

ステーブルコインは本質的に悪貨なのか？

淵田 康之

■ 要 約 ■

1. ステーブルコイン、すなわち価値の安定した暗号資産の一つとして、グローバルに広く普及する可能性のあったリブラの構想は、国際金融当局等からの批判を背景に潰えた。しかし分散型金融（Decentralized Finance、DeFi）を含む暗号資産経済圏の台頭も相まって、既存のステーブルコインの市場は2020年後半以降、急速に拡大している。
2. こうした状況も踏まえ、ステーブルコインの規制を巡る議論が本格化しつつある。米国の大統領作業部会等は、ステーブルコインの発行者を銀行に限定すべきと提案した。
3. しかしステーブルコインの発行者と銀行では、その機能もリスクも異なっており、この提案は適切ではないとの指摘がある。私的に発行された通貨間の競争にはメリットがある、という立場からの批判もある。
4. ステーブルコインを問題視する立場からは、対抗上、中央銀行デジタル通貨（Central Bank Digital Currency、CBDC）の導入が重要という指摘がある。一方、通貨間競争のメリットを重視する立場からは、CBDCを導入するとしても、リテールCBDCの導入ではなく、ホールセールCBDCを準備資産とした各種のステーブルコインを、民間事業者が競争的に発行する姿が望ましいとの主張がある。
5. わが国は、明治時代に為替取引を銀行の固有業務と定めたことから、今日においてもノンバンクの決済サービスには、欧米とは異質な制約が課されたままとなっている。わが国がこの枠組みを変えない限り、ステーブルコインについても、欧米におけるような形での発行や流通は不可能となる。

野村資本市場研究所 関連論文等

・ 淵田康之「ステーブルコインと中央銀行デジタル通貨を巡って」『野村資本市場クォーターリー』2020年春号。

I 暗号資産とステーブルコイン

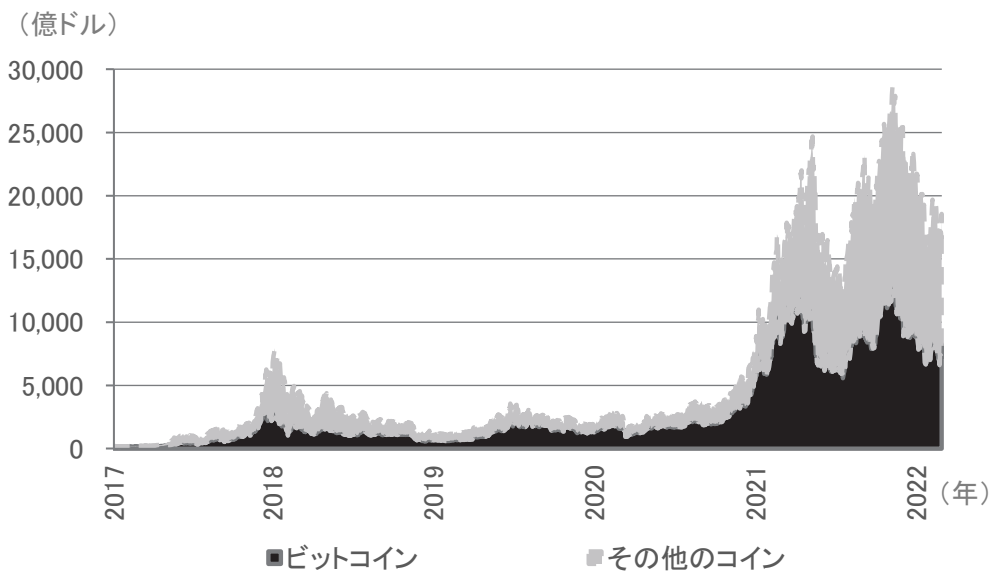
1. ビットコインから暗号資産経済圏へ

2009年にビットコインの取引が始まって以降、暗号資産¹は、投機的な価格変動に加え、不正取引やサイバー攻撃による資産の流出も各所で生じるなど、多くの問題を抱え続けている。しかし、一部の人々が予想し続けてきた暗号資産の終焉は実現していない。むしろ2020年後半以降、その市場規模は急速に増大した（図表1）。

昨今は、暗号資産で用いられる分散台帳等の技術を、通貨的な取引に留まらず、証券や融資などの金融取引の分野、貿易や不動産、NFT（Non-Fungible Token、非代替性トークン）²を用いたデジタルな表現物の管理や取引など、様々なデジタルアセットに応用する動きが広がっている。

これらの動きには、単に表面的な技術の面で共通要素があるだけではなく、特定の主体の信用や管理に大きく依存せずに経済・社会活動を行う方が望ましいという発想が共有されている。

図表1 暗号資産時価総額推移



（出所）coin.dance より野村資本市場研究所作成

¹ 諸外国の文献では、通常、ビットコインなどの通常の暗号資産とステーブルコインを総称して crypto asset という用語が用いられる場合が多く、本稿でも原則として crypto asset の訳語として「暗号資産」という用語を用いる。ただしわが国の資金決済法においては、法定通貨と連動した価格（例：1 コイン=1 円）で発行され、発行額と同額での償還を約束するものは、「暗号資産」ではなく「通貨建資産」と定義されるため、典型的なステーブルコインは同法上の「暗号資産」には該当しない。後段のわが国の法制に係る議論の部分では、ステーブルコインを暗号資産とは区別して扱う。

² 分散台帳技術を用いることで、デジタルコンテンツなどの唯一性、真正性を証明可能とする仕組みとされる。

デジタル化というだけなら、信用ある機関が集中的に管理するコンピュータを利用することで何十年も前から可能であった。その後、インターネットが登場したことで、こうした集中機関を介さない P2P (Peer to Peer、利用者間が直接つながる姿) のデジタル取引が可能な時代となったと思われた。しかし P2P の取引が可能なデジタルマネーが存在せず、決済がネックとなってきた。この問題は、2009 年、ビットコインが登場したことにより、ようやくクリアされた。

ところがその後、インターネット上のデジタル活動においては、GAFA (Google、Apple、Facebook、Amazon) に代表されるような新たな集中管理型の主体が台頭するようになった。そこで、ビットコインが採用した分散台帳技術を活用し、GAFA 的な存在にも依存しないオープンなネット社会、新たなデジタル経済を実現する動きとして Web3 が提唱されるようになってきている。

分散型金融 (Decentralized Finance、以下 DeFi) への注目も高まっている³。DeFi とは、分散台帳上で管理されるスマートコントラクト⁴を通じて、金融商品や金融サービス、金融活動、金融上のアレンジメントを管理するものである。これにより TradFi (Traditional Finance)、すなわち伝統的な金融業者や中央管理者を介さず、トレーディング (暗号資産間のスワップやデリバティブ取引)、融資、資産運用、保険、カストディなど様々な金融機能が自律的に実行される⁵。

DeFi の規模は、DeFi の様々な仕組み (プロトコル⁶) ごとにプールされた暗号資産の金額である TVL (Total Value Locked) で計測されるが、全体として 2020 年の半ばから急増しており、同時期における暗号資産全体の規模の押上げにつながったとみられる⁷。

基本的に誰でもプログラムを開発し、スマートコントラクトを分散台帳に登録・公開することで、自由に新たな DeFi のサービスを提供できる。プログラムの作動状況や取引結果も、誰でも参照できる。手数料など運営に係る重要事項の決定も、開発者や利用者が保有するガバナンス・トークンによる投票によって行われる仕組みも普及している。

もちろん「分散」と称されるものの、特定の管理者が全く不在なのか、真に自律的な運用がなされるのか、民主的なガバナンスが実現しているのか、といった論点は尽きない。また分散化しているかどうかというよりも、単に収益機会への思惑から人やカネが集まっているに過ぎないという側面もあろう。

ただ少なくとも、伝統的な機関やシステムに依存しては、オープンな社会、新たなデジタル経済は実現しないとの発想の下、様々な挑戦が活発化していることは確かであろう。

³ DeFi については、北條真史、鳩貝淳一郎「暗号資産における分散型金融」『日銀レビュー』2021 年 4 月、及び Sirio Aramonte, Wenqian Huang and Andreas Schrimpf, “DeFi risks and the decentralisation illusion,” BIS Quarterly Review, December 2021 を参照。

