2022年の破綻とその規制上の帰結

Dr Alexander Ressos, TEP
Attorney-at-Law (Switzerland and Germany),
Solicitor (England & Wales and Hong Kong)
Of Counsel, KGP Legal LLC
alexander.ressos@kgplegal.com.sg
www.ressos.com.sg

テラとルナ

最初の衝撃は2022年5月に訪れました。TerraUSDは、姉妹トークンであるルナ（Luna）との裁定メカニズムによって1米ドルの価値を維持するよう設計されたアルゴリズム型ステーブルコインでしたが、同月の第2週にペッグを失いました。数日のうちにルナの価値はほぼゼロにまで下落しました。この崩壊により、1週間で約450億米ドルの時価総額が消失しました。このプロジェクトを運営していたテラフォーム・ラボ（Terraform Labs）は、2018年にド・クォン（Do Kwon）とダニエル・シン（Daniel Shin）がソウルで設立した企業で、後にシンガポールを拠点に活動していました。TerraUSDに対する需要の大部分は、預金者に19.45%の利回りを支払っていたアンカー・プロトコル（Anchor protocol）によって生み出されていました。[1]

© 2026 Dr Alexander Ressos. General information only, not legal, tax or investment advice. No client relationship is created. All Singapore law advice is provided by a duly licensed and regulated firm of Singapore advocates and solicitors only on the basis of an express written letter of engagement. More information at SingaporeIQ.com and ressos.com.sg.

法的な事後処理は、大部分がシンガポールの外で行われました。ド・クォンは2023年3月にモンテネグロで逮捕され、米国で詐欺罪で起訴されました。同氏は2025年8月に2つの訴因について有罪を認め、2025年12月11日に禁錮15年の判決を言い渡されました。テラフォーム・ラボは、2024年1月21日に米国連邦倒産法第11章に基づく破産を申請していました。2022年9月には、シンガポールの投資家がシンガポール高等法院に集団訴訟を提起しました。これは、シンガポールの裁判所が暗号資産市場の損失をめぐる紛争の場となっていたことを示すものでした。[2]

スリー・アローズ・キャピタル

テラの崩壊は、スリー・アローズ・キャピタル（Three Arrows Capital）を道連れにしました。同社は2012年にスー・ジュー（Su Zhu）とカイル・デイヴィス（Kyle Davies）が設立し、シンガポールに本社を置くヘッジファンドでした。このファンドはルナに多額の投資を行い、多くの暗号資産レンダーから借入れをしていました。2022年6月、同ファンドはマージンコールに応じることができなくなりました。2022年6月27日に英領ヴァージン諸島の裁判所が清算を命じた後、清算人は2022年7月2日に米国連邦倒産法第15章に基づく承認を申し立てました。債権者が届け出た債権額は約35億米ドルに上りました。[3]

金融管理局にとって、この事件は面目を失うものでした。スリー・アローズは2013年8月以降、シンガポールで登録ファンド運用会社として登録されていました。これは運用資産2億5,000万シンガポールドルを上限とする軽い制度です。2022年6月30日、同局はこの上限を超過したこと、虚偽または誤解を招く情報を提供したこと、取締役および株主の変更を届け出なかったことを理由に、同社を譴責しました。[4] この事件は、企業が実際の事業を他所で行いながら、シンガポールでの登録の評判を利用し得ることを示しました。この弱点に対処するのが、次節で説明するデジタルトーク

© 2026 Dr Alexander Ressos. General information only, not legal, tax or investment advice. No client relationship is created. All Singapore law advice is provided by a duly licensed and regulated firm of Singapore advocates and solicitors only on the basis of an express written letter of engagement. More information at SingaporeIQ.com and ressos.com.sg.

