



Baroque Monthly

TOP NEWS

LINE 取引所運営開始 益々進む日本離れ

7/16、LINE 株式会社が暗号通貨取引所 BITBOX の運営を開始した。直接的にはシンガポールに拠点を置くグループ子会社 LINE Tech Plus が運営を担う。取扱通貨は BTC, ETH, BCH, XRP といった主要通貨を含む約 30 通貨で、BTC, ETH, USDT 建ての取引が可能。フィアット建て取引は通常の取引所と違い行うことができない。また、BITBOX は規制の影響から日本と米国をサービス対象地域から除外している。その他、セキュリティ面に力を入れるとプレスでは強調されており、例として社内の上場通貨審査プロセス、米国ソフトウェア企業 Bitgo との提携が挙げられた。以上を見ると、BITBOX は日本の QUOINE 株式会社が海外向けに提供する取引所 Qryptos に近いと言えるだろう。

LINE (株) は今年 1 月に金融庁へ暗号通貨交換業者の登録申請を行なったが、以降 Coincheck 騒動も影響し審査待ちの状況が続いていた。その中、今回の BITBOX 開設は国内サービス展開に先駆けた取り組みとなる。規制を理由に国内を後回しにし、海外での地盤作りを先に行おうという考えがあるのだろうが、メルカリやマネーフォワードをはじめ多くの企業が同様に金融庁の登録審査待ちとなる中、LINE (株) はどこか他社を出し抜いた感がある。6 月にこの発表があった時には、多くの人が驚いたのではないだろうか。韓国やタイを中心とするアジア、ユーザー数のさらなる拡大を図る中東、欧州と、海外に顧客基盤を持つ LINE (株) だからこそできた決断である。今後グループ内の各種サービスとどのように連携していくのか、その動向に注目である。

Coincheck 騒動が起きて以降、金融庁は業界への規制を強めるばかりである。国内ほとんどの交換業者は業務改善命令を受け、その新規登録審査も一向に進む気配がない。このような状況を受け、海外業者は次々と日本からの撤退を進めている。そして今回、国内企業が日本ではなく海外で交換業を開始するという動き

まで見られた。Binance や Huobi、OKEX といった大手取引所が幅を利かせる海外では、国内どの企業であっても新規参入することは容易ではない。そもそも今から取引所ビジネスに参入しようというのが難しい。しかしながら、日本で今の状況が続けば、交換業者に限らずウォレット企業、ブロックチェーン開発企業等々国内企業による「日本離れ」は益々加速すると思われる。企業だけではない。ユーザー側から見ても日本語対応していることを除いて国内のサービスを使う理由が見当たらない。

以下、金融庁が制限する 3 つの機会を挙げて述べていこう。第一に、金融庁は「開発機会」を制限している。日本の交換業者が業務改善命令への対応に追われている時間、日本の企業が新規登録審査を待つ時間に、海外では新しい技術、新しいサービスの開発が驚くべきスピードで進められている。日本を代表する bitFlyer は米国、欧州双方でライセンスを取得した初めての取引所として過去世界的にも注目されたが、その後何か目立った動きはあっただろうか。MoneyConf 2018 で欧州メンバーに話を聞いた際にも、欧州でサービスを拡大している様子は見受けられなかった。一方で、世界トップの取引所では独自通貨を発行したり、インデックスを作ったり、資産管理サービスを始めたりと様々な新しい取り組みが行われている。かつて取引所として世界一を取ると豪語していた姿はどこへ行ってしまったのだろうか。

次に金融庁は「取引機会」を制限している。日本では、金融庁から認可を受けた通貨しか取引することができない。執筆時点でわずか 20 通貨と海外に比べて圧倒的に少ないことがわかるだろう。最近話題の EOS や Stellar、日本人が代表を務める OmiseGO、ALIS などその中には含まれていない。これは投資家からすれば、株式市場において取引できる銘柄が少ないことと全く同じ状況である。このような状況になれば、投資

