



2020年10月7日

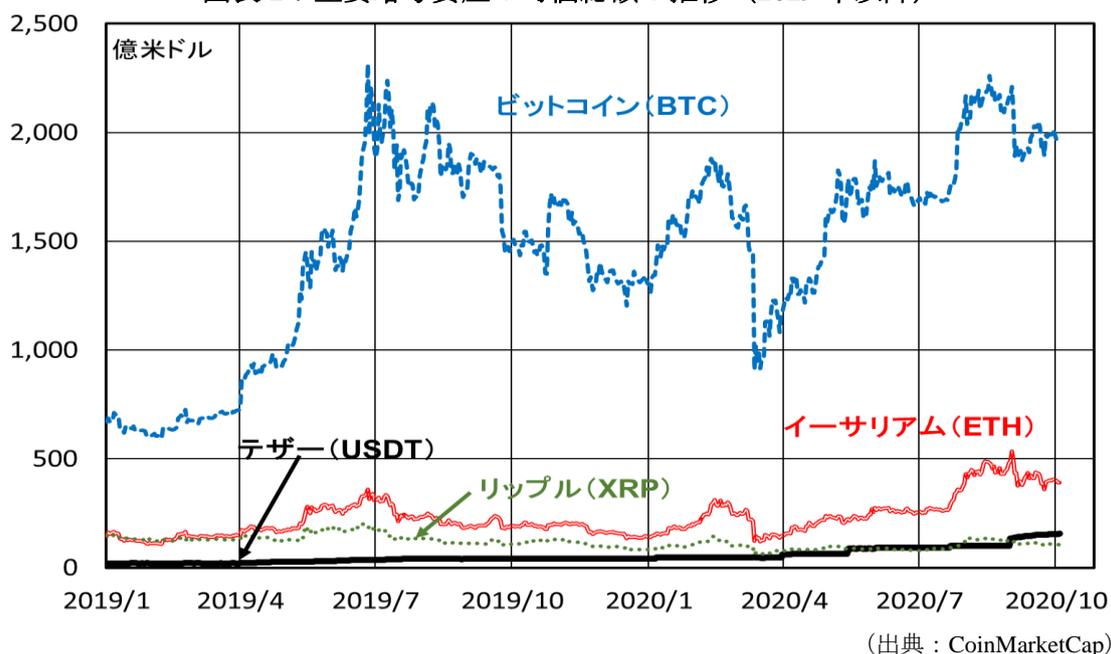
プレゼンスを高める暗号資産「テザー(USDT)」

～今後の民間発行ステーブルコインの発展は当局等との協調が不可欠～

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

ステーブルコインの一種であるテザー(USDT)の存在感が大きくなっている。今年1月には40億ドル強であったテザーの時価総額は9月末時点で150億ドルを超えた。この世に7,300種類以上存在する暗号資産の時価総額ランキングではリップル(XRP)を抜き、ビットコイン(BTC)とイーサリアム(ETH)に次ぐ第3位の地位を固めつつある。(図表1)

