

パーミッションレス型ステーブルコインの  
健全な導入・普及に向けた整理

2022年12月

デジタルアセット共創コンソーシアム

## 1. はじめに

グローバルでは、必ずしも規制が整備されずとも既に相応の規模で発行・流通しているステーブルコインだが、日本においてはこれまで明確な規制が無かったことから、取り扱う事業者は限定的であった。

ステーブルコインを巡っては、米州及び欧州でも規制を整備する動きが進展しているが、我が国では世界的にも先駆けたタイミングである 2022 年 6 月に、資金決済法改正においてステーブルコイン(法律上の名称は「電子決済手段」、以下 SC)について規制を導入している。

規制の明確化に呼応し、本コンソーシアムでも 2022 年 4 月に「資金決済ワーキング・グループ」を立ち上げ、資金決済のメインストリームを担う金融機関や、証券決済のメインストリームを担う取引所・金融商品取引業者等 30 を超える組織と、SC 発行・管理基盤である「Progmatic Coin」(プログマコイン)を用いた新しい証券決済の在り方について、社会実装に向けた具体的な検討に取り組んでいる。

SC を用いた証券決済において、決済対象のセキュリティトークン(法律上の名称は「電子記録移転有価証券表示権利等」、以下「ST」)は、パーミッション型ブロックチェーン上で発行・流通しているため、「Progmatic Coin」基盤についても、パーミッション型ブロックチェーンとして構築することを優先してきた。

他方、「2. 我が国における導入意義」で後述するとおり、パーミッションレス型ブロックチェーン上で発行・流通する SC を、国内の利用者が安全かつ自由に取引できる環境を整備することも、国益に資する。

パーミッションレス型の SC に対する規制の重要部分は、現在立案中の政府令や関連ガイドラインにおいて定められることとなるため、金融機関を含む民間事業者が一枚岩となり、規制の方向感に即したスキーム、機能、想定課題と解決に向けたアクションをプロアクティブに取り纏めることで、我が国におけるパーミッションレス型 SC の健全な導入・普及を速やかに実現することを目的としている。

## 2. 我が国における導入意義

### (1) 決済システムの未来

ブロックチェーンの登場を契機に、不動産・動産等の ST 化等、実社会のリアルアセットを含めた様々な価値がブロックチェーン上のトークンデータに表示され、その流れは加速度的に進展していく可能性がある。

また、パーミッション型かパーミッションレス型かを問わず、少なくとも技術的にはブロックチェーンのネットワークにおいては国境の概念はなく、ブロックチェーン上のトークンデータとして表示された価値は、低コスト・低負荷・短期間でグローバルな移転を可能にする。

ブロックチェーンを用いた価値取引において、資金決済手段となるマネーについてもブロックチェーン上のトークンデータとして表示されていれば、取引から決済までをブロックチェーン上(オンチェーン)で完結することが可能となり、業務プロセスの STP 化や、グローバルな取引の円滑化等、社会にもたらす効用はより大きなものとなる。

したが、リアルアセットのトークン化に呼応する形で、我が国の決済システムについてもオンチェーン対応が可能な仕組みに拡張していく未来が想定される。

現在、我が国の決済システムは、中央銀行と市中銀行が日銀当座預金を介して流動性を調整する「第 1 層」と、市中銀行と民間事業者/一般預金者等が銀行預金を介して流動性を調整する

「第 2 層」の、2 階層に分かれているが、SC の仕組みは、よりオンチェーン取引に最適化した「第 2 層」といえる。

この新しい「第 2 層」である SC は、決済の相手方となる価値が、複数のパーミッション型/パーミッションレス型ブロックチェーン上で発行・流通していることが想定されるため、いずれの種類の SC も利用可能となっているのが望ましい。

さらにいえば、このような新たな決済システムの未来において、銀行預金というデジタルマネーを提供してきた各金融機関は必ずしも淘汰の対象ではなく、例えば既存のインターネットバンキングアプリを新たな「ウォレットアプリ」として拡張することで、給与受取口座内の法定通貨から SC への変換や、受領した SC から法定通貨への変換等をシームレスに行うことを可能にする等、銀行預金と顧客基盤を活用した新たなビジネスモデルを描くことも考えられる。