ン・サービスプロバイダーの制度です。登録ファンド運用会社の制度そのものは、2018年に新規参入が締め切られています。その後継制度については第E部第V章で論じます。[5]

スー・ジューは2023年9月下旬、シンガポールから出国しようとしたところをチャンギ空港で逮捕されました。清算人への協力を怠ったことを理由に禁錮4か月を科す収監命令に基づくものでした。[6] 金融管理局は、両創業者に対して禁止命令も発出しました。[7]

レンダーとプラットフォーム

スリー・アローズの破綻は、同社に資金を提供していたレンディング・プラットフォームを通じて波及しました。その中には、シンガポールで事業を行っていたものもいくつかありました。シンガポールのレンダーであるHodlnautは2022年8月8日に出金を停止し、同月下旬に高等法院によって暫定的な裁判所管理の下に置かれました。[8] 東南アジアの取引所Zipmexは2022年7月に出金を停止し、シンガポールの裁判所にモラトリアムを申し立てました。[9] これらの事件を担当したシンガポールの裁判官は、暗号資産プラットフォームの倒産をどのように処理すべきか、また顧客が自らの口座に記帳されたトークンを所有しているか否かについて、多くの場合初めて判断を下さなければなりませんでした。

FTXとテマセク

この年の最後にして最大の破綻は、FTXの破綻でした。2022年11月11日、同取引所、その米国子会社、トレーディング会社のアラメダ・リサーチ（Alameda Research）、そして100社を超える関連会社がデラウェア州で破産を申請しました。シンガポールの国営投資会社であるテマセク（その役割は第D部第I章で説明しています）は2021年にFTXに投資しており、破綻後に2億7,500万米ドルの投資をゼロに評価減しました。[10] テマセクは、この投資がポートフォリオのごくわずかな部分にすぎないと表明しました。

© 2026 Dr Alexander Ressos. General information only, not legal, tax or investment advice. No client relationship is created. All Singapore law advice is provided by a duly licensed and regulated firm of Singapore advocates and solicitors only on the basis of an express written letter of engagement. More information at SingaporeIQ.com and ressos.com.sg.

それでも同社は内部調査を実施しました。調査では不正行為は認められませんでしたが、責任を負うチームと上級経営陣の報酬が削減されることになりました。[11]

FTX事件には、他の破綻にはない政治的な側面がありました。国営投資会社が、後に詐欺的であることが判明した事業を支援していたからです。この一件は、シンガポールは受け入れる暗号資産企業をより厳しく選別すべきだという、金融管理局内にすでに存在していた主張を後押ししました。

「デジタルアセットのイノベーションにはイエス、暗号通貨の投機にはノー」

金融管理局は、FTXの破綻前に対応方針を示していました。2022年8月29日の「デジタルアセットのイノベーションにはイエス、暗号通貨の投機にはノー」（Yes to Digital Asset Innovation, No to Cryptocurrency Speculation）と題する講演で、長官（managing director）のラヴィ・メノン（Ravi Menon）は、それ以来政策を方向付けている区別を示しました。同氏は当局のビジョンを「シンガポールにおける革新的で責任あるデジタルアセットのエコシステム」の構築と説明する一方、暗号通貨の投機は当局が「強く抑制し、制限しようとする」ものであると述べました。さらに、ブロックチェーン・ネットワークの外では、暗号通貨は投機の手段としての機能以外に有用な機能を果たさず、その極端な価格変動のため、通貨や投資資産の実行可能な形態とはなり得ないと付け加えました。[12]

この講演では、一連の施策が発表されました。適合性テストやレバレッジと与信の制限を含む個人投資家のアクセスへの制約、消費者保護とステーブルコインに関する意見公募、顧客資産の保管に関する追加要件、相場操縦に対するより厳格な規則、そして銀行の暗号資産エクスポージャーに関

© 2026 Dr Alexander Ressos. General information only, not legal, tax or investment advice. No client relationship is created. All Singapore law advice is provided by a duly licensed and regulated firm of Singapore advocates and solicitors only on the basis of an express written letter of engagement. More information at SingaporeIQ.com and ressos.com.sg.

