



STABLECOIN

ステーブルコインをめぐる 国際規制動向と日本法への示唆 ～米国GENIUS法およびEU・MiCA規則を踏まえた 信託型電子決済手段の法的・実務的課題～ 前編

本年7月に米国で「GENIUS法」が成立し、日本・EU・米国のステーブルコイン規制は大きく進展した。各国が独自の制度を整備したことで、金融・テック企業の参入環境が整いつつある。本稿では、国際的な規制動向を整理し、日本の先行制度への示唆を考察する。前編で米・欧・日の制度比較、後編で制度運用と民間実装の課題を取り上げる。

序論

まずステーブルコインをめぐる国際的な規制動向を整理する。日本では、2023年6月1日に施行された「改正資金決済法」において、法定通貨を裏付けとするステーブルコインが「電子決済手段」として定義され、国内での発行・流通が可能になった。^{*1}これにより日本は、世界に先駆けてステーブルコインを法律で明確に定義した国となった。一方海外に目を向けると、EUでは、2024年6月30日に適用された「Market in Crypto Asset (Title III & IV)」(以下MiCA)において、ステーブルコインの発行体はEUのライセンスを取得し、厳格な準備金や償還リスクの管理が求められるようになった。^{*2}そして米国では、2025年7月18日にGENIUS法が成立し、ようやくステーブルコインとその発行者に対して厳格かつ明確な連邦レベルのライセンス及び監督の仕組みが構築された。^{*3}

次に、日本の実業界における最近の主な動向を整理する。2025年3月4日、SBI VCトレードは日本初の「電子決済手段等取引業者」として金融庁に登録され、USDC(外国電子決済手段)が日本で初めて上場するステーブルコインとして取り扱い可能となった。^{*4}さらに、2025年8月18日にはJPYC社が「資金移動業者」として登録され、日本初の日本円建てステーブルコインの発行が可能となった。^{*5}もっとも、SBI VCトレードが取り扱うUSDCは、監督指針等に基づき「移転1回あたり100万円」「事業者が管理する額は1人あたり100万円」等の上限が適用され、同社は売買・出庫で「1回100万円」の上限を設けている。またJPYC(第二種資金移動業)の発行・償還は、制度上「1日あたり100万円」の制限がある。^{*6}海外で流通するUSDT^{*7}やUSDC^{*8}のように、発行・償還に制限が設けられていないステーブルコインは、日本では未だ存在しない。将来的には、銀行・信託銀行・信託会社が発行するステーブルコインであれば、この100万円の制限を受けない可能性がある。

なお、日本の実業界の動向を語るうえで、Progmat

にも触れておく必要があるだろう。これは、三菱UFJ信託銀行を筆頭株主とする共同事業体Progmat社が運営するデジタルアセット基盤である。このうち、セキュリティトークン(ST)はCordaを基盤とした「パーミッションド(コンソーシアム)DLT」上で稼働しており、したがってEVM^{*9}／SVM^{*10}／MOVE系^{*11}の主要パーミッションレス型ブロックチェーンとはネイティブ互換性が低い。たとえTOKI^{*12}、Cross Framework^{*13}のようなIBC系クロスチェーン技術^{*14}を活用したとしても、流動性の断片化や責任主体の不明確、最終性に関する運用課題は残る。他方、ステーブルコイン発行基盤であるProgmat Coin(商用化に向け最終調整段階)は、独自チェーンを構築するのではなく、イーサリアム等のパブリックチェーンを利用するDApps型の仕組みを採用している。

もっとも、ステーブルコインの利用が想定される送金・決済等の機能を実現するためには、L1レイヤーに決済特化型の機能を組み込む必要があり、これを欠くと利便性や効率性の面で制約が生じうる。したがって、銀行などの伝統的金融機関にとっては、EVM互換性を備えた決済特化型L1の構築が、実務的にも最適な選択肢となる可能性がある。

ユーザーの利便性・安全性・流動性の観点からすれば、ステーブルコインの発行基盤としては、パーミッションレス型ブロックチェーンとパーミッションド型ブロックチェーンのいずれにも長所短所が存在する。パーミッションレス型ブロックチェーンは、ノードが分散しておりブロック改ざん耐性に優れる一方で、現実にはブリッジやスマートコントラクトを経由した攻撃事例も多く、システム全体としての安全性確保には課題が残る。これに対し、パーミッションド型ブロックチェーンはノード参加者を銀行などの信頼性ある主体に限定でき、スマートコントラクトの厳格な審査やブリッジの統制運用が可能であるため、分散度では劣るものの総合的なリスク管理の面では優位といえる。したがって、ステーブルコインの制度設計においては、単に「分散性=安全」とみなすのではなく、利用目的・取扱規模・参加主体に応じて、技術的分散と制度的信頼の最適バランスを設計することが求められる。

