

## グローバルで進展する ステーブルコイン規制論議

価格変動を抑えた仮想通貨（暗号資産）を指す「ステーブルコイン」に関する動きが加速している。特にリブラ構想を受け、グローバルで規制を巡る論議が沸き起こっている。日本では、とりわけ改正金融商品取引法で新たに定義される「電子記録移転権利」につながる決済手段としての健全な発展に期待したい。

### ステーブルコインの潜在的需要と テザーの成長

ステーブルコイン<sup>1)</sup>という決済手法とその基本概念は以前から存在しており、2015年に取引開始された米ドルへの1対1のペッグを謳うテザー（Tether、USDT）などが知られている。ビットコインに代表される主要な仮想通貨は、（法定通貨建てで見たときの）価格変動が大きく、実用には不便な側面があるが、テザーのようなステーブルコインは、擬似的に米ドル資産を保有したい場合や、他の仮想通貨に交換する際の媒介物、あるいは国際送金・決済の手段として、一定の潜在的需要があると想定される。

仮想通貨情報サイトのコインマーケットキャップのデータに基づくと、2019年末時点でテザーの時価総額は40億ドル超に成長しているが、裏付け資産が十分に確保されているのか等、これまでに様々な疑念も生じている。結果として、テザーは過去に短期的なペッグ崩壊が複数回発生しているものの、平常時は米ドル価格から数パーセント以内の変動に収まっている点は注目される。

### 認可を進める ニューヨーク州金融サービス局

米国の規制当局では、ニューヨーク州金融サービス局（NYDFS）がステーブルコインの促進に積極的と言える。NYDFSは、2018年9月にGemini Dollar（GUSD）とPaxos Standard Token（PAX）、2019年9月にBinance USD（BUSD）と、これまでにドルペッグのステーブルコイン3種類の提供を個別に認可してきた。また、2019年9月には1オンスの金にペッグしたPax Gold

（PAXG）の提供も認可しており、責任ある成長の促進並びにイノベーションと消費者保護の両立を図っている。

### リブラ構想を受けて スイス当局はガイドライン公表

フェイスブックが2019年6月に、法定通貨バスケットでの裏付けにより価格安定を狙う独自仮想通貨リブラ<sup>2)</sup>の構想を発表したことで、ステーブルコインへの関心が一層高まった。リブラの運営・発行を行うリブラ協会の本拠地をスイスに設立すると表明したことを受けて、同年9月、スイス連邦金融市場監督機構（FINMA）は各国金融当局の先陣を切って同国におけるステーブルコインに関するガイドラインの補足を公表した<sup>3)</sup>。補足では、ステーブルコインはマーケティング用語に過ぎず、当局として注視するのは経済的機能とその目的にあるとした。そして、同一のリスクには同一のルール適用という前提の下、裏付け資産の種類やペッグの構造により規制上の

図表 スイスにおけるステーブルコイン分類

ステーブルコインの種類	規制上の分類可能性（示唆）
1. 「法定通貨／仮想通貨」に紐づく（価格固定の償還請求権を伴う）	銀行法に基づく預金
2. 「法定通貨／仮想通貨のバスケット」に紐づく（価格動向に基づく償還請求権を伴う）	通貨バスケットの運用 ・発行体がリスク負担：銀行法に基づく預金 ・トークン保有者がリスク負担：集団投資スキーム
3. 「コモディティ」に紐づく（契約に基づく請求権を伴う）	証券（デリバティブの可能性あり）
4. 「コモディティのバスケット」に紐づく（価格動向に基づく償還請求権を伴う）	集団投資スキーム
5. 「コモディティ」に紐づく（所有権を伴う）	証券に該当せず（財産法の下での妥当性に関して言及あり）
6. 「不動産」に紐づく（価格動向に基づく償還請求権を伴う）	集団投資スキーム
7. 「特定の証券」に紐づく（契約に基づく請求権を伴う）	証券（デリバティブの可能性あり）
8. 「証券のバスケット」に紐づく（価格動向に基づく償還請求権を伴う）	集団投資スキーム

