

## ステーブルコインの「通貨性」

関西外国語大学英語キャリア学部教授・神戸大学名誉教授 滝川好夫

- 1 はじめに
  - 2 「資金決済法」とデジタル通貨
  - 3 現金通貨・預金通貨、電子マネー、暗号資産、ステーブルコイン
  - 4 日本銀行券、CBDC、ステーブルコイン
  - 5 ステーブルコインの「通貨性」
  - 6 おわりに
- 脚注  
参考文献

### 1 はじめに

現在・将来の日本のキャッシュレス決済手段には、以下のものがある。()内の数字は2023年度の決済市場シェア(%)である。

- ①クレジットカード(VISA, JCB, Mastercard など: 79.7%)
- ②QRコード決済(PayPay、楽天ペイ、d 払いなど: 10.9%) (注1)
- ③電子マネー(Suica, WAON, nanaco, iD など: 7.3%)
- ④デビットカード(三菱 UFJ デビット、楽天銀行デビットなど: 2.1%)
- ⑤中央銀行デジタル通貨(CBDC): 次世代デジタル決済手段
- ⑥ステーブルコイン(JPYCなど) (注2)

本稿では、「ステーブルコイン」を取り上げ、第3節では現金通貨・預金通貨、電子マネー、暗号資産のそれぞれに対する「ステーブルコイン」の立ち位置(特徴)、第4節では日本銀行券、中央銀行デジタル通貨(CBDC)のそれぞれに対する「ステーブルコイン」の立ち位置(特徴)を明らかにする。

取引は「等価交換」が基本である。「ステーブルコイン」と現金(日本銀行券、硬貨)との交換比率がステーブルコインの価格(発行価格、流通価格、償還価格)であり、これらの価格の安定化が「ステーブル」の意味である。つまり、ステーブルコインは、現金との交換比率、つまり価格の安定化をめざしたコインである。

ステーブルコインの「通貨性」を議論するには、ステーブルコインの法律面(資金決済法など)、経済面(貨幣の3機能など)、技術革新面(ブロックチェーン技術など)などを考慮しなければならない。日本のステーブルコインは、まずは法整備、次にビジネスという順番の発展であり、世界の中で珍しいフェーズである。本稿第2節では「資金決済法」の改正とデジタル決済手段の発展を取り上げている。

「デジタル決済手段」は、交換価値の保有・移動をデジタルデータの記録として行う一般的決済手段であり、それにはCBDC(中央銀行デジタル通貨)、銀行預金、ステーブルコインなどがある。「CBDC(中央銀行デジタル通貨)」は中央銀行発行のデジタル形式の法貨(法定貨幣)、「銀行預金」(正しくは預金取扱金融機関の預貯金)は民間銀行等の帳簿上(デジタル形式)の通貨、「ステーブルコイン(暗号資産)」は法貨との交換レート固定化を企図したデジタル決済手段である。

以下では、ステーブルコインについて、先行研究が何を問題にしているのかをサーベイする。ステーブルコインは現在進行形のデジタル決済手段であるので、古い文献から新しい文献への順番でサーベイする。以下の先行研究を本稿の視点から整理すると次のようになる。

- (1) ステーブルコインの通貨としての信認と機能の類型化: 河村[2020]、Arner and Frost[2020]、藤井[2021]
- (2) ステーブルコインの通貨・金融システムへの影響: Liao and Caramichael[2022]
- (3) ステーブルコインの価格安定化メカニズム: 柏村[2021]、Watsky et al.[2024]、Ma et al.[2025]
- (4) ステーブルコインの価格安定化のための規制: 行岡[2024]
- (5) ステーブルコイン利用者の保護: 金融審議会[2025]

これらの先行研究からは、本論文のテーマである、ステーブルコインの通貨性を有するための条件が以下の3点であることがわかる。

- ① ステーブルコインの流通価格の安定性
- ② ステーブルコインの額面での即時償還の確実性
- ③ ステーブルコインと銀行預金・中央銀行デジタル通貨(CBDC)との共存

河村[2020]は、民間発行のデジタル通貨の通貨・金融システムへの影響を包括的に分析し、ステーブルコインは利便性を有している可能性はあるが、「通貨としての信認」は金融当局の支えなしには成立しえないと論じている。

Arner and Frost[2020]は、ステーブルコインを以下の3つの軸から類型化している。第1に裏付け資産の種類軸から、「法定通貨担保型」「資産(金・商品)担保型」「暗号資産担保型」「アルゴリズム型」、第2に発行・償還の仕組み軸から「中央集権型」「分散型」、第3に利用範囲軸から「小口決済(リテール)型」「大口決済(ホールセール)型」に類型化している。ステーブルコインの金融システムへの影響を分析し、以下のことを指摘している。

- ① ステーブルコインは、一方で利用者はステーブルコインと現金(法貨)の即時交換を期待し、他方で発行企業は裏付け資産を現金ではなく、金、国債、暗号資産などで保有しようとするので、「流動性のミスマッチ」を抱えている。これはステーブルコインに対する取り付け騒ぎを引き起こす原因になりうる。

- ②ステーブルコインは、支払手段、価値貯蔵手段、エコシステムの基盤(Gateway into Defi: 暗号資産取引の媒介)の3つの機能を果たしている。
- ③ステーブルコインの裏付け資産の不透明性、償還の不確実性はシステミックリスクを引き起こす要因である。
- ④ステーブルコインが銀行預金やMMF(マネー・マーケット・ファンド)と同程度の通貨性であれば、銀行預金・MMFに対するものと同程度の規制(自己資本比率規制、流動性規制など)を課すべきである(「同一リスク・同一規制の原則」)。
- ⑤ステーブルコインは国境を越えて流通するので、規制は国際レベルで行わねばならない。

Liao and Caramichael[2022]は、ステーブルコインの普及が通貨・金融システムにどのような影響を与えているのかを分析し、以下のことを指摘している。

- ①暗号資産などの価格が暴落しているときに、「ドルペッグ型ステーブルコイン(1コイン=1ドル)」の価格(流通価格)は1ドルを上回る傾向があり、ステーブルコインは利用者にとって安全資産として位置づけられている。
- ②ステーブルコインの裏付け資産のいかんにより、ステーブルコインに対する取り付けが生じうる。つまり、リスク資産(例えば、暗号資産など)で裏付けられているステーブルコインは取り付けの懸念がある。
- ③「ステーブルコインの普及は、既存の銀行システムからの預金流出をもたらし、信用仲介・信用創造機能を阻害するのか」という問題を検証し、預金流出リスク、信用仲介・信用創造機能阻害の懸念はステーブルコインの裏付け資産の内容と、ステーブルコインに対する規制のいかんに依存している。つまり、ステーブルコインが普及すると、ステーブルコインが銀行預金に置き換わる可能性はあるが、ステーブルコインの発行企業が裏付け資産として銀行預金を保有している場合は、利用者が銀行預金を引き出してステーブルコインを購入しても、発行企業が売却代金を銀行に預金すると、銀行部門全体の預金量は変わらない。
- ④ステーブルコインが「通貨性」を有するためには、裏付け資産の透明性と流動性が不可欠であり、銀行と同等の規制が必要である。
- ⑤中央銀行デジタル通貨(CBDC)とステーブルコインは共存可能である。

藤井[2021]は、デジタル通貨は単なる決済手段のIT化ではなく、「国家が独占してきた通貨発行特権」と「テクノロジーがもたらす利便性」の再定義である、つまり、通貨は信頼のシステムであり、デジタル化によってその信頼の源泉が「制度(国家)」から「技術」へ変わりつつあると論じ、プライバシー保護と利便性の両立が課題であると主張している。

柏村[2021]は、ステーブルコインがなぜ誕生し、どのような仕組みで価格安定化を維持しているのかを概説したうえで、ステーブルコインの法的課題を整理している。

Watsky et al.[2024]は、金融・資本市場のボラティリティが高い局面(2023年3月の混乱)で、ステーブルコインの価格安定化メカニズムがどのように機能しているのかを、発行市場(発行・償還)と流通市場の相互作用の視点から検討し、以下のことを指摘している。