⁴ ある条件で作動するプログラムを分散台帳に登録し、条件が満たされた際に自動的に作動させ、その結果を分散台帳に自動的に記録する仕組み。

⁵ DeFi の対義語として TradFi を用いる例としては、前掲注 3 の BIS Quarterly Review を参照。

⁶ DeFi におけるプロトコルは、一連のスマートコントラクトであり、これによって機能やサービスが提供される。

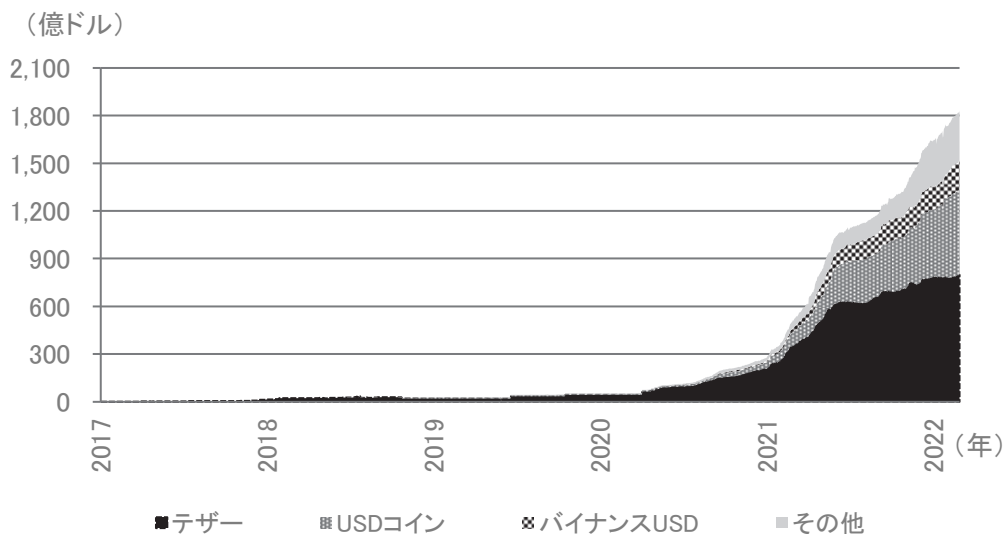
⁷ 前掲注 3 の BIS Quarterly Review を参照。

2. ステーブルコインとは

このように分散台帳技術を用いた暗号資産経済圏とも言うべき世界が拡大するなかで、同経済圏の決済に用いられるデジタルマネーの役割も重要性を増すことになる。前記のように同分野の拡大の起点は、ビットコインの登場であったが、ビットコインを含む多くの暗号資産は、大幅な価格変動を繰り返しており、決済というより投機的な取引が主体となっている。そこで価格の安定を目指す暗号資産として、様々なステーブルコインが開発されてきた。図表 2 に示す通り、ステーブルコインの市場規模は、暗号資産全体と同様、2020 年後半以降、急拡大しており、2022 年 2 月末時点の時価総額は 1,800 億ドル超となっている。

金融安定理事会（Financial Stability Board、以下 FSB）によれば、ステーブルコインは「特定の資産ないし、資産のプールやバスケットに対して、安定的な価値を維持することを目指す暗号資産（A crypto-asset that aims to maintain a stable value relative to a specified asset, or a pool or basket of assets）」と定義されるが⁸、この場合、価値の安定化の対象となる資産（reference asset）は、ドルのような法定通貨である場合が一般的である⁹。法定通貨を reference asset とするステーブルコインは、1 単位=1 ドルで発行され、発行後も 1 単位を 1 ドルで償還できるとする場合が多い。

図表 2 主なステーブルコインの時価総額推移



(注) その他には、テラ USD、ダイ、フラックス、マジックインターネットマネー、トゥルーUSD、パックスダラー、フェイ、ジェミニドル、sUSD を含む。

(出所) coingecko.com より野村資本市場研究所作成

⁸ Financial Stability Board, “Regulation, supervision and oversight of ‘global stablecoin’ arrangements: Final Report and High-Level Recommendations,” October 2020.

⁹ 金を reference asset とすることで、金に対する価値の安定性を目指す Digix Gold Token のようなコインもあるが、限定的である。

また価値安定化の手法としては、reference asset やそれに準ずる資産を準備資産 (reserve asset) として保有する方法がある。例えば法定通貨建ての預金や政府短期証券を準備資産とするのが一般的であるが、コマーシャルペーパーなどのリスク資産が準備資産に含まれている事例もある。さらに、他の暗号資産を超過担保 (コインの額面を十分超える金額の準備資産) の形で保有するステーブルコインもある。

準備資産をバックとするステーブルコインは、通常、準備資産を管理し、発行価格と同額での償還を実現する管理主体が存在する。従って、コインの流通等において分散台帳を用いていても、ビットコインのように管理主体の存在しない暗号資産とは異なる。

ただし管理主体が存在しない DeFi 型のステーブルコインもある。例えば、準備資産として暗号資産を超過担保として保有し、担保が減少すると、担保の提供やコインの引き出し抑制を促すスマートコントラクトが発動し、超過担保状態が維持されるような工夫があるものや、準備資産を保有せず、ステーブルな価値を保つように供給量をアルゴリズムによって調整するタイプのものがある。

3. ステーブルコインと DeFi

これまでステーブルコインは、従来型の暗号資産取引所¹⁰におけるビットコインなどの特定の暗号資産の売買のための待機資金としての利用が主体であった。しかし最近では、DeFi などを含めた拡大する暗号資産経済圏の流動性としても重要視されるようになっており¹¹、DeFi の TVL の過半をステーブルコインが占めている¹²。

例えば DeFi の一形態である分散型暗号資産取引所 (Decentralized Exchange、DEX) では、様々な暗号資産のペアのスワップ取引が可能であるが、値上がりした暗号資産をステーブルコインにスワップすることで、利益を確保するといった取引が行われる。また、保有するステーブルコインをこの DEX に預けることで、その見返りとして一定のリターンを獲得することもできる。これにより DEX 側は、他の暗号資産とのスワップに利用されるステーブルコインを調達できるのである。スワップレートやリターンの調整は、自動的、機械的に行われる。

このようにステーブルコインと DeFi を活用することにより、激しい価格変動を繰り返す暗号資産に単純に投機する場合とは異なるリスク・リターン・プロファイルを追求する可能性が生まれたことも、暗号資産経済圏の拡大につながっているとみられる。

¹⁰ 従来型の暗号資産取引所は、DeFi 型の暗号資産取引所である DEX (Decentralized Exchange) に対して CEX (Centralized Exchange) と呼ばれることもある。CEX においては、顧客の口座管理や売買注文のマッチングのための注文板の管理など、取引所管理者によるオフチェーン (分散台帳外) の活動が存在するが、DEX においては各種の活動が、オープンな分散台帳上のスマートコントラクトとして実行されており、オンチェーン化されている。

¹¹ 暗号資産取引所や DeFi などの利用者は、法定通貨を暗号資産に交換して取引を行うが、継続的にこうした暗号資産経済圏で活動する場合、必要に迫られなければ、分散台帳上で管理されていない銀行預金のような伝統的なマネーに戻すことはない。銀行預金を介しては、機動的な取引は難しく、コストも割高となるからである。

¹² 前掲注 3 の BIS Quarterly Review を参照。

4. ステーブルコインの諸問題

ステーブルコインは暗号資産経済圏の流動性として活発に利用されるだけでなく、実体経済における通常の決済手段として利用が拡大していく可能性もある。こうした状況を踏まえ、ステーブルコインがもたらしうる問題についての関心も高まっている。ステーブルコインの問題には、暗号資産全体に共通する問題とステーブルコイン特有の問題がある。

