

インダストリーインサイト(24)

わが国の銀行による信託スキームを用いない ステーブルコインの発行可能性

PwC Japan有限責任監査法人
ガバナンス・リスク・コンプライアンス・アドバイザリー部
マネージャー 安嶋 建



はじめに

近年、国内外において関連制度の整備が進んでいることを受けて、いわゆるステーブルコイン（法定通貨とのペッグ等により価格の安定性を実現するよう設計された暗号資産）に対して関心が広く寄せられています。ステーブルコインの発行に際して、どのような発行スキーム（発行者となる事業体の種類等）を採用すべきかが議論となりますが、現時点において国内で発行された実績または具体的な計画が公表されているのは、①資金移動業者が単独で発行するもの、②信託銀行が信託を用いて単独で発行するもの、③複数の銀行と信託銀行が信託を用いて共同で発行するものに限られています。

しかし、これらの各スキームにはそれぞれ課題があります。まず、①のような資金移動業者による単独発行スキームにおいては、預金や融資といった重要な金融サービスを合わせて提供できないという制約があります。次に、②や③のように信託を活用するスキームを採用する場合、信託報酬の負担が避けられません。また、複数事業者による共同発行スキームを採用する場合には、複数事業者間での業務に起因してオペレーショナルリスク（インシデント発生時の対応の遅延等）が生じる懸念があります。

さらに、一定の法域では域外発行のステーブルコインを域内で流通させるための条件として発行者の登録が義務づけられており^{※1}、登録に要する負担を考慮すると、このような法域にステーブルコインを流通させるためには単独の発行者による発行が望

ましいと考えられます。

これらの事情を踏まえると、銀行が単独でステーブルコインを発行するスキームも有力な候補になり得ると考えられます。また、銀行にはすでに高度な資本要件や態勢整備要件が課されていることを踏まえば、追加的な対応コストが相対的に少なくなるという利点も期待できます。

もっとも、2026年6月現在において日本の銀行によるステーブルコインの発行実績はありません。そこで本稿では、銀行が信託スキームを介さず単独でステーブルコインを発行することに規制上の障害が存在しているのか、それが存在する場合にはどのようなものであるかを確認します。

なお、文中の意見は筆者の私見であり、PwC Japan有限責任監査法人および所属部門の正式見解ではないことをお断りしておきます。

1 検討対象

日本の銀行による信託スキームを用いないステーブルコインの発行可能性について検討を行うに先立ち、日本においてステーブルコインと位置づけられるプロダクトの類型を整理した上で、日本の銀行による発行可能性の観点から検討対象とすべきステーブルコインの範囲を明確化する必要があります。

(1) 資金移動型電子決済手段（1号電子決済手段）

まず、ステーブルコインに該当するものとして、資金移動型と呼ばれる電子決済手段の類型が挙げられます（以

※1 米国GENIUS法（Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins Act）18条（a）（2）。

下、「1号電子決済手段」)。1号電子決済手段は「物品等を購入し、若しくは借り受け、又は役務の提供を受ける場合に、これらの代価の弁済のために不特定の者に対して使用することができ、かつ、不特定の者を相手方として購入及び売却を行うことができる財産的価値」^{※2}という特徴をもちます。

資金決済法の規定内容のみを考慮するのであれば、1号電子決済手段は銀行が信託スキームを用いることなくステーブルコインを発行する場合における選択肢の1つになり得ます。

(2) 交換可能型電子決済手段 (2号電子決済手段)

次に、交換可能型と呼ばれる電子決済手段の類型があります(以下、「2号電子決済手段」)。2号電子決済手段は、「不特定の者を相手方として前号に掲げるもの(1号電子決済手段)と相互に交換を行うことができる財産的価値」^{※3}となります。

しかし、2号電子決済手段は規制の潜脱防止のために設けられた類型であり、決済事業との親和性が限定的であることから、ここで検討する範囲からは除外されます。

(3) 信託型電子決済手段 (3号電子決済手段)

