

FSB や IMF が公表した暗号資産等に関する3文書の要点解説

金融安定やマクロ経済に与えるリスクに対処するための国際的な枠組みを提示

金融庁 総合政策局 総務課 国際室 国際企画調整官 深見 健太
三菱総合研究所 先進技術・セキュリティ事業本部 主任研究員
(元金融庁総合政策局総務課国際室) 河田 雄次

今年7月に金融安定理事会(FSB)が、暗号資産とステーブルコインのそれぞれについてハイレベル勧告を公表した。また、9月7日に国際通貨基金(IMF)と FSB は、「IMF-FSB 統合報告書」を公表し、マクロ経済等に暗号資産が与えるリスクにも対処する包括的な枠組みを提示した。本稿では、これらの国際的な枠組み策定の背景や主な内容について概説する。

暗号資産が金融安定とマクロ経済に与えるリスク

金融緩和等の影響により、暗号資産市場は急速に拡大する一方で、不安定な値動きが続いている。暗号資産の時価総額は 2021 年 11 月に約3兆ドルに達したが、22 年5月のテラ USD の崩壊により市場が混乱に陥り、22 年7月には約1兆ドルまで減少した。その後も 22 年 11 月の FTX 破綻等により、暗号資産市場では混乱が続いてきた。

暗号資産は、中央集権的な金融システムとは異なる分散型金融を理論的に志向する。だが、最近の市場の混乱(テラ USD の崩壊、FTX 破綻等)は、暗号資産に係る脆弱性が伝統的な金融システムにおける脆弱性と類似していることを示している。

例えば、暗号資産の構造的な脆弱性として、暗号資産業者のガバナンス不全、利益相反、不十分な顧客資産保護、資産と負債の流動性ミスマッチ、過剰なレバレッジ、取り付けリスク(ランリスク)が挙げられる。これらは伝統的な金融システムでも指摘されることがある。

暗号資産は時価総額のピーク時でもグローバルな金融資産の1%を占めるにとどまっている。だが市場が拡大すれば、これらの暗号資産の脆弱性は金融システム全体への脅威になり得る。

また足元では、暗号資産と伝統的な金融システムとの相互連関性は限定的である。しかし、今年3月に米地銀のシリコンバレーバンクが破綻した際には、同行に預け入れていたサークル(USDC 発行者)の預金が一時的に引き出せないことが引き金となり、USDC のドルペッグ解除が発生した。最近の米決済大手ペイパルによるステーブルコイン発行の発表も、伝統的な金融システムと暗号資産との相互連関性が上昇する可能性を示唆している。

これらの金融安定上のリスク以外に、IMF 等は暗号資産がマクロ経済に与える影響について分析を行ってきた。暗号資産が広範に利用されれば、金融政策、財政政策、キャピタルフロー管理等に影響を及ぼす可能性がある。

例えば、自国通貨にペッグされていない暗号資産に企業や家計が好んで投資し保有するようになれば、自国通貨を通じて行う金融政策の波及効果は弱まる。また、キャピタルフロー管理を厳格に行う国において、暗号資産による国際間取引が活発になれば、キャピタルフロー管理の実効性は弱まる。

こうしたマクロ経済へのリスクは、一般的に金融政策の枠組みが弱く、自国通貨の価値が不安定でハイインフレに陥りやすい新興国の方が一層深刻になる可能性がある¹。

一新された FSB ハイレベル勧告

以上を背景として、金融システム安定の観点から、FSB は暗号資産とステーブルコインのそれぞれについて規制・監督枠組みに関するハイレベル勧告を最終化した²。FSB は 20 年 10 月に、グローバルステーブルコインに関するハイレベル勧告を公表している。今回は、このハイレベル勧告をアップデートするとともに、暗号資産一般に関するハイレベル勧告を新たに策定した。

暗号資産に関するハイレベル勧告(以下、CA 勧告)は、グローバルステーブルコインに関するハイレベル勧告(以下、GSC 勧告)をベースにしており、両者には共通するところが多い(図表)。

〔図表〕 暗号資産とステーブルコインに係るハイレベル勧告一覧

	暗号資産	ステーブルコイン
規制上の権限	勧告 1	勧告 1
包括的な監視	勧告 2	勧告 2
クロスボーダー協調	勧告 3	勧告 3 と別紙
ガバナンス	勧告 4	勧告 4
リスク管理	勧告 5	勧告 5
データ管理	勧告 6	勧告 6
再生・破綻処理計画	勧告 5	勧告 7
開示	勧告 7	勧告 8 と別紙
暗号資産エコシステム内または金融システムとの相互連関性のモニタリング	勧告 8	該当なし
事業開始前の法令順守	勧告 1	勧告 10
償還請求権と価値安定メカニズム	該当なし	勧告 9
多機能仲介業者	勧告 9	該当なし

