

2021年3月23日 全10頁

暗号資産規制、EU 法案

ステーブルコインの潜在的なシステムック・リスクに着目

金融調査部 主任研究員 鈴木利光

[要約]

- 2021年に入り、暗号資産（仮想通貨）への関心が高まっている。
- こうした状況を受けて、本稿では、欧州連合（EU）が2020年9月24日に公表した、暗号資産規制の法案（EU 法案）を簡単に紹介することとしたい。
- EU 法案は、‘same activity, same risks, same rules’ を合言葉に、暗号資産業を「普通の」金融業（financial service）と同等に扱おうとしている。
- こうしたアプローチ自体は、日本のそれと大きく離れたものではない。
- EU 法案がもたらす日本への示唆としては、「グローバル・ステーブルコイン」の取扱いが挙げられる。というのも、これは金融安定理事会（FSB）も提唱している暗号資産の一カテゴリーであり、EU 法案はその認定要件や、課すべきより厳格な規制（アドオン要件）の青写真を示したものといえるからである。

1. 暗号資産市場の活況と、それに対する当局者の警戒姿勢

2021年に入り、暗号資産（仮想通貨）への関心が高まっている。まず、1月11日には、代表的な暗号資産であるビットコインの価格急騰を受けて、英国の金融行為規制機構（FCA）が、投資家に対し、「高リターンを謳う暗号資産に投資する場合は資金をすべて失う覚悟をせよ」という趣旨の警告を発している¹。また、2月8日には、電気自動車（EV）大手のテスラ社が、ビットコインを15億ドル分購入したことが明らかになった。ここで、同社は、テスラ車の購入にビットコインでの決済を導入する方針も示している²。さらに、2月11日には、バンク・オブ・ニューヨークメロン（BNYメロン）が、米国の大手金融機関として初めて、暗号資産の資産管理サービスに参入する旨表明している³。そして、2月16日、ビットコイン価格が初の5万ドルの大

¹ [FCA ウェブサイト](#)参照

² [米証券取引委員会（SEC）ウェブサイト](#)参照

³ [BNYメロンウェブサイト](#)参照

台に乗ったことが報じられた⁴。

こうした暗号資産の活況には、当局者が警戒姿勢を強めている。まず、1月13日には、欧州中央銀行（ECB）のラガルド総裁が、Reutersのオンラインイベントにて、「ビットコインは非常に投機的な資産であり、マネーロンダリングを助長している」という趣旨の発言をしたことが報じられている⁵。また、2月23日には、米財務省のイエレン長官が、NYタイムズ紙のインタビューにて、「ビットコインは非常に投機的な資産であり、価格変動が極めて大きいことから、投資家は潜在的な損失に注意すべき」という趣旨の発言をしたことが報じられている⁶。

こうした状況を受けて、本稿では、欧州連合（EU）が2020年9月24日に公表した、暗号資産規制の法案（以下、「EU法案」）⁷を簡単に紹介することとしたい。

2. 暗号資産の規制態様、EUの現状

目下、EUにおいて、暗号資産は、マネーロンダリング対策の適用範囲には入っている⁸。また、「金融商品（financial instrument）」に該当すれば「MiFID II」⁹に、「電子マネー（electronic money）」に該当すれば「EMD II」¹⁰に服する。もっとも、EUでは、大半の暗号資産が、現行のEUレベルでの金融規制の適用範囲から漏れている。

なお、金融安定理事会（FSB）は、EU法案公表直後の2020年10月13日に、暗号資産の中でも、「グローバル・ステーブルコイン」¹¹の規制・監督・監視の必要性に着目したハイレベル勧告（以下、「FSB勧告」）¹²を公表している。FSB勧告によると、暗号資産や暗号資産業者に着目した包括的規制枠組みを有する法域はほとんどない（既存の規制枠組みの中で一定の対応がされているにとどまる）。

そうした中、EU法案は、ステーブルコインをはじめとする暗号資産や、暗号資産業者に着目したパッケージ枠組みとなっている¹³。

⁴ 日本経済新聞、2021年2月17日夕刊、「ビットコイン 初の5万ドル 昨年末から7割上昇」参照

⁵ Reuters、2021年1月13日、「ECB's Lagarde calls for regulating Bitcoin's "funny business"」参照