また、信託型と呼ばれる電子決済手段の類型もあります(以下、「3号電子決済手段」)。3号電子決済手段は「金銭信託の受益権〔略〕であって、受託者が信託契約により受け入れた金銭の全額を預貯金により管理するものであることその他内閣府令で定める要件を満たす」^{※4}という特徴があります。

しかし、3号電子決済手段は信託スキームを用いるものであることから、ここで検討する範囲からは除外されます。

(4) その他電子決済手段 (4号電子決済手段)

さらに、これらの電子決済手段に準ずるものとして内閣府令で定める電子決済手段(以下、「4号電子決済手段」)があり^{※5}、次の2つの類型があります。

1つ目の類型は、外国法令に基づき外国で発行される信託受益権のうち、一定の要件を充足するものです^{※6}。しかし、このような電子決済手段は国内の銀行による発行

を想定するものではありません。

2つ目の類型は、「物品等を購入し、若しくは借り受け、又は役務の提供を受ける場合に、これらの代価の弁済のために不特定の者に対して使用することができ、かつ、不特定の者を相手方として購入及び売却を行うことができる財産的価値〔略〕であって、電子情報処理組織を用いて移転することができるもの」のうち、「代価の弁済のために使用することができる範囲、利用状況その他の事情を勘案して金融庁長官が定めるもの」とされています^{※7}。しかし、現時点において指定を受けた国内発行の電子決済手段は存在しておらず、どのような条件を満たせばこれに該当するものとして指定を受けることが可能になるかが必ずしも判然としていません。

以上の理由から、4号電子決済手段もここで検討する範囲からは除外されます。

(5) 広義のステーブルコインとしてのトークン化預金

なお、銀行法に基づく預金^{※8}をトークン化したもの(以下、「トークン化預金」)を「ステーブルコイン」と呼称する例が見受けられます。確かに、トークン化預金は信託スキームを用いず、決済手段としての性質をもつという点で1号電子決済手段と類似した性質を有しています。

しかし、トークン化預金は銀行の固有業務である預金の一類型として当然に銀行による発行可能性が認められる^{※9}上、預金保険の適用対象に位置づけられる等、電子決済手段とは制度上も区別されていることから、ここで検討する範囲からは除外されます。

(6) 検討対象とすべきステーブルコインの範囲

以上を整理すると、ここで検討すべき範囲には2号電子決済手段、3号電子決済手段、4号電子決済手段、トークン化預金はいずれも含まれず、1号電子決済手段のみが含まれることになります。

2 現行制度上の位置づけ

現在、1号電子決済手段の発行を直接的に示す文言は銀行の固有業務に関する規定^{※10}および付随業務に関する

※2 資金決済法2条5項1号。

※3 資金決済法2条5項2号。

※4 資金決済法2条5項3号、同法2条9項。

※5 資金決済法2条5項4号。

※6 電子決済手段等取引業者に関する内閣府令2条3項1号。

※7 電子決済手段等取引業者に関する内閣府令2条3項2号。

※8 銀行法10条1項1号。

※9 金融庁「事務局説明資料」(第5回金融審議会 資金決済制度等に関するワーキング・グループ、2024年11月21日) 13ページ。

https://www.fsa.go.jp/singi/kessaiseido_wg/siryoku/20241121/1.pdf

※10 銀行法10条1項。

規定^{※11}のいずれにも盛り込まれていません。ただし、金融庁の「資金決済ワーキング・グループ」における整理によれば、1号電子決済手段の発行は隔地者間での資金移動を可能とするものであることから、銀行の固有業務である為替取引（銀行法10条1項3号）に該当すると結論付けられています^{※12}。この考え方に従えば、1号電子決済手段の発行は銀行法の文言上明示されているわけではないものの、銀行が固有業務の一環として行うことのできる業務と位置づけられます。