なお、我が国において CBDC(中央銀行デジタル通貨)の発行は確定しておらず、仮に発行するとしてもブロックチェーンを利用するかも確定していないが、仮に発行されるとしても、中央銀行が一般預金者等を直接管理(KYC 等)することは想定しづらいことから、新しい「第 1 層」のシステムとして存在することが想定される。

## (2) 新時代における国際競争力の確保

グローバルでは、Web3と呼ばれる産業分野が俄かに活況を呈しており、今後我が国が国際競争力を発揮し得る分野として、多方面で課題の解決に向けた取り組みが行われている。

例えばパーミッションレス型ブロックチェーン上の NFT 取引であれば、NFT 販売の支払対価として「銀行振込」や「クレジットカード」を前提とすると、発行事業者は NFT 発行前にブロックチェーン外で都度着金確認を行う等の負荷が生じ、また海外のグローバルな NFT マーケットプレイスへの出品ができないといった課題が生じる。

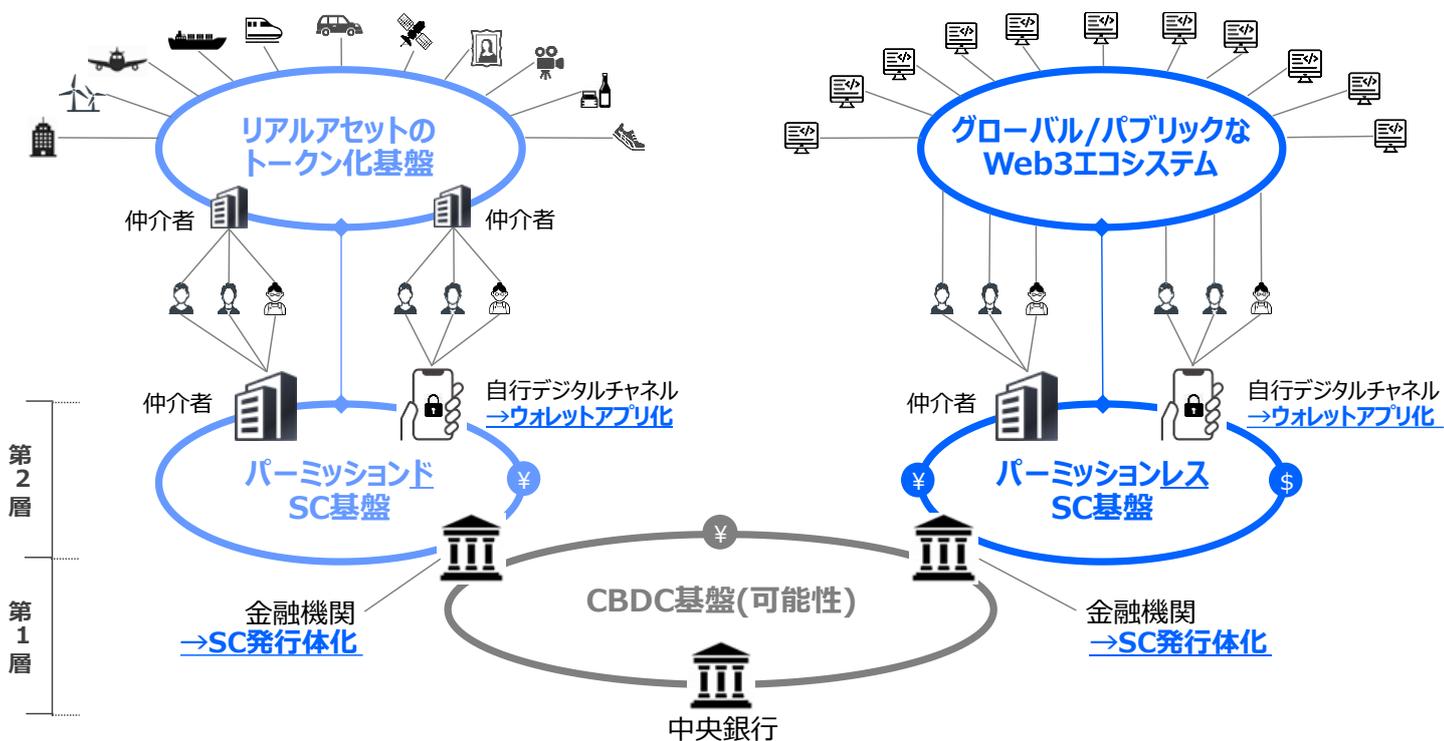
NFT の支払対価に暗号資産を用いる場合には、発行プロセスはオンチェーン完結が可能となるものの、受領対価について価格のボラティリティを抱えることになるため、オンチェーン且つ価格が安定的なパーミッションレス型 SC を利用することが望ましい。