するプルーデンス上の枠組みです。また講演では、かつて100米ドル超の価値があったものの最終的にゼロに暴落したルナが、投機が個人投資家にもたらし得る結果の例として挙げられました。[13]

消費者保護措置

意見公募は2022年10月26日に開始され、2022年12月21日に締め切られました。[14] 金融管理局は、その回答を2部に分けて公表しました。2023年7月3日の第1部は、ライセンスを受けた事業者に対し、顧客資産を自己の資産から分別し、顧客のために信託で保有することを義務付け、個人顧客のトークンの貸出しやステーキングを制限しました。2023年11月23日に公表された第2部は、個人顧客のアクセスを扱っていました。事業者は、いかなるサービスを提供する前にも、個人顧客が暗号資産のリスクを理解しているかを評価しなければなりません。また、個人顧客を勧誘するために無料トークンなどのインセンティブを提供してはならず、与信やレバレッジを提供したり、クレジットカードによる支払いを受け付けたりしてはなりません。[15]

保全に関する規則は、2019年決済サービス規則（Payment Services Regulations 2019）の改正という法的な形をとり、2024年4月4日から6か月後の2024年10月4日に施行されました。事業者は顧客資産を分別し、顧客の利益のために信託口座で保有し、適切な帳簿と記録を備え、それらの資産を保護するための実効的なシステムと統制を維持しなければなりません。[16] 消費者保護措置に関するガイドラインは、さらに、いかなる個人も単独で顧客資産を移動できないようにする統制、顧客への月次報告書、そして詐欺や過失による損失の処理方法に関する書面での開示を追加しています。[17]

© 2026 Dr Alexander Ressos. General information only, not legal, tax or investment advice. No client relationship is created. All Singapore law advice is provided by a duly licensed and regulated firm of Singapore advocates and solicitors only on the basis of an express written letter of engagement. More information at SingaporeIQ.com and ressos.com.sg.

裁判所と暗号資産の法的性質

規制当局が行動する一方で、裁判所は私法上の問題を明確にしました。初期の代表的な事件である*Quoine Pte Ltd v B2C2 Ltd*は、Quoineが運営する暗号通貨取引所で2017年4月19日に成立した13件の取引から生じたものです。プラットフォームの技術的障害の後、マーケットメーカーのB2C2は、1イーサ当たり約10ビットコイン、すなわち実勢レートの約250倍の価格でイーサを売却しました。Quoineは翌日、これらの取引を取り消しました。2名の国際判事を加えて構成された控訴院は、2020年、多数意見により、取引所には取引を取り消す契約上の権利はなく、一方的錯誤の法理は適用されないと判示しました。控訴院は、ビットコインが信託の対象となり得るかどうかについては明示的に判断を留保しました。[18] この事件は、アルゴリズムによって締結された契約の分析について海外でもしばしば引用されています。この問題は、コモン・ローの契約法の文脈において第J部第III章で取り上げます。

*Quoine*で留保された問題には、*ByBit Fintech Ltd v Ho Kai Xin*で高等法院が答えを示しました。この事件では、取引所の従業員が、雇用主に属するステーブルコインUSDTを不正に自己の管理するアドレスに移転していました。2023年7月25日、Philip Jeyaretnam判事は、暗号資産の保有者は「原則として無体の財産権を有する」と判示し、この権利はコモン・ロー上、無体動産として認められるとしました。そして、不正に流用されたトークンについて擬制信託を宣言しました。同判事は、USDTの発行者であるテザー（Tether）に対する償還請求権によってこのトークンは伝統的な無体動産に類似するものの、暗号資産が無体動産に分類されるためにこの特徴が必要なわけではないと付け加えました。[19] この判決は、規制当局の信託に基づく保全規則に財産法上の確かな基盤を与えました。また、これによりシンガポールは、イングランドとともに、暗号資産が財産として明確に認められるコモン・ロー法域の一つとなりました。

© 2026 Dr Alexander Ressos. General information only, not legal, tax or investment advice. No client relationship is created. All Singapore law advice is provided by a duly licensed and regulated firm of Singapore advocates and solicitors only on the basis of an express written letter of engagement. More information at SingaporeIQ.com and ressos.com.sg.

注

1. Wikipedia, “Terra (blockchain)”（2026年11月最終閲覧）：USTは2022年5月にペッグを喪失。LUNAは“virtually zero”に下落。1週間で約450億ドルの時価総額が消失。ブロックチェーンは2022年5月13日に停止。またTerraform Labsは2018年にソウルでDo KwonとDaniel Shinが共同設立。Anchor ProtocolはUST預金者に19.45％の利回りを支払っていた。 ↩

2. 同上：2023年3月にモンテネグロで逮捕。2025年8月に2つの詐欺罪について有罪答弁。2025年12月11日に禁錮15年の判決。2024年1月21日に第11章の申請。また2022年9月にシンガポール高等法院に提起された5,690万ドルの集団訴訟にも言及。 ↩