もっとも、銀行法施行規則において、「銀行は、〔略〕電子決済手段の特性及び自己の業務体制に照らして、顧客の保護又はその業務の適正かつ確実な遂行に支障を及ぼすおそれがあると認められる電子決済手段を発行しないために必要な措置を講じなければならない」との制約が設けられており^{※13}、銀行によるステーブルコイン（電子決済手段）の発行が無条件に許容されているわけではない点には注意を要します。この制約は、資金決済法に関するパブリックコメントへの回答の中で金融庁から示された、「銀行によるパーミッションレス型ブロックチェーンを用いたステーブルコインへの関与については、銀行の業務の健全かつ適切な運営等と両立しない可能性が国際的にも示されている中、銀行の業務の健全かつ適切な運営等の観点から懸念があるため、銀行による電子決済手段の発行については慎重な検討が必要」との考えを明確化したものとされています^{※14}。

また、その後の制度改定に関する検討過程においても、「電子決済手段の発行者としては、資金移動業者に加え、預金取扱金融機関も想定されるが、信託銀行による特定信託受益権の発行を除いては、これまで預金取扱金融機関による電子決済手段の発行について慎重な検討が必要としてきた」という説明が金融庁からなされており^{※15}、銀行を含む預金取扱金融機関によるステーブルコインの発行を許容することについては、なお消極的な評価が下される状況が続いています。その上、主要行等向けの総合的な監督指針においても、銀行による1号電子決済手段の発行を想定した記述は一切設けられていないのが現状

です。

そこで、銀行による1号電子決済手段の発行を可能とする条件を検討するべく、「預金取扱金融機関による電子決済手段の発行について慎重な検討が必要」と結論付けられる理由を整理します。

3 指摘されているリスク

第5回金融審議会「資金決済制度等に関するワーキング・グループ」（2024年11月21日）において、事務局から「預取（預金取扱金融機関）に1号電子決済手段の発行を認める（発行見合い金を受け入れる）ことは、預取に要求払い性の負債でありながら預金ではないものの発行を認めることとなり、預取の適切な業務運営を確保するため、利用者保護、預取の健全性や金融システムの安定といった観点から慎重な検討が必要」との考え方が示されています^{※16}。

また、この考え方を裏付けるものとして、バーゼル銀行監督委員会や英国・米国の金融当局が、銀行によるステーブルコイン発行に伴う主要なリスクを指摘したことを踏まえ、以下の内容が紹介されています^{※17}。

第1に、ガバナンスリスクが挙げられています。これは、パーミッションレス型ブロックチェーンではノード（取引承認者）がブロックチェーンの変更やアップグレードに合意する必要があるため、バグやセキュリティ脆弱性への対処を困難にし、ブロックチェーン上で管理されている資産を失うリスクを高める可能性がある、というものです。

第2に、テクノロジーリスク・攻撃に対する脆弱性リスクが挙げられています。これは、パーミッションレス型ブロックチェーンでは、悪意のある主体が決済承認ネットワークの51%以上を支配することで、不正な取引の承認や正当な取引の拒否がなされる可能性がある（いわゆる「51%攻撃」）、というものです。

第3に、法律・コンプライアンスリスクが挙げられています。これには複数の論点が含まれており、パーミッショ

※11 銀行法10条2項。

※12 金融審議会「資金決済ワーキング・グループ報告」（2022年1月11日）22ページ。

https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20220111/houkoku.pdf

※13 銀行法施行規則13条の6の9。

※14 金融庁「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方（電子決済手段等関係）」（2023年5月26日）2～3ページ（回答番号8）。

<https://www.fsa.go.jp/news/r4/sonota/20230526/01.pdf>

※15 前掲・金融庁「事務局説明資料」（第5回金融審議会「資金決済制度等に関するワーキング・グループ」、2024年11月21日）12ページ。

※16 前掲・金融庁「事務局説明資料」14ページ。

※17 前掲・金融庁「事務局説明資料」15ページ（原資料として以下のものが挙げられている）。

• Basel Committee on Banking Supervision, Novel risks, mitigants and uncertainties with permissionless distributed ledger technologies, Working Paper 44 (2024).

• Bank of England PRA, Innovations in the use by deposit-takers of deposits, e-money and regulated stablecoins (2023).