他の例として、Web3 関連企業に対する VC 等による出資形態は、パーミッションレス型 SC を用いて行うことがグローバルでは一般的なため、国内でパーミッションレス型 SC を利用できない場合、海外 Web3 投資ができないことによるグローバル展開の阻害や、海外 VC からの出資が受けづらいことによる Web3 スタートアップの国外移転(Web3 産業の空洞化)、といった事態が想定される。

我が国でもパーミッションレス型 SC を安全かつ自由に利用できるようになれば、NFT を介した我が国のコンテンツ等のグローバルな展開や、国内外の Web3 エコシステムへのアクセシビリティ向上が見込まれるだけでなく、円建ての“国産”SC をグローバルでも利用可能とすることで、新時代における日本円の価値をこれまで以上に高める戦略を採ることも可能となる。

これらの未来予測を図示したのが、図表 1 である。

<図表 1> 決済システムの未来と新時代における国際競争力の確保



### 3. 類型整理

#### (1) スキーム分類

- ① 発行体の所在国 | 「国内発行型」と「海外発行型」  
パーミッションレス型 SC はその技術特性上、誰でも利用が可能であるから、国内発行型 SC、海外発行型 SC の双方が国内外で発行・流通し得る。
- ② 採用法定通貨 | 「外貨建て」と「円建て」  
国内発行、海外発行のいずれにおいても、裏付資産して円と外貨を採用することができるため、円建て SC、外貨建て SC の発行が可能である。ただし、本取組みで想定するのは、国内発行円建てパーミッションレス型 SC(「国内発行型/円建て」)、国内発行外貨建てパーミッションレス型 SC(「国内発行型/外貨建てSC」)及び海外発行外貨建てパーミッションレス型 SC(「海外発行型/外貨建て SC」)である。また、外貨建ては主として USD 建てを想定している。

#### (2) 論点

- ① 投資家保護 | 換金確実性 | 発行体破綻リスクへの対応  
発行体が破綻(法的倒産)した場合において、パーミッションレス型 SC を保有する利用者は額面金額で償還を受けることが困難となるおそれがある。特に、発行体が外国企業である場合においては、発行体所在地国の倒産法制が適用になるため、より償還が困難になる可能性がある。これらのリスクへの対応のためには、それぞれのスキーム類型ごとに、どのような法的又は実務的方法があるかが問題となる。
- ② 投資家保護 | 換金確実性 | 仲介者破綻リスクへの対応  
利用者のSCを管理する仲介者(電子決済手段等取引業者)が破綻(法的倒産)した場合、当該SCは当該電子決済手段等取引業者の倒産財団に組み込まれて、利用者の SC 返還請求権は一般債権となる可能性がある。このリスクを回避し、当該電子決済手段等取引業者が破綻しても利用者財産が保全されるようにするためにはどのような方策が必要か問題となる。
- ③ 投資家保護 | 権利移転に係るルール  
パーミッションレス型SCがブロックチェーン上で移転した場合に、実体法上の権利の移転が確定的になされるのかについて現行法上は明確なルールが存在しない。このことを前提に、実務上どのように取引安全を図っていくかが問題となる。
- ④ AML/CFT  
パーミッションレス型SCは誰でも利用可能であるため、マネーロンダリングに利用される可能性がある。このことを前提に、どのように実効性のある AML/CFT を実現するかが問題となる。