家は取引機会を求めて海外の取引所に流れるのが自然であり、これと同じことが暗号通貨市場においても起きているのである。事業者側からしても、取扱通貨が制限されるということは、すなわち収益機会を制限されるということであり、これを理由に事業を海外にシフトすることは最適な経営判断とも言えるだろう。

登録業者名	取扱通貨
株式会社マネーパートナーズ	BTC
QUOINE株式会社	BTC, ETH, BCH, QASH, XRP
株式会社bitFlyer	BTC, ETH, ETC, LTC, BCH, MONA, LSK
ビットバンク株式会社	BTC, ETH, XRP, LTC, MONA, BCC(BCH)
SBIバーチャル・カレンシーズ株式会社	BTC, XRP, BCH
GMOコイン株式会社	BTC, ETH, BCH, LTC, XRP
ビットトレード株式会社	BTC, ETH, XRP, LTC, MONA, BCC(BCH)
BTCボックス株式会社	BTC, BCH, ETH, LTC
株式会社ビットポイントジャパン	BTC, ETH, XRP, LTC, BCC(BCH)
株式会社DMM Bitcoin	BTC, ETH
株式会社ビットアルゴ取引所東京	BTC
Bigate株式会社	BTC
株式会社BITOCEAN	BTC
株式会社フィスコ仮想通貨取引所	BTC, MONA, FSCC, NCXC, CICC, BCH
テックビューロ株式会社	BTC, MONA, BCH, XCP, ZAIF, BCI, SJCX, PEPECASH, FSCC, CICC, NCXC, Zen, XEM, ETH, CMS
株式会社Xheta	BTC, ETH, BCH, XRP, LTC, ETC, XEM, MONA, XCP

金融庁 HP より引用： <https://www.fsa.go.jp/menkyo/menkyoj/kasoutuka.pdf>

最後に、上述した内容も含め金融庁は「国益機会」を制限している。サービス開発に十分な時間が取れない日本の取引所は、気づけば米中韓の影に隠れる存在になりつつある。現に、海外プロジェクトに直接話を聞いた際には、規制を理由に日本への関心、優先度は薄れていた。どこの取引所を普段使っているかと聞いても、日本の取引所の名前が挙がったことは今まで一度もない。取引量世界最大とも言われた日本は今や、「規制ばかり進む国」と敬遠され、その関心は中韓や東南アジア諸国に移っている。この業界に限ったことではないが、国内企業のプレゼンス低下は国としての地位低下を表す。

政府による取扱通貨の管理については、以前からも議論されてきたことだ。つい最近、Coincheck は金融庁の方針に従い匿名通貨の取扱を廃止した。交換業者登録の認可を受けるには従わざるを得なかったためである。当然 ICO により発行されたトークンの中には詐欺まがいのものも存在し、AML 対策や犯罪防止の観点から一定の規制が必要であることは十分に理解している。しかし、取扱通貨の選択は各々の交換業者に委ねるべきではないだろうか。海外では投票という

形でユーザーに上場通貨を選ぶ権利を与える取引所も増えている。国として取扱通貨を管理することは BTC の理念に反するだけでなく、企業そしてユーザーを日本から遠ざけていることに政府は気づかなければならない。それは国益を得る機会を自ら逃しているということである。

これまで、金融庁の規制が招いた「日本離れ」の現状を見てきた。取引が加熱していた昨年には、多くの人が日本は暗号通貨業界で世界をリードできるのではないかと思っただろうが、それも今では淡い期待となってしまった。確かにルール作りは業界発展の為に必要である。しかし、この業界は金融の世界という以上に技術の世界だ。日々目まぐるしい速さで変化が起こり、その中で頭一つ抜ける為には何よりもスピードが重視される。政府は以前「規制はイノベーションとのバランスを見て」などとメディアに語っていたが、この業界の発展スピードを見誤ったと言わざるを得ない。政府内でブロックチェーン勉強会などとのんきに開催している間に、第一線では新しい技術、プロダクトの開発が次々と進められているのである。Binance の CEO である Changpeng Zhao (通称：CZ) 氏は何よりもスピードを重視する。だからこそ、設立わずか 1 年にして世界最大の取引所となり得ている。

