



2019年5月7日

注目される「ステーブルコイン(法定通貨等にペッグされた暗号資産)」

(普及には「当該暗号資産の透明性、説明責任」が不可欠)

公益財団法人 国際通貨研究所
経済調査部 主任研究員 志波和幸

我が国は2017年4月に、仮想通貨を世界で初めて法律(改正資金決済法)で定義したのに加え、利用者保護の観点から一定の制度的枠組み(交換業者に登録制を導入、口座開設時における本人確認等を義務付け、など)を整備した。しかし、不正流出事件が相次ぎ発生したことや、当該法律ではカバーできない新たな仮想通貨関連取引の登場などを踏まえ、3月15日にその更なるルール明確化と制度整備を目的とした資金決済法と金融商品取引法の改正案を閣議決定した¹。

この改正提唱事項の一つに「名称を『仮想通貨』から『暗号資産』に変更する」がある。これは、2018年3月にアルゼンチン(ブエノスアイレス)で開かれたG20財務相・中央銀行総裁会議で、それは「通貨」としての特性を欠く「暗号資産(Crypto-assets)」であると定義したことを踏襲したものである²(本レポートも以降「暗号資産」の用語を用いる)。

「通貨」ではないと断定された理由の一つとして、「価格変動(ボラティリティ)が大きい」ことが挙げられる。2009年にNakamoto Satoshiは「法定通貨とは別の、グローバルに使用可能な新たな決済手段」を夢見、その結果ビットコインが誕生したのではあるが、2017年央から2018年初にかけての価格急騰そして崩壊から鑑みると、むしろそれは主に短期的に収益獲得を目的とする投機商品として利用・認知されたと言っても過言ではない。

こうしたなか、法定通貨や商品価値などに固定(ペッグ)する暗号資産(ステーブルコイン)が注目されている。それは市場から一定の信任を得ている法定通貨などを裏付け資産とすることで、ある程度の価格の安定性及びいつでも同等の法定通貨等に交換できるという信頼性が確保されている。また、ステーブルコインなら法定通貨間の両替の

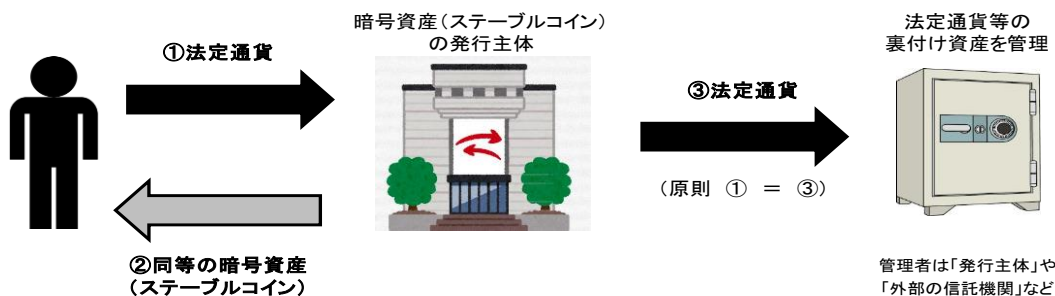
¹ 改正事項の概要は、「[情報通信技術の進展に伴う金融取引の多様化に対応するための資金決済に関する法律等の一部を改正する法律案](#)」説明資料(平成31年(2019年)3月 金融庁)をご参照。現在、それは開催中の(第198回)通常国会で審議されており(閣法198-49)、早ければ今年6月に成立のうえ翌年6月に施行する見込みである。

² 「https://www.mof.go.jp/english/international_policy/convention/g20/180320.htm」をご参照。

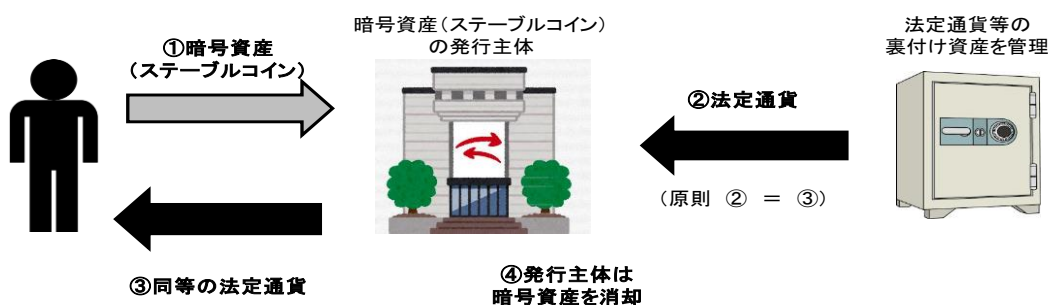
必要性が無く、ボーダーレスで決済手段として利用の可能性が高まる。加えて、価格暴落などが発生すると予想される場合や、実際に暴落が起きた場合に迅速に資産を避難する先としての利用が可能である。Corion Foundation（スイス）の調査によると、2018年10月時点で80種類以上のステーブルコインが世界で発行または発行計画中である³。

