

デジタル資産の産業構造

ディスカッション・ペーパー（1.0 版）サマリー

原典：デジタル資産の在るべき産業構造スタディ・グループ（2026 年 8 月 5 日）

1 本ペーパーの目的（第 1 章）

暗号資産（ビットコイン等）、ステーブルコイン（法定通貨に価値を連動させた決済用トークン。以下「SC」）、セキュリティトークン（株式や信託受益権等の有価証券をトークン化したもの。以下「ST」）といった、ブロックチェーン技術を用いたデジタル資産の存在感が高まっています。国内の暗号資産交換業者における口座開設数は 2026 年 3 月時点で 1,400 万を超えた一方、詐欺的な取引やセキュリティ事故も後を絶たず、利用者保護の課題も指摘されています。

こうした中、2026 年 7 月には、暗号資産の規制を資金決済法から金融商品取引法（金商法）へ移すこと等を内容とする改正法が成立し、制度の枠組みが大きく見直されようとしています。本ペーパーは、この歴史的な転換点にあたり、デジタル資産に関わる産業が健全かつ持続的に発展していくための「産業構造の在り方」を、産官学が協力して議論するための出発点として作成されたものです。何らかの結論を出すことなく、幅広い論点・仮説を整理・記録することを目的としており、今後も 2.0 版、3.0 版と更新を重ね、デジタル資産産業についての「教科書」のような役割を果たすことが目指されています。

2 デジタル資産市場の特徴（第 2 章）

本ペーパーが主に扱うのは、金融に関係するデジタル資産である暗号資産・SC・ST です。暗号資産は当初は決済手段として期待されましたが、現状は投資目的での保有が中心です。世界では 1 万を超える暗号資産が発行されているのに対し、日本の交換業者が取り扱うのは 111 銘柄（2026 年 7 月時点）にとどまります。SC は世界では米ドル建ての USDT・USDC が広く使われ、円建て SC の本格的な発行・利用はこれからという段階です。ST は国内の発行者が国内の投資家向けに発行するものがほとんどです。

デジタル資産の取引には三つの層があります。国内の登録業者を通じて行われる「ローカル」な取引、日本の利用者が海外業者と行う「インターナショナル（クロスボーダー）」な取引、そして、特定の国の事業者や法制度を前提とせず、ブロックチェーン上の分散型取引所（DEX）や分散型金融（DeFi）で行われる「グローバル」な取引です。この三層がそれぞれ相当の規模で並行して存在し、複雑に絡み合っている点が、伝統的な金融との根本的な違いです。規制は各国の主権に基づく基本的にローカルなものであるため、いずれか一つの層を規律しても他の層への影響を遮断できません。

リスクの面では、信用リスク・流動性リスク・市場リスクといった伝統的な金融と共通するリスク（ただし価格変動や法的不確実性は相対的に大きい）に加え、署名鍵を盗まれる

と資産の取戻しが困難であること、スマートコントラクトのバグ、一度記録された取引を取り消せない不可逆性、規制やモニタリングの受け皿となる仲介者の不在など、デジタル資産に特有のリスクが存在します。

3 市場を支える多様なステークホルダー（第3章）

デジタル資産市場は、ブロックチェーン開発者やバリデーター（取引承認者）等の「チェーン技術」の柱、暗号資産・SC・STの発行者、取引所、カストディアン（資産の保管業者）、投資ファンド等の「資産」の柱、マーケットメイカー（流動性の提供者）、チェーン分析・監査等のサービス提供者からなる「サポート」の柱という三つの柱に属する多様なステークホルダーと、投資家・利用者によって構成されています。

重要な特徴は、これらの機能の多くが法域（国境）に縛られずに提供できることです。世界中からの需要を集めてスケールメリットを確保したグローバルなプレイヤーが競争力を高めやすく、特定の国のみで活動するプレイヤーが自立・持続するためのハードルは構造的に高いのが実情です。

4 日本のビジネス構造：二層構造と海外依存（第4章）

日本の暗号資産ビジネスは、「国内の登録業者と自主規制機関が担う配布・利用者保護のレイヤー」と、「海外の大手取引所（グローバル CEX）とデリバティブ市場が担う価格形成・流動性のレイヤー」という二層に分かれています。国内の取引規模はグローバル CEX 総取引高の 0.4%程度にすぎず、価格形成における日本市場の影響力は構造的に限定されています。

また、カストディ、ブロックチェーン分析、コード監査、ウォレット、オラクル等のインフラ・技術レイヤーを担う国内プレイヤーは極めて限定的で、海外事業者への依存度が著しく高く、付加価値の多くが海外に流出する構造にあります。取引所を通じたトークンの発行・販売（IEO）では、販売収益を得る当事者である交換業者自身が審査を担うという利益相反があり、投資適格性を独立して評価する主体が制度的に不在です。さらに、国内登録業者が重い規制対応コストとリスク吸収コストを負担する一方、海外の無登録業者や DEX はそのコストを負担せずに日本の利用者にサービスを提供しており、規制を守る事業者ほど競争上不利になるという不均衡（フリーライダー問題）が生じています。

SC については、2025 年 10 月に国内初の円建て SC「JPYC」の発行が始まりましたが、需要の盛り上がりはまだ見えていません。他方、事業者の実務的な需要（クロスボーダー決済等）は米ドル建て SC に向かっているものの、海外発行 SC の国内での取扱いには厳しい制約があり、参入事業者は実質 1 社にとどまるという構造的なミスマッチがあります。ST は累計発行額約 3,300 億円（2026 年 3 月時点）まで成長したものの、その大半が参加者を限定したパーミッション型チェーン上に閉じており、グローバルな流動性エコシステムとの接続を欠いています。