また、ゆうちょ銀行が2026年度に発行を予定している「DCJPY」は、預金債務そのものをオンチェーン化するトークン化預金であり、預金保険の対象となる点で典型的なステーブルコインとは制度的に明確に区別される。JPYCやUSDCが国債等の裏付資産をもとに1:1償還を約する「資産担保型」であるのに対し、DCJPYは銀行預金のデジタルトークンそのものである。したがって、発行主体のリスク、AML/CFT/KYC、他のトークンとの交換性などを継続的に検討される必要がある。

こうした国内の多様なアプローチを踏まえると、日本法における「電子決済手段」制度が国際的な規制体系とどのように整合し、また将来的にどのような課題を内包するかを検討する意義は大きい。とりわけ、2025年にかけてEUのMiCA規則および米国のGENIUS法が施行され、主要国におけるステーブルコイン規制が出揃ったいま、日本の制度設計を再点検し、国際的な制度調和や実務適用上の示唆を探ることが本稿の目的である。

■ステーブルコインとは？

ステーブルコイン(Stablecoin)の発祥は2014年に遡る。この年、Tether社は米ドルを準備資産とし1:1ドルペッグを掲げた世界初のステーブルコイン「USDT」をビットコイン・ネットワーク上で発行した。^{*15}ただし、当時のビットコイン・ネットワークにはプログラマブルなシステムが存在しないため、その利用は限定的であった。2017年には、イーサリアム上の分散型金融(DeFi)プロトコルであるMakerDAOが、ビットコインやイーサリアム等を裏付け資産とし、1 DAI = 1 USDを目標とするステーブルコイン「DAI」を発行した。その後、同年11月にはTether社もイーサリアム・ブロックチェーン上でUSDTの発行を開始した。イーサリアムにはEVMが存在することから、DeFiの利用は急速に拡大し、それに伴ってステーブルコイン需要も大幅に増加するに至った。

ステーブルコインは、その語が示すとおり「安定した価値を有するコイン」である。その安定性を担保するためには、裏付けとなる資産の存在が不可欠である。

一般に、裏付け資産の性質に応じて、ステーブルコインは三類型に分類される。すなわち、現金および現金等価物（短期国債等）を裏付けとする法定通貨担保型、暗号資産を裏付けとする暗号資産担保型、そしてアルゴリズムにより需給調整を行うアルゴリズム型である。各国において制度設計や規制上の検討対象となっているものの大半は、第一類型にあたる法定通貨担保型ステーブルコインであり、本稿においてもこの類型を前提として論じる。

ステーブルコインの意義は、単なる現行法定通貨や現金の代替手段、あるいは新たな形態のデジタルマネーにとどまらない。むしろ、暗号資産市場への入口として機能し、分散型金融(DeFi)への発展に向けた第一歩を構成する点にある。さらに、主要国での法制度整備が進んだことで、今後は銀行をはじめとする金融機関が本格的にステーブルコイン事業へ参入することが見込まれる。これにより、ステーブルコインは既存金融システムの内部に組み込まれ、DeFiと伝統的金融の垣根を次第に低くしていくことが予想される。すなわち、ステーブルコインはブロックチェーン経済圏と既存金融インフラを接続する「媒介的存在」としての役割を強めつつある。したがって、ステーブルコインに関する規制を検討する際には、従来の中央集権的な仲介者を基盤とする金融システムから、分散型金融システムへと移行する過程において、投資家の保護、公平な市場環境の確保、情報格差の是正など、新たな規範的観点を考慮する必要がある。

第1章：日本法上の ステーブルコインの定義及び分類

日本の資金決済法では、ステーブルコイン（電子決済手段）は以下の4種類に整理されている：

1号電子決済手段：商品購入やサービス利用の支払いに使え、不特定の相手と売買・移転可能な通貨建資産。^{*16}
2号電子決済手段：上記1号と相互交換でき、電子的に移転可能な価値。^{*17}