⑤ 送金上限額

海外発行型SCについては、外国に所在する発行体が日本において銀行業免許、資金移動業登録又は信託業免許を有するわけではないために、我が国の規制当局の監督権限が直接的に及ぶものではない。この点に鑑みて、リスク管理のために現時点では一回の送金について第二種資金移動業並びの上限額を設けることが適切であると考えられる。

(3) スキーム類型と評価 | 「国内発行型/円建て」

各仲介者を共同委託者とする SC 発行信託スキーム

各電子決済手段等取引業者を共同委託者兼当初受益者、信託会社等を受託者として円建ての特定信託受益権型 SC を発行するスキーム。

(4) スキーム類型と評価 | 「国内発行型/外貨建て」

① 発行体関連国内法人によるライセンス取得スキーム

発行体関連国内法人が銀行業免許、資金移動業登録又は信託業免許又は登録を取得して、発行体が発行する SC と同じ、または、それと互換性のある SC を日本国内向けに発行するスキーム。

このスキームにおいては、海外籍発行体が発行体関連国内法人を設立し、銀行業免許、資金移動業登録又は信託業免許又は登録を取得するか又はこれらの免許又は登録を有する企業に出資することになると考えられる。したがって、このスキームの実現性は、海外籍発行体の意向次第となる。また、仮にこのスキームを採用した場合に、海外籍発行体が発行する SC と発行体関連国内法人が発行する SC が同じ SC とできるのかは要検討である。

② 海外籍発行体を委託者とする SC 発行信託スキーム

海外籍発行体を委託者兼当初受益者、国内の信託会社等を受託者とする特定信託受益権型 SC を発行し(SC 発行者は当該受託者)、海外籍発行体が受領した特定信託受益権型 SC を電子決済手段等取引業者に譲渡するスキーム。

このスキームにおいては、海外籍発行体が、特定信託受益権型 SC を電子決済手段等取引業者に譲渡するため、当該行為についての金融規制法上の整理が必要となる。

他方、海外籍発行体の発行する SC と特定信託受益権型 SC は別の SC となるため、これを相互交換し得るかという問題がある。

(5) スキーム類型と評価 | 「海外発行型/外貨建て」

仲介者買い取り義務スキーム

海外籍発行体の破綻等により電子決済手段の価格が下落した場合に、電子決済手段等取引業者が、利用者から預託を受けている電子決済手段を額面で買い取る旨を約し、その確実な