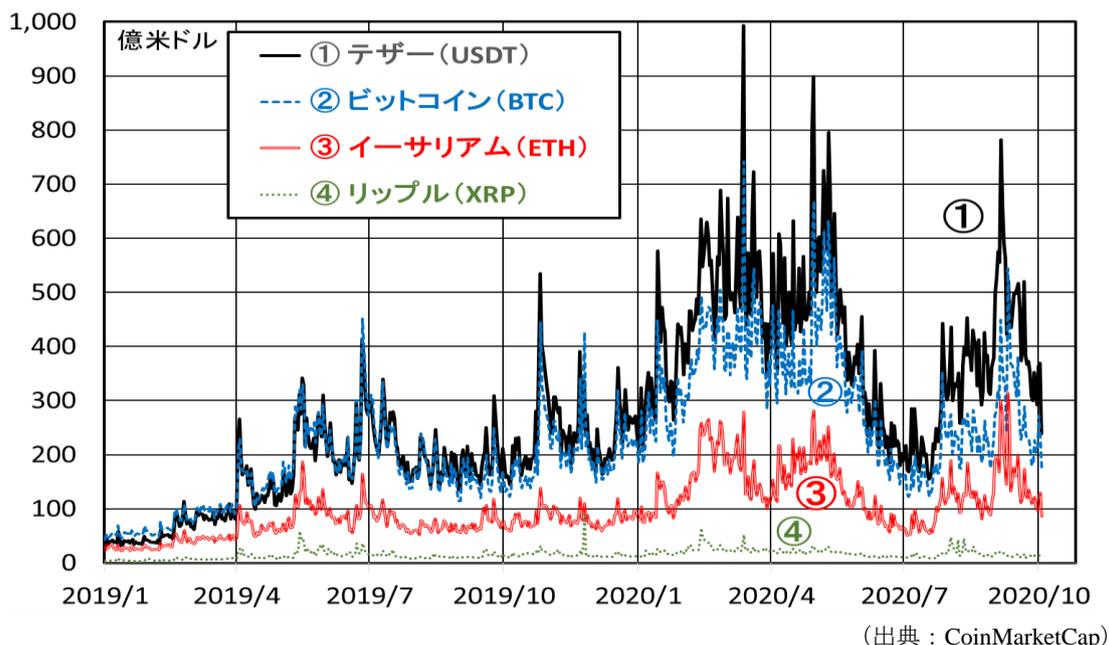
図表1：主要暗号資産の時価総額の推移（2019年以降）



時価総額の増加と並行してその取引額も急増している。米ドル資産を担保に「1米ドル=1USDT」で等価発行されるテザーは価格変動リスクが小さいため、暗号資産を回転売買する投資家等が一時的に売却資金を逃避・保管する先として好まれて利用されてきた。暗号資産の大手総合サイトであるCoinMarketCapによると、暗号資産交換業者を介したテザーの取引額は今年1月以降ビットコインのそれを恒常的に上回っており、

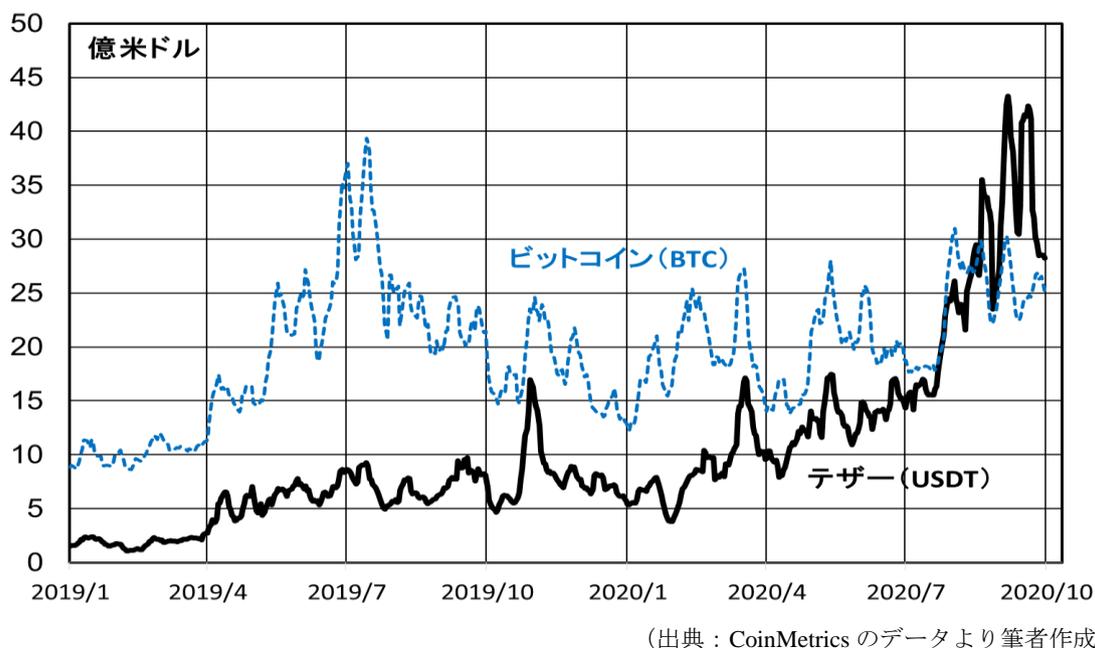
テザーは最も流動性の高い暗号資産となっている¹。(図表2)

図表2：主要暗号資産の取引量の推移（2019年以降）



注目すべきは、最近テザーを用いた送金額が急増していることだ。暗号資産に関するデータ分析企業である Coin Metrics 社は、テザーの送金額（7日間平均）が7月以降に急増し、8月20日には35.5億ドルとビットコインのそれ（29.4億ドル）を上回ったと発表した²。そしてその傾向は9月以降も続いている。(図表3)

図表3：テザーとビットコインの送金額（7日間平均）の推移



¹ ちなみに、わが国で登録されている暗号資産交換業者（2020年9月末現在：26業者）にはテザーを取り扱っている業者はない。詳細は <https://www.fsa.go.jp/menkyo/menkyoj/kasoutuka.pdf> ご参照。