(注) "FSB Global Regulatory Frameworks for Crypto-Asset Activities" から抜粋。

例えば、両ハイレベル勧告は、ガバナンスについて「包括的なガバナンス枠組みを

¹ IMF and FSB, "IMF-FSB Synthesis Paper: Policies for Crypto-Assets," 2023 参照。

² FSB, "High-level Recommendations for the Regulation, Supervision and Oversight of Crypto-Asset Activities and Markets," 2023 と FSB, "High-level Recommendations for the Regulation, Supervision and Oversight of Global Stablecoin Arrangements," 2023

整備し開示すべき」(CA 勧告4、GSC 勧告4)、リスク管理について「すべての重要なリスクに包括的に対処するリスク管理枠組みを策定すべき」という同一の文言をそれぞれ使用している(CA 勧告5、GSC 勧告5)。

また、両ハイレベル勧告に共通する重要な原則として、「同一の活動、同一のリスクには同一の規制を適用する」(Same activity, same risk, same regulation)という原則がある(CA 勧告2、GSC 勧告2)。前述のとおり、暗号資産の構造的な脆弱性は伝統的な金融システムのものと同様である。そのため、暗号資産関連の活動に適用する規制を設計するに当たっては、伝統的な金融システムにおいて同様の経済的機能を果たしている活動に適用されている規制と同様のものとすべきとしている。この考え方は、技術中立の原則にもかなうものである。

両ハイレベル勧告に共通するもう一つの重要な点として、規定されている内容がハイレベルであり、各法域の規制環境等に合わせて、勧告で求められている内容を一定程度柔軟に実施することが可能となっている。ただし、後述するように FSB ハイレベル勧告の一貫した実効的な実施に向けて、基準設定主体が具体的なガイダンスを策定する予定となっている。

CA 勧告と GSC 勧告の主要な相違点

CA 勧告と GSC 勧告の主要な差異は次の2点である。

1点目は、勧告の対象範囲である。GSC 勧告は、グローバルステーブルコインを適用対象とする³が、CA 勧告はすべての暗号資産を対象とし、金融安定に影響を及ぼすすべての暗号資産関連の活動に適用される。CA 勧告が明示的に適用対象外としているのは中央銀行デジタル通貨(CBDC)のみであって、DeFi(分散型金融)や暗号資産の貸し付けも CA 勧告の適用範囲に含まれる。

ただし、CA 勧告はすべての暗号資産関連の活動に一律に適用されるのではなく、そのリスク、複雑性、規模、金融システムに与える影響と比例したかたちで適用されるべきだとしている。この比例原則の考えは、CA 勧告の多くの箇所に現れており、例えばガバナンスやリスク管理については比例原則が明記されている(CA 勧告4、5)。

この点、グローバルステーブルコインについては金融安定に与える影響があるという前提の下で、GSC 勧告では比例原則への言及は基本的でない。また、GSC 勧告では事業開始前にすべての法令を順守することについて独立の勧告を立て、事業者に強く求めている(GSC 勧告 10)。

相違点の2点目として、対処しようとするリスクの相違に応じて独自の勧告が GSC 勧告と CA 勧告に設けられている。具体的には、GSC 勧告では、グローバルステーブ

³ 具体的には、グローバルステーブルコインは、①価値安定メカニズムを持ち、②支払手段や価値貯蔵手段として利用することが可能で、③潜在的に複数法域で受け入れ・利用され得る暗号資産を指すとされている。

ルコインの取り付けリスク(ランリスク)に対処するための勧告が設けられている(GSC 勧告9)。当該勧告は、20年10月に公表されたハイレベル勧告にも含まれているが、今回の改訂で内容が大幅に強化されている。

まず、今回の改訂で償還請求権の確保が明記された。利用者の償還請求権は、仲介業者等の破綻によって損なわれてはならず、償還請求権の行使に当たって不当なコストを利用者に負担させてはならないとしている。

また、価値安定メカニズムについて、グローバルステーブルコインはアルゴリズムを用いて価値安定を図ってはならないと明記した。価値安定に当たって、発行者は、バーゼル銀行監督委員会(BCBS)が定めるルールと同等の健全性・監督要件等に従うか、流通しているステーブルコインと同等の価値の裏付け資産を保有しなければならない。