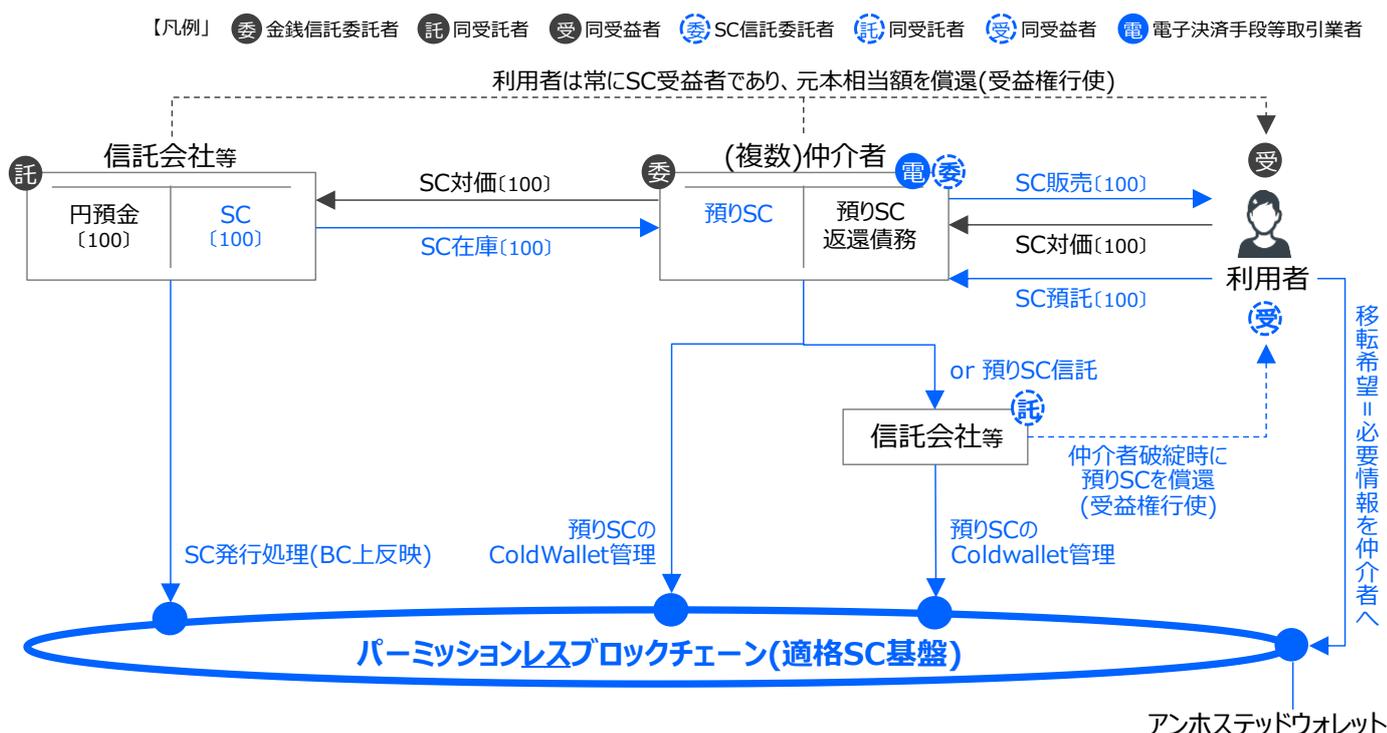
履行に必要な金銭を保全するスキーム。このスキームにおいては、発行体における裏付資産の保全に加えて、電子決済手段等取引業者において巨額の資金を事前に調達し、これを保全するという重い負担が課されるとの課題がある。

#### 4. 国内発行型/円建て SC(“国産”ステーブルコイン)

##### (1) スキーム詳細 | 各仲介者を共同委託者とする SC 発行信託スキーム

各電子決済手段等取引業者を共同委託者兼当初受益者、信託会社等を受託者として円建ての特定信託受益権型 SC を発行し、電子決済手段等取引業者が利用者に対してSCを販売するスキーム。

<図表 2>「国内発行型/円建て SC」スキーム



##### (2) 各論点に対する整理の方向性

###### ① 投資家保護 | 換金確実性 | 発行体破綻リスクへの対応

SC の発行体は信託会社等であり、信託会社等は信託勘定で金銭を管理するため信託会社等が破綻した場合でも、信託勘定には直接影響を与えない。もっとも、オペレーション等の混乱等も起こりうるため、受託者の危機時期・破綻時の対応(信託契約の終了や受託者の変更など)については詰めておく必要がある。