3号電子決済手段（特定信託受益権）：信託契約に基づく受益権で、預貯金で全額管理される金銭信託を基盤

とするもの。¹⁸

4号電子決済手段：上記に準じて、金融庁が指定するもの（利用範囲や状況に応じて個別に認定）。¹⁹

資金決済法上、1号電子決済手段の発行主体は「銀行等」²⁰ または資金移動業者が想定されている。「銀行等」（預金取扱金融機関）による1号電子決済手段の発行については、「現在、国際的にもほとんど発行実績がなく、我が国でもニーズが乏しく具体的な発行計画がないことを踏まえると、当面は内外の情勢を見極めつつ、中長期的観点から検討することが適切である」²¹とされてきた。しかしながら、米国においてGENIUS法が施行され、銀行によるステーブルコイン発行に関する規制上の課題が解消された結果、クロスボーダー決済の需要は一層拡大し、より迅速かつ高利便な決済・清算システムへの要請が高まっている。かかる状況に照らせば、従来の基本方針については再検討の余地があるといえよう。一方で、銀行によるパミッションレス型ブロックチェーンを用いた1号電子決済手段については、銀行業務の健全かつ適切な運営との両立に懸念が生じ得る点に留意する必要がある²²。

第二種資金移動業者には、1回当たり100万円の移転上限および資金滞留規制が課されており、当該事業者が発行する電子決済手段も同様の制約を受ける。そのため、流動性の観点からは大規模利用に課題が残る。さらに、クロスボーダー決済における利用可能性を考慮すると、2号電子決済手段は法定通貨と直接交換することができないため²³、その利用範囲は限定され、同様に課題が存在する。他方、4号電子決済手段の内容は現時点では不明であるが、将来的には、通貨建資産²⁴ではない電子決済手段（つまり、暗号資産型ステーブルコインの一部）が4号電子決済手段として規定される可能性があることが示されているものと言える。²⁵ 以上を踏まえると、裏付け資産の安定性と大規模利用に耐えうる流動性という二つの観点からは、各類型の電子決済手段にはそれぞれ一長一短がある。

まず、銀行預金型電子決済手段は、銀行預金を裏付資産とする点で高い安定性を有するものの、銀行業務の健全性維持との両立や資本規制上の制約から、発行規模の拡大には一定の限界がある。資金移動業型電子

決済手段は、柔軟な発行・流通が可能である一方、多くの第二種資金移動業者においては、発行上限（現行法では100万円）や準備資産の分別管理体制等の面から、機関投資家や法人間取引など大規模決済用途には適さない。第一種資金移動業者は、厳格な滞留規制が適用されるため、電子決済手段の発行は事実上困難であると考えられる。²⁶ また、暗号資産類似型ステーブルコインは、アルゴリズム型や暗号資産担保型など、市場実勢として法定通貨連動を志向する事例も見られるが、価値安定の法的裏付けを欠き、利用者保護や償還確定性の面で制度的安定性が十分とはいえない。

この点、信託型電子決済手段は、信託財産としての分別管理と受益権構造により裏付資産の法的独立性を確保しつつ、信託銀行等を通じた大規模な資金取扱にも対応可能である。したがって、現行制度のもとでは、信託型電子決済手段を中核的な制度設計の対象として検討することが、比較的合理的なアプローチであると考えられる。

■ 特定信託受益権の意味

特定信託受益権とは「金銭信託の受益権（電子情報処理組織を用いて移転することができる財産の価値（電子機器その他の物に電子的方法により記録されるものに限る。）に表示される場合に限る。）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ものをいう」（資金決済法2条9項）。内閣府令で定める要件とは、電子決済手段等取引業者に関する内閣府令3条によれば、信託財産の全部が同一通貨建ての要求払い預金により管理されるものであることである。特定信託受益権の発行による為替取引は特定信託為替取引と定義されている（同条28項）。さらに、特定信託受益権は例外的に有価証券の定義から除外されている（金商法2条2項柱書および同項1号、金商法施行令1条の2第1号、金商法第2条に規定する定義に関する内閣府令4条の2）。このように、特定信託受益権は、資金決済法上の決済手段として特別に定義された信託受益権である。²⁷

この整理を通じて見えてくるのが、特定信託受益権の意味である。当該受益権に係る信託の目的は、電子

情報処理組織を用いて移転できるトークンに表示される特定信託受益権を受益者が決済手段として利用できるようにすることおよびそのために必要な信託財産の管理や償還を行うことと考えられる。^{*28} 1号電子決済手段と異なり、「不特定の者を相手方として購入および売却を行うことができる」ことという要件が規定されていない点に大きな特徴がある^{*29} が、特定信託受益権のうちのパーミッションレス型について、消滅・発生構成を参考にすることは有益であるとして、信託法88条1項を根拠に、譲受人の管理するアドレスに移転記録がなされた時点で、譲渡人の受益権は消滅し、譲受人が新たな受益権を取得すると指摘する。^{*30}