² [Coin Metrics' State of the Network: Issue 65 \(Aug. 25, 2020\)](#) ご参照。

その要因の一つに、最近の DeFi (Decentralized Finance/分散型金融) 業界の急成長が挙げられている。DeFi とは、銀行や証券などが提供する既存金融サービスについてブロックチェーン技術を活用し、特定の管理者不在/トラストレスな新たなサービスを提供するプラットフォームまたはそれを開発・提供する企業を指す。あらかじめプログラミングされたルール通りの取引執行(「スマートコントラクト」と呼ぶ)による運営コスト削減や取引迅速化が期待され³、その代表例として暗号資産貸借取引を自動成立させる Compound (COMP)⁴や、ステーブルコイン同士の売買取引プラットフォームの取引円滑化(流動性供給)のため当該コインのプラットフォームへの貸出機能を付加した Curve (CRV)⁵などがある。そして、それらのプラットフォームでの取引のため、あるいは当該プラットフォーム開発資金の調達手段として発行されたトークンの(将来の更なる値上がり期待に基づく)購入のため、それ自体の価格変動リスクが小さいテザーが好まれて利用されている模様だ。

このようにテザーが広く取引・流通している一方で問題視されている点も存在する。その一つが、テザーの発行額と同等以上に、その裏付け資産となっている米ドル及びそれに類する流動性資産を保有または預託しているかどうか不透明なことである。この問題は 2019 年 4 月に暗号資産交換業者の Bitfinex 社が損失補填のためテザーを不正利用したとの捜査結果を受け、NYAG (ニューヨーク州司法当局) が利用停止の告訴をしたことに端を発するが、それから 1 年半経った現在でもその捜査権限や資料開示に関する当局とテザー関連会社間の対立が続いている。最近では、テザーと米ドルとが等価交換できなくなる事態を想定し、その CDS (クレジット・デフォルト・スワップ) 市場の開設を表明した取引所が現れた⁶。(テザーに関する一連の係争は文末に掲載)

また、テザーの取引・送金額の増加要因が、開発当初の目標であったはずの「モノ・サービス(いわゆる実取引)の決済手段として利用」の増加ではなく、前述の通り「投資資金の一時逃避」、「DeFi を介した投資・投機」、及び「DeFi 自体の成長性を期待したそのトークンの購入」としての利用急増であることも問題となっている。

そして何よりも各国の規制当局がテザーを始めとする民間発行ステーブルコインについて警戒心を強めている。2019 年 6 月の米フェイスブック社によるデジタル通貨 (Libra) の発行構想発表を受け、同年 10 月の「ステーブルコインに関する G7 ワーキンググループの最終報告書」⁷では、グローバル・ステーブルコインが国際送金や決済な

³ その一方で、管理主体が不在につきトラブル発生時の責任者が明確でないことや、一旦稼働したプログラムは原則変更不可能であるため後日バグを発見しても修正することが出来ない(セキュリティの脆弱性)等の問題点・課題を指摘する声がある。

⁴ 1COMP = 106 米ドル (約 11,200 円) で取引 (2020 年 10 月 7 日時点)。時価総額は 2.7 億米ドル (約 287 億円)。(CoinMarketCap より)

⁵ 1CRV = 0.47 米ドル (約 50 円) で取引 (同上)。時価総額は 37 百万米ドル (約 39 億円)。(CoinMarketCap より)

⁶ [「テザーの信用リスクを予想して取引、仮想通貨 USDT の CDS 商品が誕生」\(2020 年 9 月 4 日、COINPOST 記事\)](#) 参照。

⁷ [「Investigating the Impact of Global Stablecoins \(Oct. 2019\)」](#) 参照。

どの分野においてより迅速かつ安価なサービスを提供する可能性を秘めていることを認めつつも、「様々な法律上、規制上及び監督上の課題とリスクに加え、通貨代替を含む国際通貨システムへの影響を持つ可能性があり、ゆえに通貨主権に対する課題を惹起する」ことに懸念を示した。そして、課題とリスクに適切に対処し、適切な設計を行い、明確でリスクに比例した規制を遵守することを確認できるまでは、運用を開始すべきではないとの見解を表明した。