⁶ The New York Times、2021年2月23日、「Reading Between the Lines: A Conversation With Janet Yellen」参照

⁷ [EUウェブサイト](#)参照

⁸ 2020年1月より改訂版が適用されている「AML V」（5th anti-money laundering Directive（Directive（EU）2018/843））は、暗号資産を適用範囲に加えている。

⁹ 2nd Markets in Financial Instruments Directive（Directive 2014/65/EU）

¹⁰ 2nd E-money-Directive（Directive（EU）2015/2366）

¹¹ FSBの整理では、「ステーブルコインのうち、複数の管轄で取引され、かつ、十分な取引量に達する可能性を有するもの」を、グローバル・ステーブルコインと位置付けている。FSBは、有力候補として、Tether、DAI、TrueUSD、1SG、USDC等を挙げている。ちなみに、FSBは、「ステーブルコイン」を、「暗号資産のうち、特定の資産を参照することにより価額安定の維持を目指すもの」としている。

¹² [FSBウェブサイト](#)参照

¹³ EU法案は、「Regulation on Markets in Crypto-Assets」（MiCA）と「Regulation on Distributed Ledger Technology（DLT）Market Infrastructures」の二つから成る。本稿では、後者への言及は割愛し、前者を紹介する。ちなみに、後者は、分散型台帳技術（DLT）の市場インフラを運用するにあたっての認可の条件や、譲渡可能証券の制限、分散型台帳技術（DLT）の市場インフラ・管轄当局・欧州証券市場監督局（ESMA）の間

3. EU 法案の目的

EU 法案のプレス・リリースには、‘The future of finance is digital.’ という一文がある。これは、新型コロナウイルス感染症 (Covid-19) のパンデミック下において、デジタルファイナンスの浸透 (例えば金融アプリの普及) が金融業の「通常運転維持」に果たした役割の大きさから、分散型台帳技術 (DLT) のような技術を駆使する暗号資産の発展がイノベーションに繋がるとの期待に由来する。

とはいえ、暗号資産がもたらすリスクにかんがみ、同じくプレス・リリースにて、‘same activity, same risks, same rules’¹⁴とも述べている。これは、暗号資産業を「普通の」金融業 (financial service) と同等に扱うことを意味する。

そのうえで、同じくプレス・リリースにて、‘Issuers of significant asset-backed crypto-assets (so-called global ‘stablecoins’) would be subject to more stringent requirements (e.g. in terms of capital, investor rights and supervision).’ という結論を示している。これは、‘significant asset-backed crypto-assets’ を「グローバル・ステーブルコイン」と位置付け、他の暗号資産に比してより厳格な規制 (資本、投資家保護、監督) を課すことを意味する。

これらを踏まえて、EU 法案は、次の4つの目的を掲げている (図表 1)。

図表 1 EU 法案の目的

目的	備考
① ‘legal certainty’	暗号資産・暗号資産業者 (大半が現行規制の範囲外) の法的取り扱いを明確化
② ‘support innovation’	‘proportionate approach’ により、健全なイノベーションや競争を促進
③ ‘consumer and investor protection’, ‘market integrity’	消費者・投資家保護、市場の完全性を確保
④ ‘financial stability’	ステーブルコインの潜在的なシステミック・リスクに着目

(出所) EU 法案を基に大和総研金融調査部制度調査課作成

これらの目的を達成すべく、EU 法案は、図表 2 のような政策オプションを採用している。

の協働枠組み (pilot regime) を提案している。

¹⁴ ちなみに、FSB 勧告では、‘same business, same risks, same rules’ という表現が用いられている。

図表 2 EU 法案が採用する政策オプション

暗号資産の位置付け	政策オプション
現行の EU レベルでの金融規制の適用範囲外	1: オプトイン ^(※1) 2: 強制適用 ^(※2)
'MiFID II' の「金融商品」に該当	【オプション 1・2・3 の混成】 1: ガイドライン・指針 2: 部分修正（法的取り扱いの明確化） ^(※3) 3: 分散型台帳技術（DLT）の市場インフラに係る 'pilot regime' の創設
	【オプション 1・2 の混成】 1: ステータブルコインに着目した法律の制定 2: 'EMD II' の適用対象に追加 3: ステータブルコインの発行や、それにまつわるサービスの提供を禁止
	ステーブルコイン