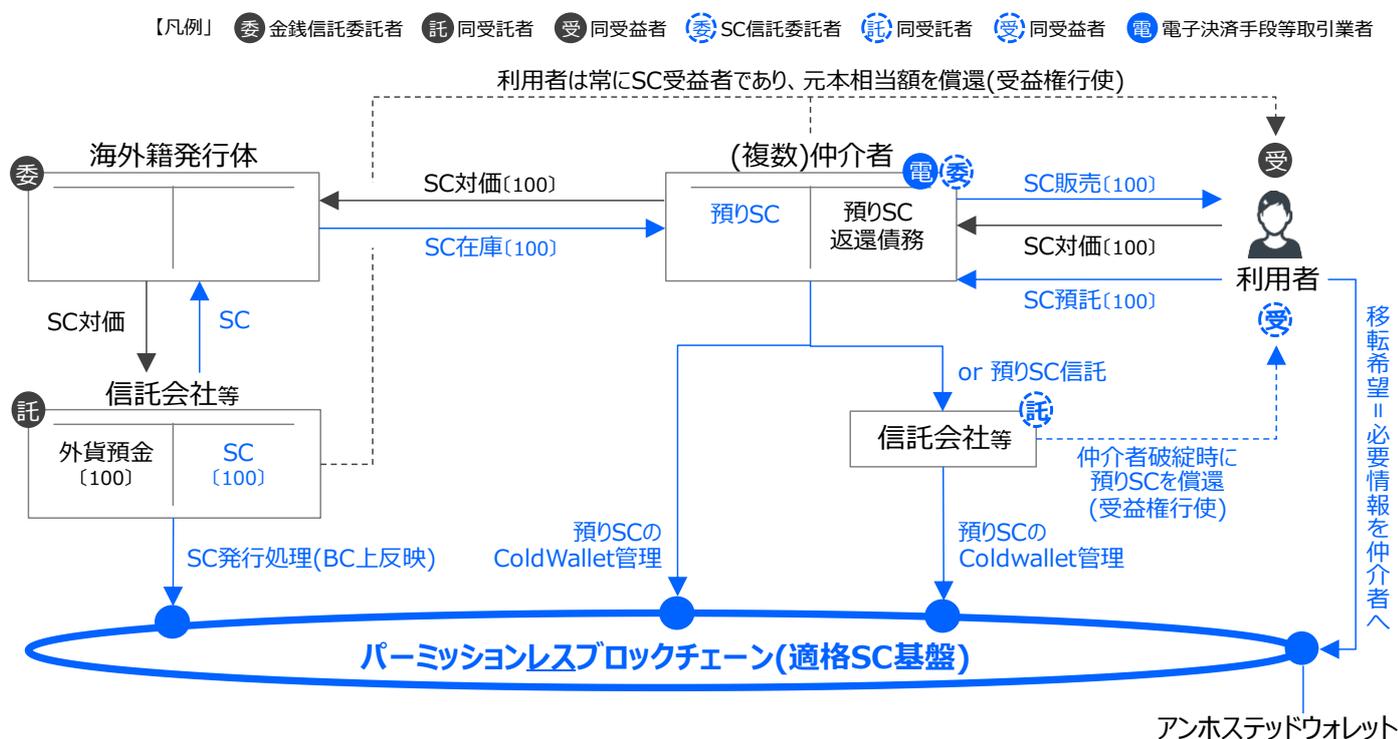
- ② 投資家保護 | 換金確実性 | 仲介者破綻リスクへの対応  
下記7を参照されたい。
  
- ③ 投資家保護 | 権利移転に係るルール  
下記7を参照されたい。
  
- ④ AML/CFT  
下記7を参照されたい。
  
- ⑤ 送金上限額  
国内信託会社等が発行体であるため、必要な法的手続きを踏めば送金上限額規制は適用されない。
  
- ⑥ 国内で発行した SC(特定信託受益権)の海外利用に対する制限要否  
電子決済手段等取引業者が海外利用者との間で SC の売買取引等を行う場合には、犯収法上の適切な取引時確認等を行う必要がある。  
また、海外法制においては、SC の発行・流通につき当該国でのライセンスを要する場合があるため、発行体及び電子決済手段取引業者においては、SC が流通し得る外国の法制について法的調査とそれに基づく対応を考えるべきである。

## 5. 国内発行型/外貨建て SC

### (1) スキーム詳細 | 海外籍発行体を委託者とする SC 発行信託スキーム

海外籍発行体を委託者兼当初受益者、国内の信託会社等を受託者とする金銭信託を行い、受益権として特定信託受益権型 SC を発行し、海外籍発行体が受領した当該 SC を電子決済手段等取引業者に譲渡し、電子決済手段等取引業者が利用者に当該 SC を販売するスキーム。