（出所）FINMA発表<sup>4)</sup>を基に野村総合研究所作成

## NOTE

- 1) 本稿では各国の中央銀行が自ら発行する中銀デジタル法定通貨(CBDC)を巡る議論は除外する。
- 2) 2019年7月16、17日の米議会公聴会で、リブラを裏付ける通貨バスケットは銀行預金並びに流動性の高い短期国債等の安全資産で構成され、内訳は主に米ドルで、ユーロ、日本円、ポンドが含まれる想定であることが公表された。独デア・シュビーゲル誌は9月20日に、具体的割合として、ドル50%、ユーロ18%、日本円14%、ポンド11%、シンガポールドル7%が検討されていると報じた。また、10月23日の米下院公聴会では、主要割合をドルにすることを義務付ける可能性を巡る質疑応答も聞かれた。
- 3) FINMAはICOを通してブロックチェーン上で発行・流通されるトークンについても、世界の主要金融当局に先駆け2018年2月16日にガイドラインを公表し、ペイメント・トークン、ユーティリティ・トークン、アセット・トークン(セキュリティ・トークン)の3分類を示した。
- 4) 2019年9月11日FINMA公表資料から抜粋、一部簡略化。FINMAは、一般にリブラのような計画は金融市場インフラ規制に該当し、決済システム免許が必要との見解を示したが、リブラ構想はその範囲を超えるものと見られるため、追加的な監督の可能性も示唆した。
- 5) アルゴリズムにより、価格上昇(需要過剰)の際は発行量を増やし、価格下落(供給過剰)の際は買い戻しあるいは将来利潤を約束した証券を発行することで価格安定化を目指す実験的アイデア。中央銀行の仕組みを模していることから、通貨発行益を意味するシニョリッジ型とも呼ばれる。

商品分類が変わってくるという見解が示された。

や、担保資産の適切な外部監査等にも依存しよう。

## グローバルで議論される潜在的リスク

ステーブルコインは世界各国の既存金融システムへの脅威となり得るとの懸念から、G7/国際決済銀行(BIS)、金融安定理事会(FSB)、金融活動作業部会(FATF)などのグローバルの枠組みで議題に挙がっており、2019年10月に相次いで現段階の見解が発表された。

主な論点として、法規制上の位置づけ、安定化メカニズムのガバナンス、AMLリスクや、巨大IT企業のプラットフォームを通して急激に広まりかねない懸念などが挙げられており、G7/BISの報告書では、法規制・監督やリスク管理上の課題が解決するまではグローバルでステーブルコインを発行するプロジェクトは運営開始されるべきではないと記された。なお、FSBIは2020年7月にステーブルコインを巡る見解の最終報告書をG20に提出する予定としている。

## 仕組みに基づく分類と機能の持続性

ステーブルコインと銘打たれたものが何の金融商品と分類されるかは、FINMAが示唆するように具体的な仕組みに基づき幾つかのケースがあり得るため、想定リスクや然るべきモニタリングはそこから導かれていくと考えられる。仕組みの観点では、裏付け資産として、法定通貨や金などのコモディティが挙げられる他、イーサリアム(ETH)などの別の仮想通貨を裏付けとするものや、アルゴリズム型<sup>5)</sup>の可能性も取り沙汰されている。このような仕組みが持続的に機能するかは、発行体の信用力

## 改正金融商品取引法の施行を控えた日本への示唆

最後に、ステーブルコインを巡る議論の日本への示唆を考えたい。

第一に、日本における法的位置づけの行方である。資金決済法が定める仮想通貨(暗号資産)の定義に鑑みると、「通貨建資産」は仮想通貨には該当しないため、現状、真に法定通貨にペッグされたステーブルコインは少なくとも仮想通貨ではないと整理され得る。ただし、問われるべきはステーブルという表面的な言葉よりも、実態としての仕組みである。加えて、リブラが掲げるような通貨バスケットの場合は論点が変わり得る。何れにせよ、グローバルでの議論動向や規制サンドボックスでの実証実験の行方を注視する必要がある。

第二に、2020年6月までに施行予定の改正金融商品取引法もポイントとなる。改正法では新たに「電子記録移転権利」が定義され、電子情報処理組織を用いて移転できる財産的価値に表示される権利を第一項有価証券として扱える道筋が拓ける。ブロックチェーン技術を活用することで、将来的にはステーブルコインがそこにアクセスするための低コストの決済手段となれば、証券投資の小口化進展や、資本市場の拡大・効率化につながる事が期待される。

## Writer's Profile



佐藤 広大 Kodai Sato

金融DXビジネスデザイン部  
主任研究員  
専門は内外資本市場動向、金融DX戦略、デジタルアセット  
focus@nri.co.jp