第2章:EUの暗号資産市場規制 (MiCA)

EUは、包括的な「暗号資産市場規制 (Markets in Crypto-Assets Regulation : MiCA)」によって、ステーブルコインを含む暗号資産全般に対する統一的な規制枠組みを構築した。MiCAはTitle1～8で構成され、対象・定義、その他暗号資産、ART、EMT、CASP認可、市場濫用規制、当局連携、委任法令という体系で、「発行・募集・上場」「CASPの認可・行為規制」「インサイダー／相場操縦」を包括的に網羅する。

MiCAは、分散型台帳(DLT)上で電子的に移転・保存される価値／権利のデジタル表示を「暗号資産」と定義する。他方、仲介者不在で「完全分散型(fully decentralized)」に提供されるサービスは適用外とされる。各国当局の補足的見解として、フランスはスマートコントラクト機能とコード公開性をDeFiの本質に位置付け、デンマークは特定法人の影響下にあるか／技術・ガバナンスの分散度を該当性の判断要素と整理している。

2.1 MiCA上のステーブルコインの分類

MiCAはステーブルコインを主に二つに分類している。
・資産参照トークン (Asset-Referenced Tokens : ARTs)：複数の法定通貨やコモディティなど、資産のバスケットに価値を連動させるトークン。

・電子マネートークン (E-Money Tokens : EMTs)：单一の法定通貨に価値を連動させるトークン。EMTsの発行は、既存の信用機関(銀行)または電子マネー機関に限定されており、従来の金融規制との整合性が図られている。^{*31}

2.2 MiCA上ステーブルコインの発行者の要件

1. ART発行者

発行者は、準備資産の規模に応じて自己資本を保持する義務を負う。監督当局は、内部統制の状況や準備資産の質的水準に鑑み、必要に応じてその増額を命ずることができる。準備資産は、常に発行残高と同額以上を維持することが求められ、発行者が破綻した場合には、当該資産は保有者の保護に供される。さらに、準備資産は発行者自身の資産と厳格に分別管理され、担保設定その他の目的に供することは許されない。その保管は、信用機関、投資会社、または暗号資産サービス提供者(CASP)によって行われなければならない。発行者は、資産構成、リスク評価、発行および償還の手続、投資方針等を明示した詳細なポリシーを策定する義務を負う。また、準備資産については、六か月ごとに独立監査を受けることが義務づけられている。加えて、発行者はリカバリープランおよび秩序ある償還計画を策定し、これを監督当局に提出することが要求される。^{*32}

2. EMT発行者

銀行(CRD IV指令^{*33})または電子マネー機関(EMD2指令^{*34})としての認可を受けることが要請される。電子マネーと同等の取扱いが求められ、その発行、償還および監督はEMD2の規律に従う必要がある。また、発行者は暗号資産ホワイトペーパーを作成し、監督当局に対して事前に届出を行わなければならない。さらに、常に額面において法定通貨での償還が保証され、償還に際して手数料を徴収することは原則として禁止される。^{*35}

2.3 MiCA上ステーブルコインの発行規模・金融安定に関する制約及び投資制限とリスク管理

準備資産

MiCA の下では、重要な³⁶ 電子マネートークン (EMT) について、準備資産の少なくとも 30% を現金預金として保持し、残余部分は即時換金可能な高流動資産 (国債等) での運用を認める。他方、資産参照型トークン (ART) については、参照通貨建て預金として 30% を保持し、残余については同様に高流動資産での運用が許容される。

自己資本

自己資本要件は、EMT または ART 発行体については「35 万ユーロ」又は「直近 6 か月の準備資産平均の 2%」又は「前年固定間接費の 25%」のうち最も高い額を維持することが求められる。

流動性

ART または重要な EMT の流動性要件として、準備資産のうち少なくとも 30% を預金として保有し、少なくとも 60% を預金と高流動性資産 (HOLA) で保有しなければならない。

発行制限

さらに、単一通貨圏での決済利用において、非 EU 通貨を参照するトークンが、日次取引件数 100 万件かつ取引額 2 億ユーロを超過した場合には、発行者はそれ以上の発行を停止する計画を策定・実行しなければならない。³⁷

2.4 日本法への示唆

MiCAにおいては、電子マネートークン (EMT) の裏付け資産に関し、「少なくとも 30% を銀行預金として保持し、残余部分については資産参照型トークン (ART) と同様に、高流動性かつ低リスクの資産に投資する」という基本的な枠組みのみが規定されている。これに対し、日本の資金決済法では、信託型電子決済手段の裏付け資産について、従来の「全額を銀行預金とする」という原則から転換し、最大 50% までを 3 か月以内に償還可能な国債によって構成することを認める制度改正が行われた。

