【特集】押さえておきたい 仮想通貨の論点

消費者が安心して仮想通貨を売買・利用するための要件

価格ボラティリティへの対処や分散投資の実現などを進めよ

マネーフォワード
取締役兼Fintech研究所長
瀧 俊雄



執行役員
渉外・事業開発担当
神田 潤一



わが国における仮想通貨を巡る制度整備は、本年施行の改正資金決済法を契機として大きく進展し、先進国のなかでも先駆的な取組みが実現した状態にある。とはいえ、仮想通貨には価格の乱高下や決済のファイナリティなどに関する課題があり、技術革新による課題解決にはまだ時間を要するとみられている。本稿では、消費者が安心して仮想通貨を売買・利用できるゴールイメージを明らかにし、わが国が仮想通貨活用の国際的なフロンティアに立つための要件を提示する。

仮想通貨の有用性をいかに示すか

わが国では、２０１４年のマウント・ゴックス事件によって仮想通貨の制度整備が停滞するかと思われたが、国際的な議論などを追い風にむしろ急ピッチで進められてきた。仮想通貨元年とも呼ばれる今年に入って改正資金決済法が施行され、仮想通貨交換業者の登録が進んでいるほか、他の先進国にも先駆けた、実体経済における仮想通貨の活用が現実化しつつある。そして、ビットコインの価格高騰や分裂騒動、消費税の非課税化といったトピックとも相まって、高い関心を集めてきた。

しかし、一般的な消費者にとって、現時点では仮想通貨の存在は投機の対象の域を出ていないのも事実である。購入者からの価値の収奪につながるような「詐欺コイン」への警戒感も現われるなど、改正資金決済法が意図し、関係者や消費者の多くが期待していた状況にあるとはいいがたい。こうしたなか、仮想通貨自体が真に有用であることを示す取組みが、従来の想定以上のスピード感で求められているのではなかろうか。

本稿では、現時点における消費者目線での仮想通貨の課題を整理しながら、普及への要点を明らかにする。仮想通貨を安心して「買う」ことができ、「使う」ことができるというゴールイメージを探ることで、プレー

ヤーの事業展開と当局の制度整備に向けた提言としたい。

安心して「買う」には

①価格のボラティリティ

ビットコインやイーサリアムという主要な仮想通貨の価格を、本稿執筆時点とその12カ月前とで比較すると、それぞれ10倍、50倍という通常の資産ではみられない高騰ぶりを示してきた。それぞれの仮想通貨の供給には一定の制約がある一方、その裏付けとなる価値は複雑かつ多面的であることに鑑みれば、このような価格のボラティリティが当面落ち着く根拠はなく、少なくとも「安定して保有できる」とはいえない状況にある。

投機目的ではなく決済等に用いる場合であっても、消費者は仮想通貨の購入にあたって大きな価格変動リスクにさらされている。そうしたリスクへの対応としては、購入に際して時間分散を実現するツールがあることが望ましい。具体的には、定期積立型の購入スキームやＶＷＡＰ取引（出来高加重平均取引）のように、価格変動が生じても事後的に納得性の高いサービスを提供することである。現時点ではアクティブな売買タイミングを志向する投資家を対象としたビジネスモデルが多いように見受けられるが、新たなサービスを通じて時間分散による購入を促進できれば、より幅広い保有者の誕生が期待できると考えられる。

②銘柄の分散ニーズ

投資資産としての仮想通貨は現時点ではコモディティに近い存在と考えられる。コモディティ投資の場合、ごく一部の投資環境を除けばファンダメンタルにリターンを生まない資産であるため、全資産のうちＸ％だけ割り当てる、という意思決定がなされやすい。しかし、そのような決定がなされるとしても、どの仮想通貨をどの程度の配分で保有するのかという問題が残る。

この問題をより複雑化しているのが、仮想通貨のハードフォーク（注1）である。ビットコインを例にとれば、年内に複数のハードフォークが予定され、それぞれが新たなコインを生むことになるなど、保有すべき銘柄が流動的な状態にある。仮想通貨の将来像に関する議論では、現在のビットコインが全仮想通貨のなかで占めるシェアは将来的に10～30％にとどまるといった観測（注2）もあるなかで、「安定的に複数の仮想通貨のエクスポージャーをもちたい」と考える投資家には絶えず新たな仮想通貨の誕生を気にしなければならないという不便さが生じてしまう。