(注) 赤字取消線箇所は、EU 法案が採用しなかった政策オプション、の意。

(※1) EU レベルでの暗号資産規制を新たに策定し、その適用を受けるか否かを、各々の暗号資産（現行の EU レベルでの金融規制の適用範囲に含まれていないものに限る）の関係者に選択させる案。

(※2) EU レベルでの暗号資産規制を新たに策定し、すべての暗号資産（現行の EU レベルでの金融規制の適用範囲に含まれていないものに限る）に適用する案。

(※3) 「金融商品」の定義に、分散型台帳技術（DLT）によって発行されたものを含める旨、追記する案。

(出所) EU 資料を基に大和総研金融調査部制度調査課作成

4. EU 法案の概要

(1) 主題と適用対象

EU 法案の主題は、暗号資産にまつわる、「透明性・開示」、「承認・監督」、「ガバナンス」、「投資家保護」、「市場規律」である。

EU 法案の適用対象は、暗号資産の発行体、および暗号資産業者である¹⁵¹⁶。

(2) 暗号資産の種類

EU 法案は、暗号資産を、「ステーブルコイン以外の暗号資産」、「asset-referenced token」（ステーブルコイン A）、「e-money token」（ステーブルコイン B）」の三つに分類している。

(3) ステータブルコイン以外の暗号資産

EU 法案は、「ステーブルコイン以外の暗号資産」の具体例として、以下のものを挙げている。

¹⁵ ただし、「金融商品」、「電子マネー」、「預金」、「仕組預金」、「証券化商品」には適用されない。これらには、現行の EU レベルでの金融規制が適用されるためである。

¹⁶ ただし、「中央銀行」、「保険会社」（'Solvency II' で捕捉される活動を行っている限りにおいて）、「清算人」、「専らグループ向けにサービスを提供する暗号資産業者」、「欧州投資銀行（EIB）」、「欧州金融安定基金（EFSF）」・「欧州安定メカニズム（ESM）」、国際機関には適用されない。

【EU 法案：「ステーブルコイン以外の暗号資産」の具体例】

- ✓ アクセスキー（ユーティリティ・トークン (utility token)）
- ✓ いわゆる「ステーブルコイン」のうち、EU 法案でいうステーブルコイン（‘asset-referenced token’ 又は ‘e-money token’）に該当しない、無担保型のもの^(※)
- ✓ その他（ビットコイン等）

(※) 法定通貨や仮想通貨などの担保を保有せず、通貨の供給量を調整することで法定通貨と同様の値動きを目指すステーブルコイン。アルゴリズムによって価格の自動調整が行われる。

発行体には、次のような一般原則が適用される。

【EU 法案：「ステーブルコイン以外の暗号資産」、一般原則（発行体）】

- ✓ 法人である
- ✓ 開示資料 (white paper)^(※1) を作成し、公表前に管轄当局に通知する^(※2)

(※1) p.7 参照

(※2) ただし、「150 人未満（各加盟国）を対象とした公募」や「暗号資産の公募が年間 100 万 EUR 以下の中小企業」等、一定の場合には、この一般原則は適用されない。

また、発行体には、‘same activity, same risks, same rules’ の原則に則り、誠実義務や、保有者の利益を最優先に行動する義務が課されている。

(4) ‘asset-referenced token’（ステーブルコイン A）

‘asset-referenced token’ とは、ステーブルコイン¹⁷のうち、単一の法定通貨（ドル、EUR 等）の価値を参照するのではなく、「複数の法定通貨」、「コモディティ」、「暗号資産」のいずれか（又はその混成）の価値を参照するものをいう。本稿では、便宜上、これを「‘asset-referenced token’（ステーブルコイン A）」と表記する。