もっとも、「高流動性かつ低リスクの資産」として、必ずしも 3 か月国債が最適であるとはいえない。流動性の観点からは、むしろ 1 年国債の方が市場規模や取引実績の点で優れており、より適切と評価できる。し

たがって、裏付け資産の構成を検討する際には、形式的に 3 か月国債を前提とするのではなく、1 年以内に償還される国債の活用を視野に入れるべきである。

なお、満期 3 か月の国債や一部の定期預金に加え、政府保証債や地方債といった資産も候補として考えられる。しかし、実務上、3 か月国債の発行規模は極めて限定的であることから、これらを裏付け資産の主要な構成要素と位置付けることは再考の余地があるだろう。

第3章：米国のGENIUS法

米国の GENIUS 法は、決済型ステーブルコインを「支払インフラの延長」と位置づけ、発行主体の資格制限や二層規制、1：1 準備・月次開示、無免許発行の厳罰化、保有者の最優先保護、相互運用標準や国際承認、証券法からの除外などを包括的に整備する包括的規制枠組みである。

3.1 決済のための銀行中心的アプローチ

議会で審議されている「米国ステーブルコインに関する国家革新の指針及び確立法 (Guiding and Establishing National Innovation for US Stablecoins Act)」(以下「GENIUS 法」) は、このアプローチを象徴するものである。GENIUS 法は、決済型ステーブルコインを「支払インフラの延長」に位置づけて法制度を構築するものである。³⁸

3.2 発行主体の資格制限と連邦・州二層構造

GENIUS 法は、許可を受けた発行体 (permitted payment stablecoin issuer) 以外の者が米国内で決済型ステーブルコインを発行することを禁止する。許可発行体は①預金取扱金融機関の子会社、②通貨監督庁 (OCC)³⁹ により承認される連邦適格ノンバンク、③州当局により承認される「州適格発行体」に限られる。また、総発行時価総額が 100 億ドル以下の発行体は、連邦枠組みに「実質的に類似」する州レジームの下で規制を受けるオプションが与えられる。100 億ドルを超えた場合は、原則として 360 日以内に連邦監督下

(預金取扱機関は FRB^{*40}、その他は OCC) へ移行する義務を課す。^{*41}

3.3 準備資産・開示・内部統制のコア要件

許可発行体は、流通残高に対して少なくとも 1:1 で裏付け準備を保持し、その構成は、現金・要求払預金、満期 93 日以内の米国債、短期レポ／逆レポ^{*42}、中央銀行準備預金、これらのみに投資する MMF^{*43} 等に限定される。準備の再担保利用（リハイポ）^{*44} は、短期流動性確保のための限定的な場合を除き禁止される。さらに、(i) 償還方針の公開、(ii) 迅速償還手続の整備、(iii) 毎月の準備内訳と発行残高のウェブ公開、(iv) 登録会計監査法人による月次報告の検証、(v) CEO／CFO の真実性認証を義務づける。加えて、資本・流動性・金利リスク・オペレーションナル／コンプライアンス／IT リスク管理（BSA^{*45}・制裁遵守を含む）の基準は、連邦主務当局（または州当局）が発行体の事業モデルに応じて策定・テーラリングする。^{*46}

3.4 事業範囲の限定と OCC によるノンバンク監督

許可発行体の業務は、発行・償還・準備資産管理・カストディ・鍵管理等、ステーブルコイン事業を直接支える機能に限定され、他の活動は規制当局が明示的に許容する場合に限る。連邦適格ノンバンク発行体は OCC の専属監督対象となり、OCC は安全健全性の観点から必要な命令・規則を発出できる。^{*47}

3.5 カストディ事業者の顧客資産保護

許可ステーブルコインやその秘密鍵のカストディ／セーフキーピング業を営む者は、原則として連邦または州の一次監督当局の監督下にあり、顧客資産の分別管理・自己財産との混同禁止が課される。自主管理用のハード／ソフト提供のみを行う者は適用除外。事業運営や保護措置に関する情報提出義務も定める。^{*48}

3.6 相互運用性基準・定期報告

主務当局は NIST^{*49} 等と連携し、必要に応じて互換性・相互運用性の技術標準を定めることができる。FRB と OCC は、産業動向や申請数・承認／拒否の集