まず暗号資産全体に共通する問題としては、ハッキングによる資金の流出や詐欺的な資金集め、インサイダー取引や相場操縦、利益相反などガバナンス上の問題、そしてAML/CFT¹³分野の問題などがある。暗号資産は先進国以上に途上国において浸透しつつあり、IMF（International Monetary Fund、国際通貨基金）などは、暗号通貨が自国通貨を代替する動き（cryptoization）も懸念している¹⁴。実際、エルサルバドルのように、ビットコインを法定通貨として位置づけた国もある。

一方、ステーブルコイン特有の問題としては、そもそもステーブルなのか、という点がある。「ステーブル」といっても、利用者が常に1対1で交換できる保証はない。特に暗号資産担保型やアルゴリズム型の場合、不確実性が高い¹⁵。

準備資産として流動性の高い安全資産を保有していると称していても、実際にはコマーシャルペーパーなどのリスク資産も保有されている場合もある。準備資産の内訳や金額に関する開示の内容、開示の頻度もステーブルコインによってまちまちであり、外部監査が適切に行われているかどうかという問題もある¹⁶。

発行者が1対1で償還するとしていても、発行者に直接償還を求めることができるのは暗号資産取引所など大口保有者であり、通常の利用者は取引所で売却するしかない場合がある。この価格は日々変動しており、必ずしも1対1の交換レートとはならない。

利用者の請求権が、他の債権者に優先されるのかという問題もある。カストディアル・ウォレット（custodial wallet）¹⁷を通じた利用者の場合、発行者の準備資産のあり方以前に、ウォレット提供者の顧客資産の管理のあり方が問題となる。

以上のような問題を背景に、特に利用者の信頼が急低下し、法定通貨への換金が殺到するストレス時には、法定通貨に対するディスカウントが拡大し、そもそも換金不能となる恐れもある。こうした事態に備えて、一部のコインはもともと一定期間における償還額に

¹³ Anti-money Laundering/Countering the Financing of Terrorism（マネーロンダリング・テロ資金供与対策）。

¹⁴ International Monetary Fund, “Chapter 2: The Crypto Ecosystem and Financial Stability Challenges,” *Global Financial Stability Report*, October 2021.

¹⁵ 例えば2021年6月には、IRON Financeが発行する暗号資産担保のステーブルコインIRONとアルゴリズム型ステーブルコインTITANの暴落が生じた。

¹⁶ ステーブルコインとして時価総額1位のテザーにおいては、準備資産の一部が関連会社に融資されていた点が対外説明と異なるとされ、ニューヨーク州が問題視したが、2021年2月、同社は否定も肯定もせず、罰金を支払い、和解した。2021年10月には、やはり準備資産の虚偽説明の件で、米国商品先物取引委員会に罰金を支払い、和解している。

¹⁷ 暗号資産の秘密鍵の管理を利用者ではなく、サービスの提供主が行うウォレットを指す。利用者は、自ら秘密鍵を管理し、暗号資産を直接コントロールすることも可能であるが、他の暗号資産との売買を機動的に行うなどの理由から、サービス提供者のユーザーとしてカストディアル・ウォレットを利用し、暗号資産自体の管理はサービス提供者に委ねる場合も多い。

上限が課されている、あるいは状況によって償還を停止できるとしている場合もあるが、これらが混乱の拡大を防ぐ上で有効に機能する設計となっているとは限らない。

このような銀行取付 (bank run) に似た混乱が生じる問題は、ランリスク (run risk) とも呼ばれ、ステーブルコインのリスクの中核とも言える。ステーブルコインが広く普及し、グローバルな送金やリテール決済などにも利用されていけばいるほど、他の様々な取引へ影響が波及し、システミックリスクが生じかねない。

ステーブルコインが広く普及すると、暗号資産全般の問題でもある AML/CFT 分野の問題や cryptoization の問題も深刻化する。さらに、ステーブルコインを提供する事業者が、その利便性や取引データを背景に様々な事業を拡大させることで、経済力の集中が生じ、独占や寡占の問題が生じる可能性もある。分散台帳における電力消費への批判もある。

グローバルに広く普及する可能性があるステーブルコイン (グローバル・ステーブルコイン) の問題は、とりわけ 2019 年 6 月にリブラ構想が発表されたことで大きな注目を集めた。リブラの場合は、独自に管理する主要国の通貨バスケットに連動するステーブルコインであり、ドルとは異なる通貨単位を有していたことから、ドルを基軸通貨とする国際通貨体制への脅威にもなりかねないという点も、重大な問題とされた。

この他、ステーブルコインのメリットとされる、金融包摂への寄与、マイクロペイメントの実現、プログラマビリティといった特徴については、実態と異なるとの指摘がある¹⁸。

II 規制強化に向けた動き

1. 国際金融当局の対応

以上に指摘した問題のうち、暗号資産全体に共通する問題に対する検討も進みつつあるが¹⁹、以下ではステーブルコイン自体の問題を踏まえた規制議論について見てみよう。

議論の出発点は、リブラ構想に対して国際金融当局が抱いた強い警戒感であった。FSB は 2018 年時点では、暗号資産は国際金融に重大なリスクをもたらしていないと評価していたが²⁰、リブラ構想が発表されるとこの評価を一転させ、グローバル・ステーブルコインの問題への対応に注力することとなったのである²¹。

2020 年 10 月の G20 財務大臣・中央銀行総裁会議は、FSB による最終報告書と 10 項目のハイレベルな勧告²²を踏まえ、「いかなるグローバル・ステーブルコインも、関連する全ての法律上、規制上及び監視上の要件が、適切な設計と適用可能な基準の遵守を通して十

¹⁸ 2021 年 12 月 14 日に開催された、米議会上院銀行委員会公聴会におけるアレクシス・ゴールドスタイン氏 (Open Markets Institute の Director of Financial Policy) の証言参照。

¹⁹ Financial Stability Board, "Assessment of Risks to Financial Stability from Crypto-assets," February 2022.

²⁰ Financial Stability Board, "Crypto-asset markets: Potential channels for future financial stability implications," October 2018.

²¹ 淵田康之「ステーブルコインと中央銀行デジタル通貨を巡って」『野村資本市場クォーターリー』2020 年春号参照。これを受け、当初のリブラ構想は修正され、通貨バスケットではなく、法定通貨を reference asset とするステーブルコインを目指す方向となったが、最終的にその実現は断念された。

²² 前掲注 8 を参照。

分に対処されるまではサービスを開始するべきでないことを支持する」と宣言した。

また金融活動作業部会（Financial Action Task Force、FATF）が2020年6月のG20への報告書において、ステーブルコインは暗号資産または伝統的な金融資産としてFATF基準の適用対象となる旨を示した²³。さらに2021年10月に改定暗号資産ガイダンス²⁴を公表し、ステーブルコインに関する規制内容やP2P取引のリスク低減策等を提示した。

この他IMFは、2021年10月の報告書で、「一部のステーブルコインにはランリスクがあり、その影響が金融システムに波及しかねない」と指摘した²⁵。

各国はこれら国際機関の勧告や提案、調査報告等²⁶を踏まえ、ステーブルコイン、及び暗号資産全体に対する規制・監督の枠組みを整備しつつある²⁷。

2. 米国のPWGレポート

ステーブルコイン取引の中心である米国においては、2021年7月に米国の大統領金融市場作業部会（President’s Working Group on Financial Markets、以下PWG）²⁸、連邦預金保険公社（Federal Deposit Insurance Corporation、以下FDIC）、及び通貨監督局（Office of Comptroller of Currency、OCC）が合同で検討に着手し、同年11月に報告書（以下、PWGレポート）を公表した。

PWGレポートは、ステーブルコインのなかでも、とりわけ法定通貨に対する価値を安定化させるようにデザインされ、決済に広範に利用される可能性のあるステーブルコイン²⁹を対象に、その健全性という観点に焦点を絞ってその問題点やリスクを議論し、議会に対して立法上の対応を提案している³⁰。

ここで最も注目されるのは、ステーブルコインの発行者（コインの制作、発行の他、そ

²³ Financial Action Task Force, “Report to the G20 Finance Ministers and Central Bank Governors on So-called Stablecoins,” June 2020 参照。FATF 勧告が暗号資産（Virtual Assets）に関する金融活動にも適用されることは、既に2018年10月のFATF 勧告改訂で明確化されている。同勧告15の改訂では、暗号資産交換業者（Virtual Asset Service Providers）は、AML/CFTの目的から規制対象とすべきこと、免許制または登録制の対象とすべきこと、有効なモニタリングまたは監督の対象とすべきことが必要とされている。

²⁴ Financial Action Task Force, “Updated Guidance for a Risk-based Approach, Virtual Assets and Virtual Asset Service Providers,” October 2021.