このような銘柄分散ニーズに適切に応えるためには、まずは「仮想通貨価格指数」の形成と、そのトラッキングを可能とするインデックス投資手段が生まれることが望ましい。すでに海外では、米独立系調査会社のファンドストラット社のように指数の形成やインデックス投信の組成を目指す動きがみられるが、日本でも同様の事業展開が求められるのではないか。

③取引所の分散ニーズ

現状の交換所においては、同一の仮想通貨の価格が取引所によって異なったり、システム負荷等の理由から常時の取引が行えなかったりするケースが存在する。また、歴史的にはサイバーアタックにより取引所の顧客資産が収奪されてしまう事態も発生してきた。そのため、初心者向けの投資サイトなどの記載をみると「複数の取引所での口座開設が必要」といった記載が多くみられる。

サイバーアタックに対する対応は別個の問題であるとしても、取引所の分散ニーズに対しては、通常の証券取引における制度や慣行が参考になろう。具体的には、なんらかの最良執行を提供できるブローカーディーラーの存在が一つの回答である。また、投資者保護基金に相当するような、わかりやすい顧客資産保護の仕組みも求められる。

④税制のあり方

現状の仮想通貨から生まれる利益は個人であれば雑所得として扱われるため、損失の繰り延べや損益通算に用いることができない。その結果、仮想通貨投資では基本的にロングオンリーの保有者像が想定され、それゆえに前記②や③で指摘したニー

ズが強まることにもつながる。また、今後は仮想通貨が投資対象のみならず、決済や送金の手段として利用されていくことを展望すると、税制のあり方の議論は避けて通れない課題と考えられる。

⑤普及に向けたリテラシーの涵養

コモディティ投資を直接行ったり、コモディティの保有比率を著しく高めたりすることが一般的な投資家にとってなじみがないが、仮想通貨の保有についてもリスク管理に関する相応のリテラシーが求められるし、自分の資産が適切なエクスポージャーとなっているかを確認する手段も重要である。後者については、当社も提供しているＰＦＭ（Personal Financial Management：家計・資産管理）ツールの役割と考えており、たとえば損益シミュレーションやリスク算定を行うサービスが充実していけば、ポートフォリオを形成する資産の一つとして、適切なリスク配分に基づく仮想通貨の保有が行われやすくなると考えられる。

安心して「使う」には

仮想通貨の本源的な価値は、①安定した資産価値を有し、②どこでも使うことができる――という性質に依存する。以下では、その過程で避けられない三つの論点を整理する。

①通用性の向上

jpbitcoin.com社の調べによると、本稿執筆時点において、国内でビットコイン決済を使うことができる店舗の数は通信販売が54、実店舗が２１８である（注３）。家電量販店や旅行代理店でビットコインの利用が可能となったとはいえ、通用性という通貨の特性を獲得するにはまだ遠いという現実がある。

仮想通貨のもつバーチャルな経済圏を維持しつつ、現実の世界における決済サービスの加盟店を獲得していくには、中国においてアリペイやウィーチャットペイが発展してきた経緯が参考となる。これらのサービスでは、もともと通販機能などが存在していたなかで、ユーザー間での強いネットワーク効果が発生するサービス（たとえば割り勘やお年玉といったＰ２Ｐ送金）がユーザーを爆発的に広げてきた。そして、そのユーザーがもつ購買力を武器として、ＱＲコードという安い加盟店獲得（アクワイアリング）手段を活用していった背景がある。この過程にヒントを得るのであれば、Ｐ２Ｐ送金サービスの誕生や、すでに展開している決済代行事業者やカード会社、決済ネットワークとの協業は、仮想通貨による決済を行える加盟店を増やすにあたって重要な一途となる。米国のShift Payments社などが実現しているデビットカードとの連携などは、その参考となるだろう。