計、金融安定リスクの評価を年次報告し、FSOC^{*50} 年次報告にも反映される。^{*44}

3.7 銀行機関の権限と会計・資本規制の明確化

銀行・信用組合・信託会社等の権限として、(i) 預金のデジタル表象の発行、(ii) 台帳への分散型台帳利用、(iii) ステーブルコインや鍵、準備資産のカストディ提供が確認される。これらのカストディ資産を自己勘定の負債に計上することや、カストディ資産に対する追加的自己資本賦課を要求すること、実質を超える負債認識を求めるなどを、所管当局は原則としてできない旨が明示される。^{*52}

3.8 國際的相互承認と施行期日・経過措置

FRB は財務長官と協働し、米国外で発行される米ドル建てステーブルコインとの国際取引・相互運用を促進するため、「実質的に類似」する規制レジームを有する法域との相互承認・二国間合意の枠組みを整備することが求められる。施行時期は、(i) 公布後 18 か月、または (ii) 主務当局が最初の最終規則を公表してから 120 日後の早い方とされ、申請が係属中の発行体に対する最大 12 か月のセーフハーバーも規定される。^{*53}

3.9 日本法への示唆

第一に、GENIUS 法は、ステーブルコイン発行体の多様性を許容しつつ、極めて厳格なガバナンス要件を課している。日本の現行制度では、発行体は銀行、資金移動業者、信託会社といった既存のライセンス業態に限定されている。対して GENIUS 法は、預金取扱機関の子会社に加え、「連邦資格ノンバンク決済ステーブルコイン発行者」という新たなカテゴリーを創設し、OCC 等による厳格な監督を条件にノンバンクの参入を認めている (Sec.2 (15), Sec. 5)。また、時価総額 100 億ドル以下の発行者は、連邦と同等の規制であれば州レベルの規制を選択可能とするなど、イノベーションと規制のバランスを考慮した段階的なアプローチを採用している (Sec.4 (b))。これは、日本においても、既存業態の枠組みに捉われず、ス

テーブルコイン発行に特化したライセンス区分の創設や、発行規模に応じた規制の柔軟性を検討する上での参考となる。

第二に、準備資産の範囲、管理、および透明性に関する規定は、ステーブルコインの信頼性確保に向けた具体的なベンチマークを提供する。GENIUS 法は、準備資産の構成に関する月次公表と、登録公認会計士事務所による月次検査を義務付けている (Sec.4 (a) (3))。日本の電子決済手段規制においても、資産保全は義務付けられているが、GENIUS 法が求める水準は、裏付資産の質的要件を具体化し、開示と第三者監査のプロトコルを標準化することの重要性を示している。

第三に、国際的な相互運用性の確保に向けたアプローチは極めて重要である。GENIUS 法 Sec.15 では、

連邦準備制度と財務省に対し、「実質的に類似した」規制体制を持つ法域との間で相互協定を締結し、国際取引と相互運用性を促進することを求めている。ステーブルコインが本質的にグローバルな性質を持つことを踏まえれば、日本が電子決済手段等の規制を運用する上で、米国を含む主要国との規制の同等性に関する協議を積極的に進め、国際的な連携を確保することが不可欠であることを強く示唆している。

以上の比較検討を通じて明らかとなるのは、主要国におけるステーブルコイン制度がいずれも、(1) 発行資産の分別管理・償還義務の明確化、(2) 発行体の資本規制・監督強化、(3) 利用者保護と金融システム安定の両立を中核に据えている点である。