発行体（銀行を除く）は、公募、プラットフォームでの取引を行う場合、管轄当局の承認を得る必要がある¹⁸。承認を得られるのは、EU 域内に設立された法人に限定される。

発行体には、‘same activity, same risks, same rules’ の原則に則り、誠実義務や、保有者の利益を最優先に行動する義務が課されている。

その他、発行体に課される規制の概要は、図表 3 のとおりである。

¹⁷ EU 法案では、「ステーブルコイン」という用語は使われていない。ちなみに、FSB 勧告では、「ステーブルコイン」は、「暗号資産のうち、特定の資産を参照することにより価値安定の維持を目指すもの」とされている。

¹⁸ ただし、「過去 1 年間の平均残高が 500 万 EUR 以下」等、一定の場合には、承認は不要である。

図表 3 ‘asset-referenced token’（ステーブルコイン A）の発行体に課される規制の概要

規制	備考
準備資産（裏付資産）の常備	法定通貨、コモディティ又は暗号資産のバスケット
ガバナンス方針の確立 ^(※1)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 準備資産の構成 ■ 準備資産のカストディ ■ 保有者の権利 ■ 分散型台帳技術（DLT）の機能 ■ 流動性管理 ■ 利益相反管理 等
定期的な外部監査	監査結果は管轄当局に通知
価額安定メカニズムの確立	<ul style="list-style-type: none"> ■ 参照資産の種類 ■ 準備資産のリスク評価 ■ 準備資産の運用方針 等
準備資産の運用先の限定	高流動性・低市場リスク・低信用リスクの金融商品
ウェブサイト上の開示事項	<ul style="list-style-type: none"> ■ 残高・価額 ■ 準備資産の構成 ■ 準備資産の監査結果 ■ 価額に重大な影響をもたらしうるイベント
資本規制 ^(※2)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 以下のいずれか高い方の自己資本を常備 ・ 35 万 EUR ・ 準備資産の平均残高（直近 6 ヶ月）の 2%

(※1) FSB 勧告は、ステーブルコインのガバナンスを、各管轄の現行規制において最も手薄なエリアの一つに挙げている。

(※2) 銀行については不適用（銀行固有の自己資本比率規制あり）。

(出所) EU 法案を基に大和総研金融調査部制度調査課作成

図表 4 の認定基準を満たすと、‘asset-referenced token’（ステーブルコイン A）は、‘significant asset-referenced token’（＝「グローバル・ステーブルコイン」）とされ、その発行体には、流動性管理方針（ストレスシナリオ付）の策定、資本規制の上乗せ等、より厳格な規制（アドオン要件）が課される。

図表 4 ‘significant asset-referenced token’ の認定基準

認定基準 = 以下のクライテリア（基準）のうち三つ以上を満たす場合 ^(※1) ^(※2)	
顧客規模	200 万人（社）以上
発行総額	10 億 EUR 以上
取引規模	一日の取引が、50 万回以上、又は 1 億 EUR 以上
準備資産の規模	10 億 EUR 以上
クロスボーダー	7 ヶ国以上にまたがるクロスボーダー取引であること、又は関与するサードパーティーが 7 社以上であること

(※1) クライテリア（基準）は EU 法案上の最低要件であり、詳細は細則に委ねられている。

(※2) 基本的には欧州銀行監督機構（EBA）のイニシアティブによる認定が行われるが、発行体による自己申告も可。

(出所) EU 法案を基に大和総研金融調査部制度調査課作成

(5) ‘e-money token’（ステーブルコイン B）

‘e-money token’ とは、ステーブルコインのうち、「単一の法定通貨」（ドル、EUR 等）の価値を参照するものをいう。本稿では、便宜上、これを「‘e-money token’（ステーブルコイン B）」と表記する。

発行体は、既存の金融規制¹⁹で「銀行」又は「電子マネー業者」としての承認を得た者に限定される²⁰。

発行にあたっては、償還請求権の付与が必須であり、保有者はいつでも、‘e-money token’（ステーブルコインB）と等価の法定通貨に換金することが可能である。

