

2022年1月13日  
No.2021-046

## ステーブルコインに対する 規制強化に向けた動きと今後の論点

調査部 金融リサーチセンター 主任研究員 谷口 栄治

### 《要 点》

- ◆ 近年、1ドル=1コインのように法定通貨等に連動するステーブルコインの市場規模が急拡大。2019年6月にFacebook社（現、Meta社）が「Libra構想」を公表したことを契機に、金融・決済システムへの悪影響やマネー・ロンダリング等を懸念する声が高まり、各国・地域においてステーブルコインに対する規制・監督に向けた議論が進展。
- ◆ 米国では、2021年11月、大統領直下の金融市場ワーキンググループ（WG）が「ステーブルコインに関する報告書」を公表。決済に用いられるステーブルコインに関して、①発行体を預金取扱金融機関に制限する、②発行体と一般事業会社との提携を制限する、等の措置を講じるよう勧告。
- ◆ 欧州でも、2020年9月に欧州委員会が「暗号資産市場規制案」を公表し、1つの法定通貨に連動するステーブルコインの発行体を銀行等の信用機関と電子マネー事業者に限定する等の方針を提示。
- ◆ 欧米の動きを受けて、わが国でも、金融審議会資金決済WGがステーブルコインに対する規制を検討。先般公表された報告書では、ステーブルコインの発行・償還を行う行為は為替取引に該当するとして、その取り扱いを銀行（預金取扱金融機関）や資金移動業者等に限定する方向性を提示。
- ◆ 今後のわが国におけるステーブルコイン規制の法制化にあたって、政府・当局は、以下の対応が必要。
  - 米国内では、今回の規制強化案は厳しすぎるとの異論もあり、今後の動向は不透明。わが国も主要国の議論を踏まえて検討することが肝要。
  - ステーブルコインと引き換えに受け入れた資金の預金保険上の取り扱いや、資金移動業者に課される資金滞留規制との整合性等、ステーブルコイン規制の導入に伴い生じる論点について、継続的に議論すべき。
  - 金融機関が、責任ある金融イノベーションの担い手としての役割を果たし、利便性の高い決済手段を提供できるよう、サポートすることも重要。

本件に関するご照会は、  
調査部 金融リサーチセンター 主任研究員・谷口栄治宛に  
お願いいたします。

Tel: 080-4377-3420  
Mail: taniguchi.eiji@jri.co.jp

日本総研・調査部の「経済・政策情報メールマガジン」はこちらから登録できます。

<https://www.jri.co.jp/company/business/research/mailmagazine/form/>

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがあります。本資料の情報に基づき起因してご閲覧者様及び第三者に損害が発生したとしても執筆者、執筆にあたっての取材先及び弊社は一切責任を負わないものとします。

## 1. はじめに

国際的に新たな決済手段としてステーブルコインに対する関心が高まっている。ステーブルコインは、1ドル=1コインのように法定通貨等に連動するため、価格変動が安定的 (Stable) という特徴が評価される一方、当局による規制・監督対応が不十分なまま市場が拡大すれば、金融システムへの悪影響やマネー・ロンダリングに係るリスクなど、様々な弊害が生じる恐れもある。こうしたなか、米国では大統領直下のワーキンググループ (WG) 等からステーブルコインの規制・監督を求める報告書が公表されたほか、わが国においても金融審議会の資金決済WG等で規制対応に関する議論が進められた。本稿では、ステーブルコインを取り巻く概況や、米国や欧州、わが国における政策対応等をみとうえで、今後さらなる検討が必要な論点について検討する。

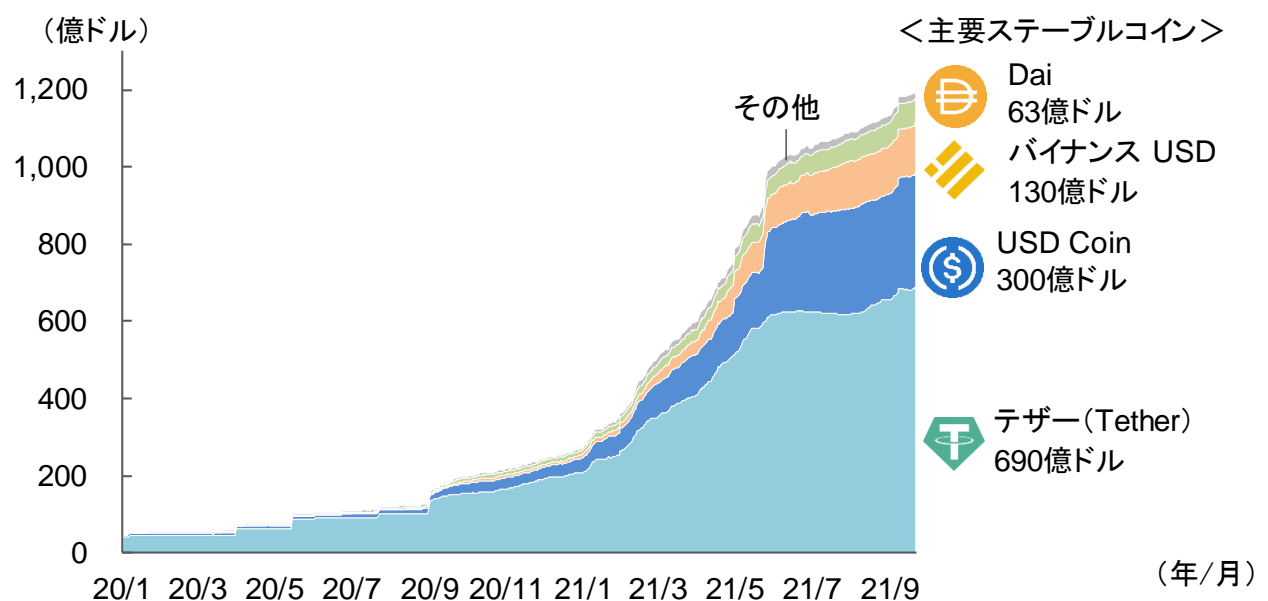
## 2. ステーブルコイン市場の拡大と国際的な規制強化に向けた動き

### (1) ステーブルコイン市場の拡大

ステーブルコインに関して明確な定義はないが、一般的にブロックチェーンなどを基盤として、法定通貨ではない資産 (コイン) の決済を行うという点で、暗号資産の一種と認識されることが多い。ビットコインをはじめとする従来の暗号資産は、価格変動 (ボラティリティ) が激しく、決済手段としては使い勝手が悪いという課題があり、価格の安定性を実現できるステーブルコインが評価されている。ステーブルコインは、法定通貨、とりわけ国際的な基軸通貨である米ドルとの交換比率を固定する形態のものが大宗であるが、金や原油といったコモディティ価格に連動するものも存在する。