業界に理解がある人であれば「あまりに変化が速く今の状況で明確なルール作りはできない」となるのが普通だろう。欧米各国は基本的にはこのスタンスである。米国 SEC が暗号通貨 ETF の承認を決めかねていることも十分に理解できる。投資家保護の観点はもちろんのこと、その 1 つの決断が業界全体を金融の方向へ大きく動かすことになるかと彼らは理解しているからだ。一方で、日本政府のような頭の固い人だと「まずはルール作りから始めよう」という考えになる。明確なルールが先にできるとどうなるか。業界の発展スピードが抑えられ世界的に遅れをとることになる。

私は今の金融庁による規制が悪いと言っているのではない。少しばかり過度に業界に干渉しすぎていると指摘しているだけである。理解がある上でならまだしも、理解なくしてあれこれ命令を下すのは横暴ではないだろうか。先月初めに、金融庁が暗号通貨関連業者を資金決済法ではなく金商法で取り締まることを検討との報道も見られたが、政府にはその決定によって業界にどのような影響が及ぶのかを十二分に検証した上で決断してほしい。金商法への移行は暗号通貨を金融商品として取り扱うことに他ならず、今まさに世界的に議論されている暗号通貨の証券性の問題と重なるか

らである。米国 SEC の暗号通貨 ETF と同様に、金融庁の金商法移行への決定が業界全体に与える影響は、政府が想像するより遥かに大きい。

Custody サービスの提供

7/2、米国取引所 Coinbase は機関投資家向けに Custody（資産管理）サービスを提供すると発表した。現在の取扱通貨は BTC,ETH,BCH,LTC,ETC の 5 通貨で、欧米の機関投資家向けのサービスとなっている。年末までには ERC20 トークン含め取扱通貨を増やし、アジアにもサービスを拡大する予定である。肝心のセキュリティ面においては、それぞれが独立した個別のコールドウォレットの提供、マルチシグでの管理、外部企業による定期的な監査報告、保険契約など様々な対策が取られている。また、将来的にはユーザーが自身のコールドウォレットから柔軟に資産の出し入れができるよう、独立した安全なホットウォレットの提供を行う予定である。

そもそも Custody サービスとは何なのか。一般に馴染みのない人も多いと思うので、簡潔に説明する。Custody サービスとは投資家に代わって投資家の資産、主に有価証券を管理するサービスを指す。その役割を担う機関を時に Custodian と言ったりもする。Custodian は顧客の委任に基づき、有価証券の保管や売買に係る決済、元金・配当金の受領、議決権行使等の事務を行う。Custody サービスは投資家の事務負担を軽減するだけでなく、有価証券の国際取引を効率化する。例えば、日本の投資家が海外の有価証券を購入した際に、それらを日本国内で管理しようと思えば輸送コストや規制リスクが発生する。また、現地で管理しようにも国によって有価証券の保管、決済方法等の慣習が異なり、それを一から学び対応するのは多大な時間と手間がかかる。しかし、現地の Custody サービスを利用すれば、これらの問題が簡単に解決される。契約形態によっていくつかの種類に分かれるが、ここでは概要の解説に留めることにする。

Custody サービスの需要は、金融市場の国際化が進み国際間取引が増えるにつれて高まってきた。今や証券市場では当たり前のものとなり、Goldman Sachs や Morgan Stanley、HSBC といったグローバル金融企業、国内でも信託銀行やメガバンクを中心に同様の資産管理サービスを提供している。特に日々膨大な国際取引を莫大な資金で行う機関投資家にとって、Custody サービスは投資効率を上げる為にもなくてはならないものとなっている。

一方で、暗号通貨業界では、Coincheck 騒動を契機に暗号通貨資産の保管方法がようやく議論されるようになったが、顧客の資産管理に特化したサービスで目立ったものはこれまでも現れていなかった。取引所に資産を預けるにしても、ハッキングによる Gox（破綻）リスクがあり不安を感じる。個人でウォレットを保有するにしても、秘密鍵の管理が手間、そもそも使い方がわからない、というようにユーザーは少なからず資産管理の面で今もお不安を抱えている。最近になってユーザーフレンドリーなウォレットも増えてきたが、潜在的ユーザーを取り込むにはまだ知識の面でも機能の面でも不十分であろう。