<図表 3>「国内発行型/外貨建て SC(海外籍発行体)」スキーム



### (2) 各論点に対する整理の方向性

#### ① 投資家保護 | 換金確実性 | 発行体破綻リスクへの対応

SC の発行体は信託会社等であり、信託会社等は信託勘定で金銭を管理するため信託会社等が破綻した場合でも、信託勘定には直接影響を与えない。もっとも、オペレーション等の混乱等も起こりうるため、受託者の危機時期・破綻時の対応(信託契約の終了や受託者の変更など)については詰めておく必要がある。

#### ② 投資家保護 | 投資家保護 | 権利移転に係るルール

下記7を参照されたい。

#### ③ AML/CFT

下記7を参照されたい。

- ④ 送金上限額  
国内信託会社等が発行体であるため、必要な法的手続きを踏めば送金上限額規制は適用されない。
- ⑤ 外貨預金を裏付資産とする特定信託受益権  
SC の裏付資産としては円預金と外貨預金に差異は認められないことから(なお、(信託銀行が発行原資を預金で運用する場合は、円預金/外貨預金に関わらず、預金保険の対象外である)、外貨預金を裏付資産とする特定信託受益権の取扱いは認められるべきと考えられる。外貨建てで SC が発行される場合でも、当該発行原資が同一の外貨建て預金にて保管されているのであれば、為替変動に伴って保全資産が目減りするものではないが、対円での価値は変動することから、改正資金決済法 62 条の 17 等に基づき適切なリスク説明等を行うことが求められる。
- ⑥ 海外籍発行体に対する業規制  
委託者たる海外籍発行体は信託会社等から当初受益者として SC の交付を受けて、それを利用者に販売するため、当該行為の金融規制法上の整理が必要である。
- ⑦ 国内で発行した SC(特定信託受益権)の海外利用に対する制限要否  
海外籍発行体が受領した SC を海外において譲渡する行為は日本法の適用外と考えられるため、現地法制に従って取引されることとなる。電子決済手段等取引業者が海外利用者との間で SC の売買取引等を行う場合には、犯収法上の適切な取引時確認等を行う必要がある。また、海外法制においては、SC の発行・流通につき当該国でのライセンスを要する場合があるため、発行体及び電子決済手段取引業者においては、SC が流通し得る外国の法制について法的調査とそれに基づく対応を考えるべきである。
- ⑧ 同一の海外籍発行体による海外発行 SC とのスワップ  
当該行為そのものは日本法の適用対象外と考えられる。

## 6. 海外発行型/外貨建て SC

3(3)のとおり、「仲介者買い取り義務スキーム」については、電子決済手段等取引業者が買い取り義務に対応するための原資の調達方法などにつき検討を重ねる必要がある。

## 7. 課題と今後の予定

### (1) 短期的課題 | 法律改正等を要さないもの

- ① 「権利移転に係るルール」として、アンホステッドウォレットを含むパーミッションレスブロックチェーンにおける、法律上も比較的安定的に権利移転を可能にするための約款等の検討  
パーミッションレス型 SC がブロックチェーン上で移転した場合に、我が国においては実体法上の権利の移転が確定的になされるのかについて現行法上は明確なルールが存在しない。他方、SC に表章されている信託受益権については信託法上受益権譲渡に関する権利移転のルールが定められているが、このルールをそのまま特定信託受益権型 SC に適用されるのか(されるべきであるのか)についても必ずしも明らかではない。

現行法上明確なルールがない限り取扱いができないとすると国民が新たな決済手段を利用できなくなってしまうことから、ブロックチェーンの耐改ざん性や透明性等による技術的な二重譲渡防止機能を踏まえ、短期的には利用規約(約款)において権利移転のルールを明確化するなどの現実的方法による取引安全の確保を行うことを検討することが考えられる。

特に特定信託受益権型 SC においては、信託法上の信託受益権の譲渡の対抗要件(信託法 94 条、195 条)との抵触をしないような法形式で特定信託受益権型 SC の移転を行う必要がある。この点については、特定信託受益権型 SC を移転する場合には、前主の信託受益権が消滅し、新たに後主において信託受益権が発生することを約款上で規定するなどの方法等が考えられるが、そのような方法で問題なく機能するか等について法的検討を進めるべきである。