主要ステーブルコインの時価総額は、2021年9月時点では約1,200億ドルとなっており、1年前と比べ6倍以上の水準と、2021年入り後に急速に拡大している (図表1)。

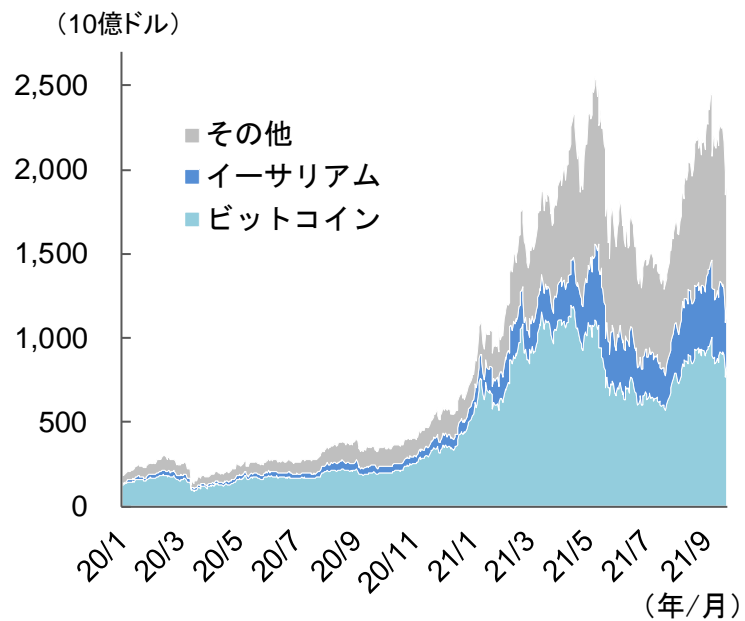
(図表1) 主要ステーブルコインの時価総額



(資料) IMF「Global Financial Stability Report (2021年10月)」をもとに日本総研作成

このようにステーブルコインの時価総額が大きく伸びた背景として、ビットコインを中心とした暗号資産の取引を行う際、法定通貨を使うよりも、ステーブルコインを決済に使ったり、担保として供出したりする方が便利という事情がある。そのため、暗号資産市場全体の急速な拡大に伴って、取引等に用いるステーブルコインの需要も高まった(図表2)。加えて、金融機関などの仲介機関を経由せずにブロックチェーン上で金融取引を行う分散型金融(DeFi)など、新たな金融取引形態における決済にステーブルコインが使用されるケースが増えてきたことも要因の一つとして指摘されている。

(図表2) 暗号資産の時価総額



(資料) IMF「Global Financial Stability Report (2021年10月)」をもとに日本総研作成

## (2) Facebookの「Libra構想」を契機とする関心の高まり

このように足元で拡大しているステーブルコインが、国際的に注目されるようになったきっかけが、2019年6月にFacebook社(現、Meta社<sup>1</sup>)が公表した「Libra(リブラ)構想」である。同構想では、米ドル、ユーロ、日本円、英ポンド、シンガポールドルといった主要法定通貨からなる「通貨バスケット」を設定し、それに連動するステーブルコインの「Libra」を流通させることで、クロスボーダーでの資金決済の利便性向上や新興国を中心とした金融包摂(フィナンシャル・インクルージョン)の実現等を図るという計画であった。

これに対して、主要国の金融当局等は、2019年10月に米国・ワシントンD.C.で開催されたG20財務大臣・中央銀行総裁会議において、「グローバル・ステーブルコイン及びその他のシステム上大きな影響を与えうる類似の取組が政策及び規制上の一連の深刻なリスクを生じさせることになる」、「マネー・ロンダリング、不正な金融、消費者・投資家保護に関するものを含め、こうしたプロジェクトのサービス開始前に吟味され、適切に対処される必要がある」といった声明<sup>2</sup>を発出し、「Libra構想」への懸念を表明した。Facebookは2020年4月に、当初計画を見直し、米ドルなどの単一通貨に連動する形態のステーブルコインの発行を優先する方針を示したほか、同年12月には、通貨名を「Diem(ディエム)」に変更した。

<sup>1</sup> 2021年10月29日に社名変更。同社のマーク・ザッカーバーグCEOは、従来のSNS事業に加え、仮想現実(VR)や拡張現実(AR)などの技術を用いて、「メタバース」関連のビジネスを強化する方針が示されており、社名変更もその一環とされている。なおFacebookは、SNSのブランド名として継続される。

<sup>2</sup> G20 Finance Ministers and Central Bank Governors Meeting, Washington D.C. (October 17-18, 2019) 「G20 Press Release on Global Stablecoins」  
[https://www.mof.go.jp/english/policy/international\\_policy/convention/g20/index.htm](https://www.mof.go.jp/english/policy/international_policy/convention/g20/index.htm)

### (3) グローバル・ステーブルコインに関する国際的な議論の状況

Facebook の「Libra 構想」自体は、大きな修正を余儀なくされたが、これを契機に、将来的に新たな決済手段としてボーダーレスで普及する可能性のあるグローバル・ステーブルコインについて、必要となる規制や監督等の検討が国際的に進んでいる（図表3）。