とりわけ EU の MiCA 規則および米国の GENIUS

図1 日本法(資金決済法)、EU法(MiCA)、米国法(GENIUS法)のステーブルコイン規制の比較

項目	日本の資金決済法	EU の MiCA	米国 GENIUS 法
制度開始	2023 年 6 月 1 日施行	2024 年 7 月以降段階的の施行	2025 年 7 月成立
ステーブルコインの法的位置付け	「電子決済手段」として制度化。	①資産参照トークン (ART) ②電子マネートークン (EMT) に分類	「決済型ステーブルコイン」を支払インフラの一部として制度化
発行主体	銀行、資金移動業者、信託会社等に限定	EMTは銀行または電子マネー機関、ART は認可事業者	預金取扱金融機関の子会社、OCC 認可ノンバンク、州認可発行体
準備資産の要件	原則：銀行預金。最大 50%まで 3 か月以内償還国債可	EMT: 30%以上を銀行預金、残りは高流動性・低リスク資産。ART: 発行残高と同額以上の準備を厳格分別管理	1: 1 裏付け必須。構成は現金、要求払預金、満期 93 日以内米国債、短期レポ、中央銀行準備預金等に限定
発行・償還制限	第二種資金移動業者発行はユーザーあたり 100 万円上限。	償還義務あり。額面での法定通貨償還を保証。手数料徴収禁止	即時償還方針必須。虚偽情報には経営者刑事罰。発行停止・連邦移行規制あり
開示・監査義務	外部監査・開示の仕組みは限定的 (金融庁認可ベース)	半年ごとに独立監査義務、リスク分析・償還計画提出	月次で残高・準備内訳を公表。登録会計監査法人による月次検証。CEO/CFO 認証義務
規制監督	金融庁 (FSA)	各国当局 + ESMA* による統一規制	OCC、FRB、州当局による二層規制
国際的視点	国内利用中心。クロスチェーン・相互運用は未整備	広域的に統一規制を敷き、金融安定性・通貨主権を重視	他国のドル建ステーブルコインとの相互承認・国際運用促進を明示

* : ESMA (European Securities and Markets Authority) とは EU 全域の証券・資本市場を監督し、投資家保護と市場の秩序・安定を確保する独立規制機関である。

法は、従来の電子マネー規制（EMD2）や銀行規制（CRD IV）の枠組みを参照しつつ、暗号資産市場に特有の技術的・市場的リスクを法的に包摂する方向で制度化が進んでいる。

これに対し日本では、改正資金決済法のもとで新設された「電子決済手段」制度により、信託型ステーブルコイン（3号電子決済手段）を中心とする仕組みが整備された点が特徴的である。信託財産による分別管理・受益権構造の活用は、MiCAの「準備資産の完全分離」やGENIUS法の「1:1償還義務」に制度趣旨として対応するものであり、国際的にも整合的な方向性を示している。

他方で、日本の制度は現時点では「パーミッションレス型ブロックチェーン上の発行」「国際的な相互運用性」「DeFiとの相互運用性」など観点でなお課題を残しており、今後は、MiCAやGENIUS法の実施状況を踏まえて、電子決済手段制度の運用、利用者保護ルールの細則化、国際的な相互運用性への対応などを検討することが求められる。

エキスパート 賈 思雨

- * 1：資金決済に関する法律 <https://laws.e-gov.go.jp/law/421AC0000000059>
- * 2：REGULATION (EU) 2023/1114 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2023/1114/oj/eng>
- * 3：Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins of 2025 <https://www.congress.gov/bill/119th-congress/senate-bill/1582>
- * 4：https://www.sbivc.co.jp/newsview/9ne-b0_5yo
- * 5：<https://corporate.jpvc.co.jp/news/posts/first-yen-stablecoin-jpvc>
- * 6：第二種資金移動業者に課される送金上限額規制、第2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 事務局説明資料 https://www.fsa.go.jp/singi/kessaiseido_wg/siryou/20241017/1.pdf
- * 7：USDTは、Tether社が発行した米ドルに価値を1:1で連動させたステーブルコインである。
- * 8：USDC（USD Coin）は、Circle社が発行した米ドルに価値を1:1で連動させたステーブルコインである。
- * 9：EVMとは Ethereum Virtual Machine（イーサリアム仮想マシン）、イーサリアム上でスマートコントラクトを実行するための仮想コンピューターである。
- * 10：SVM = Solana Virtual Machine Solana、Solana ブロックチェーン上でスマートコントラクトを実行するための独自仮想マシン（VM）／実行環境である。
- * 11：MOVE系とは、Meta（Facebook）社の Libra/Diem プロジェクトで開発されたスマートコントラクト言語「Move」と、その設計思想を継承するブロックチェーン（Aptos・Suiなど）全体を指すことである。
- * 12：TOKIとは、Datachain社が開発するクロスチェーン資産移動を実現する日本発インターベラビリティ基盤である。
- * 13：Cross Frameworkとは、Datachain社が開発する複数のブロックチェーンをまたいで（クロスチェーン）スマートコントラクトやトランザクションを整合的に実行できるように設計されたフレームワークである。
- * 14：IBC（Inter-Blockchain Communication）とは、Cosmosが標準化した異なるブロックチェーン同士が安全にメッセージと状態をやり取りするための通信標準、信頼最小化でチェーン間の相互運用を実現するプロトコルである。
- * 15：<https://tether.to/en/why-tether>