- ①ステーブルコインの流通市場での価格、つまり流通価格を「1コイン=1ドル」に維持するためには、ステーブルコインの「額面での償還可能性」に依存している。「額面での償還可能性」が制限されると、「1コイン<1ドル」の流通価格(「デペグ(乖離)」)が長期持続する。
- ②1つのステーブルコインが他のステーブルコインを準備資産(担保)として保有する、あるいはDeFi(分散型金融)プロトコル内で互いに担保として利用し合う構造は「相互依存性の罠」を生む。つまり、1つのステーブルコインのショックがエコシステム全体に伝播する。
- ③ステーブルコインの取引所(流通市場)の流動性が高いのにもかかわらず、発行企業(発行市場)の現金化プロセスが遅かったり、裏付け資産の売却に時間がかかったりすると、ステーブルコイン市場の脆弱性は急速に高まる。

行岡[2024]は、ステーブルコイン、特に「信託型ステーブルコイン(特定信託受益権)」の価格の安定性を確保するための規制のあり方を検討し、イングランド銀行(BOE)による4つの規制モデルを日本法に即して分析し、いずれのモデルにも一長一短があると論じている。

金融審議会[2025]は、デジタル決済の普及と暗号資産市場の変容を踏まえ、「利用者保護の強化」と「イノベーションの促進」を両立させるための法改正の指針をまとめたものであり、以下のことを指摘している。

- ①デジタル決済手段(ステーブルコインなど)の利便性と安全性のバランスを再調整するために、「資金移動業」に関する規制の見直しを行う。第1に、資金移動業者の破綻時の資金返還の多様化を図る。つまり、従来は法務局への供託(「履行保証金制度」)、法務局を通じた配当計算(還付手続き)が原則であったが、資金移動業者の破綻時に、銀行等による支払保証を活用している場合に限り、法務局を介さず、銀行などが利用者に直接払い戻す仕組みを導入し、迅速な返還を可能にする。第2に、資金移動業者における「滞留」に関する規制を緩和する。つまり、第一種資金移動業(100万円超の送金)について、商習慣(翌月末払いなど)に合わせ、最長2ヶ月までの資金滞留を容認する。第3に、海外EC、オンラインカジノなどの決済を代行する業者(収納代行業者)に対し、実態が送金(為替取引)に近い場合は、「資金移動業」としての登録を義務づけ、資金決済法の規制を適用する。
- ②暗号資産交換業者が破綻した際、顧客の資産が海外へ流出するのを防ぐために、「国内資産保持命令」を可能にする。

③ステーブルコイン発行会社の収益性を高めるために、信託型ステーブルコインの裏付け資産を全額要求払い預貯金とする規制を緩和し、国債などの低リスク・高流動性資産での運用を50%程度認める。

④ステーブルコインの移動に際し、マネーロンダリング防止のために、顧客情報の通知義務を強化する(「トラベルルール」の適用拡大)。

Ma et al.[2025]は、ステーブルコインの価格安定性と、その裏側にある「裁定取引の集中化」に焦点を当て、以下のことを指摘している。

①ステーブルコインの裁定取引(流通価格と償還価格の裁定)は、ごく少数の高度に専門化された機関投資家に依存している。

②ステーブルコインの「1コイン=1ドル」のペグは平時においては維持されている。

③以下のプロセスでステーブルコインに対する取り付けが生じる。第1に、裁定取引を担う機関投資家が資金難に陥り、リスク回避姿勢を強める、第2に、裁定取引を担っていた機関投資家が裁定取引を行わなくなり、価格の歪み(流通価格<償還価格)が修正されなくなる、第3に、価格の歪み(流通価格<償還価格)が修正されないままであると、一般利用者は裏付け資産への不安からステーブルコインの売却を急ごうとする、第4に、一方でステーブルコインの売り圧力が強くなり、他方で裁定取引を担っていた機関投資家の能力の限界(Capacity Constraints of Arbitrageurs)に達すると、ステーブルコインの「1コイン=1ドル」のペグは完全に崩壊する。

④ステーブルコインの価格安定性は、発行企業の資産内容(ステーブルコインの裏付け資産)だけでなく、ステーブルコインの流通市場における仲介構造(裁定取引メカニズム)に依存している。

⑤ステーブルコインの価格を安定化するには、ステーブルコインの発行企業に対する透明性だけでなく、裁定取引を担っている機関投資家の健全性、市場(裁定取引)の集中度を監視しなければならない。

## 2 「資金決済法」とデジタル通貨

「資金決済法」の正式名称は「資金決済に関する法律」であり、2009年(平成21年)6月24日に公布、2010年(平成22年)4月1日に施行された。同法は、デジタル技術・デジタル決済の進化に伴い、頻繁に改正されている。改正の名称と主たる改正内容は以下のとおりである。

平成28年改正 仮想通貨に関する規制の導入

令和元年改正 「仮想通貨」から「暗号資産」への呼称変更、カストディ業務(暗号資産管理業務)の規制導入

令和2年改正 資金移動業の3類型化(送金額に応じた規制の柔軟化)

令和4年改正 ステーブルコイン(電子決済手段)に関する規制の整備

令和7年改正 収納代行の一部規制、利用者資金の返還方法の多様化など

まずは、なぜ「資金決済法」が制定されたのかを概説する。「資金決済法」が制定されるまでは、決済に関する法律は「銀行法」(1981年6月1日公布)と「前払式証票規制法」(通称は「プリカ法」:1989年12月22日公布)の2つであった。「銀行法」は「為替取引を行えるのは銀行のみである」(第2条、第47条など)というものであり、それは銀行間のみを専用線(クローズド・ネットワーク)で結んだオンライン網を1日のうちの特定期間利用したものであり、銀行以外の事業者(Fin Tech 企業など)がインターネット(オープン・ネットワーク)を利用した1日24時間、1年365日決済サービスを提供することを想定していなかった。「前払式証票規制法」(「プリカ法」)はプリペイドカード(証票:テレホンカード、図書カード、商品券)を規制するものであり、それはあくまで「証票」(紙、カードなど)を前提とし、「証票」に交換価値があるとみなし、法律による保護対象とするものであった。しかし、「プリカ法」は「サーバー型電子マネー(PayPay, LINE Pay, Amazon ギフトなど)」のデジタルデータ(サーバー上の数字)を証票とはみなすことができなかつたので、法律による保護(発行元の倒産に備えた供託義務など)対象にできなかつた。(注3)

かくて、経済社会のデジタル化・キャッシュレス化を背景として、1つは銀行以外の事業者(Fin Tech 企業など)がインターネット(オープン・ネットワーク)を利用した1日24時間、1年365日決済サービスの提供を、1つは「サーバー型電子マネー」などを規制するための新しい法律、つまり「資金決済法」の制定が必要であった。2009年6月24日、「プリカ法」は廃止され、「資金決済に関する法律」が公布された。「資金決済法」では「証票」は「前払式支払手段」(テレホンカード、商品券、Suica、Edy、nanaco、オンラインゲームの通貨(魔法石など)、Amazon ギフトなど)に呼称変更された。(注4)

「資金決済法」第1章「総則」第1条(目的)は「この法律は、資金決済に関するサービスの適切な実施を確保し、その利用者等を保護するとともに、当該サービスの提供の促進を図るため、前払式支払手段の発行、銀行等以外の者が行う為替取引、電子決済手段の交換等、暗号資産の交換等、為替取引に関する分析及び銀行等の間で生じた為替取引に係る債権債務の清算について、登録その他の必要な措置を講じ、もって資金決済システムの安全性、効率性及び利便性の向上に資することを目的とする。」かくて、政府の企図は経済社会のデジタル化・キャッシュレス化を背景として、それに対応できる決済システムの構築を安全性、効率性、利便性の3つをすべて満たすように、1つはデジタル決済手段の導入、1つは決済業務(為替業務)の銀行以外(FinTech 企業など)への開放、1つは利用者にとっての安全性、効率性(低い費用など)、利便性(速いなど)の三方良しをはかることである。

次に、令和7年改正(2025年6月13日公布)までの、各改正のポイントを概説する。。

(1)平成28年改正(2017年4月施行)