(図表3) グローバル・ステーブルコインに関する議論

年 月	主な事例
2019年 6月	Facebook が「Libra 構想」を公表
10月	G20 財務大臣・中央銀行総裁会議（@米/ワシントン D.C.）において、「グローバル・ステーブルコインに関する G20 プレスリリース」発出
2020年 3月	証券監督国際機構（IOSCO）「グローバル・ステーブルコインの試み」公表 グローバル・ステーブルコインが IOSCO と国際決済銀行 決済・市場インフラ委員会（BIS/CPMI）の規定する「金融市場インフラのための原則（FMI 原則）」の適用について分析
6月	金融活動作業部会（FATF）「いわゆるステーブルコインに関する G20 財務大臣・中央銀行総裁への FATF 報告書」を公表 ステーブルコインがマネー・ロンダリングやテロ資金供与に悪用されるリスクが高いことから、FATF 基準の適用対象となる旨を明確化
10月	金融安定理事会（FSB）「『グローバル・ステーブルコイン』の規制・監督・監視 — 最終報告とハイレベルな勧告」公表 グローバル・ステーブルコインは金融システムの安定性に対するリスクをはらんでいるとして、当局は「同じビジネス、同じリスクには同じルールを適用する（same business, same risk, same rules）」という原則に基づいた政策対応を要請
2021年 10月	BIS/CPMI、IOSCO「ステーブルコインに対する『金融市場インフラのための原則』の適用」公表 グローバル・ステーブルコインが FMI 原則を遵守するにあたってどのようなアプローチすべきかを明確化するためのガイダンス

(資料) 金融庁「デジタル・分散型金融への対応のあり方等研究会」事務局説明資料をもとに日本総研作成

具体的に、証券監督者国際機構（International Organization of Securities Commissions, IOSCO）は金融インフラとしての重要性<sup>3</sup>の観点から、金融活動作業部会（FATF）はマネー・ロンダリングやテロ資金供与（AML/CFT）の観点から、金融安定理事会（FSB）は金融システムの安定性の観点から、それぞれ今後求められる政策対応の方向性等が示されている。とりわけ、FSB の

<sup>3</sup> グローバル・ステーブルコインの仕組みが、IOSCO と BIS/CPMI が公表する「金融市場インフラのための原則（Financial Market Infrastructure, FMI 原則）」にどのように遵守すべきかを規定。「FMI 原則」は、金融取引の清算・決済・記録を円滑化する金融市場インフラ（FMI）のリスク管理等を目的とし、FMI が充足すべき国際基準を策定したものの。



報告書 (Regulation, Supervision and Oversight of “Global Stablecoin” Arrangements, 『グローバル・ステーブルコイン』の規制・監督・監視) では、各国の金融当局に対して、「同じビジネス、同じリスクには同じルールを適用する (same business, same risk, same rules)」という原則に基づき、規制・監督態勢を整備していくよう要請しており、各国・地域において、同原則に基づく規制対応が検討されている<sup>4</sup>。

### 3. 欧米におけるステーブルコインを巡る政策動向

#### (1) 米国 ~ 「ステーブルコインに関する報告書」

米国では、2021年11月、米大統領直下の金融市場ワーキンググループと、連邦預金保険公社 (Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC) 及び通貨監督庁 (Office of the Comptroller of the Currency, OCC) が、「ステーブルコインに関する報告書」(「Report on STABLECOINS」、以下「報告書」) を公表した。

前述の通り、ステーブルコインの大宗は米ドル連動という状況下、米国の金融当局がどのような姿勢を示すか注目されていたが、「報告書」では、ステーブルコインについて、「デジタル資産関連の取引に加え、小売関係の支払いや、企業間決済、国際送金等にもユースケースを拡大しようという動きがみられる」としたうえで、「今後ステーブルコインがどの程度利用されるかは、サービスの利便性や取引コスト、発行体の信頼性等に依るため、予測することは困難であるが、適切な規制・監督態勢を整備することができれば、広く普及していく可能性がある」と指摘している。一方で、現在のステーブルコインの仕組みには様々なリスクや弊害が存在しており、対処するために各種政策対応が求められると提言している。

#### (i) 「報告書」が指摘するリスク

「報告書」では、ステーブルコインに関するリスクとして、①金融システムや金融市場の機能低下、②決済システムの不安定化、③取引需要の集中による競争上の問題、等が指摘されている。

#### ① 金融システムや金融市場の機能低下

金融システムや金融市場への影響に関しては、国際通貨基金 (IMF) が2021年10月に公表した国際金融安定性報告書 (Global Financial Stability Report) においても、ステーブルコインから法定通貨への交換が相次ぎ、裏付資産の投げ売り等を余儀なくされた場合に、金融シス

<sup>4</sup> 具体的に、当局に対して、以下の10項目を勧告している。

①グローバル・ステーブルコイン (GSC) やその関連する機能・活動に関する包括的な規制・監督・監視・法執行に必要な権限・手段等を有すべき、②GSCについて、機能やリスクに応じた包括的な規制・監督・監視要件と関連する国際基準を適用すべき、③国内外で協力・協調し、GSCについて効率的・効果的な情報共有及び協議を推進すべき、④GSCに対し、その機能と活動に関する説明責任の所在を明確にするような包括的なガバナンスフレームワークの構築を要求すべき、⑤GSCに対し、準備資産管理、オペレーショナル・レジリエンス、サイバーセキュリティ、AML/CFT等に関する効果的なリスク管理フレームワークの構築等を要求すべき、⑥GSCに対し、データを収集・保管・保護する頑健なシステムの構築を要求すべき、⑦GSCに対し、適切な再建・破綻処理計画を持つことを要求すべき、⑧GSCに対し、利用者や関係者が価値安定化のメカニズム等のGSCの機能を理解するのに必要な、包括的かつ透明性のある情報提供を要求すべき、⑨GSCに対し、利用者が払戻しの権利を有する場合、かかる権利の法的強制力等やそのプロセスに関する法的明確化を要求すべき、⑩GSCに対し、ある法域でのサービス開始前に、その法域において適用され得る全ての規制・監督・監視上の要件を満たすことを要求し、また必要に応じて新たな規制を適用すべき。