- ② パーミッションレス型 SC の管理・移転に関する AML/CFT の適切な措置の検討  
電子決済手段等取引業者が犯収法上の特定事業者として特定取引について必要な AML/CFT を行うことは当然だが、パーミッションレス型 SC を unhosted wallet に移転する場合には、マネーロンダリングリスクを可及的に防止するため、例えば、利用者の unhosted wallet を登録させて当該 unhosted wallet への移転を原則とする措置を講じる、ブロックチェーン解析ツールの利用による AML/CFT の高度化を図るなど現実的で有効なリスク低減措置を採ることが必要と考えられる。

- ③ 「国内発行型/円建て SC スキーム」における、国内で発行した SC(特定信託受益権)の海外利用に対する仕組みの確立  
国内で発行した円建て SC が海外居住者においても利用できるようにすることは web3 ビジネスでの円建て決済の促進など円の国際競争力の観点から望ましい。もっとも、この場合には、利用者の所在する海外の法域における金融規制等が国内の発行体又は電子決済手段取引業者に対しても適用される可能性がある。したがって、いかなる場合に、どのような海外の金融規制等が発行体等に適用されるかを洗いだして、適切な対応を行うことが必要である。

### (2) 中長期的課題 | 法律改正等を要するもの

- ① 「仲介者破綻リスクへの対応」の一環として、仲介者の預りSCに対する利用者の優先弁済権を規定(暗号資産交換業者の預り暗号資産と同様)  
暗号資産に関しては改正資金決済法 63 条の 19 の2のとおり、利用者が暗号資産交換業者に預託した暗号資産について、利用者は他の債権者に先立ち弁済を受ける権利(優先弁済権)を有しており、暗号資産交換業者の破綻の際の利用者の暗号資産の保全が図られている。今後の法改正が必要となるが、同様の規定を電子決済手段についても資金決済法に追加することが考えられる。
- ② 「権利移転に係るルール」として、パーミッションレスブロックチェーン上の取引の特殊性等を踏まえ、アドレスの特定をもって債権譲渡(SC 移転)の事実を表示する内容としては必要十分である(別途対抗要件を具備する必要がない)とする私法上の整理の明確化  
本論点は SC のみならずブロックチェーン上のトークンすべてに当てはまる問題と考えられる。基本的な考え方としては、SC の移転は民法 467 条における債権譲渡ではないとの整理が実態に合致すると考えられる。トークンが帰属するブロックチェーンアドレスを管理する者が確定的に権利を有しており、トークンの他のアドレスへの移転が効力発生要件であり、移転先アドレスを管理する者が確定的に権利を取得するという整理が、実態に適していることをベースに、どのように法律構成するのが適切か研究者・実務家の研究会等で議論していくことが考えられる。
- ③ 「権利移転に係るルール」として、対抗要件特例の適用が可能な産業競争力強化法における、パーミッションレスブロックチェーンの特殊性を踏まえた認定要件の追加規定  
仮に、パーミッションレス型 SC の移転について、債権譲渡の第三者対抗要件が必要となる場合には、産業競争力強化法における債権譲渡に通知等に関する特例(同法 11 条の2)を利用して、確定日付のある証書による通知又は承諾に代えて、情報システムを利用した通知又は承諾による第三者対抗要件の具備ができないかについて検討する必要がある。この場合、パーミッションレスブロックチェーンにおいては、アドレス情報は確認できるものの、債権譲渡人及び譲受人の特定が困難である点についてどう整理するかが課題となる。但し、パーミッションレス型 SC の移転に伴う利用者の権利移転を債権譲渡の方法に限ることは、パーミッションレスブロックチェーン上のトークンの今後の発展を阻害するおそれもあるため、あくまで、この方法は債権譲渡の方式を発行体が採用した場合に採用されるものである点を明確化しておく必要がある。

以上