図表1：ステーブルコインの発行の仕組み（イメージ図）

1. 暗号資産(ステーブルコイン)を購入する場合



2. 暗号資産(ステーブルコイン)を売却する場合



(各種資料より国際通貨研究所が作成)

図表2：代表的なステーブルコイン

暗号資産の名称	コード名	ペッグ(固定)対象資産	裏付け資産	特徴	時価総額(万ドル)			時価総額の順位(※)
					(a) 2017年12月31日	(b) 2019年5月7日	(b)/(a)	
1 Tether	USDT	米ドル (1USDT ≒ 1USD)	米ドル (USD)	Tether Limited社が一括管理・管轄	138,486	277,648	2.0	8
2 TrueUSD	TUSD	米ドル (1TUSD ≒ 1USD)	米ドル (USD)	複数の信託銀行がTUSD価格を保証	(2018年3月ごろに流通開始)	23,210	-	33
3 Paxos Standard Token	PAX	米ドル (1PAX ≒ 1USD)	米ドル (USD)	Paxos社ほか複数の金融機関が発行	(2018年10月ごろに流通開始)	18,177	-	39
4 Dai	DAI	米ドル (1DAI ≒ 1USD)	イーサリアム (ETH)	ETHのプラットフォームで運用	343	8,225	24.0	66
5 Gemini Dollar	GUSD	米ドル (1GUSD ≒ 1USD)	米ドル (USD)	Gemin社(大手交換業者)で管理	(2018年10月ごろに流通開始)	4,379	-	113
6 Stasis EURS	EURS	ユーロ (1EURS ≒ 1EUR)	ユーロ (EUR)	Stasis社(マルタ)で管理	(2018年8月ごろに流通開始)	3,590	-	124
7 GMO Japanese YEN	GJY	円 (1GJY ≒ 1JPY)	円 (JPY)	発行相当額のJPYをGMOインターネット社が保有。交換価値を保証。	2019年度に発行開始予定			
8 【仮称】Coin (旧: MUFUコイン)	(未定)	円 (1Coin ≒ 1JPY)	円 (JPY)	発行相当額のJPYをMUFUが保有。交換価値を保証。	2019年後半に実用化予定			