テム全体に悪影響が生じる恐れがあると指摘されている。

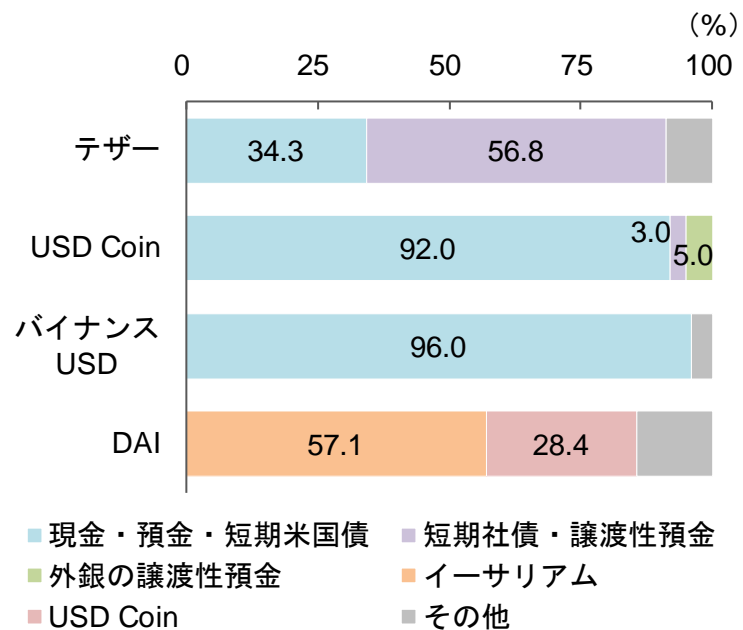
「報告書」では、ステーブルコインの裏付資産について、どのような資産を保有すべきか、その開示も含めて統一的な基準がない点、裏付資産が適切に保護されているかのチェックがない点が問題視されているほか、法定通貨への償還についても、即時償還可能なものから、一週間程度の時間を要するものがあるなど、その条件がまちまちであることも課題であると指摘されている<sup>5</sup>。実際、主要ステーブルコインの裏付資産をみれば、USD Coin やバイナンス USD は、現預金や短期米国債 (Treasury Bills, TB) といったボラティリティが低く流動性の高い資産でほぼカバーされている一方、テザーでは短期社債 (Commercial Paper, CP) や譲渡性預金 (Certificate of Deposit, CD) の割合が多くなっている (図表 4)。また DAI は、「暗号資産担保型」と呼ばれる種類であり、他の主要ステーブルコインとは異なり、イーサリアムを中心に暗号資産を裏付資産するなど、その内訳は一様ではない<sup>6</sup>。

その結果、①裏付資産の価格下落や流動性低下等をトリガーにステーブルコインから法定通貨への償還を求める取り付け騒ぎ (Run) が生じる、②ステーブルコイン事業者が償還のための流動性を確保するため裏付資産を投げ売り (FireSale) する、③ステーブルコインに対する懸念が高まり他のステーブルコインでも取り付け騒ぎが起こる、④投げ売りの範囲が拡大し価格が下落する金融資産が増える、⑤ステーブルコインの投資家にも損失が生じる、といった悪循環が発生し、金融市場や金融システム、ひいては実体経済に悪影響が生じる恐れがある。

## ② 決済システムの不安定化

ステーブルコインは、効率的、効果的な決済手段となるポテンシャルがある一方、ステーブルコインが依拠しているネットワークがエラー等によって機能停止状態に陥った場合に、連鎖

(図表 4) 主要ステーブルコインの裏付資産



(資料) IMF 「Global Financial Stability Report (2021年10月)」をもとに日本総研作成

<sup>5</sup> ステーブルコインとして最も時価総額の高いテザーは、過去に裏付資産が十分でないにもかかわらず、顧客や市場関係者などに発行量と同等の法定通貨を保有していると虚偽の説明や開示をしていたとして、発行主体のテザー社と交換会社のビットフォックス社に対して、米商品先物取引委員会 (Commodity Futures Trading Commission, CFTC) やニューヨーク州司法当局から罰金を課せられるといった問題があった (両社は虚偽の説明はしていないと主張しているものの、問題の早期解決を図るため、罰金の支払いに応じると説明している)。

<sup>6</sup> 「暗号資産担保型」ステーブルコインは、一般的な「法定通貨担保型」と比べて、担保となる資産 (暗号資産) のボラティリティが大きいため、償還を要する法定通貨の価値以上に裏付資産を保有するケースが多い (1ドルの価値を持つ1DAIを発行するために、1.5ドル分のイーサリアムが必要となる等)。

的に決済不履行が生じるリスクがある。こうした事態は、従来の決済システムでも生じる可能性があるが、従来の決済システムではシステム運営者が中央集権的にリスク管理等を行っている一方、ブロックチェーンをベースとする分散型システムのステーブルコインでは、システムエラーが生じた際の責任の所在が曖昧になる可能性があるとして指摘されている。

### ③ 取引需要の集中による競争上の問題

現在のステーブルコインの市場規模は従来の決済システムと比べれば小規模であるほか、実際の商取引に利用されるケースも限定的であるが、今後利用が急速に拡大し、特定のステーブルコインに需要が集中することで<sup>7</sup>、様々な弊害が生じる恐れがある。具体的には、広く利用されているステーブルコインの発行体や運営会社等が破綻することで、決済システムや金融システム、実体経済に悪影響が波及するシステムリスクが指摘されている。また、大手テクノロジー企業（BigTech 企業、プラットフォーマー）をはじめ事業会社がステーブルコインの発行や運営を担うケースでは、金融サービスへのアクセスや取引データの蓄積といった面で独占、取引の集中が生じやすくなるとの懸念もある<sup>8</sup>。加えて、上記のような事業会社が運営するケースも含め、特定のステーブルコインが独占的な地位を占めれば、別の決済商品やサービスへの切り替えが困難となったり、急な手数料の引き上げに依りざるを得なくなったりするなど、公正な競争環境を維持できなくなるリスクも存在する。さらには、ステーブルコイン市場全体が大きく拡大すれば、銀行預金からステーブルコインへの資金流出が生じることで、間接金融の信用創造機能が損なわれ、資金調達が困難となったり、調達コストが上昇する恐れも否定できない。

#### （ii）「報告書」が提言する規制・監督のあり方

ステーブルコインには前述のようなリスクが存在する一方で、ステーブルコインの運営等が複雑で、携わる関係者が多いこともあり、一貫した包括的な規制が存在せず、当局による監督も分断されているなど、規制・監督面の不備が指摘されている。そのため、「報告書」では、投資家保護、金融市場や金融システムの健全性確保等の観点から、連邦議会や金融当局<sup>9</sup>に対し、決済に用いられるステーブルコインに関して適切な立法措置や監督態勢の整備等を行うよう勧告している（図表5）。

