

ステーブルコイン利用の広まり

いわゆるステーブルコインの時価総額急増を背景に、内外当局における規制議論が進んでいる。発行体と仲介者が分離する取引形態を特徴としており、新たな決済事業者の組み合わせや、利用形態につながる可能性を秘める。

急増した時価総額

いわゆるステーブルコイン（以下、SC）の時価総額が、2022年初に1,521億ドル（約17兆円）と、1年前の約5倍、2年前の25倍に達した¹⁾。暗号資産として代表的なビットコインの時価総額の約17%、イーサリアムの33%に相当する。

SCの定義は論者により様々であるが、一般的には、分散台帳技術を用いるデジタルアセットのうち、特定の伝統的な金融資産と関連して価値の安定を図るものとされる²⁾。具体的な安定化手法としては、①預金等による裏付け、②（国債等の）金融資産やコモディティ等による裏付け、③他の暗号資産による裏付けなどがある。

既に実用化されたSCの多くはUSドルとの1：1の連動性確保を目指したものである。うち、上記の②の安定化手法を採用したSCの代表格として、香港のTether社が発行するUSDT（取引開始は2015年）や、米国のCircle社が発行するUSDC（同、2018年）がある。

米国における発行者と仲介者の役割分担

米国では、SCの発行者とは異なる、「仮想通貨交換業」が保管・管理、移転、売買などに係る顧客向けサービスを提供している。業者を規制監督する主体は州の金融当局である。例えば、NY州において、またはNYの居住者に対して当該顧客ビジネスを営むには原則として「仮想通貨交換業」に係るNY州の“BitLicense”取得が求められる。なお、当該規制の運用において通常、「仮想通貨」に暗号資産とSCの両方が含まれると解されている³⁾。また、法

定通貨の送金業務も行う場合には、Money Transmitter License（以下、MTL）の取得が必要となる。

そのため、大手の交換業者、例えば米国のCoinbase社はBitLicense及び各州のMTLを取得することで、仮想通貨と法定通貨のどちらも交換や移転（送金）を営むことができるようにしている。そして、交換業者に口座を持つ顧客がビットコインなど暗号資産を売却する際に、受取代金として、法定通貨の代わりにSCを受け取ることができるサービスを開発、利用の広まりにつなげた。

さらに、投資家が複数の交換業者に口座を開設し、相場のずれを見つけて裁定取引を行うにあたり重視される、業者間を年中無休で円滑に価値移転する手段としても、SCが活用されている。

内外の当局などが進める議論

上記のように、決済手段としての幅広い利用が想定できたがゆえに、内外の金融監督当局は、SCに厳しい姿勢で臨んできた。とりわけ、2019年に発表されたLibra構想を受けて、国境を越えて利用可能なSC、いわゆるGSCについて、G20は「適切な設計や基準適合により、法制及び規制監督の要請に応えない限り、GSCは供用されるべきではない」という姿勢を維持している。

そして、EUは2020年9月に規制案を公表。米国は2021年11月に大統領金融市場作業部会（PWG）が規制案を公表。日本では、金融庁の「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2021年11月に中間論点整理⁴⁾を、明くる1月に金融審議会「資金決済ワーキング・グループ」がSC規制の方向性を盛り込んだ報告書⁵⁾を公表した。同報告書では、「法定通貨