また、最近では **Group of Thirty (G30)**⁸が「デジタル通貨及びステーブルコインに関する提言書」⁹を公表。そのなかで、民間発行ステーブルコインについては「法的リスク」・「消費者と投資家の保護」・「ネットワーク効果による独占」・「データ・プライバシー」・「投機的攻撃に対する価格安定維持の可否」等の諸リスク・課題に対し適切な措置を講じる必要性を論じるとともに、「政府の何かしらの形でのバックストップ（安全策／防御策）なしに、長期的にステーブルコインが安定した状態を維持できるかどうかは不明」と締めくくっている。

2007年の世界金融危機を機に現行法定通貨及び通貨体制のアンチテーゼとして生まれた暗号資産は、この10年余りの間で様々な新しい技術を取り入れ、時には詐欺的なコインの大量発行が社会問題になりながらも、少しずつ成長してきた。そして、暗号資産の弱点の一つである「価格変動（ボラティリティ）の大きさ」の解決手段としての民間発行ステーブルコインの誕生・流通は、イノベーション促進の事例の一つとして記録に残るであろう。

しかし、そのコインが各国当局及び国際機関の思いとは反して、かつそれらの管理・監視をすり抜ける形で利用され始めていることは、今後のステーブルコインひいては暗号資産市場の足枷となりかねない。当事者にテザーを始めとする民間発行ステーブルコインを更に発展させる意思があるのならば、当局及び国際機関との協調・歩み寄りが必須であると筆者は考える。

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います。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。

⁸ [Group of Thirty](#). 1978年設立。本部はワシントンDCにあり。中央銀行の幹部経験者、学者など約30人の個人（2020年9月末時点で **Leadership** : 4名、**Member** : 28名、**Senior Member** : 8名、**Emeritus Member** : 16名）で構成され、経済や金融問題について討議のうえ随時政策提言を行っている。現議長はジェイコブ・フレンケル元イスラエル中央銀行総裁（現 **JPMorgan Chase International** 会長）。日本からは黒田東彦日銀総裁（**Senior Member**）、白川方明前総裁（**Member**）の2名に加え、**Emeritus Member**（名誉会員）に行天豊雄氏（元大蔵省財務官、国際通貨研究所名誉顧問）と山口泰氏（元日銀副総裁）が名を連ねる。

⁹ [「DIGITAL CURRENCIES AND STABLECOINS \(Risks, Opportunities, and Challenges Ahead\)」 \(July 2020\)](#) 参照。

テザーに関する一連の係争（時系列）

2019年	4月25日	NYAG(ニューヨーク司法当局)がBitfinex社に対し、「Bitfinex社が8.5億ドルの損失を補填するために、テザー(USDT)準備金を不正利用した。かつ顧客にその情報が開示されなかった。」として告訴。同社のNY州における営業の停止を求める。 ⇒Bitfinex社は当該指摘を全面否定。
	4月30日	Bitfinex社/テザー社の顧問弁護士が、30日に提出した宣誓供述書のなかで「現金または流動資産の裏付けは100%ではない(実際は74%)」ことを認める。
	5月3日	NYAGがBitfinex社に対し、財務書類の開示を要求。
	5月16日	NY州最高裁判所がテザー社とBitfinex社に対し一時的な準備金の移動禁止を発令。一方で、通常業務の一環としての準備金の投資は許可。
	7月8日	NYAGは、Bitfinex社とテザー社が2015年よりテザー(USDT)をNY住民に提供をしていたとして、最高裁にその管轄権を主張する摘要書(Memorandum of Law)を提出。
	7月22日	Bitfinex社が7月8日のNYAG摘要書に対するレスポンス(書面上の返答)を実施。
	8月20日	NY州最高裁判所がNYAGの管轄権を認める(これにより、Bitfinex社とテザー社は資金の不正利用疑惑に関する書類開示が必要となる)。 ⇒同日: Bitfinex側が、その撤回を求め控訴(書類提出)。9月24日に正式控訴。
	9月24日	NY州最高裁判所(控訴部)が上記8月20日の判決を差し止め。
	10月11日	NY州最高裁判所は、Bitfinexらが財務書類を提出不要と判断。 ⇒NYAGは不服として控訴。
2020年	7月10日	NY州最高裁判所(控訴部)が、Bitfinex社およびテザーに対するNYAGの管轄権を認める判断を下す。 ⇒これによりNYAGは、裁判所の判断の下でテザーの捜査を再開できるようになる。
	9月8日	NYAGが、テザー社に財務記録を提出するよう、裁判所に対し新たな法的申請を実施。
	9月17日	NY州最高裁判所は(NYAGとテザー社間の協議会で)、テザー社およびBitfinex社に財務記録を提出するよう裁判命令を下す。

(出典：各種報道資料より筆者作成)