<sup>7</sup> 特定のステーブルコインのユーザーが増えれば、利用できる場所が増えたり、ユーザー間の取引が便利になり、さらに需要が拡大するという、ネットワーク効果が生じる可能性があるとして指摘されている。

<sup>8</sup> BigTech 企業の金融ビジネスに対する規制動向については、谷口 栄治 [2021] 「拡大する BigTech 企業の金融ビジネスに対する規制のあり方」 日本総研 Research Focus No.2021-029（2021年9月22日）をご参照。

<sup>9</sup> ステーブルコインは、証券、コモディティ、デリバティブのいずれか、またはこれら複数に相当する可能性があるため、証券取引委員会（SEC）や商品先物取引委員会（CFTC）の所管になるとされている。





(図表5) 「報告書」が提言するステーブルコインに対する政策対応

- 決済手段としてステーブルコインの健全性を高めるために、決済用ステーブルコインが一貫した包括的な連邦当局の監督の対象となるよう、議会が立法措置等を行うべき。
- ステーブルコインの発行、及び関連する裏付資産の払い戻しや管理等を行う事業者を連邦預金保険公社 (FDIC) の預金保険に加盟している預金取扱金融機関に制限すべき。
- ステーブルコインの保管・管理を行う機関についても、連邦政府による適切な監督の対象とすべき。
- 独占や過度な集中を抑制するために、ステーブルコインの発行体と他の事業者との提携を制限すべき。また、ステーブルコインの保険・管理を行う機関についても、他の事業者との提携や取引データの使用等についても一定の制限をかけるべき。
- 監督当局はステーブルコイン間の相互運用性 (interoperability) を促進するための基準を有すべき。
- 連邦議会による立法措置が完了するまでは、各当局は既存の権限の範囲内で指摘されるリスクに可能な限り対処すべき。  
 (例) ステーブルコインの発行に関する申請があった際には、銀行当局が、報告書で指摘したステーブルコイン関連のリスクに対処できているかを確認。
- 金融安定監督評議会 (FSOC) は、ステーブルコイン関連取引を、金融システム上重要な決済アクティビティとして指定すること等を検討すべき。

(資料) 「Report on STABLECOINS」をもとに日本総研作成

個別にみると、ステーブルコインの発行や裏付資産の払い戻し、管理等を行う事業者については、連邦預金保険公社 (FDIC) の預金保険に加盟している預金取扱金融機関に制限すべき、と提言されている。通常の決済で利用される銀行預金 (要求払い預金) は、預金者の要求に基づき法定通貨を受領することができるほか、預金保険によって、預金取扱期間が破綻しても、一定額まで保証されている。また、預金取扱金融機関は危機時に流動性にアクセスできるほか、健全性等について当局からの規制・監督を継続的に受けている。つまり、ステーブルコインの発行体に対しても同様の措置を講じることで、投資家保護や決済・金融システムの安定性を確保しようという政策意図である。

また、ステーブルコインの運営状況の複雑さを踏まえ、利用者にウォレット機能を提供する事業者に対しても、金融当局の規制・監督下に置くことが求められたほか、市場の独占を回避する観点から、ステーブルコインの発行体等が事業者と連携したり、取引データを活用したりすることを制限すべきとされている。

### (iii) 想定される今後の影響

「報告書」で提言された規制強化が進めば、ステーブルコイン市場には大きな影響が生じることは避けられない。とりわけ、発行体が預金取扱金融機関に限定されることで、前述した Meta 社の「Diem 構想」(旧、Facebook 社の「Libra 構想」)をはじめ、一般事業者がステーブルコ

インを発行することが出来なくなる。米国では、いわゆる「銀商分離規制」のもとで、事業会社が銀行を保有することは厳しく規制されており<sup>10</sup>、一般事業会社が預金取扱金融機関を傘下に置き、ステーブルコインを発行することは困難になる。加えて、ステーブルコインの発行体等と事業会社との提携も制限されれば、事業会社が地方金融機関や FinTech 系の銀行と連携してステーブルコインを発行したり、ウォレットを運営したりすることできなくなるなど、ステーブルコインビジネスに関与すること自体も困難となる可能性がある。そのようなケースでは、ステーブルコイン市場の拡大を抑制する方向に働くとみられる。

## (2) EU ～ 「暗号資産市場規制案」

欧州では、2020年9月に欧州委員会より「暗号資産市場規制案」(Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on Markets in Crypto assets, and amending Directive (EU) 2019/1937、以下「規制案」)が公表されている。「規制案」では、暗号資産を、①複数の法定通貨等を裏付けに発行される「資産参照型トークン (asset-referenced token)」、②1つの法定通貨に裏付けされる「電子マネートークン (e-money token)」、③その他の暗号資産<sup>11</sup>、に分類したうえで、①と②をステーブルコインとして定義し、様々な規制等を課す方針が示されている(図表6)。

(図表6) 「規制案」で示されたステーブルコインに対する政策対応

	資産参照型トークン	電子マネートークン
定義	複数の法定通貨やコモディティ、暗号資産等を裏付けに発行される暗号資産	1つの法定通貨を裏付けに発行される暗号資産
発行体の条件	当局による承認が原則必要 (EU域内の法人に限定)	信用機関(銀行等)、電子マネー事業者が発行可能
資本規制	35万ユーロ以上かつ準備資産の平均残高(直近6ヵ月)の2%以上	35万ユーロ以上かつトークンの平均残高(直近6ヵ月)の2%以上
償還義務	任意	額面価額での償還義務あり
上乗せ規制	流動性管理方針の策定、 資本規制の上乗せ等	流動性管理方針の策定、 資本規制の上乗せ等