²⁵ 前掲注14を参照。

²⁶ 以上にあげたものの他に、Committee on Payments and Market Infrastructures Board of the International Organization of Securities Commissions, “Consultative report, Application of the Principles for Financial Market Infrastructures to stablecoin arrangements,” October 2021 などがある。

²⁷ FSBは、各国における勧告の導入状況をモニターしている。2021年の進捗状況の報告は、2021年10月に発表されている。

²⁸ 1988年3月、前年のブラックマンデーに関する調査を当初の目的として、大統領令によって設置された。財務長官を議長とし、連邦準備制度理事会議長、証券取引委員会委員長、商品先物取引委員会委員長によって構成される。

²⁹ PWG レポートは payment stablecoin と呼んでいる。なお準備資産を持たず、アルゴリズムを用いて価値の安定化を目指すタイプのステーブルコインや、法定通貨との換金性を掲げていないステーブルコインなどは、普及が限定的であるとして、同レポートは議論の対象としていない。

³⁰ ステーブルコインは、上記のようにデジタルアセット・プラットフォームやDeFiにおいて活発に利用されているが、デジタルアセット・プラットフォームやDeFiについては、証券取引委員会（Securities and Exchange Commission、SEC）や商品先物取引委員会（Commodity Futures Trading Commission、CFTC）でも検討が進められているため、PWG レポートは概要を記載するに留めている。マネーロンダリング分野に関する検討も、財務省に委ねている。

の償還や準備資産の管理を担う者)を、銀行³¹に限定すべきとした点である。この提案が実現すると、多くのステーブルコイン発行者は、事業継続が困難となる恐れもある。銀行となれば、自己資本規制や流動性比率規制など一連の健全性規制の遵守を要求され、その持株会社も銀行持株会社として非金融事業の制限等の規制を受けることになるからである。

この提案に関連し、議会による法改正を待たずに実行可能な措置として、司法省を含む関連当局が、グラス・スティーガル法 21 条(a)の規定のステーブルコインへの適用を検討することも考えられるとしている点も注目される。同条項は(1)において、銀行による証券業務を禁止していることで知られるが、(2)では預金業務について規定している。すなわち預金を受け入れ、また預金者の要求によりその払い戻しを行う業務は、連邦や州などの預金業務に関する免許や許可、検査・規制、あるいは銀行同様の規制を受けている必要があるとしている。

この規定は銀行以外の主体を対象としているため、同条における「預金」は銀行預金よりも広い概念とされる。1930年代の立法当時、規制を受けない私的な銀行まがいの業者が問題視されたことを背景に盛り込まれたとされる。

1970年代には、MMFが同条項の「預金」に該当するかが問題となった。当時の司法省はMMFの法的構造では、債務者と債権者の関係が成立せず、同条項に反しないと判断した。しかしMMF1単位が1ドルで償還される仕組みが看過されていることや、リーマン・ショック後、MMFへの公的資金投入が必要となったことなどから、同判断の見直しが必要との指摘もある。

また州法の送金業務免許の下で運営されているペイパルなどのサービスは、同条項の預金業務に当たるとはならないかの指摘もある。ステーブルコイン発行者も、州の送金業務免許等を受け、ユーザーから法定通貨を預かり、要求に応じて同額の法定通貨を払い戻すという意味で、同条項の預金を扱っているとして規制することが考えられるのである³²。

3. EUのMiCA提案

欧州連合(European Union、以下EU)は、暗号資産と分散台帳技術の活用を推進しており、2020年9月にはデジタル・ファイナンスに関する一連の法案を公表した。その一つが、暗号資産市場規制の法案(Markets in Crypto-Assets、MiCA)³³である。同法案は、暗号資産全体(既存の金融商品・サービスの法制でカバーされる部分を除く)を規制するものであり、暗号資産の発行者に関する規制、暗号資産サービス・プロバイダー(Crypt-Asset Service Provider、CASP。カストディ業務、トレーディング・プラットフォーム、交

³¹ PWG レポートは、insured depository institutions としている。すなわち FDIC に加盟を認められ、その預金が連邦預金保険対象となっている金融機関(国法銀行、州法銀行、貯蓄金融機関)となる。以下、文中では簡単のため銀行と呼ぶこととする。

³² Howell E. Jackson and Morgan Ricks, "Locating stablecoins within the regulatory perimeter," Harvard Law School Program on Corporate Governance, August 5, 2021 参照。

³³ 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," September 24, 2020.

換業務、注文処理業務、アドバイザー業務などの提供者)に関する規制、及び市場濫用行為(インサイダー取引、相場操縦など)に関する規制が主な柱となっている。

このうち暗号資産の発行者に関する規制は、ビットコインなど通常の暗号資産トークンの発行者、資産参照トークン(asset referenced token)の発行者、電子マネー・トークン(electronic money token)の3種類に分け、さらに資産参照トークンと電子マネー・トークンについては、規模などの点から影響が大きいと判断される発行者を重要な(significant)発行者に分類し、それぞれ異なる規制を適用することを提案している。

このうち資産参照トークンと電子マネー・トークンが、ステーブルコインに相当する³⁴。前者は複数の法定通貨、一つないし複数の商品、一つないし複数の暗号資産、あるいはそれらの組み合わせの価値に対して安定的な価値を維持するものとされている。リップラが実現していれば、資産参照トークン、ないし重要な資産参照トークンの扱いを受けたと考えられ、EUとしてのリップラ対応策として用意されたのがこの分類と言える。

一方、電子マネー・トークンは単一の法定通貨に対して安定的な価値を維持するものとされ、電子マネー指令(EUにおける前払式支払手段に関する規制)における電子マネー(electronic money、E-money)と同様の扱いとなる。すなわち保有者は、常に額面で償還を要求でき、発行者は、銀行と電子マネー機関(electronic money institute)に限定される。電子マネー機関は、銀行同様、自己資本規制などが課されるが、要求される水準は銀行ほど厳格ではない。準備資産は、電子マネーと同様、安全資産(secure, low risk assets)に投資することとされる。

III 規制のあり方を巡る議論

1. 米国当局案への批判

ステーブルコインの発行者を銀行に限定するなどとしたPWGレポートの案は、活発な批判に晒されている。批判の主体は、ステーブルコイン関係者に留まらない。2021年11月には、連邦準備制度理事会(Federal Reserve Board、以下FRB)のウォーラー理事が、銀行規制の適用以外にも、消費者を保護し、金融安定性へのリスクに対処しつつ、イノベーションと競争をより促進する方法が別途あると主張した³⁵。

また2021年12月には、米上院銀行・住宅・都市問題委員会がステーブルコインに関する公聴会を開催したが、共和党のランキングメンバー³⁶であるトゥミー上院議員は、オープニング・ステートメントにおいて、ステーブルコインの発行者を銀行として規制することは、以下の3点から不適切と指摘した。

³⁴ MiCAは、条文案中にステーブルコインという用語を用いていない。

³⁵ Speech by Governor Christopher J. Waller, "Reflections on stablecoins and payments innovations," at Financial Stability Conference, cohosted by the Federal Reserve Bank of Cleveland and the Office of Financial Research, Cleveland, Ohio, November 17, 2021.