業界内では、機関投資家による市場参入への期待が高まっている。その最たる例が暗号通貨 ETF 実現への期待である。7/8 には米国のシカゴ・オプション取引所（CBOE）が米国 SEC に暗号通貨 ETF を申請した。他にも米国投資会社 Direxion や米国資産管理会社 Bitwise といった複数の企業が申請しており、そのその動向に注目が集まっている。相場もその期待と失望に一喜一憂し、7/27 にはウィンクルボス兄弟申請分が米国 SEC により却下されたことを受けて BTC 価格は大きく下落した。

業界では「暗号通貨 ETF 承認により機関投資家の参入が進み BTC 価格が上昇する」という表面的な部分だけが切り取られ、機関投資家の参入障壁が何であるのかについて深く議論されていないように思う。まずは、暗号通貨の高いボラティリティが挙げられるだろう。米国 SEC が指摘するように市場操作の懸念も否定できない。今流通している BTC の大半は一部のアーリーアダプタ達に保有されていると言われているからである。次に、取引がどこまでスムーズに成立するのかという問題もある。機関投資家の取引ロットは一般投資家に比べて圧倒的に大きい。その分買い手と売り手がいなければならないということであり、その流動性をどう確保するのが課題と言える。BTC 大口保有者が買い手不足を理由にまとまった額をフィアット化することができないという不具合は今においても起きている。

そして、最大の障壁はやはり先ほど述べた資産管理の部分であろう。一般ユーザーでさえも暗号通貨の保管方法に関して不安を抱えている状況で、他者から集めた多額の資産を運用する機関投資家が、セキュリティ面を危惧しないわけがない。今回の米国 Coinbase による Custody サービスの提供開始は、その意味で大きな出来事であった。香港の資産運用会社

や国内でも野村 HD が暗号通貨の資産管理サービス開始を検討しているとの報道もあり、今後機関投資家をはじめ大口投資家向けの Custody サービスは業界内で増えると思われる。逆を言えば、それらが充実しない限りは機関投資家による暗号通貨市場への本格的な参入は難しいだろう。

暗号通貨 ETF の承認を含め、機関投資家が暗号通貨市場に本格参入する日はそう遠い話ではないだろう。それによって BTC 価格が上がるというのかわかる。しかしながら、機関投資家が参入するということは暗号通貨市場が金融市場としての性格を強めるということであり、さらには年金、保険、退職金といった社会的な問題にまで影響を及ぼすことを忘れてはならない。今の市場参加者にそこまでの議論ができる人がどの程度いるのかはわからないが、一つだけ言えることは、価格が動く裏では自分たちの社会、暮らしの変化が少しずつ起きているということである。そのわずかな変化が気づいた頃には大きな変化になっていることは言うまでもない。

Binance ウォレット企業買収

7/31、中国取引所 Binance が米国に拠点を置くモバイルウォレット企業 TrustWallet の買収を発表した。買収額は明らかにされていないが、支払いには法定通貨だけでなく Binance 株そして BNB トークンが使われた。今回の買収に関して Binance 側は「TrustWallet の技術力を評価しており、分散型取引所 (DEX) 構想を含め Binance サービス向上の為に必要であった」と述べている。TrustWallet 側も「経営の部分を Binance に任せることで自分たちは開発に専念することができる」と今回の買収を好意的に受け止めている。TrustWallet の独立性は今後も大部分は維持され、同社ウォレットは Binance の DEX におけるデフォルトウォレットの 1 つになる予定である。