(資料) 欧州委員会「暗号資産市場規制案」、金融審議会資金決済WG資料をもとに日本総研作成

<sup>10</sup> 銀行の議決権株式の25%以上を直接・間接的に保有する企業は、銀行持株会社として業務範囲が規制されており、一般の事業会社は原則として銀行を保有できない。ユタ州、カリフォルニア州、ネバダ州等では、州法銀行の一形態として「産業融資会社 (Industrial Loan Company: ILC)」が存在しており、そこでは、例外的に一定の条件のもとで事業会社による保有が可能である。もっとも、同制度については、「銀商分離規制」の抜け穴との批判も存在しており、2000年代半ばに大手スーパーのウォルマートが免許申請を提出したものの、中小行が中心とする強硬な反対運動もあり、免許申請は取り下げられた。足元では、楽天グループが同制度を申請しているものの、これまでのところ認可されていない。

<sup>11</sup> ビットコインをはじめとする価格変動する暗号資産や、分散型台帳上で利用可能な商品やサービス等にアクセスするために必要なユーティリティトークン等が含まれる。

具体的には、ステーブルコイン（資産参照型トークン、電子マネートークン）の発行体に資本規制や開示規制等を課すとともに、一定の規模以上のステーブルコイン<sup>12</sup>を発行する場合には、より厳格な規制が適用されるといった内容となっている。なかでも、1つの法定通貨に連動する電子マネートークンについては、電子マネーに関する規制が適用され、発行体は銀行等の信用機関と電子マネー事業者に限定される方針が示されている。このほか、暗号資産のカストディヤやトレーディング・プラットフォームの運営、暗号資産と他の資産への交換といった暗号資産関連のサービスを提供する事業者についても、EU 域内での事業所の開設や所管当局からの認可の取得、資本規制の遵守などが求められている。

#### 4. わが国における検討状況

こうしたなか、わが国においても、2021年7月、民間のイノベーションを促進しつつ、利用者保護などを適切に確保する観点から、金融庁に「デジタル・分散型金融への対応のあり方等に関する研究会」が設置された。同研究会では、送金・決済分野のデジタル化を主な論点に、分散型台帳技術を活用した金融サービス、なかでもステーブルコインに関する国際的な議論の動向や技術的な論点を整理したうえで、今後の政策対応のあり方等についての検討が行われ、同年11月に「中間論点整理」がとりまとめられた。それを受けて、同年9月に設置されていた金融審議会の資金決済WG<sup>13</sup>において、ステーブルコインの制度的な論点が議論された。

22年1月に取りまとめられた同WGの報告書では、ステーブルコインについて、「明確な定義は存在しないが、一般的には、特定の資産と関連して価値の安定を目的とするデジタルアセットで分散台帳技術（またはこれと類似の技術）を用いるものをいうものと考えられる」としたうえで、①ステーブルコインの分類、②既存のデジタルマネーとの関係、③ステーブルコイン関連事業者に求められる規律、等について述べられている（図表7）。

<sup>12</sup> 以下の6つの基準のうち、3つ以上に該当する場合、「重要な資産参照型トークン」もしくは「重要な電子マネートークン」に認定され、流動性管理方針の策定や資本規制の上乗せ等のより厳格な規制が課せられる。  
基準①利用者数：200万人（社）以上、②発行総額：10億ユーロ以上、③取引規模：1日の取引が50万回以上または1億ユーロ以上、④準備資産の規模：10億ユーロ以上、⑤クロスボーダー：7カ国以上、⑥金融システムとの関連性が高い。

<sup>13</sup> 金融審議会 資金決済WGでは、ステーブルコインに関する議論以外にも、AML/CFT対応の高度化・効率化に関連して、継続的な顧客管理の観点からの共同機関の設置や、前払式支払手段への対応等も検討事項となっている。

(図表7)「資金決済WG報告」で示されたステーブルコインの論点

ステーブルコインの分類
<p>(以下の2種類に分類可能)</p> <p><b>【デジタルマネー類似型】</b>            法定通貨の価値と連動した価格(例:1円=1コイン)で発行され、発行価格と同額で償還を約するもの ⇒ デジタルマネー(送金・決済の手段)として規律される</p> <p><b>【暗号資産型】</b>            アルゴリズムで価値の安定を試みるもの等(上記以外)            ⇒ 暗号資産や有価証券に該当し得る</p>
既存のデジタルマネーとの関係
<ul style="list-style-type: none"> <li>既存のデジタルマネーは、①発行・償還等、②資金移転、③管理、取引のための顧客接点、の機能を同一の事業者が行うことを前提していたが、ステーブルコイン(デジタルマネー類似型)が流通することで、①~③の機能が以下のように分離される可能性があり、それに応じた柔軟で過不足のない規制構築に向けた検討が必要。               <ul style="list-style-type: none"> <li>① 発行・償還等 ⇒ 発行者</li> <li>② 資金移転、③ 管理・取引のための顧客接点 ⇒ 仲介者</li> </ul> </li> </ul>
ステーブルコイン(デジタルマネー類似型)関連事業者に求められる規律
<ul style="list-style-type: none"> <li>「発行者」に求められる規律           <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 現行法上、基本的に為替取引に該当し、銀行業免許または資金移動業者登録が必要(要求払預金を信託財産とする信託受益権を利用する場合、信託会社も発行者になり得る)</li> <li>・ 発行者に対する利用者の償還請求権が明確に確保されることが重要</li> </ul> </li> <li>「仲介者」に求められる規律           <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 決済に関する情報提供やAML/CFT対応、システム対応等の体制整備、利用者財産の管理等が適切に実施されるよう業規制を整備               <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 対象行為: 銀行や資金移動業者を代理して債権の発生・消滅を行う行為、要求払預金を信託財産とする信託受益権等の売買・交換等を想定</li> <li>✓ 規制内容: 財務規制、利用者保護(情報提供、分別管理、システム整備等)、利用者資産の保全、AML/CFT対応 等</li> </ul> </li> </ul> </li> </ul>

(資料)「金融審議会資金決済WG報告」をもとに日本総研作成

具体的に、ステーブルコインは、価値を安定させる仕組みに応じて、1コイン=1円といったように法定通貨の価値と連動した価格で発行され、発行価格と同額で償還を約するもの(「デジタルマネー類似型」)、アルゴリズムで価値の安定を試みるもの等(「暗号資産型」)、に分類できるとしている。そのうえで、「資金決済に関する法律」で、暗号資産は、①不特定のものに対して、代金の支払い等に使用でき、かつ法定通貨(日本円や米国ドル等)と相互に交換できる、②電子的に記録され、移転できる、③法定通貨または法定通貨建ての資産(プリペイドカード