³⁶ 米議会委員会のランキングメンバーとは、上院または下院の少数党に所属するその委員会の最古参議員を指す。

第一に、ステーブルコインの発行者は、銀行とはビジネスモデルが異なり、預金・貸出を行なっておらず、資産と負債のミスマッチ³⁷のリスクも抱えていない。第二に、今日、イノベーションは専ら銀行の外で生じており、銀行に業務を限定することは、イノベーションの阻害につながる。第三に、今日、ペイパルなどの決済サービスは、州ごとの免許や連邦政府への登録の下に行われており、ステーブルコインの発行者だけ、銀行免許が要求されるのは、決済サービスにおける規制の公正性の観点から適切ではない。銀行による発行だけではなく、ステーブルコイン発行者のための特別目的銀行免許を導入し、これに基づく発行や、既存の州ごとの免許等による発行も選択できるべきである。

トゥミー上院議員は、このように指摘した上で、準備資産や償還方針の開示など、最低要件の遵守を求めること、無利子のステーブルコインは必ずしも証券ではなく、自動的にそのような規制を受けないことを法律で規定すること、事業者が個人情報第三者と共有することを顧客がオプトアウトできるようにすることなどを提言している。また全ての金融機関に対する AML/CFT 関連の規制は、ステーブルコイン、暗号資産、及び人工知能を含む様々な新たなテクノロジーの出現を考慮し、近代化されていくべきと主張した。

2. 州による既存の規制

PWG レポートでは十分触れられていないが、現状、ステーブルコインは全く規制の埒外にあるわけではない。例えば USD コインの発行者であるサークルは、基本的に米国の各州において送金業（money transmission business、money remittance business、money services business などの呼称がある）の免許を取得している³⁸。送金業免許は、送金業の他に、前払式支払手段の業務などもカバーするケースが多く、ペイパルを初めとする米国の資金決済業者は、各州でこの免許を取得することで、全米で活動している。

送金業免許の要件は各州で異なるが、顧客から受け入れた資金について、通常、安全性の高い資産で管理することが求められている。ただし株式や社債への投資についても禁止されていない州もある。この他、一定比率以上の自己資本、契約不履行損害補償証券（surety bond）の差入れ、会計監査、州当局による検査などが要求されている場合が多い。なおサークルは、今後、国法銀行免許の取得を目指すとしている³⁹。

一方、パクススやジェミニ、バイナンス USD は、ニューヨーク州の信託会社（trust company）の仕組みを通じて発行されている⁴⁰。すなわち、発行者は同州の限定目的信託会社としての要件を満たし、また同州の継続的な監視を受ける主体として設立を認められ、ドルペッグのステーブルコインを発行するための追加的な許可を得ている。許可するにあ

³⁷ 資産と負債の間で、満期、信用、流動性のミスマッチがある。

³⁸ 州によって免許の名称は異なる場合もある。例えばアラバマ州では sale of checks license。モンタナ州のように送金業免許が不要な州もある。ニューヨーク州の場合、money transmitter license に加えて virtual currency license も取得している。

³⁹ 2021年8月9日、同社 CEO がブログで公表。

⁴⁰ パクスス信託会社がパクススとバイナンス USD を発行。ジェミニ信託会社がジェミニを発行。

たり同州は必要な要件を満たすことを厳格にレビューし、またその後、継続的な検査・監督を実施するとされる。信託会社スキームの場合、顧客に対する受託者責任を伴う⁴¹。

もちろん、こうした州ベースの規制の枠組みには改善の余地が大いにあろうが、銀行免許という格段に大きな規制負担を要求することは批判を呼んで当然と言える。

3. 私的な通貨発行は問題か？

ステーブルコインの発行者を銀行として厳格に管理しようという発想は、通貨に関する秩序を維持し、またランリスクを避けることが経済にとって極めて重要という認識に基づいている。

特にリブラのような、独自の通貨単位となりうるステーブルコインは、様々な私的な貨幣が鑄造され、また個々の銀行が独自の紙幣を発行したことで混乱が生じたという歴史の教訓を踏まえれば、金融当局者が拒絶するのも当然かもしれない。

実際、私的な通貨発行が失敗したという歴史認識の下に、暗号資産、あるいはステーブルコインを批判する発言が相次いでいる。しかしながら、こうした認識は誤りであるとの指摘もある⁴²。例えば貨幣の鑄造を民間が担うと、金や銀の割合が低い悪貨ばかりが流通してしまうと批判されるが、当時の状況を調べると、人々は金銀の含有量の情報を迅速に共有し、悪貨は速やかに駆逐されたという⁴³。

いわゆる「悪貨は良貨を駆逐する」というグレシャムの法則は、金や銀の含有量に関わらず、国が額面での貨幣流通に拘る場合に当てはまる議論であるが、多くの著名な経済学者を含め、貨幣鑄造の国家独占の妥当性を裏付ける論理として誤用してきた。

また民間銀行による独自の紙幣の発行に問題があったため、国家による紙幣の独占的発行に移行したという歴史認識も正しくないとされる。米国においては1781年から1935年まで民間銀行による紙幣発行が行われたが、経済活動に応じて紙幣の供給量が円滑に調整されず、銀行危機が相次いだ経緯がある。しかしこれは1863年の国法銀行法制定以降、銀行に対して国債保有高に応じた紙幣発行上限が設定されたことが背景にあったとされる⁴⁴。この規制は国債を準備資産とすることで紙幣の安全性を高める工夫のようにも

⁴¹ パクソスの発行者は、ニューヨーク州の免許に加え、OCC に連邦レベルの信託銀行免許（National Trust Bank Charter）を申請しており、2021年4月、OCC は初期的、条件付きの同意を表明した。National Trust Bank は預金保険対象ではない。

⁴² こうした批判の例としては、以下のようなものがある。セントルイス連銀のブラード総裁は、暗号通貨は通貨が統一されていなかった時代への逆行であると指摘。ウォレン上院議員は、19世紀の山猫銀行（不十分な自己資本や準備資産の下で、独自の紙幣を発行していた当時の一部の銀行を批判的に指す呼称）を例に出して、暗号資産を批判。FRB のザング氏とエール大学のゴードン教授が、19世紀のフリーバンキング（独自の通貨発行を含め、自由度の高い銀行業務が可能な枠組み）と同様、ステーブルコインのような民間による通貨発行は機能しないという論文を発表。Nic Carter, “Why Central Bankers Invoke Free Banking to Attack Stablecoins,” CoinDesk Insights, August 25, 2021 参照。

⁴³ Lawrence H. White, “The Private Mint in Economics: Evidence from American Gold Rushes,” CATO Institute, March 17, 2021.

⁴⁴ さらに言えば、1866年の国法銀行法改正において、州法銀行による紙幣発行が事実上禁止されたが、国法銀行には州を超えた業務が認められていなかった。州際業務の禁止は、国法銀行の与信ポートフォリオの偏りにもつながった。私的な紙幣発行ではなく、これらが銀行危機の要因となったとされる。

見えるが、実際には国債消化を促進するために導入された規制であった。

同じく民間銀行による紙幣発行が行われていたカナダにおいては、こうした上限規制が無かったため、米国のような問題は生じなかったという⁴⁵。ちなみに、今日においても、スコットランド、北アイルランド、香港、マカオにおいては、民間銀行により紙幣が発行されている。紙幣発行を国家独占事業とする方が優れているなら、こうした事例の存在も説明しにくい。

20世紀において、国による貨幣鑄造の独占、中央銀行による紙幣発行の独占に移行した多くの国においても、民間銀行の負債である預金が幅広く決済に利用されることを許容しただけではなく、電子マネーというノンバンクの負債による決済も許容した経緯がある。

1990年代の半ば、電子マネーの発行者を銀行に限定すべきとの主張もあったが、米国のクリントン政権（当時）が、インターネットの活用を重視し、電子決済システムに過度な規制を課すべきではないとの方針を打ち出した⁴⁶こともあり、ノンバンクによる発行も進んだのであった。

電子マネーとステーブルコインの類似性を踏まえると、ステーブルコインに銀行規制を課するというPWGレポートの立場は、クリントン政権時代の米国の立場とは正反対と言える。

4. CBDCの設計とステーブルコイン

ステーブルコインを忌避する金融当局者においても、伝統的金融サービスが国際送金や少額決済の非効率性、銀行口座を保有しない人々の存在など、様々な問題を生み出していることは、リブラ構想が打ち出されたことで強く再認識させられることとなった。

そこで伝統的金融サービスの改善が求められると同時に、CBDCを導入することで国際送金や金融包摂等の問題を解消していこうという議論も高まっている。2022年1月にFRBが公表したリテールCBDCに関する市中協議文書においても、CBDC導入のメリットとしてこれらの問題に対処できることがあげられている⁴⁷。

