 献

石園貴大・大野由希・竹内裕智・表大祐・鈴木善計・山根明樹枝（2019年）「『情報通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』の解説（1）—資金決済法・一括清算法関連の改正部分」『NBL』商事法務，第1150号，11-19頁

市古裕太（2024年）『デジタルマネービジネスの法務』商事法務

岡田仁志・高橋郁夫・山崎重一郎（2015年）『仮想通貨—技術・法律・制度』東洋経済新報社

加藤貴仁（2021年）「暗号資産の管理の委託と電子記録移転有価証券表示権利等の預託トークンの管理を巡る顧客と業者の関係に関する試論」神田秀樹責任編集＝資本市場研究会編『企業法制の将来展望・資本市場制度の改革への提言〔2022年度版〕』財務詳報社，133-193頁

加藤貴仁（2022年 a）「ICO の残照—『有価証券』と『暗号資産』の境界線の再設定に向けて」『証券経済研究』日本証券経済研究所，第119号，159-186頁

加藤貴仁（2022年 b）「ステーブルコインと暗号資産，電子マネーの現在地」『法学教室』有斐閣，第506号，42-47頁

加藤貴仁（2023年）「ブロックチェーンと金融—「暗号資産の冬」を迎えて」『有斐閣 Online ロージャーナル』有斐閣

加藤貴仁（2024年 a）「ステーブルコイン規制における信託の意義と限界」信託とデジタル技術等研究会『「信託等におけるデジタル技術，AI，スマートコントラクトの利用の課題」研究報告書』地域金融研究所，90-130頁

加藤貴仁（2024年 b）「暗号資産交換業者・電子決済手段等取引業者に関する規制の意義と課題」『ジュリスト』有斐閣，第1602号，36-41頁

仮想通貨交換業等に関する研究会（2018）「報告書」株式会社クニエ（2022年）「分散型金融システムのトラストチェーンにおける技術リスクに関する研究—研究結果報告書」（2022年6月）

河合健・高松志直・田中貴一・三宅章仁（2020年）『暗

商法2条8項11号イ・28条3項1号）。一方、暗号資産の価値等に関する助言については、暗号資産に関するデリバティブ取引に関連するものは投資助言葉として規制されているが、暗号資産の現物取引に関連するものは投資助言葉として規制されていない（金商法2条8項11号口括弧書・28条3項1号）。

72 暗号資産交換業者が行うことができる業務の範囲は、「暗号資産交換業の内容及び方法」と「他に事業を行っているときは、その事業の種類」を登録すべき事項とし（資金決済法63条の3第1項8号10号）、登録拒否事由の存否を審査するという形で規制されているにすぎない。なお、登録拒否事由の中には登録申請者が「他に行う事業が公益に反すると認められる法人」である場合が含まれている（資金決済法63条の5第1項11号）。

73 暗号資産交換業者が提供する暗号資産の交換等の機能が証券取引所の提供するサービスと同等と評価される場合には、証券取引所に課されている業務範囲規制（金商法87条の2等）の要否が問題となる。See Dell'Erba, M. (2024), at 77-78. ただし、有価証券市場と暗号資産市場とは、その構造に加えて、少なくとも現時点では社会にとっての重要性にも大きな差異がある。したがって、暗号資産交換業者が証券取引所と同等の機能を果たしているとの評価は慎重になされる必要がある。

暗号資産交換業に関する規制の将来展望

号資産・デジタル証券法』商事法務。

神田秀樹（2008年）「金融商品取引法総論—法の構造と有価証券概念」『ジュリスト』有斐閣，第1368号，2-11頁。

金融審議会「決済業務等の高度化に関するワーキング・グループ」（2015年）「報告～決済高度化に向けた戦略的取組み～」

金融審議会「金融制度スタディ・グループ」（2018年）「中間整理－機能別・横断的な金融規制体系に向けて－」

デジタル・分散型金融への対応のあり方等に関する研究会（2021）「中間論点整理」

金融審議会「資金決済ワーキング・グループ」（2022年）「報告」。

金融審議会「資金決済制度等に関するワーキング・グループ」（2025年）「報告」

楠正憲（2024年）「Web3はWeb2を飲み込むのか」松尾真一郎ほか『Web3の未解決問題』日経BP，142-154頁。

栗田青陽（2024年）「Solanaにおける暗号資産の不正移転事件からみえた課題」松尾真一郎ほか『Web3の未解決問題』日経BP，82-89頁

小森卓郎＝岡田大＝井上俊剛（2020年）『逐条解説 2019年資金決済法等改正』商事法務

佐野史明（2024年）『詳解 デジタル金融法務【第2版】』金融財政事情研究会

清水一平（2024年）「トークンの証券性(1)—急増するブロックチェーン応用ビジネス，証券規制はどこまで及ぶか」松尾真一郎ほか『Web3の未解決問題』日経BP，58-68頁