等) ではない、と定義されていることに基づき、「デジタルマネー類似型」のステーブルコインについては、暗号資産ではなく、法定通貨建ての資産（デジタルマネー）として規律されると言及している。

また、ステーブルコイン関連事業者に求められる規律に関しては、既存のデジタルマネーでは、①（デジタルマネー等の）発行や償還、②資金移転、③管理、取引のための顧客接点<sup>14</sup>、の3つの機能を一体的に担うことを前提としていたが、「デジタルマネー類似型」のステーブルコインの発行・流通にあたっては、①を担う「発行者」と、②、③を担う「仲介者」に分離される可能性があり、それに応じた態勢整備が必要になると指摘している。具体的に、「デジタルマネー類似型」のステーブルコインを発行・償還する行為は、基本的に現行法上で為替取引に該当するため、「発行者」には、銀行業免許または資金移動業登録が求められる（要求払預金を信託財産とする信託受益権を利用する場合、信託会社も発行者になり得る）ほか、事業者が破綻した際にも利用者に償還を請求する権利（償還請求権）が確保されることが重要と指摘されている<sup>15</sup>。また「仲介者」については、銀行や資金移動業者の代理として債権の発生や消滅等を行うものとしたうえで、利用者保護や決済の安定性の観点から、決済に関する情報提供やAML/CFT対応、システム対応等の体制整備、利用者財産の管理等が適切に実施されるよう規制を整備する方針が示されている。

## 5. 今後の論点と求められる対応

ここまでみてきた通り、米国をはじめ国際的に、ステーブルコインに対する規制強化に向けた動きが進展するなか、今後わが国として検討が必要な論点や求められる対応等について考察したい。

### （1）国際的な議論の動向を踏まえた政策の検討

1つめの論点が、欧米主要国をはじめとする国際的な議論の動向である。米国の「報告書」やIMFのGlobal Financial Stability Reportで指摘されているように、ステーブルコインはグローバルベースで利用される効率的で利便性の高い決済・送金手段になる可能性があると認識されている一方、それによって様々なリスクや弊害が生じることが懸念されている。こうしたリスクを抑制するため、米国では預金取扱金融機関に、EUでは信用機関と電子マネー事業者にというように、ステーブルコインの発行体を当局による規制・監督が相対的に行き届いている既存金融機関に限定するという方向で検討が進んでいる。わが国における発行体を基本的に銀行や資金移動業者を対象とするという金融審の資金決済WGで示された方針は、国際的な議論の流れに合致するものと言える。

一方、米国の「報告書」で掲げられた規制強化策については、米連邦準備制度理事会（FRB）

<sup>14</sup> 顧客に対するカスタディサービス、コインの取引を可能とするアプリの提供が含まれる。

<sup>15</sup> 「資金決済WG報告書（案）」では、こうした発行者に対する要請を満たす仕組みとして、「銀行の口座振替時における預金債権の発生・消滅についての現行実務を前提としたものとして、銀行から代理権を付与された仲介者が、個々の利用者の持分を管理し、振り替える仕組み（発行者である銀行は総額のみを管理）」、「資金移動業者の未達債務について、資金移動業者から代理権を付与された仲介者が、個々の利用者の持分を管理し、振り替える仕組み（発行者である資金移動業者は総額のみを管理）」、「信託法制が適用されるものとして、受益証券発行信託において、銀行に対する要求払預金を信託財産とした信託受益権を仲介者が販売・移転する仕組み」が挙げられている。また信託受益権を利用するスキームでは、信託財産の全額を円建ての要求払預金で管理することを前提となることから、金融商品取引法上の開示規制等を適用対象外とする制度改正を行うことが考えられるとされている。



のウォーレン理事が、ステーブルコインに対する規制強化の必要性は主張しつつも、「銀行だけがステーブルコインを発行できるという考えには同意しない」、「ステーブルコインは決済手段の提供者として銀行の有力な競合になり得る」と論じる<sup>16</sup>など、異論も存在している。また、米国議会は与野党の勢力が拮抗し、民主党、共和党の党内でも、金融規制に対する意見の対立がみられ、ステーブルコイン関連の法整備が今後どのような方向で進められるかは見通しにくいのが実情である。実際、12月14日に開催された米上院の銀行委員会の公聴会において、民主党のエリザベス・ウォーレン上院議員がステーブルコインに対する規制強化を主張する一方、共和党の patt・トゥーミー上院議員がイノベーション推進の観点から規制に反対する<sup>17</sup>など、対立が鮮明となっている。わが国としては、国際的な潮流から乗り遅れたり、規制裁定 (regulatory arbitrage) を生じさせたりすることのないよう、米国をはじめとする主要国における議論を踏まえたうえで、国内の制度整備を進めていく必要がある。

## (2) 国内における規制導入に向けた課題への対応

2つめの論点が、国内で規制を導入するにあたって課題となる事項への対応である。わが国においてステーブルコインの発行体となるであろう銀行と資金移動業者については、送金上限額や資金の受け入れ方法、預入資金の保全等について、様々な違いがあり、今後検討を要する事象が存在する (図表8)。

(図表8) 銀行と資金移動業者の概要

	銀行	資金移動業者
送金 上限額	上限なし	第1種：上限なし 第2種：100万円 第3種：5万円
顧客資金の 受け入れ等	預金の受け入れ、 預金を原資とする貸付が可能	為替取引に用いられる資金について 顧客からの受け入れ可能 (第1種には厳格な滞留規制あり)
財産的 基礎等	最低資本金 (20億円) 自己資本比率規制	適正かつ確実に遂行するために 必要と認められる財産的基礎
預入資金の 保全	預金保険制度の対象	全額保全 (供託、保全契約、信託)

(資料) 金融審議会資金決済WG資料をもとに日本総研作成

<sup>16</sup> November 17, 2021 “Reflections on Stablecoins and Payments Innovations” Governor Christopher J. Waller (<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/waller20211117a.htm>)