• Office of the Comptroller of the Currency (OCC), OCC Chief Counsel's Interpretation on National Bank and Federal Savings Association Authority to Use Independent Node Verification Networks and Stablecoins for Payment Activities, OCC Interpretive Letter No.1174 (2021).

ンレス型ブロックチェーンでは、①マネー・ロンダリングおよびテロ対策資金供与対策（AML/CFT）との関係で、不正な主体に報酬を支払ってしまうリスクを軽減させることが非常に困難である、②取引が取り消される可能性は時間の経過とともにゼロに近づくものの、完全にゼロにはならない（決済の確率的ファイナリティ）、③取引記録が公表されるため、プライバシー、守秘義務、消費者保護に関する懸念が生じる、と指摘されています。

これらは1号電子決済手段と経済的性質が類似するトークン化預金には生じないリスクであり、銀行が1号電子決済手段の発行を目指す場合、何らかの対処によってこれらのリスクが発生しない状況とするか、これらのリスクを低減させることが望ましいと考えられます。

4 他法域における発行事例

以上のとおり、銀行が1号電子決済手段を発行することについては各種リスクが指摘されているものの、他法域においては日本における銀行に相当する事業体がステーブルコインを発行する事例が見られます。このような事例において上記のリスクを回避するための何らかの事情が存在するのであれば、日本の銀行にとっても有益な示唆が得られると考えられることから、以下でその内

容を考察します。

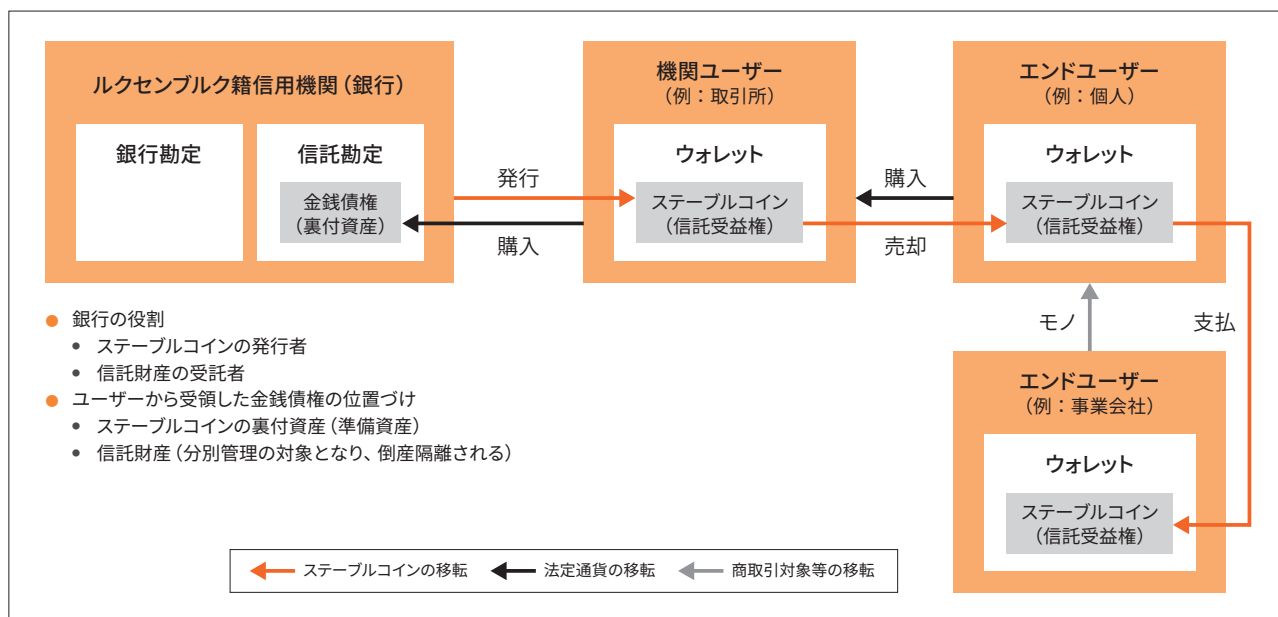
ここで取り上げるのは、欧州暗号資産市場規則（Regulation (EU) 2023/1114, MiCA）に準拠して信用機関^{※18}（預金取扱金融機関）が発行するステーブルコインの事例です。本事例における発行者はルクセンブルク籍信用機関（以下、「同行」）であり、同行は図表1のスキームを採用しています。