仮想通貨交換業者の金融庁への登録制、口座開設時の本人確認(KYC)、資産の分別管理などが義務化された。「平成28年(2016年)の資金決済法改正」の背景にあるのは、「マウントゴックス事件」(2014年2月)という国内事情と、「G7エルマウ・サミット」(2015年6月)「FATF(Financial Action Task Force:金融活動作業部会)ガイダンス」(2015年6月)という国際事情である。

「マウントゴックス事件」は2014年2月に発生した事件であり、仮想通貨(暗号資産)の歴史における最大の転換点の1つとして位置づけられている。事件の内容は、世界最大のビットコイン取引所「Mt. Gox(東京)」がハッキング(2011年頃からの外部からの不正アクセスによるビットコインの窃取)などによって経営破綻し、それは取引所(交換業者)の規制を導入するきっかけとなった。

FATFは犯罪(マネーロンダリング)やテロ資金供与を止めるため(AML/CFT)の「国際基準(FATF勧告)」を策定し、各国がそれを遵守しているかを審査する組織であり、2015年の「FATFガイダンス」(Guidance for a Risk-Based Approach to Virtual Currencies)は1つにはそれまで野放しに近い状態であった仮想通貨(暗号資産)に対する規制(交換業者を規制対象とする、交換業者を登録制・免許制にするなど)の導入、1つには口座開設時の本人確認(KYC)である。

## (2) 令和元年改正(2020年5月施行)

「仮想通貨」から「暗号資産」への呼称変更、カストディ業務(暗号資産管理業務)の規制導入などが行われた。「令和元年(2019年)改正の資金決済法」の背景にあるのは、「コインチェック事件」(2018年1月)「テックビューロ(Zaif)事件」(2018年9月)などという国内事情と、「FATFの要請」「G20などでの議論」という国際事情である。

「コインチェック事件」は2018年1月に発生した事件であり、世界最大級の被害額の1つとして位置づけられている。事件の内容は、取引所「Coincheck」が1つには顧客の利便性を優先して暗号資産 NEM をホットウォレット(オンライン)で保管していたために、もう1つはマルチシグ(多重署名)を導入していなかったために、ハッキングに遭い、Coincheck から NEM が流出したものである。「テックビューロ(Zaif)事件」はコインチェック事件を受けて、金融庁が全業者に立ち入り検査を行っている最中の2018年9月に発生した事件である。事件の内容は、業界全体でセキュリティ対策強化が叫ばれていた中で、取引所「Zaif」を運営していたテックビューロ社がハッキングに遭ってビットコインが流出し、テックビューロ社は事業継続が困難となり、事業を「フィスコ仮想通貨取引所」(現在の「Zaif」)へ譲渡したものである。これら2つの事件は、セキュリティ対策が甘ければ、ハッキングに遭うことを示したものであり、それをきっかけとして、「令和元年改正」では、利用者保護のために、1つには「原則として顧客資産のすべてをコールドウォレット(オフライン)で保管すること」が義務化され、1つには顧客

の利便性のためにネットにつながったホットウォレットで保管するときには、同種・同量の暗号資産(「履行保証暗号資産」)を別に確保(弁済原資の保持)することになり、1つには「他人のために暗号資産を管理する」だけの業者(カストディ業者)も規制対象になった。

「FATF(金融活動作業部会)の要請」は2015年の「FATFガイダンス」をさらに進めて、取引所(暗号資産の売買・交換を行う業者)だけでなく、暗号資産を保管する(顧客の秘密鍵を管理して、資産を預かるサービス:ウォレットサービス)だけのカストディ業者も暗号資産交換業者の範囲に含め、規制対象にすべきであるというものであり、「G20などでの議論」は「仮想通貨」という呼び名は「法定通貨」と混同されやすいので、「暗号資産(Crypto Asset)」に呼称を統一するというものである。それをきっかけとして、「令和元年改正」では、「資金決済法」の条文中の「仮想通貨」がすべて「暗号資産」に置換された。

### (3) 令和2年改正(2021年5月施行)

資金移動業の3類型化(送金額に応じた規制の柔軟化)などが行われた。「令和2年(2020年)改正の資金決済法」の背景にあるのは、以下のとおりである。従来の規制では、銀行以外の事業者(資金移動業者)が行える送金の上限額は、業者の規模・実績のいかんにかかわらず一律、「1回(1案件)100万円」であり、さらにそれ以前の規制では、銀行のみが上限金額はなしに為替取引(送金)を行うことができた。しかし、社会のデジタル化・キャッシュレス化の進展の中で、銀行以外の事業者(資金移動事業者)も送金を行うことができることになり、送金の上限額についても業者の規模・実績いかによるものとなった。(注5)

すなわち、資金移動事業者は登録種別に3類型化され、それぞれの送金上限額が以下のように設定された。

第一種資金移動業者 送金上限額はなし(ただし、認可制)(注6)

第二種資金移動業者 1回100万円まで

第三種資金移動業者 1回5万円まで

登録種別、認可制の問題は利用者にとっての安全性、効率性、利便性のバランスである。

### (4) 令和4年改正(2023年6月施行)

ステーブルコイン(電子決済手段)に関する規制の整備などが行われた。「令和4年(2022年)改正の資金決済法」は、世界に先駆けて、「ステーブルコイン」を法律で定義し、包括的な規制枠組みを整備した画期的な改正である。(注7)法律が画期的であると評価される理由は、第1にステーブルコインを既存の法律に位置付けるのではなく、「電子決済手段」という新しい名称で定義し(「第2条の5」)、発行・流通のルー

ルを明確化したこと、つまりステーブルコイン専用の法律を作ったこと、第2に法律の上で、ステーブルコインを証券(投資対象)ではなく、通貨(決済手段)として位置づけたこと、第3に G20などの国際会議で決まった「ステーブルコインへの厳しい規制方針」をどの主要経済国よりも早く法律に落とし込んだため、世界中の金融当局が手本にできるような規制パッケージを一番に完成させたことである。

「令和4年改正」の背景にあるのは、第1に、Web3時代の決済インフラを整備するため、つまりブロックチェーン技術を用いて、1日24時間、1年365日、中央管理者がいなくても、価値のやり取りを安全性・効率性・利便性を以て行うことのできるネットワーク基盤を作るためである(注8)、第2に、「テラ・ルナショック」(2022年5月)、つまりステーブルコインの1つ「TerraUSD(テラUSD)」(通貨単位はUST)と暗号資産の1つ「Terra(テラ)」(単位は LUNA)は、テラUSDの「通貨性」(交換価値の安定:1UST=1ドル)を維持するためにペアの関係(「アルゴリズム型」)にあったが(注9)、テラUSDとテラの交換価値が大暴落した事件である。(注10)というのは、「1UST<1ドル」のときは、テラを増やして、テラUSDを減らすことにより「1UST=1ドル」の維持を図ろうとするコインであり、この仕組みでは、暗号資産テラの価格が暴落したときには、ステーブルコイン・テラUSDの交換価値は暴落し、テラUSDの価値を回復させるためには、テラを無限に供給し続けなければならない、それはさらにテラの価格を下落させ、テラUSDの価値を下げ、アルゴリズム型ステーブルコインをほぼ無価値にした(「死のスパイラル」リスク)。第3に、犯罪(マネーロンダリング)やテロ資金供与を止めるため(AML/CFT)である。

これらのことを背景として、「令和4年改正」は次のことを行っている。

- ①利用者からの請求があれば、額面で払い戻すこと(償還)が義務づけられた(「第2条の5」、「第62条の13」など)。
- ②無担保のステーブルコインは一度信頼を失うと「死のスパイラル」に陥るので、「アルゴリズム型」をステーブルコインとは認めない。
- ③裏付けのあるものだけをステーブルコインと認める(「裏付け資産の維持義務」:「第62条の23」)。
- ④ステーブルコインの発行者を銀行、資金移動業者、信託会社などに限定している。
- ⑤裏付け資産(発行額と同額以上の現金・預金など)を分別管理する。

#### (5) 令和7年改正

収納代行の一部規制、利用者資金の返還方法の多様化などが行われた。「令和7年(2025年)改正の資金決済法」は、「収納代行の適正化」と「返還の多様化」を図ったものである。「令和7年改正」の背景にあるのは、第1に、日本最大級の決済代行会社の1つである GMO ペイメントゲートウェイ(GMO-PG)は、自社と契約した各販売