Binance は今回が初めての企業買収となるが、自分たちの成長に必要な企業が見つければ、今後も積極的に買収を行なっていく方針を明らかにした。Binance の CEO である CZ は TechCrunch のインタビューで次のように述べている。「買収は業界発展の為に鍵となる」と。この考えには概ね同意する。取引所、ウォレット企業そして ICO プロジェクトとわずかな数年のうちにその数は膨れ上がり、今もなお増え続けている。これらがどう収束するのかを考えた時に、自然と出てくる答えは買収、合併 (M&A) だろう。仮にそうでないとするならば、全てのプロジェクトが成功するか、詐

欺 (Scam) であるかのどちらかだ。しかし、そのどちらもありえないことは自明である。

以下では、今後起こりうる M&A の形を売り手の視点からいくつかに分けて考察する。まず始めに、取引所の M&A である。これは過去に銀行が辿った歴史を見れば、容易に想像できるのではないだろうか。銀行もそうであるが、国内に十数もの取引所は必要ない。銀行の場合、国際取引に強い都銀と地元根ざした地銀そして外銀と、ある程度の住み分けができています。一方で、取引所の場合は、暗号通貨の世界がそもそもユビキタスな世界である為、国・地域による住み分けができない。つまり、よりユーザー獲得競争が厳しいということになる。今でこそ一定の手数料、スプレッドを確保し、規模の小さい取引所であってもある程度の収益を上げることができるが、それが競争の流れで縮小した時に経営が厳しくなることは明らかである。その時には、M&A という選択が出てくるだろう。

次に考えられるのは、ICO プロジェクトの M&A である。今に ICO プロジェクトを業界、業種、トークン種別等で分けると、似通った内容のプロジェクトがごまんと存在する。この内の 99% が未だにユースケースとして普及していない為、M&A が起きるには時期尚早と言えるが、5 年後 10 年後にこれら全てが残ることはありえないだろう。トークンを売り抜け自然消滅するプロジェクト、だらだらと開発を続け ICO で得た資金で経営を回すプロジェクトが大半な気がしているが、それでも一部のまともなプロジェクトは目標実現の為に同じ理念を持った者同士で M&A という選択を取ると思われる。

暗号通貨、ブロックチェーン関連スタートアップの M&A も今後は増えるだろう。この業界に限らず、技術の世界においては、ベンチャー企業の方が大企業に比べてコアな先進技術を持つ傾向にある。AI, IoT, ビッグデータなど今あるどの技術分野においても M&A は頻繁に起きている。大企業側が技術、人材を買いたいと思う中で、自分たちだけではスケールできない、経営を忘れて開発に集中したいと考えるベンチャー企業も多く、比較的両者の利害関係が一致しやすい為である。冒頭に述べた TrustWallet 買収の話もこのケースと言える。

上述した以外にも M&A の形は様々考えられ、今回の件をきっかけに業界内で同様の動きは出てくるだろう。その中で次に注目したいことは、post-ICO 企業が買われる時にどのような流れになるかである。株式であれば議決権がある為保有割合によって会社関係も

変わってくるが、トークンの場合には議決権という概念がない為、譲渡しようにも難しい。そもそも買われる側はトークンを譲渡するのか。譲渡するしないに関わらずそのトークンは存続するのか。例えば、買い手もトークンを発行していた場合は、一方に価値が偏る可能性があり、その場合には価値が希薄化した方を存続させる意味がなくなる。等々、暗号通貨市場においてM&A市場が出来上がるにはまだまだ解決すべき課題は多い。

Bitmain ポリシー公開

7/25、大手マイニング企業 Bitmain がマイニングおよび発送に関するポリシーを新たに公開した。主な内容は以下の4点。自社が保有するハッシュレートを毎月公開すること。シークレットマイニング、すなはち新しいASICを一般販売する前に自社だけでマイニングしないこと。空ブロック、すなはち何の取引も含まないブロックはマイニングしないこと。Antminer 公式 Twitter アカウントを通して新しいマイニング機器の発送情報を公開すること。プレスによれば、今回のポリシーは業界の公正かつ健全な市場に貢献する為に公開したとのことである。