ただしリテールCBDCの導入により、決済ビジネスにおいて中央銀行と民間業者の競合が生じることに加え、中央銀行による国民の決済情報の管理という問題も生ずる。またリテールCBDCが暗号資産と同様、分散台帳上で円滑に利用でき、DeFiを含む暗号資産経済圏における流動性として機能するかどうかにも注目される。リテールCBDCがTradFiの決済手段に留まるならば、暗号資産経済圏においては、引き続きステーブルコインが利用されよう。

そこでCBDCを発行するとしても、リテールCBDCではなく、ホールセールCBDCと

⁴⁵ 以上の議論は、Lawrence H. White, “How U.S. Government Paper Currency Began, and How Private Banknotes Ended,” CATO Institute, May 20, 2021 参照。

⁴⁶ 1994年、クリントン大統領は、国際電気通信連合総会においてGlobal Information Infrastructureに関するアジェンダを公表、1997年にはゴア副大統領がGlobal EC (Electronic Commerce) 構想を発表。岡田仁志、高橋郁夫、山崎重一郎『仮想通貨: 技術・法律・制度』東洋経済新報社、2015年参照。

⁴⁷ Board of Governors of the Federal Reserve System, “Money and Payments: The U.S. Dollar in the Age of Digital Transformation,” January 2022.

し、これを準備資産として、様々な発行者が利用者のニーズに沿った各種のステーブルコインの発行を競う姿の方が望ましいのではないかと主張もある。これらステーブルコインは、既存のステーブルコインよりも安全・確実であり、また DeFi と TradFi の両方で利用しやすいものとなることが期待される。こうしたステーブルコインは、ナローバンクになぞらえ、ナローステーブルコインと呼ばれることもある⁴⁸。

IV わが国への示唆

1. わが国における規制案

2022年1月に公表された金融審議会資金決済ワーキンググループ報告書（以下、金融審報告書）は、わが国の場合、ステーブルコインの発行者は基本的に銀行業免許や資金移動業登録が必要であることを確認すると共に⁴⁹、ステーブルコインの仲介者に対する規制が必要であるとした。

法定通貨を *reference asset* とするステーブルコインは、わが国の資金決済法上、通貨建資産と定義され、暗号資産に該当しないため、現状、暗号資産取引所等での取引は行われていない⁵⁰。またこれまで銀行や資金移動業者が、欧米におけるような形のステーブルコインを発行した事例もない。このため居住者がステーブルコインを利用し、例えば DeFi での取引を行いたい場合は、国内の暗号資産取引所等でビットコインなど通常の暗号資産を購入し、海外の暗号資産取引所でこれをステーブルコインとスワップするといった手法を用いているようである。

わが国がステーブルコインを暗号資産としていないのは、ステーブルコインが通貨建資産のなかでも不特定の者に対する決済等を利用可能とするもの、すなわち電子決済手段⁵¹にあたるためである。電子決済手段には、ステーブルコインだけではなく、銀行預金や資金移動業者の未達債務（送金元から送金目的のために受領した資金で、まだ送金先が引き出していないもの）なども含まれる。

わが国の場合、こうした電子決済手段の発行や償還は、為替取引に該当する。為替取引は、銀行法上、銀行の固有業務とされ、近年、厳格な制約の下、資金移動業者も極めて限定的に担うことが可能となったに過ぎない。

FSB や欧米におけるステーブルコイン規制案は、暗号資産の一形態としてのステーブルコインの発行者に新たな規制を課すことを目指しているが、わが国の場合、発行者に関し

⁴⁸ George Selgin, "A 'Narrow' Path to Efficient Digital Currency," *Cato Briefing Paper*, February 9, 2022.

⁴⁹ この他、銀行や資金移動業者による発行と同様の効果が得られることから、銀行に対する要求払預金を信託財産とした信託受益権の形での発行も認められるとされた。

⁵⁰ 金融審議会報告書によれば、資金決済法上、通貨建資産（資金決済法第2条第6項）は、本邦通貨もしくは外国通貨をもって債務の履行、払戻しその他これらに準じるものが行われることとされている。通貨建資産は、不特定の者に対する決済等に利用できるものの他、国債、社債、前払式支払手段等も該当するとされる。通貨建資産は、暗号資産の定義から除外されている（資金決済法第2条第5項一）。

⁵¹ 不特定多数の決済等に利用可能な通貨建資産であり、電子的方法により記録され、電子情報処理組織を用いて移転することができるものとして、今回、金融審報告書で定義され、資金決済改正法案にも規定された。

ては、既存の極めて厳格な枠組みを、基本、そのまま当てはめるというスタンスである。

今回のもう一つの注目点は、電子決済手段の仲介者に関する規制が新たに提案されたことである。従来、銀行は預金、資金移動業者は未達債務を管理するだけでなく、利用者に対する資金の預け入れや引き出しニーズへの対応や苦情処理なども含めて担うものとして規制が整備されてきた。しかし、ステーブルコインの場合、発行者（自らの債務として顧客資金を管理する者）と仲介者（顧客からの取引依頼等に対応する者）が異なることが一般的となる。銀行預金等についても、分散台帳技術を利用することで、ある銀行の預金が、ステーブルコイン同様、仲介業者を通じて利用者と取引されていくことも考えられる。そこで金融審報告書は、こうした仲介者について、新たな業規制の導入を提案したのである。2022年3月に公表された資金決済法改正案によれば、この仲介業者は「電子決済手段等取引業」という新たな認可業者として規制されることとなる。

電子決済手段等取引業者は、本来、銀行や資金移動業者が単体として担っている利用者に対する責務を、発行者と分担して担う立場であり、既存の暗号資産取引業者とは性格が異なり、当然、適用される規制もより厳格なものとなる。

2. 注目される DCJPY 構想

今回の金融審報告書については、後述するような課題があるが、これを踏まえた法改正が実現すれば、わが国におけるデジタル決済サービスの進化につながる可能性もある。特に、欧米におけるようなステーブルコインではないものの、電子決済手段の発行者と仲介者を分けた制度が導入されることにより、銀行預金を分散台帳上で管理して新たな利便性を追求する試みなどを、実現しやすくする効果があると考えられる。

デジタル通貨フォーラムによる DCJPY（仮称）構想は、こうした試みの一つと位置付けられよう⁵²。これは、銀行預金を分散台帳上で管理する仕組み（共通領域）と、この仕組みを活用することで様々なニーズに対応したデジタル決済サービスの提供を可能とするプラットフォーム（付加価値領域）からなる⁵³。

DCJPY は様々なリスクが指摘されるステーブルコインとは異なり、銀行預金、それも預金保険の上限とは関係無く、100%その価値が保証された決済用預金を用いた決済の仕組みであるため、CBDCに匹敵する安全・確実な決済サービスが可能となる。

また分散台帳技術の活用により、電力取引、小売り・流通、地域通貨、セキュリティトークン、NFT など様々な分野で、既存の銀行間決済システム等では円滑に提供しにくかったサービスが実現していくことが期待される。

銀行預金を使った決済サービスといっても、これら付加価値領域におけるサービスの検討には、サービスの利用者となる主要企業等が参画しており、銀行主導というよりも、

⁵² デジタル通貨フォーラムは、多くの企業・銀行・自治体・団体が参加し、経済社会のデジタル化に対応する新たな決済インフラの確立を目指し検討を行う場とされる。事務局はディーカレット。2021年11月24日付、同社プレスリリース参照。

⁵³ 詳細は、デジタル通貨フォーラム「DCJPY（仮称）ホワイトペーパー」2021年11月参照。

ユーザー主導の新たな決済サービスが構想されつつあると言えるかもしれない。こうした構図自体、これまでのわが国の決済サービスの歴史において、画期的と言えよう⁵⁴。

3. より多様で柔軟な決済サービス実現のために

DCJPY 構想には期待が持てる一方、他にも様々なイノベーションが台頭していくことが望ましい。例えば銀行預金という TradFi に依存した形ではない欧米流のステーブルコインが提供されることは、諸外国で拡大する暗号資産経済圏に、わが国がキャッチアップするうえで不可欠であろう。決済サービスの多様化により、利用者の選択肢も拡大し、特定のプラットフォームの寡占化による経済力やリスクの集中を抑止することにもつながる。

