

# 暗号資産を 規制するには

適切なルールで安全に革新を実現

アディティナ・ナレイン マリーナ・モレッティ

**暗**号資産は10年以上前から存在しているが、その規制への取り組みが最重要政策課題となったのはここ最近のことだ。その理由のひとつは、かつては使い道のないニッチ商品であった暗号資産が、投機的投資、弱い通貨に対するヘッジ、将来的な決済手段として主流になったのがここ数年のことだからだ。

暗号資産の時価総額が不安定ながらも目覚ましい成長を遂げ、規制の対象となっている金融システムに暗号資産が徐々に入り込んできたことがきっかけとなり、その規制に向けた取り組みが強化されている。暗号資産の多種多様な商品・サービスが拡大し続けていることや、その発行・取引を促進する革新が進んでいることも規制を促している。また、暗号資産の発行者と取引所、ヘッジファンドによる失敗、さらには最近の暗号資産の大幅な下落が、規制に向けた動きに弾みをつけた。

暗号資産に既存の規制枠組を適用すること、あるいは新たな枠組を形成することは、複数の理由から困難である。まず、暗号資産業界は急速に進化している。規制当局は、資源が不足しているうえに、他にも多くの優先課題を抱えており、暗号資産業界の進化についていくための人材の確保と技術の習得に苦心している。暗号資産市場について十分な情報が揃っていないため、監視が難しいほか、規制当局は、通常の開示義務や報告義務の対象とならない可能性のある何千もの市場参加者を監視することが困難と感じている。

## 遅れを取り戻す

厄介なことに、多種多様な取引や商品、ステー

クホルダーを示す用語は世界で統一されていない。「暗号資産」という用語自体、類似する技術（暗号技術と、しばしば分散型台帳）を用いて非公開で発行され、主にデジタルウォレットと取引所を介して保管・取引できる幅広いデジタル商品を指す。

暗号資産が実際に使われたり、使う意図があったりすると、（銀行、商品、証券、決済等の規制当局をはじめとする）根本的に異なる枠組と目的を持つ複数の国内規制当局の注意を一斉に引く。一部の規制当局は消費者保護を最優先するかもしれない。他方、他の当局は安全と秩序、金融健全性を最優先する可能性がある。さらに、従来の金融規制の対象になりにくい多様な暗号資産市場参加者（マイナー、バリデーター、プロトコルデベロッパー）も考慮しなければならない。

金融市場で活動する事業体は通常、特定の活動を特定の条件下で定められた範囲内で行うことが認められている。しかし、それに伴うガバナンスとプルーデンス、受託者責任を、基礎となる技術故に特定が難しい参加者や、システムに臨時参加または任意参加している参加者に当てはめることは容易ではない。規制は、暗号資産取引所のような一部の中央集中型事業体に集中した、相反する役割を巻き戻すことを考慮しなければならないかもしれない。

最後に、国内当局は、暗号資産エコシステムの参加者とアクティビティの双方を規制できる枠組を形成するだけでなく、暗号資産を作る基礎となる技術を他の公共政策目標とどのように両立するかについて立場を決めなければならないかもしれない。一部の暗号資産をマイ

ニングするために必要となる膨大なエネルギーなどが挙げられる。

本質的に、暗号資産は電子的に保管・アクセスされる単なるコードである。物的担保または金融的担保による裏付けがある場合もあれば、ない場合もある。不換通貨や他の価格、貴重品に固定することにより、価値が安定していることもある。特に、暗号資産の電子ライフサイクルは、ありとあらゆる種類の技術関連リスクを増幅させており、規制当局は、今もなお、これらのリスクを必死で主要な規制に組み込もうとしている。このようなリスクには、主にサイバーおよび運用に関連したリスクが含まれる。こういったリスクは、ハッキングによる制御・アクセス・記録の喪失や不慮の喪失が大きな話題となった事案により表面化した。