他方、CA 勧告については、多機能仲介業者に関する勧告が設けられている。多機能仲介業者は、暗号資産取引の媒介、保管、決済、自己勘定取引、マーケットメイク、発行、貸出・貸付などの複数のサービスを提供する業者を指す。

グローバルに活動する大型の暗号資産業者には多機能仲介業者に該当するものが多く、こうした業者にはガバナンス体制が不透明であり、資本関係が不透明な関連会社のネットワークがグローバルに広がっているケースが見られる。FTX 破綻が示唆するように、金融安定の観点からも多機能仲介業者のリスクに対応する必要性がある。CA 勧告9では、利益相反防止や透明性のあるガバナンスなどが規定されている。

IMF-FSB 統合報告書の四つのポイント

こうした金融安定リスクへの対応に加えて、暗号資産がマクロ経済に与えるリスクにも対処する包括的な政策枠組みの策定に向けて、IMF と FSB は作業を進めてきた。暗号資産に関する包括的な政策枠組みの必要性については、インド議長下の G20 において、今年2月の G20 財務大臣・中銀総裁会合の成果文書に記載されており、IMF-FSB 統合報告書(以下、統合報告書)は9月9日から 10 日にインド・デリーで開催された G20 サミットに提出されている⁴。

統合報告書の主なポイントは下記の4点である。

まず、金融安定へのリスクに対処する場合のみならず、マクロ経済に与える影響に対処するためにも適切な規制・監督がベースライン(最低基準)とされている点である⁵。

⁴ 暗号資産については、マネー・ローンダリング、テロ資金供与、拡散金融上の悪用リスクが高まっており、金融活動作業部会(FATF)が作業を進めている。統合報告書では FATF の作業についても言及がある。

⁵ 統合報告書では、規制・監督上の枠組みについて、CA 勧告や GSC 勧告の実効的な実施の重要性を強調しているが、新しい規制・監督要件を追加していない。

金融政策、キャピタルフロー管理、財政政策への影響に対処するためには、強固なマクロ経済政策の枠組みを持つことが有効である。その上で、規制・監督下にある暗号資産業者は当局に適切に報告等を行うことになり、マクロ経済への影響に対応するためのデータギャップの解消にもつながる。

第二に、統合報告書は、規制・監督上のアプローチとして完全禁止を採ることについて消極的である点も重要である。

CA 勧告では完全禁止を採ることをオプションとして提示しているが、その是非については論じていない。一部の新興国が完全禁止を選択している中で、統合報告書では、完全禁止を「容易な選択肢」ではないとし、完全禁止を実効的に実施することはコストがかかり、技術的にも要求されるものが多いとしている。

第三に、統合報告書では、G20 メンバー国以外にも包括的な政策枠組みを導入することの重要性が指摘されている。暗号資産業者は、規制・監督が比較的緩い法域に拠点を置きながらグローバルにサービスを提供することが可能であるため、G20 メンバー国を超えて、CA 勧告や GSC 勧告をグローバルに実施することが重要である。

日本 G7 議長下で 23 年 5 月に公表された G7 財務大臣・中銀総裁会合声明において、G7 は FSB ハイレベル勧告等と整合的なかたちで暗号資産・ステーブルコインに関する効果的な規制監督上の枠組みを実施することにコミットしている。統合報告書においても、グローバルに FSB ハイレベル勧告が実施されるためには、FSB 参加法域が率先して (lead by example) 実施することが重要であるとした。

最後に、統合報告書では、包括的な政策枠組みをグローバルに実施していくためのロードマップが提示されている。

FSB ハイレベル勧告の実施状況のモニタリングが、25 年末までに行われることになっている。証券監督者国際機構 (IOSCO) 等の基準設定主体が FSB と協働して、FSB ハイレベル勧告に沿うかたちで具体的なガイダンスを策定していく予定である。ロードマップにおける作業の進捗状況については、G20 に報告されることになっている。

(本稿の見解・意見に係る部分はすべて筆者らのものであり、所属する組織の見解を示すものではない)

ふかみ けんた

09 年金融庁入庁。総務企画局信用制度参事官室、OECD への出向などを経て 22 年 7 月から現職。

かわだ ゆうじ

07 年三菱総合研究所入社。日本銀行への出向等を経て 23 年 3 月まで金融庁。23 年 4 月から現職。