事業者たちの代表(「代表加盟店」)として各決済機関に加盟し、「収納代行」において以下の2つの役割を果たしていることである。(注 11)

①GMO-PG は、各販売事業者に対して、各決済機関(銀行、クレジットカード会社、コンビニエンスストア、電子マネー運営者など)との「契約の一括化」「精算の一括化」「システムの一括化」を行っている。すなわち、各販売事業者は、クレジットカード決済、コンビニ決済、PayPay 決済などを導入しようとするならば、通常であれば、各決済機関のそれぞれの審査を受け、契約書を交わす必要があるが、GMO-PG の決済代行サービスを利用すれば、GMO-PG とだけ契約を行えばよい(「契約の一括化」)。販売事業者は、クレジットカード決済であれば15日入金、コンビニ決済であれば末日入金などバラバラで経理が混乱しているが、GMO-PG の決済代行サービスを利用すれば、GMO-PG が各社から販売代金を回収し、手数料を引いた全額をまとめて販売業者に支払う(「精算の一括化」)。各販売事業者は、クレジットカード決済、コンビニ決済、PayPay 決済などを利用しようとするならば、通常であれば、各決済機関のそれぞれの通信システムを導入しなければならないが、GMO-PG の決済代行サービスを利用すれば、販売事業者は GMO-PG のシステムとだけつなげばよい(「システムの一括化」)。

②GMO-PG は「代理受領のプラットフォーム」である。すなわち、GMO-PG は販売事業者の代理として、販売代金を一時的に預かっている。「販売事業者の代理として販売代金をまとめて預かり、販売業者に支払う」行為は「送金(為替取引)」に酷似しているが、GMO-PG は「販売事業者の代理人として販売代金を受け取っている(「収納代行」)。収納代行は送金ではない。」という立て付け(「解釈の裏技」)で厳しい規制を受けないでいる。しかし、この解釈では、次の3つのリスクに直面することになった。第1のリスクは、収納代行業者が倒産すれば、売手は代金を回収できなくなる。第2のリスクは、マネーロンダリングの温床になる。第3のリスクは、売上金が収納代行業者内に長期間滞留する。(注 12)

第2に、PayPay 株式会社(PayPay)、楽天ペイメント(楽天ペイ)、NTTドコモ(d払い)、KDDI(au PAY)、株式会社メルペイ(メルペイ)、イオンアイビス等(AEON Pay)などの決済アプリ運営会社が倒産したときは、改正前の「資金決済法」では、お金を取り戻すには、法務局へ行って手続きを行ない、数ヶ月待ってから現金(郵送、銀行口座への振込)で受け取るようになっていたことである。

「収納代行の適正化」のポイントは以下のものである。

①「収納代行」が認められるのは、事業者と消費者の間に、財貨・サービスの売買取引(商取引)がある場合である。飲み会の割り勘は商取引の決済ではなく、友人・知人間での送金とみなされ、「割り勘アプリ」は「資金決済法」上の「資金移動業」の登録をしなければならない。(注 13)

②メルカリなどのフリマアプリで採用されている「エスクロー(Escrow: 第三者預託)決済」は、売買仲介のみであれば、収納代行であり、資金移動業の登録は不要であるが、「売上金をそのまま他人に送金する」「売上金で他の商品を買う」には資金移動業の登録が必要である。(注 14)

③海外の EC サイト(SHEIN, AliExpress, Temu など)の決済を仲介する場合(クロスボーダー収納代行)は、資産保全義務(100%以上の資金確保)が課される。

「返還の多様化」のポイントは以下のものである

①決済アプリ運営会社が倒産したときは、別の決済アプリへのデジタル残高移行という形で、すぐに返還される。

②ネット通販取引がキャンセルになった際、「銀行振込で返金」という手間を省き、他のアプリで使える形(デジタルマネー)での返金が行われる。

③返還・返金を受けるのに銀行口座が不要になる。

デジタル通貨は次のメリットを有している。

①現金の保管・輸送にかかる費用を削減できる。

②送金をよりスピーディーにする。

③「金融包摂」、つまり銀行口座を持っていない人がデジタル決済を利用できる。

### 3 現金通貨・預金通貨、電子マネー、暗号資産、ステーブルコイン

#### 3-1 現金通貨(日本銀行券・硬貨) vs. ステーブルコイン

「現金通貨(日本銀行券・硬貨) vs. ステーブルコイン」の枠組みでの、ステーブルコインの特徴は以下のものである。

①日本銀行券・硬貨はアナログ通貨、ステーブルコインはデジタル決済手段(データとしてのみ存在する決済手段)である。

②日本銀行券・硬貨はリアル通貨、ステーブルコインは電子決済手段である。

③日本銀行券・硬貨は国内通貨、ステーブルコインは国内・国際の電子決済手段である。

④日本銀行券・硬貨は金融当局が発行し、その交換価値の安定化を「中央集権型」管理をしている、一元管理通貨であり、ステーブルコインは取引は「ブロックチェーン」参加者によって、つまり参加者の相互承認によって運営されている分散型電子決済手段であり、その交換価値の安定化は事業者によって行われている中央集権型電子決済手段である。(注 15)

⑤日本銀行券・硬貨はリアル財布で保管され、ステーブルコインは「ウォレット」(バーチャル財布)で保管される。より正確には、「ウォレット」に保管されているのは、ステーブルコインそのものではなく、ステーブルコインを移動させる(台帳上の所有権を動かす)ための「秘密鍵」である。

### 3-2 預金通貨 vs. ステータブルコイン

「預金通貨 vs. ステータブルコイン」の枠組みでの、ステータブルコインの特徴は以下のものである。

①銀行預金は口座型デジタル通貨、ステータブルコインはトークン型デジタル決済手段である。「デジタル通貨」には、決済の検証方法の違いにより、「口座型デジタル通貨」と「トークン(Token)型デジタル通貨」の2種類がある。「決済の検証方法」とは「何を信じれば、その決済が正しいと認めるか」という基準である。「口座型」は利用者の身元を検証するものである、つまり、決済の際には、銀行などの口座管理者が「決済主が正当な権限を持つ本人である、つまり口座の持ち主であること」を確認し、本人確認が取れれば、口座管理者が台帳(預金通帳など)の数字を書き換えて決済が完了するというものである。

銀行預金は「口座型デジタル通貨」であり、口座(銀行のコンピューター上)の数字である。(注16)

「トークン型」はデジタルデータの正当性を検証するものである、つまり、決済の際には、ブロックチェーンなどによって、デジタルデータが偽造されていないかを確認し、データが真正であることの確認が取れれば、特定の管理者を介さずに(「P2P: Peer-to-Peer」)で、ネットワーク上でデジタルデータ(価値の記録)を移動させることで決済が完了するというものである。

ステータブルコインは「トークン型デジタル決済手段」であり、「シリアルナンバー(通し番号)付のデジタルデータ(トークン)」である。信頼の根拠はデータの偽造を防ぐ技術である。(注17)

②預金通貨、ステータブルコインはともに電子データであり、デジタル決済手段である。保有している預金通貨残高は預金通帳、スマホ画面、パソコン画面で見ることができ、保有しているステータブルコイン残高はスマホ画面、パソコン画面で確認できる。

③銀行預金はWeb2のサービスであり、銀行預金を利用するには、銀行による審査を経て、口座開設の許可を得なければならない。ステータブルコインはWeb3のサービスであり、ステータブルコインを利用するには、特定の組織による審査・許可は不要である。

### 3-3 電子マネー vs. ステータブルコイン

「電子マネー(Suica、楽天Edyなど) vs. ステータブルコイン」の枠組みでの、ステータブルコインの特徴は以下のものである。

「電子マネー」には「ICカード型電子マネー」(Suica, Edy, nanacoなど)と「サーバー型電子マネー」(PayPay, LINE Pay, Amazonギフトなど)の2タイプがある。交換価値の残高は、つまりお金は、ICカード型ではカード内のICチップに書き込まれ、保存され