<sup>17</sup> 共和党トゥーミー上院議員は、ステーブルコインの発行者として、①一般的な銀行免許、②ステーブルコイン法制のなかで整理される特別目的の銀行免許、③送金業者としての登録、の形態が考えられると主張している。

例えば銀行等（預金取扱金融機関）については、ステーブルコインと引き換えに受け入れた資金が利用者保護の観点から預金保険制度の対象となるが、決済用預金として分類されれば、全額保護されることになる。もっとも、家計や企業では、全額保護の対象でない一般の普通預金を決済用口座として利用するケースが多く、全額保護は過大との指摘も存在する。こうした点からも、ステーブルコインと引き換えに受け入れた資金を預金保険制度上どのように取り扱うか、検討していく必要がある。

また、資金移動業者については、2021年の資金決済法の改正によって、①送金額の上限なく為替取引を行うことができる第1種、②100万円以下の為替取引の取り扱いができる第2種、③5万円以下の少額為替取引を取り扱う第3種、の3つに分類され、第1種については、内閣総理大臣の認可が必要になる（第2種、第3種は登録制）ほか、送金額や送金日、送金先が決まっていない資金の受け入れは出来ないといった厳格な資金滞留規制が課されている。資金移動業者が企業間取引でも利用できるステーブルコインを発行するためには、第1種の認可を受けることが必要となるが、厳格な資金滞留規制を課されたままステーブルコインを発行することは難しいのではないかと、また仮に規制緩和を検討する場合に、預かり資産をどのように運用するか、そのリスク管理態勢や金融市場への影響、さらには資金仲介機能の低下や預金流出につながるかなど、幅広い観点から検討することが求められる。

このほかにも、現在検討が進められている中央銀行が発行するデジタル通貨（Central Bank Digital Currency, CBDC）<sup>18</sup>との関係性、相互運用性、すみわけ等について、当局間や金融機関などと議論する必要があるだろう。

### （3）「責任ある金融イノベーション」の担い手としての役割発揮

3つめの論点が、金融イノベーションの推進である。米国の「報告書」のなかでは、「政府や金融規制当局が連携して、責任ある金融イノベーションの強化（foster responsible financial innovation）を進めていく」との記述がある。こうした観点からみれば、ステーブルコインの発行体を FinTech 事業者や一般の事業会社ではなく、当局の規制・監督下にある銀行などの既存金融機関に限定するという主要国の方針は、どちらかといえば、金融インフラの担い手という「責任ある」役割を重視したものと理解できる。

一方、決済・送金の分野を展望すれば、経済安全保障やグリーンイノベーションといった外部環境の変化、IoT（Internet of Things）や5G（第5世代移動通信システム）等のデジタル化の進展を受けて、サプライチェーンがグローバルベースで高度化、複雑化することが見込まれるなか、それにあわせて企業間の資金決済サービスの機能向上や効率化等を進めていくことが必要となる。今回、ステーブルコインの発行者として規定される銀行や資金移動業者等は、堅牢で安定的な金融、決済システムを維持するのみならず、金融イノベーションの担い手として、家計や企業にとって利便性の高い決済手段を提供していく役割も求められよう。また当局は、そうした金融機関の取り組みをサポートするとともに、新たな決済手段の取引実態やリスクを丁寧に把握し、金融システムの安定とイノベーション推進のバランスのとれた規制・監督

<sup>18</sup> 日本銀行では、現時点ではCBDCを発行する計画はないとしながらも、決済システム全体の安定性と効率性を確保する観点から、今後の様々な環境変革に的確に対応できるよう準備しておくことが重要として、一般利用型CBDC（個人や一般企業など、幅広い主体の利用を想定したCBDC）に関する実証実験を行っている。  
<https://www.boj.or.jp/paym/digital/index.html>



を行うことが肝要であろう。

## 6. おわりに

国際的な決済・送金の分野では、今回の議論の中心であったステーブルコインやデジタルマネー、CBDCなど、様々な議論が進んでいる。このほかにも決済・送金以外の証券（セキュリティ・トークン）や暗号資産、DeFiやNFT（Non Fungible Token, 非代替性トークン）など、金融セクターのデジタル化は日進月歩で進んでいる。こうした新たな金融イノベーションは、利便性の向上や新たな付加価値の提供、社会課題の解決等に貢献することが期待される一方、それによって生じる様々なリスクや弊害を抑制できるかが、世界各地で重要な政策課題となることは避けられない。わが国としては、新たな金融取引の実態や技術的な論点等を把握するとともに、米国をはじめとする諸外国の議論の動向も踏まえながら、今後の政策対応を幅広く検討していくことが求められる。

### <参考文献・資料>

- President's Working Group on Financial Markets, the Federal Deposit Insurance Corporation, and the Office of the Comptroller of the Currency  
「Report on STABLECOINS」(2021年11月)
- President's Working Group on Financial Markets  
「Statement on Key Regulatory and Supervisory Issues Relevant to Certain Stablecoins」(2020年12月)
- European Commission  
「Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on Markets in Crypto assets, and amending Directive (EU) 2019/1937」(2020年9月)
- Financial Stability Board (FSB)  
「Regulation, Supervision and Oversight of “Global Stablecoin” Arrangements」(2020年10月)
- 金融庁 デジタル・分散型金融への対応のあり方等に関する研究会  
「中間論点整理」(2021年11月) 及び 会議資料
- 金融庁 金融審議会 資金決済ワーキンググループ 会議資料、同WG報告(2022年1月)
- International Monetary Fund 「Global Financial Stability Report」(2021年10月)
- The Federal Reserve Board 「Financial Stability Report」(2021年11月)
- 谷口 栄治 [2021] 「IMFが警戒を強める暗号資産関連の金融リスク」  
日本総研 Research Eye No. 2021-041 (2021年10月5日)
- 谷口 栄治 [2021] 「拡大するBigTech企業の金融ビジネスに対する規制のあり方」  
日本総研 Research Focus No. 2021-029 (2021年9月22日)
- 佐倉 勲 [2020] 「米国の銀商分離規制を巡る最近の動き ～わが国でのイコール・フットディング確保に向けた示唆～」  
日本総研 Research Focus No. 2020-029 (2021年12月29日)