まず、ステーブルコインの発行に際して、購入者から同行への資金（法定通貨）が移転されるのに伴い、信託約款に基づいて信託財産が設定されます。そこでは、ステーブルコインの保有者が委託者および受益者、同行が受託者と位置づけられるとともに、同行からトークン保有者に信託受益権（ステーブルコインを額面価格で受託者財産から償還する権利を含む）が付与されます。

また、購入者から移転された資金は固有の受託者財産として分別管理され、同行の固有財産とは別にステーブルコインの価値を裏付けます。これにより当該資金はステーブルコインの価値の裏付けという目的のみに使用され、仮に同行が破綻した場合でも倒産隔離されることになります。

信用機関である同行がこのようなスキームを採用することができているのは、日本規制と異なる前提が存在しているためと考えられます。すなわち、ルクセンブルク法

図表1：ルクセンブルク籍信用機関（銀行）によるステーブルコインのスキーム



出所：銀行発表資料等の記載をもとにPwC作成

※18 資本要求規則（Regulation (EU) No 575/2013, CRR）4条1項（1）。

においては日本規制上の信託銀行に相当するライセンスが設けられておらず、追加のライセンスを要件とすることなく信用機関に信託の受託者としての地位が認められている^{※19}点に留意が必要です。

以上の実情に鑑みると、本事例におけるステーブルコインは預金取扱金融機関が発行するものではあるものの、実態としては信託受益権の一形態といえます。すなわち、資金決済法上の類型に当てはめれば、本事例におけるステーブルコインは1号電子決済手段とはその性質を異にし、むしろ信託銀行が発行する電子決済手段（3号電子決済手段や4号電子決済手段の一部）に相当するものと理解されます。したがって、本事例におけるステーブルコインが預金取扱金融機関によって発行されているという事実を以て日本の銀行による1号電子決済手段の発行可能性を直ちに裏付けることは困難と考えられます。

※19 信託及びその承認に適用される法律に関する1985年7月1日のハーグ条約を批准し、信託契約に関する新たな規制を導入し、不動産権の移転に関する1905年9月25日の法律を改正する2003年7月27日の法律4条参照。
<https://legilux.public.lu/eli/etat/leg/loi/2003/07/27/n4/jo>

5 おわりに

以上のとおり、銀行の業務の健全かつ適切な運営等の観点から懸念があるという理由から、国内では銀行による1号電子決済手段の発行が認められた実績はない状況にあります。

もっとも、前述のパブリックコメントにおいて、「今後、国際的な議論も注視しつつ、実務上・法令上の課題の解決につながるものとして銀行界からご提供いただく情報の内容も踏まえ、銀行の業務の健全かつ適切な運営の確保及び利便性の高い決済サービスの実現等の観点から適切なルール整備が可能となる見通しが立った場合には、適切に関係法令の整備を進めてまいります」^{※20}と述べられているとおり、銀行の業務の健全かつ適切な運営に支障を及ぼさない性質の1号電子決済手段であれば、今後日本の銀行が発行する余地があると考えられます。今後、銀行の業務の健全かつ適切な運営に支障を及ぼさない性質を有するステーブルコインの実現を可能にする技術的解決策やビジネススキームの登場が期待されます。

※20 前掲・金融庁「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方（電子決済手段等関係）」3ページ（回答番号8）。

安嶋 建（あじま たつる）

PwC Japan 有限責任監査法人

ガバナンス・リスク・コンプライアンス・アドバイザリー部 マネージャー
金融系シンクタンク、大学（教員）、ITベンダー系戦略コンサルティング
ファーム、監査法人系コンサルティングファームを経て、2022年9月に入
所。現在は主として金融機関向け規制対応支援業務を担当。博士（法学）
Ph.D.in Law.

メールアドレス：tatsuru.ajima@pwc.com