暗号通貨市場における情報開示は全くと言っていいほど進んでいない。大手取引所でさえも業績動向、財務内容、役員経歴、社内規則といった上場会社のIR情報に当たる一切の情報が開示されていないのである。ICOプロジェクトについて言えば、ホワイトペーパーに書かれていることがそのプロジェクトに関する情報の大半であり、しかもその書かれた情報すら信用性が低いという状況である。中には定期的にブログを更新しユーザーに情報開示しているプロジェクトも見られるが、そういうところは大概において開発が遅くプロダクトもできていない。

このような状況にも関わらず、多くの人が暗号通貨投資に夢中になっているのは驚くべきことである。株式投資の場合、当然投資家は開示情報を元に投資先を選定する。個別企業の業績・財務内容を見るだけでなく、同じ業界内の競合先と比較することもでき、複合的な観点から投資判断を行うことができる。一方で、暗号通貨投資はどうか。BTCやETHのようなメジャーコインに投資するならまだしも、何を見たらその他マイナーなアルトコインに投資ができるのだろうか。これについては私もわからない。気合い？ノリ？勧誘？ふざけているわけではなく、本当にそのレベルの話である。私は職業柄直接ICOプロジェクトと話をする

機会も多いが、それでもなおマイナーコインに投資しようとは思わない。普通の人であればなおさらプロジェクトに関して得られる情報も限られており、その中で投資判断を下すのは投資家の神様と呼ばれるウォーレン・バフェットでも至難の技である。

これは非常に不可解な状況ではあるが、良い面もある。それは、暗号通貨投資から始めた人が株式・為替市場へと流れ、株価の上昇さらには「貯蓄から投資へ」の考えの定着をもたらすと考えられる点である。日本人は欧米に比べて投資に消極的であり現金貯蓄を好む傾向にあるが、その日本人の多くが若者を中心に暗号通貨に資金を投じているのである。これを投機と見るか契機と見るかは人それぞれだが、少なくとも私はこれを単なる投機とは見ておらず、日本の投資に対する考え方を考える契機だと捉えている。

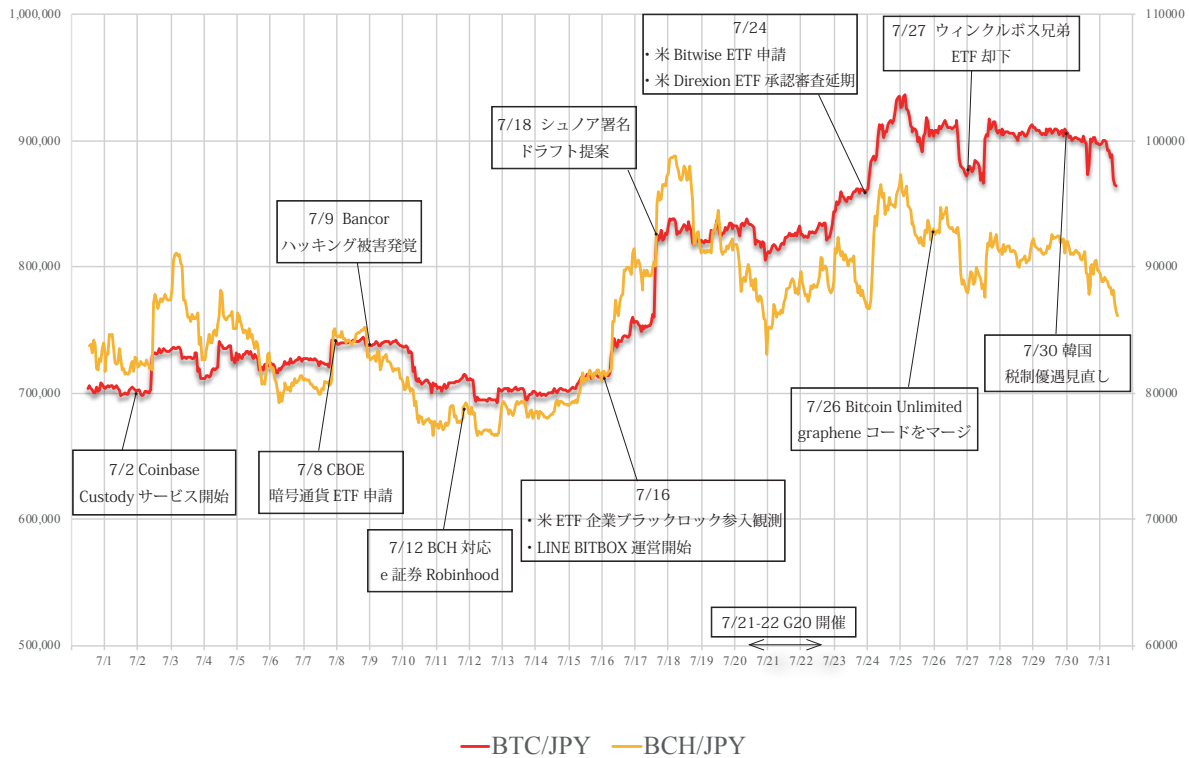
そう考える一方で、日本人は損に弱いということも十分に理解している。大抵の日本人は一度投資をして損失を被った時には「やっぱり投資は儲からない、現金が一番」という思考に至る。詐欺被害に遭った時にはもはや再起不能の状態になるだろう。決して再び投資をしようなどとは思わないはずだ。このような事態を避ける為にも、政府は暗号通貨市場の透明性確保に動かなければならない。それは規制をかけることで悪意あるプレイヤーを排除しろということではなく、あくまで市場の健全性を維持する方向に業界を導くべきであるということである。