- * 16／* 17／* 18／* 19：同1
- * 20：資金決済に関する法律 第一章第二条 29項 <https://laws.e-gov.go.jp/law/421AC0000000059>
- * 21：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 事務局説明資料 資料I https://www.fsa.go.jp/singi/kessaiseido_wg/siryou/20241121/1.pdf
- * 22：神作 裕之（2025）『電子決済手段の法形式とその移転』日本銀行金融研究所、金融研究、2025年1月、p.55。
- * 23：2号電子決済手段は法定通貨と直接交換できないが、1号電子決済手段とは交換可能である。
- * 24：本邦通貨若しくは外国通貨をもって表示され、又は本邦通貨若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ずるもの（以下この項において「債務の履行等」という）が行われることとされている資産をいう。この場合において、通貨建資産をもって債務の履行等が行われることとされている資産は、通貨建資産とみなす。（資金決済に関する法律 第一章第二条7項）
- * 25：河合健、長瀬威志、波多野亮亮、福井崇人、宗川帆南「資金決済法、犯罪収益移転防止法等の改正（ステーブルコインに関する規制の導入）について」Financial Services & Transactions Group Newsletter, 2022年7月,p.4.
- * 26：行岡 瞳彦（2024）「私の主体が発行する『貨幣』の規制に関する覚書—ステーブルコインに関する規制を中心に」『フィナンシャル・レビュー』令和6年第2号（通巻156号），財務省財務総合政策研究所, p.22。
- * 27：河合 健「パーミッションレス型電子決済手段（ステーブルコイン）の移転に関する法的考察—特定信託受益権型の電子決済手段を念頭に—」金法2217号（2023年）p.39.
- * 28：前掲書（注21）p.40
- * 29：前掲書（注16）p.66.
- * 30：前掲書（注21）p.38-39, p.44-45.
- * 31／* 32：同2
- * 33：CRD IV指令（Capital Requirements Directive IV）とは、EU（欧州連合）における銀行およびその他の金融機関に対する自己資本規制および監督枠組みを定めた法令群の一つである。正式には、Directive 2013/36/EU（発効：2014年1月）を指す。
- * 34：EMD2指令（Electronic Money Directive 2）とは、EU（欧州連合）における電子マネー（e-money）発行と事業者規制の枠組みを定めた法律である。
- * 35：同2
- * 36：顧客基盤1000万人以上、時価総額50億ユーロ以上、準備資産50億ユーロ以上などの基準のうち、3つ以上を満たした場合にはEBA（European Banking Authority）により「重要」と分類される。重要と判定されると、EBAの直接監督下に入り、自己資本や流動性要件が厳しくなる。
- * 37：同2
- * 38：同3
- * 39：通貨監督局（Office of the Comptroller of the Currency, OCC）は、アメリカ合衆国財務省の下に置かれる独立機関で、国家銀行（national banks）や連邦貯蓄協会（federal savings associations）を監督・規制する当局である。
- * 40：FRB（Federal Reserve Board／連邦準備制度理事会）は、米国の中央銀行制度である連邦準備制度（Federal Reserve System）の中枢機関である。
- * 41：同3
- * 42：レポ（Repurchase Agreement, RP）：証券を一時的に売却し、将来あらかじめ定めた日に同じ証券を買い戻す契約である。逆レポ（Reverse Repurchase Agreement, RRP）：レポ取引の相手方の立場、つまり一時に証券を買い付け、後日売り戻す契約である。
- * 43：MMF（Money Market Fund, マネー・マーケット・ファンド）とは、投資家から集めた資金を短期で安全性の高い金融商品（例：国債、コマーシャルペーパー、譲渡性預金証券など）に運用する投資信託の一種である。
- * 44：準備の再担保利用（リハイポ、Re-hypothecation）とは金融機関やカストディアンが、顧客から預かった担保（例：国債や預金）を、自らの資金調達や取引のために再度担保として利用する行為である。
- * 45：BSA（Bank Secrecy Act／銀行秘密法）とは、1970年に制定された米国のマネーロンダリング防止（AML）と金融犯罪対策の基幹法である。
- * 46／* 47／* 48：同3
- * 49：NIST（National Institute of Standards and Technology／米国標準技術研究所）の位置づけは、「ステーブルコインの相互運用性（interoperability）と互換性に関する標準作り」で重要な役割を担う点にある。
- * 50：FSOC（Financial Stability Oversight Council／金融安定監督評議会）とは、2010年に制定されたドッド＝フランク・ウォール街改革・消費者保護法（Dodd-Frank Act）に基づいて設立された、米国財務省（U.S. Department of the Treasury）の下に置かれる政府機関である。
- * 51／* 52／* 53：同3