ている、サーバー型ではネット上のサーバーに書き込まれ、保存され、IDで管理されている。

### 3-4 暗号資産 vs. ステーブルコイン

大塚[2025]は「ステーブルコインとは、価格が常に『1ドル=1コイン』のように安定するよう設計された暗号資産のことです。(中略)『デジタルな現金』のような役割を果たしていたのです。」(pp.27-28)と述べている。「ステーブルコイン」は引き続き「資金決済法」で規制されているが、「暗号資産」は「決済性が乏しく、もっぱら投資性が強い」ので、金融商品取引法で規制されるようになった。

### 3-5 「QRコード決済(PayPay など) vs. ステーブルコイン」

「QRコード決済(PayPay など) vs. ステーブルコイン」の枠組みでの、ステーブルコインの特徴は以下のものである。

- ①QRコード決済は「情報のやり取り」を行っているだけで、支払・清算の間には時間のズレがあるが、ステーブルコインは「価値」の移転を行うものであり、ブロックチェーン上で送金が完了した瞬間に支払・清算が同時に完了する。
- ②QRコード決済は単純な決済を行うだけであるが、ステーブルコインはスマートコントラクト(自動契約)を利用することにより、第三者を介さずに、条件付き決済を行うことができる。
- ③QRコード決済は銀行システムの稼働時間に左右されたり、国をまたぐと互換性がなかったりするが、ステーブルコインはインターネット上のプロトコルであるので、国境の概念がなく、1日24時間、1年365日決済できる。

## 4 日本銀行券、CBDC、ステーブルコイン

日本銀行券、CBDC(中央銀行デジタル通貨)、ステーブルコイン(民間デジタル決済手段)は、貨幣の3つの機能(一般的決済手段、一般的価値尺度機能、一般的価値貯蔵機能)を果たしているので、「完全貨幣」である。3つの完全貨幣の選択は「安全性」「効率性」「利便性」の3つの基準によって行われる。

日本銀行券の発行(「日本銀行法」第46条)は、銀行が日本銀行に預けている日銀当座預金の引き出しによって行われる。下田[2024]は「CBDCは日銀によって発行され、CBDCの仲介機関の準備預金が引き落とされ、CBDCと等価交換されて流通が始まり」(p.20)と述べている。つまり、CBDCの発行(「間接型」発行)は、まずは「仲介機関」(銀行などの民間金融機関)が日本銀行に預けている日銀当座預金をCBDCと交換する(日銀内部での振り替え処理)、次に民間金融機関は日銀から受け取ったCBDCを金庫(デジタル上の管理用ウォレット)に保存する、最後に利用者は銀行

に預けている預金をCBDCに変換する(スマホアプリなどで「銀行預金からCBDCにチャージする」)。かくて、CBDCの流通が始まる。

#### 4-1 日本銀行券とステーブルコイン

「日本銀行券 vs. ステーブルコイン」の枠組みでの、ステーブルコインの特徴は以下のものである。

- ①日本銀行券は日本銀行(中央銀行)が発行する物理的な貨幣であり、法定貨幣である。ステーブルコインは民間企業(銀行、信託会社、資金移動業者など)が発行するデジタル決済手段であり、法的強制通用力はない。
- ②日本銀行券の信用の裏付けは「国」であるが、ステーブルコインの信用の裏付けは「銀行預金、国債など」と「ブロックチェーン技術」である。
- ③日本銀行券は手渡した瞬間に決済が完了し、それ以上の清算作業は不要である。ステーブルコインはブロックチェーン上でデータが確定した瞬間に決済が完了し、日本銀行券のデジタル版とみなすことができる。
- ④日本銀行券は誰から誰に渡ったかの記録が残らない匿名性を有しているが、ステーブルコインは取引記録がブロックチェーン上に刻まれるので、アドレスによる追跡が可能である。
- ⑤日本銀行券は「誰でも、どこでも、いつでも、許可なく」使用できる自由(パーミッションレス)があるが、ステーブルコインはプログラムによって特定の用途にしか使用できないように制限をされたり、特定の条件下で自動実行することができる。

#### 4-2 CBDCとステーブルコイン

デジタル通貨には、金融機関間取引決済に用いられる「ホールセール型デジタル通貨」と、一般利用者取引の決済に用いられる「リテール型デジタル通貨」の2タイプがある。CBDCのタイプには「一般利用(リテール)型 vs. ホールセール型」「直接発行型 vs. 間接発行型」「口座型 vs. トークン型」がある。

「CBDC(Central Bank Digital Currency : 中央銀行デジタル通貨「デジタル円」)」は、

- ①中央銀行券(お札)をデジタルデータ化したものである。
- ②中央銀行が直接発行する「法定貨幣」である。
- ③中央銀行券(お札)と同じ価値が保証されている。

現在の日本では、法定貨幣、つまり「法貨」には無制限法貨(日本銀行券)と制限法貨(硬貨)がある。下田[2024]は「法定通貨とは、支払(債務の弁済)として法的に有効であることを国家が保証するという強制通用力を有する通貨をいいます。強制通用力があるため、支払を受ける側(弁済を受ける側)は受け取りを(原則)拒否できません。」(p.37)と述べている。たしかにその通りであるが、CBDCを法貨にすれば、「CB

DCの受け取りを拒否すれば法律違反になる」ということである。ただし、当事者間が合意すれば、CBDCの受け取りを拒否し、別の決済手段を受け取ることができる。

CBDC(中央銀行デジタル通貨)とステーブルコインの違いは以下のものである。

①「CBDC(中央銀行デジタル通貨)」は、中央銀行(日本では日本銀行)が発行するデジタル通貨であり、「ステーブルコイン」は民間部門が発行するデジタル決済手段である。

②通貨・コインの「付加価値」、すなわち通貨・コインに対する評価基準は「安全性」「効率性」「利便性」であり、CBDCとステーブルコインそれぞれに、どんな「安全性」「効率性」「利便性」を付与するのかが違いである。

③CBDCとステーブルコインはともに「プログラマブル(プログラム可能)マネー」であり、それぞれにどんな「スマートコントラクト」を組み込むのかが違いである。

下田[2024]は、CBDC(中央銀行デジタル通貨)導入の課題として、「サイバー攻撃への頑健性」「民間サービスとの役割分担」「開発や運用の費用分担」「プライバシー」の4つを挙げている。

- ① サイバー攻撃への頑健性
- ② 民間サービスとの役割分担
- ③ 開発・運用の費用分担
- ④ プライバシー(利用履歴): データ利用に対する感度: 個人情報の保護

下田[2024]によれば、各国のCBDCの取り組みは以下の通りである。

#### (1) 中国人民銀行

中国人民銀行はCBDCの先駆者であり、民間決済プラットフォーム(アリペイ、ウィーチャットペイなど)への過度の依存を抑え、国家が決済データを管理するために、2016年1月に、リテール(一般市民向け)型デジタル人民元(e-CNY: 中国人民銀行のCBDC)の発行の検討を公表し、2020年4月に実証実験を開始している。

#### (2) スイス国立銀行

スイス国立銀行は、「一般利用型(リテール)CBDCは既存の通貨システムを混乱させ、金融の安定に大きな悪影響を及ぼす」(2024年4月)として、すなわち銀行からの預金流出による銀行の金融仲介機能の喪失を懸念して、ホールセール(金融機関間の大口決済用)CBDCの実証実験(「プロジェクト・ヘルペティア」)のみを行っている。

#### (3) ECB

ECB(欧州中央銀行)は、デジタルユーロ(ECBのCBDC)について、2023年10月に「調査フェーズ」を終え、同年11月から「準備フェーズ」に移行し、24年6月に準備フェーズの中間報告書を提出している。ECBは域外(米国など)の決済ネットワークへの依存を減らし、ユーロの戦略的自律を目指している。

#### (4) FRB

FRB(米国連邦準備制度理事会)は、デジタルドル(FRBのCBDC)について、2023年4月に市中協議でのコメントを踏まえた報告書を公表している。米国では、デジタルドルが個人の行動監視につながるという懸念が強い。