清水音輝・荒巻陽佑（2023年）『スマートコントラクトの仕組みと法律』中央経済社

堀天子（2024年）「マネー・ローンダリングの防止と匿名性」『ジュリスト』有斐閣，第2024号，42-47頁

増島雅和・堀天子（2023年）『暗号資産の法律（第2版）』中央経済社

松尾真一郎「（2024年）「Solanaにおける暗号資産の不正移転事件からみえた課題」松尾真一郎ほか

『Web3の未解決問題』日経BP，90-99頁。

松尾元信（2019年）「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」の概要」『金融法務事情』金融財政事情研究会，第2119号，6-10頁

湯山壮一郎・中村香織・井町大慧・笠原基和・本間晶・鈴木善計・富永剛晴・関谷康太（2016年）「情報通信技術の進展等の環境変化に対応するための銀行法等の一部を改正する法律の概要」『金融法務事情』金融財政事情研究会，第2047号，66-71頁

Arner, D. W. & Zetzsche, D. A. & Buckley, R. P. & Kirkwood, J. (2024), "The Financialisation of Crypto: Designing an International Regulatory Consensus," *Computer Law & Security Review*, Vol. 53, pp. 1-18.

Baur, D. G. & Hong, K. & Lee, A. D. (2018), "Bitcoin: Medium of Exchange or Speculative Assets?," *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, Vol. 54, pp. 177-189.

Chu, D. (2018), "Broker-Dealers for Virtual Currency: Regulating Cryptocurrency Wallets and Exchanges," *Columbia Law Review*, Vol. 118, No. 8, pp. 2323-2360."

Dell'Erba, M. (2024), "Crypto-trading Platforms as Exchanges," *Michigan State Law Review*, Vol. 2024, No. 1, pp. 1-98.

FATF (2014) "Virtual Currencies: Key Definitions and Potential AML/CFT Risks."

FATF (2015) "Guidance for a Risk-Based Approach to Virtual Currencies."

Gonzalez, N. E. (2022) "Does Cryptocurrency Staking Fall under SEC Jurisdiction?," *Fordham Journal of Corporate and Financial Law*, Vol. 27, No. 2, pp. 521-561.

Hart, J. S. (2021) "Policing Proof-of-Stake Networks: Regulatory Challenges Presented by Staking-

- as-a-Service Providers and the Need for Tailored Regime," *Columbia Science and Technology Law Review*, Vol. 23, pp. 192-228.
- IOSCO (2023) "Policy Recommendations for Crypto and Digital Asset Markets Final Report"
- Johnson, K. N. (2021), "Decentralized Finance: Regulating Cryptocurrency Exchanges," *William & Mary Law Review*, Vol. 62, No. 6, pp. 1911-2002.
- Lehmann, M. & Held, A. & Krysa, F. & Prevost, E. & Schinerl, F., & Vogelauer, R. (2023) "Staking Your Crypto: What are the Stakes?," *Journal of Business and Technology Law*, Vol.19, No.1, pp. 53-104.
- Levitin, A. J. (2023), "Not Your Keys, Not Your Coins: Unpriced Credit Risk in Cryptocurrency," *Texas Law Review*, Vol. 101, No. 4, pp. 877-954.
- Reyes, C. L. (2024), "Law's Detrimental Reliance on Intermediaries," *George Washington University Law Review*, Vol. 92, No. 6, pp. 1343-1390.
- Yadav, Y. (2023), "The Centralization Paradox in Cryptocurrency Markets," *Washington University Law Review*, Vol. 100, No. 6, pp. 1725-1758.
- (東京大学大学院法学政治学研究科教授)