②ファイナリティの確保

ビットコインをはじめとする仮想通貨には、決済のファイナリティを確保するなかで記録可能な取引数の容量が現実的な制約となっている。この点については、すでにさまざまな議論が尽くされたうえで、取引が完結しないことによる弊害やネットワークの渋滞に伴う取引コストの増大が問題となっている。

これらの構造的な問題に対しては、現在の仮想通貨の発展段階をインターネットの黎明期になぞらえて、今後の技術的解決に期待する声が散見される。しかし、それはあくまでも供給者の論理であり、消費者の同意が得られるものではない。仮想通貨が実用期に移行しつつあるのであれば、ファイナリティを担保すべく、損害保険を用いる（注４）といった現実的でわかりやすい補完策が求められよう。

③価値の安定化

前述のとおり、現状の仮想通貨はボラティリティが大変高く、小口決済の場面や飲み会の精算で用いるには適さないともいえる。ブロックチェーン推進協会が実験を進める仮想通貨「Ｚｅｎ」のような、日本円に対して価格が安定した通貨こそが、現時点では多くの消費者にとって利便性が高いのではないか。

前記①～③に共通するキーワードは、消費者が概念的に「理解できる」ツールとして仮想通貨を提供することである。ブロックチェーンの仕組みは、多くの関係者にとっては、その技術

的な新しさや改竄・障害への耐性が魅力的に映る一方、大半の消費者にとっては、それらのメリットを理解することさえ容易ではない。そうした一般の消費者との知識ギャップを埋められるように、より多面的な通用性を確保しながら、わかりやすさを追求することが急務といえる。

建設的な政策議論に向けて

仮想通貨に限らずフィンテック全般に指摘されることであるが、技術革新に関する議論では往々にして、技術の中身の話が先行し、ユーザーのニーズは後回しになる傾向がある。一方で、日本経済が構造的に抱えてきた諸問題や多くの制度的課題を一挙に解決する、いわゆる「銀の弾丸」として、仮想通貨ならびにブロックチェーン技術に寄せられる期待は大きい。

もっとも、政策面に関する議論では「どの問題を解決すべきか」が明確化されるべきであろう。現状、仮想通貨の議論と並んで話題にのぼることが多いのが、中央銀行が発行する法定通貨のデジタル化（電子法定通貨化）がスマートフォンの普及によって大きく現実味を帯びつつあるという議論である。他方、転々流通性を有さない前払式支払手段が「電子マネー」と呼ばれるなかで、銀行自身が電子マネーを運営すれば、転々流通性を付与できるかもしれないというテーマもある。また、銀行間送金や国際間送金におけるコストや手間が、台帳やネットワーク制度に起因する問題として存在している。究極的には、中央銀行によるシニョレッジの独占性に関する議論もある。

これらの課題に対する包括的な解決策はない。ティンバーゲンの定理が示すとおり、独立した複数の政策目標を達成するには、同じ数の政策手段が必要である。その前提のもと、ユーザーの真に役に立つサービスの誕生と制度設計が求められている。

（注）1　ブロックチェーンの分岐に際して、互換性のない新・旧の仮想通貨を誕生させる仕組み。

2　17年10月24日に行われたフィンテック・カンファレンス「Money 20/20」のセッションにおける、Ｋｉｋ社のリビングストンＣＥＯとパンテラ・キャピタル社のモアヘッドＣＥＯの発言から。

3　17年11月22日時点での同サイトによる調査結果。

4　三井住友海上火災保険は仮想通貨交換事業者に向けて、ビットコインで支払いが正しく完了しなかった場合の補償サービスを提供している。

たき　としお
04年慶應義塾大学経済学部卒。野村資本市場研究所、野村ホールディングス経営企画部を経て、12年マネーフォワード設立に参画。金融庁「フィンテック・ベンチャーに関する有識者会議」委員。米スタンフォード大学ＭＢＡ。

かんだ　じゅんいち
94年東京大学経済学部卒、日本銀行入行。金融機構局等を経て、15年8月から金融庁総務企画局信用制度参事官室企画官として、フィンテックに関連する調査・政策企画に従事。17年9月にマネーフォワードに入社、12月から現職。米イェール大学大学院修士。