図表4の認定基準²¹を満たすと、‘e-money token’（ステーブルコインB）は、‘significant e-money token’（＝「グローバル・ステーブルコイン」）とされ、その発行体には、流動性管理方針（ストレスシナリオ付）の策定、資本規制の上乗せ等、より厳格な規制（アドオン要件）が課される。

(6) 暗号資産の開示資料（white paper）

暗号資産の発行体は、ウェブサイト上に、開示資料（white paper）を公表することが求められる。その概要は、図表5のとおりである。

図表5 暗号資産の開示資料（white paper）：概要

暗号資産 (ステーブルコイン以外)	‘asset-referenced token’ (ステーブルコインA)	‘e-money token’ (ステーブルコインB)
■ 発行体、及びプロジェクトの主要な参加者の詳細		
■ プロジェクト及び商品の詳細、公募の理由、プラットフォーム利用の理由、出資金・準備資産の用途計画		-
■ 公募の内容（商品の本数、発行価格、購入条件等）		■ 公募、プラットフォーム利用の有無
■ 商品に関する権利・義務の詳細、権利行使の手続き		
■ 商品の保有、価値保存、移転に用いられる技術の概要		
■ 発行体、商品に伴うリスク		
■ 開示資料（white paper）が管轄当局によるレビュー・承認を受けていない旨		-
■ 元本割れの可能性がある旨		
■ 役員による内容保証		
-	■ ガバナンス体制、サードパーティーの責任の詳細	-
-	■ 準備資産の詳細	-
-	■ 準備資産のカストディの詳細	-
-	■ 準備資産の運用方針	-
-	■ 発行体又は準備資産に対する償還請求権の詳細	-
-	■ 全ての保有者に償還請求権が付与されていない場合はその旨	-
-	■ 償還請求権を付与しない場合、流動性保証メカニズムの詳細	-

¹⁹ 「銀行」は‘CRD V’（5th Capital Requirements Directive (Directive (EU) 2019/878))、「電子マネー業者」は‘EMD II’（2nd E-money -Directive (Directive (EU) 2015/2366))による。

²⁰ ただし、「過去1年間の平均残高が500万EUR以下」等、一定の場合には、承認は不要である。

²¹ ‘e-money token’（ステーブルコインB）の場合、図表4中、「準備資産」は「出資金」に読み替えることが妥当と思われる。

暗号資産 (ステーブルコイン以外)	'asset-referenced token' (ステーブルコイン A)	'e-money token' (ステーブルコイン B)
-	■ 苦情処理手続きの詳細	-
■ 「金融商品」の公募ではない旨	-	-
-	-	■ 保有者はいつでも 'e-money token' (ステーブルコイン B) と等価の法定通貨に換金することが可能である旨

(出所) EU 法案を基に大和総研金融調査部制度調査課作成

(7) 暗号資産業者

「暗号資産業」とは、暗号資産にまつわるサービスのうち、「カストディ」、「プラットフォーム運営」、「交換」、「取引の執行」、「私募発行」、「媒介、取次ぎ又は代理」、「投資助言」のいずれかに該当するものをいう。

暗号資産業を営むには、管轄当局の承認を得る必要がある^{22,23}。承認を得られるのは、EU 域内に事務所（要登記）を有する法人に限定される。

暗号資産業者には、'same activity, same risks, same rules' の原則に則り、誠実義務や最良執行義務が課されている。

暗号資産業者は、「前年の固定間接費の 25%」又は「図表 6 記載の最低所要自己資本」のいずれか高い方の自己資本を常備することが求められる。

図表 6 暗号資産業者： 最低所要自己資本

暗号資産業の種類	最低所要自己資本	
Class 1	■ 以下のいずれか ・ 媒介、取次ぎ又は代理 ・ 投資助言 ・ 取引の執行 ・ 私募発行	5 万 EUR
Class 2	■ Class 1 のいずれか + ・ カストディ	12.5 万 EUR
Class 3	■ Class 2 のいずれか + ・ プラットフォーム運営 ・ 交換	15 万 EUR