#### (5) 日本銀行

日本銀行は、2016年12月に、ホールセールCBDCについて、欧州中央銀行と共同で「分散型台帳技術(DLT)」の共同調査(「プロジェクト・ステラ」)を開始し、2020年10月に「中央銀行デジタル通貨に関する日本銀行の取り組み方針」を公表している。2021年4月に「概念実証(PoC)フェーズ1」、2022年4月に「概念実証(PoC)フェーズ2」をそれぞれ開始し、2023年4月にパイロット実験(これまでの技術的検証に加え、民間事業者との接続試験、制度設計などの検討)を開始している。日本では、民間決済サービスとの共存、災害時のオフライン決済機能などの課題が重視されている。

#### (6) 国際決済銀行(BIS)

国際決済銀行のCPMI(決済・市場インフラ委員会)は、2015年11月にデジタル通貨報告書を公表している。BISは「中央銀行のための中央銀行」であり、国境を越えた決済(クロスボーダー決済)で互換性を持たせるための共通ルールを主導している。

ステーブルコインの課題は、「ブリッジ技術」により相互運用性(インターオペラビリティ)を確保することである。つまり、規格化と法整備により、異なるネットワーク間での各ステーブルコインの移動をスムーズにすることである。

### 5 ステーブルコインの「通貨性」

大塚[2025]は「ステーブルコインとは、価格が常に『1ドル=1コイン』のように安定するよう設計された暗号資産のことです。(中略)『デジタルな現金』のような役割を果たしていたのです。」(pp.27-28)と述べている。

ステーブルコインは、以下の基準によって次のように分類される。

#### (1) ステーブルコインの交換価値安定化のための仕組み

- ① アルゴリズム型(暗号資産型)(「暗号資産」)
- ② デジタルマネー類似型(「電子決済手段」)

#### (2) ステーブルコイン(「電子決済手段」)の発行者

- ① 預金型: 銀行
- ② 債務型: 資金移動業者
- ③ 信託受益権型: 信託会社

貨幣の定義にはいくつかのものがあるが、「機能」による定義は、以下の3つの機能をすべて果たしているものは「完全貨幣」、いくつかを果たしているものは「不完全貨幣」(J.R.Hicks)とそれぞれ呼ばれている。

- ①一般的決済手段(交換手段・支払手段)機能
- ②一般的価値尺度機能
- ③一般的価値貯蔵機能

「通貨」は「流通している貨幣」のことであり、Money in circulation である。通貨の歴史は、貨幣の上記3つの機能(一般的決済手段、一般的価値尺度機能、一般的価値貯蔵機能)をいかに最小費用で果たすかである。

CBDCとステーブルコインは、貨幣の3つの機能を果たしているので、「完全貨幣」である。2つの完全貨幣の選択は「安全性」「効率性」「利便性」の3つの基準によって行われる。

#### (1)安全性

CBDCは法定貨幣(法貨)であるので、安全性は100%である。貨幣の安全性はつまるところ、法貨との交換がいかに保証されるかの問題である。下田[2024]は「CBDCは中央銀行が発行するデジタル通貨で、安全な決済手段ですが、だからといってCBDCの利用が強制されるわけではありません。」(p.31)と述べているが、CBDCが法貨であれば、受け取りは拒否できなくなる。「法貨」についての「強制」は、下田の支払いの「強制」ではなく、受け取りが拒否できないということである。ステーブルコインは「資金決済法」などに基づいて金融庁によって規制・監督されているが、ステーブルコインを発行する民間企業の破綻(事業継続)リスクはゼロではない。

#### (2)効率性

効率性は費用の問題である。CBDCは公共財としての性質を有しているので、CBDCのシステムを構築・運用する費用負担は「公」によってなされる。

#### (3)利便性

ステーブルコインがCBDCと比較して優位にあるのは利便性であり、ステーブルコインがどの程度普及するのか、どのステーブルコインが普及するのかは1つに利便性しだいである。

下田[2024]は、「CBDCと民間の決済手段との関係は難問です。安全で利便性の高い決済手段があればそれが選ばれていくのは当然です。CBDC導入後もCBDCと民間の決済手段がより安全で利便性の高いサービスを目指して競争していく姿が望ましいです。イノベーションを生み出す競争を阻害すると国民全体の損失となります。」(p.31)と述べている。ステーブルコインとCBDCがいかに共存していくのかは難問題である。

「Web3」は「分散型・自律型インターネット」であり、以下の3つの特徴を有している。

#### ①データの自己所有・自己管理

自己のデータ(所有権の証明、取引履歴、契約内容など)は、Web2では巨大プラットフォーム企業のサーバーの中に保存されているが、Web3ではブロックチェーン(分

散型台帳)の上に記録され、データにアクセスするための「秘密鍵」を自己のウォレットに保管している。

## ②非中央集権

Web2は管理者(企業)が支配する世界であり、データを書き換える権限は管理者が保持している。Web3は公開されている「ブロックチェーン上のプログラム(スマートコントラクト)」が自治する世界であり、データの特定の管理者はいない。Web3は巨大IT企業への依存から脱し、利用者一人ひとりが主権を有する世界である。(注18)

## ③パーミッションレス(誰にでも開かれている)

Web2は管理者が許可する世界であり、運営企業による承認が必要である。Web3はシステムが拒絶しない(パーミッションレス:許可不要)世界であり、インターネットに接続するだけである。

ステーブルコインの優位性として、以下の4つを挙げることができる。

### (1)自律循環型のインセンティブ・モデル

Web3(分散型・自律型インターネット)は「インセンティブ内蔵型のエコシステム」、たとえば、「インセンティブ(『交通ルールを守る自動車には報酬を与える』)という電気を内部で自ら作り出しながら走り続ける、自動運転電気自動車」である。

Web3は、ブロックチェーンの世界であり、暗号資産(ビットコイン、イーサリアムなど)を「ネイティブトークン(ネイティブ資産)」としてシステムルール(プロトコル)に組み込んでいる(ソースコードに記述している:Web3の「自律性」)。暗号資産はブロックチェーンを維持し続けるための報酬(マイニング、ステーキングに対する報酬など)であり、参加者(ビットコインであればマイナー、イーサリアムであればバリデーターなど)が報酬を求めて活動することで、プラットフォームの価値が上がり、それがさらに参加者を呼び込むのである(Web3の「循環性」)。

Web3の世界は、1階(プロトコル階)と2階(アプリケーション階)の2階建て構造である。すなわち、1階は暗号資産(ビットコイン、イーサリアムなど)の世界であり、2階はステーブルコインの世界である。1階の暗号資産はブロックチェーンを維持するための運営インフラであり、2階のステーブルコインはその運営を円滑にするための決済手段インフラである。

一方で暗号資産と法貨との交換比率、つまり暗号資産の価格はきわめて不安定であり、他方でステーブルコインの法貨との交換比率、つまりステーブルコインの価格はきわめて安定であることが暗号資産とステーブルコインの共存関係の理由の1つであり、ステーブルコインの存在理由の1つは価値の予測可能性に求められる。

### (2)ポイントの高度プログラム化

Web2のポイント(楽天、Amazonのポイントなど)は発行企業のデータベース(サーバー)内で管理される価値であるが、Web3のポイントはブロックチェーン上のプログラム(スマートコントラクト)と紐づいた価値である。

Web3のポイント(ステーブルコインと紐づいたポイントなど)の特徴は以下の3つである。

①Web2のポイント(楽天、Amazonのポイントなど)は発行企業の経済圏の中でしか使えないが、ステーブルコインと紐づいたポイント(Web3のポイント)はブロックチェーン上で使える。

②ステーブルコインと紐づいたポイントは高度にプログラムできる、つまりスマートコントラクトによって発行・配布が自動化されている。例えば、特定の活動(「1日何歩あるいたのか」といったデータの提供など)に対して、ステーブルコインを付与する。プログラム(スマートコントラクト)の上で、データを利用することがビジネスに役立つ企業が現金などで購入したステーブルコインを供出し(Data to Earn)、データ(「1日何歩あるいたのか」)を提供する人がステーブルコインを得る(Move to Earn)。(注19)

### (3) 使い勝手の良さ(送金・決済手段としての革新性)

ステーブルコインは、時間、場所、運営組織の制約を受けない「デジタル経済における決済手段である。Web2の世界の送金・決済手段(銀行預金など)と比較した、ステーブルコインの優位性は以下のものである。(注20)