3. Wikipedia, “Three Arrows Capital”（2026年11月最終閲覧）：2012年にKyle DaviesとSu Zhuが設立、本社はシンガポール。2022年6月にマージンコールに応じられず。2022年6月27日にBVIの裁判所が清算を命令。2022年7月2日に第15章の申請。また2022年7月の申立書類における債権者の債権額は約35億ドル。清算人による154の債権者からの請求総額は34億ドル。 ↩

4. 同上：2013年8月の登録に付された運用資産2億5,000万シンガポールドルの上限の超過、虚偽または誤解を招く情報の提供、取締役または株主の変更の不届出を理由とする2022年6月30日のMASによる譴責。 ↩

5. MASは2018年8月7日付で登録ファンド運用会社の制度を廃止し、新規のファンドマネージャーに資本市場サービスライセンスの保有またはベンチャーキャピタル・ファンドマネージャーとしての登録を求めた。既存の登録会社はライセンス制度に移行した。 ↩

6. Wikipedia, “Three Arrows Capital”（2026年11月最終閲覧）：Zhuは2023年9月下旬、清算人への協力を怠ったことを理由に禁錮4か月を科す収監命令に基づき、チャンギ空港で逮捕。 ↩

© 2026 Dr Alexander Ressos. General information only, not legal, tax or investment advice. No client relationship is created. All Singapore law advice is provided by a duly licensed and regulated firm of Singapore advocates and solicitors only on the basis of an express written letter of engagement. More information at SingaporeIQ.com and ressos.com.sg.

7. MAS, Su ZhuおよびKyle Daviesに対し9年間の禁止命令を発出した2023年9月14日のメディアリリース, mas.gov.sg。 ↩
8. Wikipedia, “Hodlnaut”（2026年11月最終閲覧）：2022年8月8日にすべての出金を停止。2022年8月16日頃に裁判所管理を申立て。2022年8月30日、シンガポール高等法院がEY Corporate Advisorsから暫定管理人を選任。 ↩
9. Zipmex Pte Ltd：2022年7月に出金を停止し、Insolvency, Restructuring and Dissolution Act 2018第64条に基づくモラトリアムを申立て。 ↩
10. Wikipedia, “FTX”（2026年11月最終閲覧）：2022年11月11日、FTX、FTX.US、Alameda Researchおよび100社超の関連会社がデラウェア州で破産を申請。Wikipedia, “Temasek Holdings”（2026年11月最終閲覧）：テマセクは2021年にFTXに投資し、2022年11月の破綻後に2億7,500万ドルの投資をゼロに評価減（Reuters, 2022年11月17日を引用）。 ↩
11. Temasek, “Statement on FTX”, 2022年11月17日（投資額2億7,500万米ドル、2022年3月31日時点の純ポートフォリオ価値4,030億シンガポールドルの0.09%）、およびTemasek, 内部調査の終了と報酬削減に関する2023年5月29日の声明。 ↩
12. MAS, “Yes to Digital Asset Innovation, No to Cryptocurrency Speculation”, Opening Address by Mr Ravi Menon, Managing Director, at the Green Shoots Seminar, 2022年8月29日：“Our vision is to build an innovative and responsible digital asset ecosystem in Singapore”。暗号通貨の投機はMASが“strongly discourages and seeks to restrict”ものである。また“[O]utside a blockchain network, cryptocurrencies serve no useful function except as a vehicle for speculation”、“The extreme price volatility of cryptocurrencies rules them out as a viable form of money or investment asset.”。 ↩
13. 同上：予告された措置には、顧客の適合性テスト、レバレッジおよび与信枠の制限、消費者被害とステーブルコインに関する2022年10月までの意見公募、顧客のデジタルアセットを保護するための要

© 2026 Dr Alexander Ressos. General information only, not legal, tax or investment advice. No client relationship is created. All Singapore law advice is provided by a duly licensed and regulated firm of Singapore advocates and solicitors only on the basis of an express written letter of engagement. More information at SingaporeIQ.com and ressos.com.sg.