今回、Bitmain が社内ポリシーを公開したことは、業界にとっても良い流れである。些細な情報かもしれないが、大企業が先導して情報開示することで業界全体の健全化が進んでいく。情報開示は分散性の議論とは全く関係がなく、企業にとってもユーザーの信頼を得る意味で良いことであるはずだ。それにも関わらず情報開示をしたがらないというのは、何か社内に関係があるか、利益体制への政府による口出しを恐れているかどちらかだろう。いずれにせよ、政府が一定の情報開示を義務化することは時間の問題である。

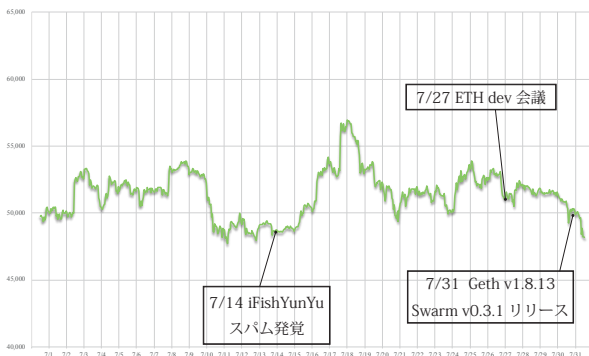
著：松嶋

Market Review

BTCとBCHから読み解く7月の相場動向



ETH/JPY



XRP/JPY



先月の相場回顧

BTC は月初より安定的な推移となっていたが、分散型取引所 Bancor ハッキング事件を機に下落基調へ転じた。しかし、米 ETF 企業ブラックロック参入観測をはじめ暗号通貨 ETF に関する報道が重なると、市場では米 SEC による ETF 承認期待が高まり買いが集中。BTC=90 万円台まで上昇しおよそ 2 ヶ月ぶりの水準を回復した。ウィンクルボス兄弟の ETF 申請が却下されたことを受け、月末下げる場面も見られたが、ETF 期待は固く影響は一時的となっている。

今月の相場予想

BTC は再度価格を下げる展開となるか。米 SEC による米 CBOE の ETF 審査が 8/10 付近に予定されており、その結果次第で相場は大きく動くと思われる。個人の予想として延期あるいは却下という結論になり、失望売りから再び価格を下げる展開になると考えている。市場での期待が高かったゆえに、その反動で今期最安値と見られる BTC=65 万円を割り込むこともありうるだろう。また、今月は各国夏季休暇シーズンとなり、株式市場におけるサマーラリーがどう影響するのかにも注目。