①銀行には営業時間があるが、ステーブルコインは1日24時間、1年365日、送金・決済できる。

②ステーブルコインは即時送金・即時決済できる。

③ステーブルコインは「グローバルな共通決済インフラ」と呼ばれ、インターネット環境さえあれば、安く、速く、国際送金・決済できる。

④ステーブルコインは特定の企業のサービスに依存しないオープン規格であるので、異なるアプリ(例えば、メタバースの「The Sandbox」とNFTマーケットの「OpenSea」など)間を1つのウォレットで自由に行き来し、送金・決済を行うことができる。

### (4) スマートコントラクトによる組み込み型金融の導入

Web2の世界では、金融サービスは銀行等を介して提供されている。Web3の世界では、金融サービスは、プログラム(スマートコントラクト)を通じて、非金融サービスのビジネス・プロセスに組み込むことができる。つまり、ステーブルコインはプログラム可能(プログラマブル・マネー)であるので、スマートコントラクトにより、「もし〇〇〇という特定の条件が満たされれば、即座に支払う／貸し出す」という自動機能をあらゆるサービス(金融・非金融サービス)に組み込むことができる(「組み込み型金融」)。(注21)

「ステーブルコイン」はWeb3(分散型・自律型インターネット)経済圏の決済手段インフラである。すなわち、ステーブルコインは、以下の3つの理由で、DeFi(分散型金融)における「通貨」(一般的決済手段、一般的価値尺度、一般的価値貯蔵手段)になっている。

①ステーブルコインの法貨との交換比率、つまりステーブルコインの価格は安定しているが、暗号資産の法貨との交換比率、つまり暗号資産の価格は不安定である。暗号資産の価格が暴落したときには、暗号資産からステーブルコインへの資産シフトが生じる。

②ステーブルコインを預けて利息を得ることができ、利息を支払うことでステーブルコインを借り、ステーブルコインで返済することができる。つまり、ステーブルコインは貸借の対象になっている。

③ステーブルコインはDEX(分散型取引所)における「流動性の供給源」であり、現在のDeFi(分散型金融)のエコシステムはステーブルコインによる流動性提供なしには成り立たないと言われている。UniswapなどのDEXでは、利用者が「暗号資産(ビットコイン、イーサリアムなど)」と「ステーブルコイン(USDC、USDTなど)」をセット(ペア)で預けることで、取引の流動性プール(両替のための在庫)を提供している。(注22)

## 6 おわりに

日本銀行券・硬貨(「通貨の単位及び貨幣の発行等に関する法律」(1987年)の「貨幣」)の流通には、日本銀行券・硬貨の製造費用、運搬費用、保管費用、警備費用などがかかる。「キャッシュレス決済」が、ネット取引、リアル店舗取引のいずれにおいても行われているが、その理由を1つだけ挙げるとすれば、一般的決済手段の流通費用(製造費用、運搬費用、保管費用、警備費用など)を削減するためである。

世界のいたるところで、一般的決済手段の流通費用を削減するために、デジタル決済手段が急速に進展している。本稿は、デジタル決済手段の根拠法の1つである「資金決済法」の変遷を辿りつつ、ステーブルコインの「通貨性」の本質について、現金通貨(日本銀行券、硬貨)、預金通貨、中央銀行デジタル通貨(CBDC)との比較を通じて考察した。

本論文の考察結果は以下のものである。

①ステーブルコインの通貨性の根拠は、従来の「制度による信認(裏付け資産の透明性、償還の確実性などによる信認)」に加え、「ブロックチェーン技術(アルゴリズム)による信認」が重層的に組み合わさった点にある。令和4年、令和7年の「資金決済法」改正は、ステーブルコインを「電子決済手段」として法的に定義し、発行企業に裏付け資産の維持と償還義務を課している。これにより、ステーブルコインは、民間企業発

行のデジタル決済手段でありながら、法貨(日本銀行券、硬貨)との等価交換性が制度的に担保され、一般的決済手段としての信頼の基礎が確立されたといえる。

②ステーブルコインの現金通貨(日本銀行券、硬貨)、預金通貨、中央銀行デジタル通貨(CBDC)に対する優位性は、「高度なプログラム可能性」と「Web エコシステムとの親和性」にある。すなわち、スマートコントラクトを介した「組み込み型金融」、1日24時間・1年365日の即日決済、インセンティブ内蔵型のエコシステム(Data to Earn など)における価値媒体としての機能は、ステーブルコインを単なる一般的決済手段から「デジタル経済圏の基盤インフラ」へと進化させている。

③中央銀行が発行する中央銀行デジタル通貨(CBDC)は100%の「安全性」を提供する公共財であるが、民間企業が発行するステーブルコインは「安全性」においては比較劣位にあるが、さまざまなビジネス・ロジックを実装できる「利便性」においては比較優位を有する。一方でCBDCを「アンカー(錨)」とし、他方で複数の民間企業が発行するステーブルコインの「安全性」「効率性」「利便性」にかかわるイノベーションを競い合い、CBDCとステーブルコインの二重構造のデジタル決済手段システムが構築されていくことが望ましい。

④ステーブルコインの「通貨性」を確立するには、流通市場における裁定取引の集中化、ネットワーク間の相互依存性が生むシステム・リスク(「相互依存性の罨」、異なるブロックチェーン間を繋ぐブリッジ技術の標準化などの制度上の課題・技術上の課題を克服しなければならない。

⑤ステーブルコインは単なる「一般的決済手段のIT化」にとどまるものではない。現金通貨(日本銀行券、硬貨)、中央銀行デジタル通貨は中央集権管理であるが、ステーブルコインは分散型ネットワーク(ブロックチェーンなど)とスマートコントラクトによって定義され、経済・社会活動の自由度を劇的に高める可能性を有している。

⑥ステーブルコインは、法整備による「安全性」、公共財としての「効率性」、Web技術による「利便性」が三位一体となって機能することで、デジタル経済・デジタル金融の基盤インフラ(自律的な価値移動のインフラ)になりうる。

⑦ステーブルコインと法貨との交換比率、つまりステーブルコインの価格は「リスクの異なる2つのものを交換するには価格で調整することで『等価交換』できるようにする」という原理に従っている。これについて、下田[2024]は、「民間銀行の負債が中央銀行の負債と等価交換出来るように、民間銀行が政府(金融庁)や日銀から規制や監督を受けているからです。」(p.33)と述べているが、この論理であれば、ステーブルコインと法貨(日本銀行券・硬貨)との交換比率を「1対1」にするには、ステーブルコインが政府(金融庁)・日本銀行の規制・監督を受けなければならないことを意味する。

## 脚注

(注1) 電子マネーをスマホアプリで利用するケースでは、QR決済との境目が曖昧になっている。

(注2) 現在の日本のキャッシュレス決済手段には、他にも、「銀行振込(更新系 API 決済)」「Bank Pay、ことら送金」、「BNPL(後払い決済)」「Paidy、メルカード(後払い機能)など」、「ブランドプリペイド」(Vプリカ、Kyash など)などがある。

(注3) 「ICカード型電子マネー」(Suica, Edy, nanaco など)は「証票」とみなされ、「プリカ法」による保護対象になった。

(注4) 「サーバー型電子マネー(PayPay, LINE Pay など)」は「資金決済法」の対象であるが、「前払式支払手段」ではなく、「資金移動業」として取り扱われている。

(注5) 貸金業者、暗号資産交換業者は法定通貨の送金を行うことはできない。

(注6) 資金移動事業者は登録種別に3類型化されているが、第一種資金移動業者については、「資金決済法」第40条の2において、「業務実施計画を定め、内閣総理大臣(実務上は金融庁長官あるいは各地域の財務局長など: 引用者注)の認可を受けなければならない」と定めている。つまり、第一種(例えば、ウエスタンユニオン・ジャパン、ワールドレミット・ジャパンなど)は資金移動業者としての「登録」を行ったうえで、業務実施計画については「認可」を受けなければならない。「認可」が必要である理由は、1つには滞留規制の厳格化、つまり送金者の資金を資金移動業者に滞留させないようにするため、1つには資産保全のため、1つには高額送金はマネーロンダリングに悪用される懸念があるので、その対策としての内部統制を行うためである。