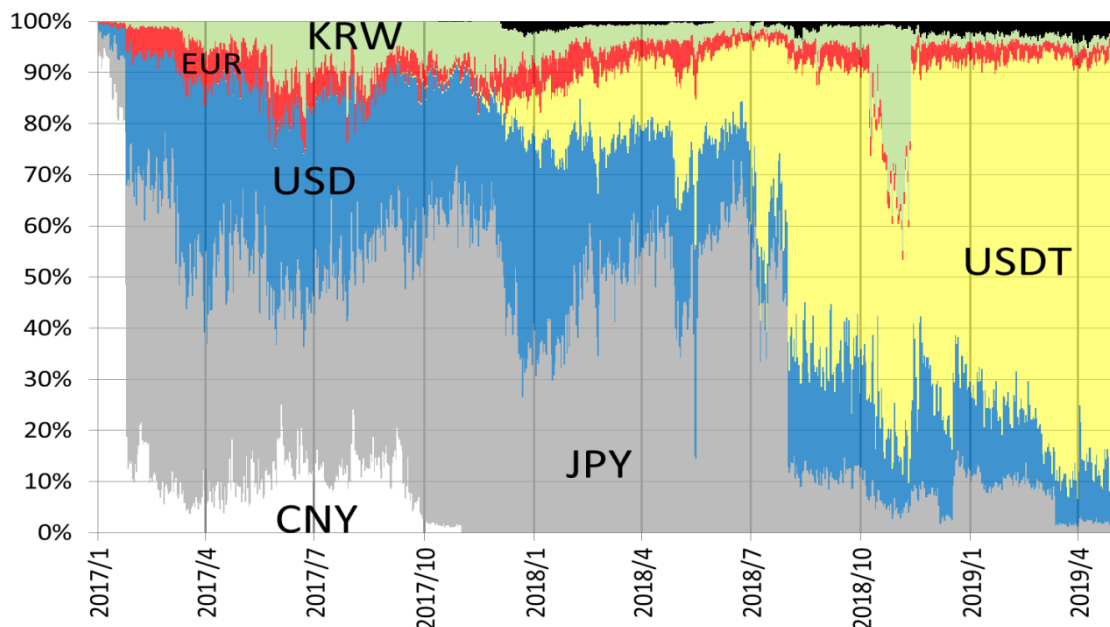
※ Coinmarketcap (2019年5月7日 9:00時点)より

(各種資料より国際通貨研究所が作成)

³ <https://twitter.com/corionplatform/status/1049649629283921920> をご参照。

暗号資産の「雄」と言われ、現在もなお全暗号資産の総時価総額（約 20 兆円）の 50% 以上を占めているビットコイン（BTC）の取引別法定通貨／暗号資産（日次ベース）を見ると、ステーブルコインの 1 種であるテザー（USDT）での取引高が全体の 80% を占めている。

図表 3：ビットコインの取引通貨・暗号資産別比率（2017 年以降）



（出典：Cryptocompare）

しかしここに来て、USDT の裏付け資産の保全方法に疑義がもたれている。もともと、その暗号資産の運営・管理を Tether Limited 社が独占的に行っていることに加え、そもそも「発行した USDT と同額の米ドルが厳重に管理されている」ということを裏付ける証拠または保証する文書がまだ明示されていないことから、その健全性について疑問視されていた。

そうしたなか、4 月 25 日にニューヨーク州司法長官が、暗号資産交換業者のビットフィネックス（Bitfinex）と Tether Limited 社を運営する iFinex 社に対し、損失補填のためにテザーの価値担保となる裏付け金（USD）のなかから 8 億 5,000 万ドル（約 950 億円）を不正利用したとの捜査結果を受け、その利用を停止する旨の裁判所命令を取得したことを発表した⁴。

これに対し、4 月 30 日にテザー側の法律事務所は、ニューヨーク州最高裁判所宛て書簡のなかで、テザーの総発行量の 74% が米ドルもしくは米ドルに準じるもので裏付けられていること。そして、裏付け資産の一部のみ準備する手法は商業銀行の対応方法と似ている（どの銀行も預金額に占めるほんの小さな割合しか実際に現金を保有していない）とし、今般の司法長官の対応を「かなり煽動的（highly inflammatory）かつ誤解

⁴ 詳細は、”[Attorney General James Announces Court Order Against "Crypto" Currency Company Under Investigation For Fraud](#)” をご参照。

を招くもの (misleading)」と非難した⁵。しかしその内容が、今までの「USDT 発行量と同額以上の法定通貨を銀行口座に保有している」とのテザー関係者の主張と異なるものであった⁶ことが、市場関係者及び投資家に少なからぬ衝撃を与えた。

Tether 価格は、ニューヨーク州司法長官の報の直後に一時 3% 下落したものの、その後ペッグ価格 (1USDT = 1USD) を数日で回復した。しかし、ステーブルコインの開発者・発行者がそれに法定通貨と同等または同等に近い機能を有させるとともに、市井に安全・安心して利用してもらうためには、「より高い透明性」そして「丁寧な説明責任」が一層大事になってこよう。

以 上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

⁵ 詳細は、”[RESPONDENTS' MEMORANDUM OF LAW IN SUPPORT OF THEIR MOTION, BY ORDER TO SHOW CAUSE, TO VACATE OR MODIFY THE APRIL 24, 2019 EX PARTE ORDER, AND FOR AN IMMEDIATE STAY OF THE ORDER \(Index No.: 450545/2019\)](#)” をご参照。

⁶ 法律事務所によるニューヨーク州最高裁判所宛て書簡ではまた、Tether が 2019 年 2 月にウェブサイトで、①準備金 (Reserves) の定義を「(伝統的な通貨やそれに準じるものに加え) Tether が第三者 (関連会社を含む可能性がある) への貸付金で生じるその他の資産および債権を含む場合がある (Terms of Service : 1.1.32)」と変更したこと。そして、②カウンターパーティの定義を「Tether Tokens などのデジタル資産を裏付ける資産 (含む Tether が保有するローン債権) は、債務不履行、破産、回収不能、および流動性のリスクにさらされている (Risk Disclosure Statement : 7)」と変更したこと、に言及している。