歴史的にみると、預金・貸出業務を通じた産業資金供給の役割が重視されてきた銀行においては、送金や決済という一般大衆を含めた日常的なニーズにきめ細かく対応できない部分があった結果として、クレジットカード決済やスマホを用いた送金サービスなど、ノンバンク主導で多様な決済サービスが発展してきた経緯がある。その延長線上にある今日においても、消費者や中小店舗のニーズにきめ細かく対応し、最先端のテクノロジーを駆使して決済サービスを提供するといった領域は、銀行の得意分野とは言えない現実がある。

ところがわが国においては、明治時代にて為替取引を銀行の固有業務と規定した結果、諸外国と異なり、ノンバンクによる送金・決済サービスの提供が困難であった⁵⁵。2010年に施行された資金決済法で、資金移動業が認められたものの、厳格な送金上限規制や滞留規制などが課された⁵⁶。

わが国の場合、仮に資金移動業者がステーブルコインを発行しようとする、こうした資金決済法の規制が適用されることになる。例えば滞留規制が課される結果、コイン購入者は速やかに決済や送金に同コインを使用しなければならず、そのコインを受領した側も、速やかに法定通貨や銀行預金等に転換しなければならないであろう。

さらに資金移動業者は、預けられた資金の全額供託（あるいは保全契約や信託契約による全額保全）を求められている。これも欧米の送金業者において、資金を安全資産等で自己運用することが認められていることと比べると、格段に大きな制約と言える。

こうしたことから、わが国では欧米流のステーブルコインの発行は困難であるが、その仲介も困難となる。例えば、仲介者は顧客口座を開設して資金を預かり、その預り金をもとに、顧客の求めに応じてステーブルコインの購入注文を実行することはできない。

電子決済手段の仲介者は、ステーブルコインによる為替取引の仲介者である以上、送金先が事前に確定し、また送金先がステーブルコインを速やかに換金することを前提として

⁵⁴ この他、三菱 UFJ 信託銀行は、信託受益権方式でプログマコイン (Progmatic Coin) という電子決済手段を発行し、これを分散台帳上で取引可能とする構想を発表している。

⁵⁵ 淵田康之『キャッシュフリー経済』日本経済新聞出版社、2017年参照。

⁵⁶ 2021年5月に施行された改正資金決済法において、資金移動業に3区分が設けられた。第1種は認可業者であり、送金上限が無い一方、厳格な滞留規制が課される。第2種はほぼ従来の資金移動業者で、送金上限1件100万円。第3種は1件あたりの送金上限、ないし一人あたりの受入額が5万円までとされるが、資金を自己資金と分別した預貯金で管理することも認められる。

いない限り、資金の預かりはできないからである。

従って、わが国では、投資家が仲介者に口座を開設し、その口座に預けた資金を元手として、暗号資産やステーブルコインを機動的に売買し、利益の一部を預り金に戻すといった欧米の暗号資産取引所では当然の活動は不可能である。また、欧米で発行されたステーブルコインを業として国内で取り扱うのも容易ではないと思われる⁵⁷。

前払式支払手段をステーブルコイン化するのであれば、滞留規制などないため、必要な時にいつでも決済に使えるようであるが、わが国の前払式支払手段は、為替取引としての規制を避けるため、不特定の者に対する決済等に利用できない仕組みとなっており、電子決済手段に該当しない⁵⁸。

4. 「同じリスクには同じルール」の正しい解釈を

ステーブルコインの発行者に関して、銀行と資金移動業者に限定するという金融審報告書の方針も、銀行に限定すべきとする米国のPWGレポートの提案も、2020年10月のFSB報告書において掲げられた「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 rule)」という方針に沿ったものとの評価もあるかもしれない。

確かにステーブルコインの発行者も銀行も、決済サービスという同じビジネスを行い、かつ同様なリスク、なかでも重大なリスクであるランリスクをもたらさう。そこで、銀行と同様のルールを適用するというのは、一見、理屈が通るように見える。

しかしビジネスやリスクの性格については、表面的な類似性ではなく、より精緻な考察が不可欠であろう。既述の通り、預金・貸出を担い、調達と運用のミスマッチのリスクを抱える銀行と、資金移動業者やステーブルコインの発行者では、ビジネスは異なるしリスクも異なるからである。

リスクの頻度や大きさは異なるとしても、ランリスクの恐れがあることは同様であり、近年MMFの問題も生じたことから⁵⁹、ランリスクには厳格な対応が必要との考えもありうるかもしれない。しかしその場合でも「同じルール」である必要はなく、ビジネスやリスクの違いを踏まえ、ルールのあり方には多様な選択肢があつてしかるべきである。

実は銀行のランリスクへの対策についても、理論的には預金保険制度の導入と預金引出し制限 (suspension of convertibility、法定通貨への交換可能性の停止) の導入の二つの選択

⁵⁷ 例えば、発行者と仲介者との間の契約関係が常に存在することが前提とされているが、欧米流のステーブルコインは、誰でも仲介者となることが可能なパーミッションレスの分散台帳で取引されている。

⁵⁸ 不特定の者に対する決済等に利用するのではなく、利用を認めた店舗等で利用可能な通常の前払式支払手段の仕組みを、分散台帳技術を活用してサービス化することは、わが国でも可能である。こうした例としてJPYC (JPY Coin) がある。JPYCは、1円=1JPYCで入手でき、JPYC社のサイトでVプリカ (ネット専用のビザ・プリペイドカードで、ビザ加盟店で利用可能) 等の購入に充てることができる。

⁵⁹ リーマン・ショック時、MMFからの急速な資金流出による市場混乱に対し、FRBの流動性支援が必要となったことを受け、規制強化が実現した。しかし2020年3月、新型コロナウイルスの感染拡大への懸念を背景に、同様な混乱が生じ、再びFRBが介入する事態となった。これを受け、FSBが新たな規制 (瞬時に全ての資金を引出すことの禁止など) の導入を提案している。

肢がある⁶⁰。確かに米国の歴史を振り返っても、1933年3月のバンクホリデーのように、バンクランに対して預金の引出し制限が実施された時代もあった。その後、連邦預金保険制度が整備された他、ミスマッチを管理し、かつモラルハザードを防ぐ意味でも、厳格な健全性規制が課されるようになったのである。

一方、銀行とは異なり、調達と運用のミスマッチが限定的ならば、それほど厳格な規制を要求する必要はないはずである。厳格な規制を要求しては、事業者が限られ、人々が日常的に必要な送金・決済サービスが円滑に供給されない恐れもある。

図表3に示す通り、米欧においては、ランリスクも念頭におきながら、銀行とノンバンクの送金・決済業者に対して、レベルの異なるルールが工夫されている。利用者の立場からすると、金利が付与され、かつ、いつでも引き出し、預金保険で守られる銀行預金が決済手段として最も使い勝手が良いが、使い勝手が良い分、業者への規制が強くなる。もともと資産と負債のミスマッチもあり、業者としてのリスクは高く、厳格な規制は欠かせない。しかしその結果として業者は限られ、銀行口座を開設できないような人も生じる。

これに対して、使い勝手がそこまで良くなくても、より日常的なニーズに対応できる送金業者のサービスも欠かせない。資金の滞留規制や金利付与の禁止などは、利用者の使い勝手を低下させるものの、大量の資金がランリスクに晒される可能性を小さくする工夫と言える。送金額や資金引出の金額や頻度等の制限が許容される場合もある。

特にEUでは、業者への制約と顧客の使い勝手への制約をうまく組み合わせながら、銀行、前払式支払手段、送金業の間で、プロポーショナルな規制体系⁶¹が意図されていると考えられる。MiCAも、この体系の中にステーブルコインを位置づけようとしている。