NOTE

- 1) Coinmetrics, The Block調べ。
 2) 2022年2月4日の日経電子版にて、三井物産デジタルコモディティーズが金を裏付けとする暗号資産（「ジパングコイン（ZPG）」発行に乗り出すと伝えられた。実物資産と関連させ価値変動を緩やかにするが法定通貨と1:1の連動を約さずSCにあたらぬ。
 3) 日本では、SCは「通貨建資産」とされ、暗号資産の定義から明確に除外されてきた。
 4) <https://www.fsa.go.jp/news/r3/singi/20211117.html>
 5) https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20220111/houkoku.pdf
 6) 基本的に、銀行預金による裏付けが想定されており、まずは、①の価値安定化手法を用いるSCから制度化するようにみえる。なお、発行者に関連するその他の論点として、銀行以外の主体が、預かり資産を自ら金融市場等で運用する場合が含まれた。また、「通貨建て資産」には国債、社債等も該当し得る」という、②につながる記載がある。現時点では決済等への利用は想定されず、また、分散台帳技術を用いるセキュリティ・トークン・オフリング（STO）に係る制度的対応は2019年の金融商品取引法改正でなされたので今般の議論対象に含まれていないが、海外で②によるSCが広がる状況が生まれれば、改めて議論の俎上に載せる場面が現れるかもしれない。
 7) 日経電子版及びcoindeskJAPAN記事。
 8) Delivery versus Payment

の価値と連動した価格（例：1コイン＝1円）で発行され、発行価格と同額で償還を約するもの（及びこれに準ずるもの）（デジタルマネー類似型）と新たに定義したうえで、制度見直しの方向性が示されている⁶⁾。

見直しの大きな柱の一つは、発行者と仲介者の分離である。日本における電子的支払手段はこれまで、(1) 発行・償還・価値安定の仕組みの提供と、(2) 移転、管理、取引のための顧客接点を、同一の主体が責任を持ち実施することを前提としてきた。他方、米国ではSCの運営実態として、(1) を発行者が、(2) を仲介者が担っており、インターネット上のサービスならではの技術的な国境の超えやすさを踏まえて、両者の責任主体を分離する方向性が示された。そして、発行者については、利用者保護の観点から、(i) 銀行預金、(ii) 資金移動業者の未達債務、(iii) 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用いる、3通りの仕組みが例示されている。

決済制度の見直しを受けた国内SCの検討

このうち、(i) 銀行預金を用いる仕組みについては、大手銀行が参加する「デジタル通貨フォーラム」が、民間デジタル通貨DCJPY（仮称）のホワイトペーパーを2021年11月に公表した。当面は日本国内での利用を想定し、発行者である民間銀行が分散台帳を管理する共通領域と、利用業種ごとの特性に応じた記録を可能とする付加領域を持たせる二層構造を特徴とする。

また、(iii) 信託受益権を用いる仕組みについては、三菱UFJ信託銀行が、SCの発行・管理基盤「Progmaticoin」の開発を進めると共に、「円と連動する独自SCを

2023年にも発行する方向」と2022年2月7日に報道された⁷⁾。詳細は本稿執筆時点で発表されていないが、上記DCJPYと交換可能となるよう検討されていることから、当面は国内での利用を想定し、パーミッション（プライベート）型の分散型台帳を使うと推察される。従来型の勘定系システムや銀行間決済ネットワークの稼働時間に制約されず、年中無休で即時送金できること、また、デジタル証券（セキュリティ・トークン：ST）等との同時受渡し（DVP⁸⁾）を可能とするのではないかと。

なお、(ii) 資金移動業者を使う仕組みでは、現行制度の下、第二種であれば100万円相当額以下という送金上限額が課されるため、利用場面は小口が中心となろう。第一種には上限額がないが、より厳格な滞留規制が課されるため、法人間（国際）送金におけるブリッジ資産としてSCを使うような場面が検討対象となるかもしれない。

顧客接点の要となる仲介者に対する財務規制や利用者保護、利用者資産の保全、AML/CFT、当局対応等の業規制が定められるため、組織体制づくりやシステム整備負担は決して軽くない。従来型の送金手段より低コスト化するだけでなく、STや、デジタルアートの売買等に関心を集めるNFT（非代替性トークン）などの新しいデジタル資産との連携、さらに、著作権者が作品の二次流通から自動的に収益を得るなどの新しい取引形態などを下支えするインフラとなれるのかが問われることとなろう。

Writer's Profile



片山 謙 Ken Katayama
 金融デジタルビジネスリサーチ部
 上席研究員
 専門は金融市場インフラ、ITガバナンス
focus@nri.co.jp