(注7) より正確には、G7などの主要経済国の中で、ステーブルコインに関する包括的な法律を制定し施行したのは日本が一番早かった。

(注8) Web2は「中央集権型(GAFAMなどの特定の巨大IT企業)管理」であり、Web3はブロックチェーン技術を活用した「分散型(各利用者)自律管理」である。価値(お金など)のやり取りは、Web2では銀行などを介さねばならないが、Web2ではスマートコントラクトにより第三者を介さずに利用者が直接行うことができる。

(注9) 「TerraUSD(テラUSD)」と「Terra(テラ)」は2022年当時の名称であり、現在の正式名称はそれぞれ「TerraClassicUSD(USTC)」「Terra Luna Classic(LUNC)」である。

(注10) テラUSDは「アルゴリズム型ステーブルコイン」であり、テラUSDとテラの供給(「ミント」)量の増減によって、テラUSDの交換価値の安定化(「1UST=1ドル」を維持することを目指すこと)を図ろうとしているコインである。すなわち、「1UST>1ドル」のときは市場にUSTが足りないので、テラを減らして、テラUSDを増やす、逆に「1UST<1ドル」のときは市場にUSTが余っているので、テラを増やして、テラUSDを減らすことにより「1UST=1ドル」の維持を図ろうとするコインである。具体的には、以

下のアルゴリズム(プログラム)が自動化されている。「1UST>1ドル」(USTの超過需要)のとき、利用者は1ドル分のテラをプロトコルに渡す(「バーンする」)ことで、新しく発行された1UST(テラUSD)を受け取り、これを市場で売却すれば差額が利益になる。かくてテラUSDの供給量が増え、ふたたび「1UST=1ドル」になる。逆に、「1UST<1ドル」(USTの超過供給)のとき、利用者は1USTを市場で安く購入してプロトコルに渡す(「バーンする」)ことで、新しく発行された1ドル分のテラを受け取り、これによりテラUSDが市場から消え、テラUSDの供給量が減ることでふたたび「1UST=1ドル」になる。

(注 11)日本における決済代行業者(PSP:Payment Service Provider)のビッグスリーはGMO ペイメントゲートウェイ(GMO-PG)、DG フィナンシャルテクノロジー、SB ペイメントサービスである。

(注 12)GMO-PG は「第二種資金移動業者」として登録している。

(注 13)「飲み会の代金の割り勘を仲介するサービス」を運営するには、資金移動業の登録が必要である。

(注 14)「C2C(個人間取引)」(メルカリなど)のフローは、第1に買主が商品を購入し、代金を支払う。代金は事務局(メルカリなどのプラットフォーム運営者)が預かる(「一時保持」)。第2に事務局が代金を預かったことを確認したのち、売主は商品を発送する。第3に商品が届けられ、買主は受取評価を行う。第4に受取評価が行われると、事務局は「取引は正常に完了した」と判断し、預かっていた代金を手数料を差し引いて売主に渡す。

(注 15)ただし、アルゴリズム型ステーブルコインは、その交換価値の安定化は「プログラム(アルゴリズム)」によって分散管理されている。

(注 16)「口座」型決済には、銀行振込、クレジットカード、デビットカードがあり、それらはすべて銀行口座をベースにした決済である。信頼の根拠は信頼できる第三者(銀行など)の存在である。銀行振込は随時払い、クレジットカードは後払い、デビットカードは即時払いである。

(注 17)ステーブルコインは「資金移動業者(JPYCなど)」、「信託銀行」などによって発行される、「預金トークン」は商業銀行によって発行されるトークン型デジタル通貨である。預金トークンは銀行預金をトークン(デジタル証券)化してブロックチェーン上で扱えるようにしたものである。

(注 18)銀行アプリ、PayPay、PayPalなどはWeb2のアプリである。Uniswap、AaveなどはWeb3のアプリである。Web2のアプリは中央集権型アプリケーション、Web3のアプリは分散型アプリケーション(DApps:Decentralized Applications)である。DAppsはブロックチェーン上でスマートコントラクト(自動実行プログラム)で動き続けるアプリである。

(注 19) Web2の世界では、利用者のデータは巨大 IT 企業によって無料で収集・利用されている。Web3の世界では、企業は、質の高いデータをステーブルコインを払って購入する。

(注 20) Web2は情報を送れるが、価値(お金)を運ぶ機能は有していないので、送金は外部の業者(銀行など)に頼らざるを得ない。しかし、Web3は1日24時間、1年365日、価値(お金)のやりとりを行うことができる。

(注 21) 例えば、「荷物の到着」という出来事がデータとしてシステムに記録された瞬間に、自動的かつ即時的にステーブルコインでの決済が行われる。

(注 22) UniswapなどのDEXでは、利用者は「暗号資産(ビットコイン、イーサリアムなど)」と「ステーブルコイン(USDC、USDTなど)」をペアで預けることで報酬(「LPトークン(流動性提供トークン)」、「イーールドファーミング(UniswapのUNITトークンなど)」)を得ることができる。報酬の源泉は「暗号資産を売って、ステーブルコインを買う人」「暗号資産を買って、ステーブルコインを売る人」からの手数料収入である。

#### 参考文献

Arner,D., Auer, R., and J.Frost, “Stablecoins : risks, potential and regulation” BIS Working Papers, No.905, November 2020,pp.1-27.

Liao,G.Y. and J.Caramichael, “Stablecoins : Growth Potential and Impact on Banking,”International Finance Discussion Papers (Board of Governors of the Federal Reserve System), No.1334, January 2022,pp.1-24.

Ma,Y., Zeng,Y., and Zhang, A,L.,“STABLECOIN RUNS AND THE CENTRALIZATION OF ARBITRAGE,” NBER WORKING PAPER SERIES, 33882, May 2025.pp.1-51.

Watsky,C., Allen,J., Daud, H., Demuth, J., Little, D., Rodden, m., and A.Seira, “Primary and Secondary Markets for Stablecoins,” FEDS Notes (Board of Governors of the Federal Reserve System), February 23, 2024.

赤星弘樹・重松徹哉「金融機関の競争環境を一変させ得るステーブルコインの潜在力」『週刊金融財政事情』(特集 ステーブルコイン革命の足音)、2025年11月4日、pp.12-16。

大塚雄介『いまさら聞けない ビットコインとブロックチェーン』(最新改訂版)ディスカヴァー携書、2025年9月。

柏村祐「暗号資産『ステーブルコイン』の衝撃～なぜ法定通貨に価値が連動する暗号資産が登場したのか～」WATCHING(LIFE DESIGN REPORT), 2021年11月、pp.1-5。

河村小百合「ステーブルコインが通貨・金融秩序にもたらす課題」JRILレビュー、Vol.4,No.76,2020年、pp.1-49。

金融財政事情・編集部「送金の新たな担い手を目指すステーブルコインとトークン化預金」『週刊金融財政事情』(特集 ステーブルコイン革命の足音)、2025年11月4日、pp.20-23。

金融審議会「資金決済制度等に関するワーキング・グループ報告」、2025年1月22日、pp.1-23。

下田知行『図解ポケット 中央銀行デジタル通貨(CBDC)がよくわかる本』秀和システム、2024年9月。

滝川好夫「暗号資産の発行・取引と暗号資産交換業者のビジネスモデル」2026年1月(Mimeo)。

藤井彰夫「政府・中央銀行とデジタル通貨 通貨覇権をめぐる連鎖現象の考察」KEIO SFC JOURNAL, Vol.21, No.1,2021、pp.114-129。

松嶋真倫「覇権を握る米国を軸に展開されるデジタル領域の国際通貨競争」『週刊金融財政事情』(特集 ステーブルコイン革命の足音)、2025年11月4日、pp.17-19。

山岡浩巳「BIS論文が示唆した次世代の通貨・決済システムの在り方」『週刊金融財政事情』(特集 ステーブルコイン革命の足音)、2025年11月4日、pp.24-27。

行岡睦彦「私的主体が発行する『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』財務省財務総合政策研究所、第156号、2024年6月、pp.19-47。