これに対して米国は、銀行に厳格な規制を課す一方、前払式支払手段と送金業については寛容な規制という点は同じであるが、後者は州ごとのバラバラな規制となっている点で問題がある⁶²。そこでステーブルコインについては、新たな連邦レベルの規制が必要との議論が生じるが、発行者を銀行に限定すべきというPWGレポートの案は、リスクに応じた規制とは言えないため、批判を集めているのである。

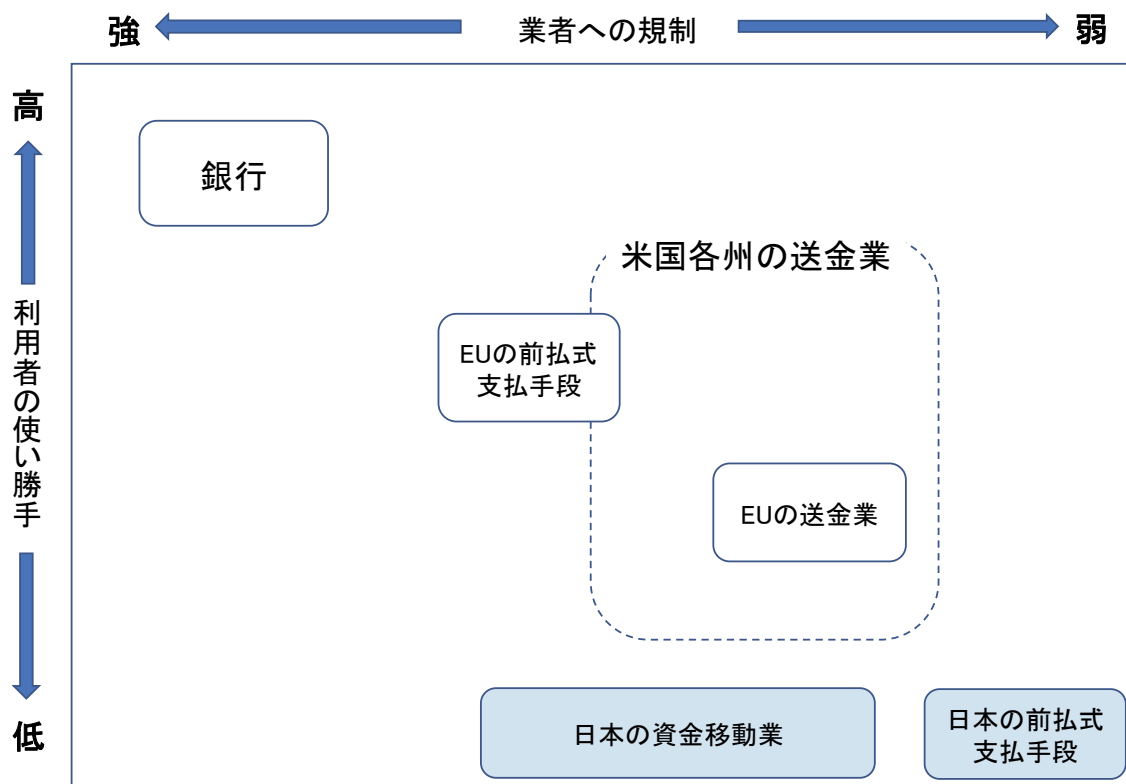
一方、わが国の場合は、送金・決済サービスを銀行の固有業務とする枠組みから出発していることもあり、資金移動業の使い勝手が大きく犠牲となっている。事業者への財産規制等は欧米よりも寛容かもしれないが、資金保全や滞留規制管理の規制負担は大きい。この枠組みを前提とする限り、欧米流のステーブルコインは発行も流通もほぼ不可能となる。この結果、今日、世界的に暗号資産経済圏が拡大し、デジタルアセットを巡るイノベーションが勃興する時代にあるなかで、わが国が大きな後れをとることにつながりかねない。

⁶⁰ Douglas W. Diamond and Philip H. Dybvig, "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity," *Journal of Political Economy*, vol. 91, no. 3, 1983 参照。この場合の預金保険制度は、私的な預金保険制度ではなく、政府による保険料の強制徴収力を伴う制度である必要がある。なお中央銀行による最後の貸し手機能も、預金保険制度と同様の役割を果たしうるが、どの銀行が救済されるかという期待により預金者の行動が影響されるという問題がある。

⁶¹ リスクの大きさに比例させる形で、規制の強度を変えるアプローチ。

⁶² Dan Awrey, "Bad money," *Cornell Law Review*, Volume 106, December 2020.

図表3 ランリスク等への対応手法とその強度（概念図）



(附表)

	銀行		前払式支払手段		送金業	
	業者規制	使い勝手	業者規制	使い勝手	業者規制	使い勝手
米国			州により様々だが銀行規制より寛容、金利付与は禁止			
EU	他業禁止、パーゼ ル規制等	金利付与、預金 保険、送金・決済 に幅広く利用可能	財産規制等は銀行 より寛容、安全 資産で運用	金利付与禁止	財産規制等は前 払式支払手段よ り寛容、安全資産 で運用	滞留規制、金利 付与禁止
日本			AML/CFT対象 外、未使用残高 の半分以上供託	金利付与禁止、 払戻し不可	資金は全額供託	滞留規制、送金 額上限規制、金 利付与禁止

- (注) 1. ランリスクへの対応には、業としてのリスクに応じて業者を規制する方法と、ランリスクに晒される資金を限定するために顧客の使い勝手を制約する方法がある点を整理したものである。
 2. 日本の場合、全額保証の決済用預金も存在（金利は付与されない）。
 3. 日本の送金業（資金移動業）は第1種から第3種まであり、規制は異なる。
 4. 日本の高額電子移転型前払式支払手段に対しては、AML/CFTの観点から規制が課される予定。

(出所) 野村資本市場研究所作成

5. 通貨の将来を見据えた包括的見直しが求められる

2022年3月9日、米国のバイデン大統領は、デジタルアセットの発展のための大統領令を発出した。ここでは、金融分野のデジタル技術、分散台帳技術の進化によりデジタルアセットが急拡大していること、また各国においてCBDCの取り組みが進んでいることを指摘した上で、米国のデジタルアセットに関する政策目的として、消費者・企業の保護、金融の安定、国家の安全保障（AML/CFT やサイバーセキュリティ、金融制裁回避の問題な

ど)、国際競争力強化、金融包摂の向上、技術の進化とデジタルアセットの責任ある発展（気候問題への影響を含む）を位置づけるとしている。

これらのテーマに関し、国家安全保障問題担当大統領補佐官と経済政策担当大統領補佐官が、国務長官、財務長官、国防長官、司法長官、商務長官などをメンバーとする省庁横断的な体制（必要に応じて、FRB や SEC など金融関連当局の幹部を召集）を組織し、検討を進めることを命じている。具体的には、主なテーマごとに、90日～1年以内といった期限を区切り、主要閣僚が大統領に報告書を提出することを求めている。

これまで見てきたように、米国では PWG レポートがステーブルコインに関する提案を行い、また FRB が CBDC に関する市中協議文書を発表しており、それぞれ大きな議論を呼んでいる。この他、SEC や CFTC は、証券諸法や商品取引法に係るデジタルアセットのあり方を議論し、財務省は金融包摂や AML/CFT の観点から暗号資産やステーブルコインの検討を進めてきた。さらに州レベルでは、デジタルアセットに関する様々なアプローチが生まれている。

しかしもはや金融分野の関連当局がそれぞれ自らの管掌の範囲で取り組めば済む段階ではなく、国を挙げて幅広い視点から包括的な見直しを行う段階への移行を宣言したのが、今回の大統領令と言えよう。

通貨や決済は国益に密接に関わるが、そのあり方は、テクノロジーや国際情勢を背景に大きく変化する時を迎えている。このタイミングをとらえ、通貨や決済、ひいてはデジタルアセット全体の将来を見据え、既存の延長線上ではない新たな取組みに着手しなければならないという認識が、明確に示されたのである。

わが国としても、明治時代に成立した枠組みを前提に、これに当てはまらない新たなビジネスを排除するのではなく、時代先取的なイノベーションも許容しうよう、新しい枠組みの構築に向け、包括的な見直しに着手していくことが不可欠と言えよう。