こうしたリスクの一部は、暗号資産システムが非公開のままであったなら、さほど大きな懸念にはならなかったかもしれない。しかし、すでに状況は変わってしまった。レバレッジと流動性の提供、融資、価値の貯蔵といった金融システムの多くの機能が、今では暗号資産市場において模倣されている。主流プレイヤーたちは、資金をめぐる競い合い、利権を強く要求している。このような状況から、暗号資産市場に「同じビジネス、同じリスク、同じルール」原則を必要な変更を加えたうえで適用すべきという声が高まっており、規制当局は対応を迫られている。この状況は、公共政策における別の難題も突き付けている。それは、暗号資産市場に同じような中央金融機関とセーフティーネットを求める声が高まる前に、ふたつのシステムをどこまで緊密に統合することができるかという課題である。

## 各国の対照的なアプローチ

各国の規制当局や国際的な規制機関が何もしてこなかったわけではない。むしろ、多くのことを進めてきた。日本やスイスをはじめとする一部の国は、暗号資産とサービスプロバイダーを対象とするための法改正を行ったり、新たな法案を提出したりしており、欧州連合、アラブ首長国連邦、英国、米国を含む他の国は起草段階にある。しかし、各国の国内規制当局は、全体として、暗号資産の規制政策について非常に異なるアプローチを取っている。

極端な例では、規制当局が居住者による暗号資産の発行または所有、支払い等の特定の目的のための取引または使用を禁止している国がある一方で、これを歓迎して、企業による市場開発を奨励させている国もある。結果として、各国の対応はバラバラである。そのため、暗号資産事業体

がインターネット上で誰もがアクセスできる状態を保ちつつ、最も規制の緩い法域に移転する中で、公平な競争の場も、底辺への競争の防止策も保証されない状況となった。

国際的な規制コミュニティも、何もせずにただ成り行きを見ていたわけではない。当初の主要な課題は、マネーロンダリングや他の違法な取引に暗号資産が使用されることを防止し、金融の健全性を維持することであった。金融活動作業部会 (FATF) は、迅速に対応し、あらゆる仮想資産サービスプロバイダーのためのグローバルな枠組みを提供した。証券監督者国際機構 (IOSCO) もまた、暗号資産取引に関する規制ガイダンスを公表している。しかし、これらの取り組みに弾みをつけたのは、「グローバルステーブルコイン」としてはやされ世界的な注目を浴びたりブラの発表だった。

金融安定理事会 (FSB) は、暗号資産市場の監視を開始し、グローバルステーブルコインの規制上の取り扱いの指針となる一連の原則を公表した。そして現在は、裏付けのない暗号資産を含む、幅広い暗号資産を対象としたガイダンスを作成中である。他の基準設定機関もこの例にならば、金融市場インフラのための原則を、システム上重要なステーブルコインに関する取り決め (決済・市場インフラ委員会 (CPMI) と IOSCO) と、金融機関の暗号資産へのエクスポージャーのプルーデントな取り扱い (バーゼル銀行監督委員会 (BCBS)) に適用するための取り組みを行っている。

規制の基礎構造は構築されつつあり、いずれその造りが明らかになるだろう。しかし、この取り組みに時間がかかればかかるほど、より多くの国内当局が異なる規制枠組に閉じ込められてしまう恐れがある。だからこそ、IMFは以下のような特徴を有するグローバルな対応を呼びかけているのだ。(1) 本質的に部門や国境をまたぐ発行から生じる規制上のギャップを埋めて、公平な競争の場を保証できるよう調整されている。(2) 一貫性があり、活動・リスクの範囲全般において主流な規制アプローチを取っている。(3) 包括的であり、暗号資産エコシステムのすべての参加者およびすべての局面を対象とする。

グローバルな規制枠組は、市場に秩序と消費者の信頼をもたらす、許される行為の範囲を明確にし、有益な革新の継続を可能にする安全な場を提供するだろう。FD

**アディティナ・ナレイン**はIMF金融資本市場局副局長。**マリーナ・モレッティ**はIMF金融資本市場局の局長補佐。