件、相場操縦に関するより厳格な規則、銀行のデジタルアセット・エクスポージャーに関するプルーデンス上の枠組みが含まれる。また“Luna was, at one point, worth over US$100 but tumbled to zero.”。 ↩

14. MAS, Consultation Paper P008-2022 on Proposed Regulatory Measures for Digital Payment Token Services, 意見公募ページ：開始日2022年10月26日、締切日2022年12月21日。意見公募への回答は2023年11月23日に公表。 ↩

15. MAS, Response to Feedback Received on Proposed Regulatory Measures for Digital Payment Token Services (Part 1), P008-2022, 2023年7月3日、第2節および第3節：顧客資産の分別、顧客のための信託での保有。DPTSPによる個人顧客のDPTの貸出しおよびステーキングの制限。MAS, Response (Part 2), P008-2022, 2023年11月23日、第2節および第5.4項：リスク認識評価。インセンティブの制限。個人顧客に対する与信枠、レバレッジを用いたDPT取引、クレジットカードまたはチャージカードによる支払いの禁止。ガイドラインは2024年半ばに公表予定、9か月の経過期間付き。 ↩

16. MAS, メディアリリース“MAS Expands Scope of Regulated Payment Services”, 2024年4月2日：改正された保全要件は2024年4月4日から6か月後に施行。顧客資産の分別、顧客の利益のための信託口座、適切な帳簿と記録、実効的なシステムと統制。Allen & Gledhill, 2024年4月（前掲）、2024年10月4日の保全に関する改正の施行について。 ↩

17. Duane Morris & Selvam, “Singapore Payment Services Act Amendments Aim to Expand Regulatory Scope and User Protections”, 2024年4月11日、Payment Services Act第101条に基づき発出されたGuidelines on Consumer Protection Measures by DPT Service Providersについて。 ↩

18. *Quoine Pte Ltd v B2C2 Ltd* [2020] SGCA(I) 02（Sundaresh Menon CJ、Andrew Phang JA、Judith Prakash JA、Robert French IJおよびJonathan Mance IJ。2020年2月24日判決、多数意見はMenon CJが言渡し）：2017年4月19日の争いのある13件の取引は、市場レート約0.04 BTCに

© 2026 Dr Alexander Ressos. General information only, not legal, tax or investment advice. No client relationship is created. All Singapore law advice is provided by a duly licensed and regulated firm of Singapore advocates and solicitors only on the basis of an express written letter of engagement. More information at SingaporeIQ.com and ressos.com.sg.

対し、1 ETH当たり9.99999または10 BTCで成立。Quoineには取消しの権利なし。有効な一方的錯誤なし。BTCを信託で保有できるか否かは“kept open for another day”。 ↩

19. *ByBit Fintech Ltd v Ho Kai Xin* [2023] SGHC 199（Philip Jeyaretnam J、2023年7月25日判決、2023年5月5日および7月24日審理）、[36]：“the holder of a crypto asset has in principle an incorporeal right of property”。[44]：ByBitのために制度的擬制信託を宣言。略式判決を付与。また[4]および[39]も参照。 ↩

Disclaimer

This article is provided for general information only. It is based on publicly available sources as at its date of publication. These sources have not been independently verified against licences, regulatory registers or the records of the entities concerned. It is not legal, tax, financial or investment advice. Nor is it a recommendation to invest in, transact with or use the services of any entity mentioned. Law and regulation change frequently, so the content may be incomplete or outdated. To the fullest extent permitted by law, Dr Alexander Ressos and the publisher of SingaporeIQ exclude all liability for loss or damage arising from the use of or reliance on this article. Readers should obtain advice on their specific circumstances before acting or refraining from action.

Names and trademarks of the entities discussed belong to their owners and are used for identification only. Their mention implies no endorsement, affiliation or allegation of wrongdoing. All Singapore law advice is provided by a duly licensed and regulated firm of Singapore advocates and solicitors only on the basis of an express written letter of engagement. Corrections and updates: contact@ressos.com.

© 2026 Dr Alexander Ressos. This article may be quoted with attribution to SingaporeIQ (SingaporeIQ.com). Reproduction in full and any commercial use require prior written consent. The Legal Terms at https://singaporeiq.com/legal-terms apply.

Author contact: Dr Alexander Ressos, TEP · contact@ressos.com