(出所) EU 法案を基に大和総研金融調査部制度調査課作成

(8) 'market abuse' の防止

EU 法案は、プラットフォームで取引される暗号資産を対象に、'market abuse' の防止（「内部情報の適時開示」、「インサイダー取引の防止」、「内部情報の違法開示の禁止（フェア・ディスクロージャー・ルール）」、「相場操縦の禁止」）を定めている。

²² 銀行については、承認は不要である。ただし、暗号資産業者としての登録は必要となる。

²³ 投資業者については、本業と類似する暗号資産業を提供するにあたって、承認は不要である。ただし、暗号資産業者としての登録は必要となる。

(9) スケジュール

EU 法案の今後のスケジュールについては、EU 法案自体には明示されていない。

ただし、EU 法案と同日に公表された ‘Digital Finance Strategy for the EU’ には、「2024 年までに、暗号資産の包括的な規制枠組みを整備する」旨の記載がある²⁴。

また、EU 法案や ‘Digital Finance Strategy for the EU’ の直後に公表された FSB 勧告には、(あくまでも「グローバル・ステーブルコイン」の規制・監督・監視についてであるが)「2021 年 12 月までに、国際基準設定に係る作業の完了」、「2022 年 7 月までに (加えて市場の発展を踏まえ、必要性に応じて)、各国における、FSB の勧告や国際基準・指針と整合的な規制・監督・監視の枠組みの確立、または必要に応じた調整」というスケジュールが示されている²⁵。

これらを併せ読むと、EU は、「2024 年中の適用開始」を最速のターゲットとしているものと思われる。

5. 日本への示唆は、「グローバル・ステーブルコイン」の取扱い

ここまで見てきたように、EU 法案は、‘same activity, same risks, same rules’ を合言葉に、暗号資産を「普通の」金融業 (financial service) に位置付けている。

こうしたアプローチ自体は、日本のそれと大きく離れたものではない。日本では、まず、2016 年の法改正により、暗号資産交換業者の登録制を導入している (2017 年 4 月施行)²⁶。また、2019 年の法改正により、「暗号資産カストディ業者 (ウォレット業者) の登録制の導入」、「暗号資産交換業者による顧客資産の分別管理の強化」、「暗号資産交換業者の広告・勧誘規制の導入」、「暗号資産デリバティブ取引を金融商品取引法の適用対象に追加」、「いわゆる『投資型 ICO トークン』を金融商品取引法の適用対象に追加」、といった手当てがされている²⁷。

もともと、(EU 法案のような) 暗号資産や暗号資産業者に着目した包括的規制枠組みを持たない、すなわち既存の規制枠組みの中で一定の対応がされているにとどまる日本において、仮に今後、暗号資産の取引規模が急拡大した場合、金融システムの安定や投資家保護を十分に担保できるのかは、議論の余地があろう。

そうした意味において、EU 法案の包括性には、日本における潜在的な法改正への示唆が認められよう。とりわけ顕著な示唆としては、「グローバル・ステーブルコイン」の取扱いが挙げられる。というのも、これは FSB も提唱している暗号資産の一カテゴリーであり、EU 法案はその認定要件やアドオン要件の青写真を示したものとといえるからである。日本において、暗号資産

²⁴ [EU ウェブサイト](#) 参照

²⁵ [金融庁ウェブサイト](#) におけるプレス・リリース仮訳参照

²⁶ 詳しくは、下記の大和総研レポートを参照されたい。

■ [「FinTech、仮想通貨などを巡る銀行法等改正法、成立」](#) (横山淳 / 2016 年 6 月 8 日)

²⁷ 詳しくは、下記の大和総研レポートを参照されたい。

■ [「資金決済法等改正法 暗号資産交換業者規制の見直し」](#) (横山淳 / 2019 年 6 月 13 日)

■ [「資金決済法等改正法 暗号資産デリバティブ、ICO 規制の整備」](#) (横山淳 / 2019 年 6 月 19 日)

取引の安全性を維持しつつ、クロスボーダー性を有するビジネスとして定着させるためにも、まずは「グローバル・ステーブルコイン」の法的取り扱いを明確化することが重要だろう。

以上