5 規制の大転換：金融商品取引法への移行（第5章）

日本の規制の特徴は、暗号資産・SC・ST をそれぞれ別に定義し、いずれにも比較的厳格な規制を課している点にあります。2026年7月に成立した改正法により、暗号資産の規制は資金決済法から金商法へ移行します。具体的には、発行者に対する情報公表義務の導入、インサイダー取引規制等の不公正取引規制の適用、投資助言・投資運用に関する業規制、ウォレットサービスプロバイダー等の重要なシステム提供者への規制などが新たに導入されます。

交換業者の約9割が赤字経営と指摘される中、規制対応コストの増加は、廃業・合併・買収といった業界再編を促す可能性があります。他方で、暗号資産ETFの組成や投資助言・投資運用サービスなど、証券会社（第一種金商業者）や投資運用業者等の伝統的な金融プレイヤーにとっては新たなビジネス機会が広がります。総じて、日本の暗号資産関連ビジネスは、より伝統的金融に近い形へと変化し、参加プレイヤーも多様化していくと見込まれます。

6 健全かつ持続的な産業構造のための仮説（第6章）

（1）将来像と五つの危機感

デジタル資産が社会に定着していく場合の経路として、①既存金融の参入拡大、②規制下の金融とDeFi等が並立し利用者が使い分ける「デュアルトラック」の定着、③分散型金融が伝統的金融機能の一部を代替する段階、の三段階が重なりながら進むと展望されます。そして、今この議論が必要な理由として、金商法移行という転換点、公正な競争環境の喪失、インフラギャップの拡大、グローバル市場へのアクセスを欠く「国内完結」状態、計算リソースの地域的偏在、という五つの危機感が挙げられています。例えば、日本には専業カスタディアンや有力なチェーン分析企業が事実上存在せず、また、国内登録業者は海外投資家への門戸を実質的に閉ざしているため、資金の出し手が国内に限定され、資金調達コストの高止まりを招いていると分析されています。

国際的にみると、EUの包括的規制（MiCA）の全面適用や米国のSC規制法（GENIUS法）成立など、2024～2025年に各国の規制整備は急速に進みました。日本は2016年以降規制整備を先行させてきましたが、規制の先行が必ずしも産業上の優位に直結していないことも確認されており、今後は制度の先行性から実効性へと重点を移し、利用者保護・金融安定性・国際競争力の均衡を図る制度設計が求められると指摘されています。

（2）伝統的金融の歴史からの示唆とハイブリッド規制

証券業の歴史は、「適切な規制強化が信頼を生み、信頼が市場を拡大させる」という連鎖と、「競争すべき機能と共有すべきインフラの分離」（清算・保管機能の集約等）が産業の発展を支えたことを示しています。ただし暗号資産では、過度な規制が海外無登録業者やDeFiという代替経路への利用者流出を招きうる点が伝統的金融と異なります。こう

した特性を踏まえ、活動の種類に着目する「機能別規制」、担い手の利益相反管理や財務基盤に着目する「エンティティのガバナンス規制」、スマートコントラクト等に着目する「コード（技術）中心の制度設計」を組み合わせるハイブリッドアプローチが必要と論じられています。

(3) 三つの方向性の仮説

仮説①「機能分離と共有インフラの構築」では、各社が個別に整備することで重複コストが生じている、不公正取引の監視インフラ、カストディインフラ、セキュリティ情報共有（ISAC）の三領域を、業界横断の共有インフラとして整備することが検討されています。

仮説②「伝統的金融・CEX・DeFiの相互補完」では、両者を代替関係ではなく補完関係と捉え、法定通貨との交換点で規制を確保する水際対応、本人確認（KYC）済みであることを示すクレデンシャルのオンチェーン共有、伝統的金融商品のDeFiへの流動性供給（米BlackRockのトークン化ファンドの事例等）、清算・決済における役割分担、伝統的金融機関が信頼できるデータの供給者（オラクル）となるモデル、という五つのシナリオが示されています。ただし、これらは市場原理のみでは自発的に実現しにくく、規制措置や政策的支援が不可欠と指摘されています。

仮説③「分散型金融による新たな投資家・発行体関係」では、株主名簿の管理等をブロックチェーン上で行うデジタルトランスファーエージェントとウォレットにより、発行体と投資家が仲介者を介さず直接つながり、ウォレットが多様な資産と金融サービスを横断する「超総合口座」となる可能性が展望されています。その実現には、私法を含む法制度の省庁横断的な整備、税制、署名鍵の紛失・相続への対処、独立した投資適格性評価機能の確立など、九つの課題があるとされています。

7 今後の議論に向けて（第7章）

日本のデジタル資産産業が直面する構造的課題の核心は、「規制対応コストの非対称的な負担」「インフラの海外依存」「グローバル市場への片面アクセス」という三つの問題が相互に絡み合っている点にあり、これらは市場原理のみでは解消されず、産官学の協調的な取り組みが不可欠であると総括されています。

そのうえで、今後深めるべき問いとして、①競争条件の非対称性にどう向き合うか、②どの機能を国内インフラとして育て、どの機能を海外に依存するか、③何を競争し何を共有するか、④パブリックブロックチェーンへの参加とその公共財としての性格をどう扱うか、⑤DeFiとの共存をどう制度化するか、⑥資本市場の多様化・複線化をどう制度的に支援するか、の六つが提示されています。本ペーパーは、これらの分析・仮説・問いに対する多様な立場からの率直な意見と建設的な批判を歓迎し、開かれた議論を続けていくとしています。