

ステーブルコインの安定性と規制

TerraUSDの5月の暴落は価値安定をアービトラージ取引に依存するタイプのステーブルコイン（SC）の限界を改めて示した。各国のSC規制への動きはアプローチや金利環境等により、様々である。SC普及スピードにも違いがみられるなか、規制の外にあるセルフカストディ・ウォレットによるSC保有への対応が焦点となろう。



TerraUSDの暴落

2022年5月上旬、価格安定を標榜するステーブルコイン（以下、SC）のひとつのTerraUSD（UST）¹⁾が、米ドルとの連動性を失い突如暴落した。

SCには明確な定義がないため、ここではパーミッションレス・ブロックチェーン上で用いられる、法定通貨と1：1の連動性を目指した、価値の保管・交換手段と定義する²⁾。そのうえで、SCの安定化メカニズムを①**金融資産裏付け型**：預金や国債等の安全資産を発行体が確保し償還を約束、②**暗号資産裏付け型**：発行額を超える暗号資産を発行プロトコルが確保し価値安定を狙う、③**アルゴリズム型**：他の暗号資産との裁定取引等³⁾の3つに分類することとする。

上記のUSTは、③に該当する。具体的には、発行プロトコルのTerraが併せ管理する暗号資産のLUNA（LUNC）⁴⁾との裁定取引により価値安定を図るという仕組みである⁵⁾。そして、USTを基盤とする各種サービスを開発し、年利20%の高利を謳う貸借プロトコル（Anchor）などで資金を集めた。しかし、大口投資家によるUST移転などを契機に下落⁶⁾。そしてUSTとLUNCの裁定取引による安定化メカニズムは、後者の無制限発行つまりハイパーインフレを引き起こし、一切の歯止めを失うという経緯をたどった。



他のSCに係る「安定性」

他のSCの安定化メカニズムはどうであったか。②の代表格であるDai（DAI）の価格は、UST暴落を受け上下

0.4%まで変動したものの5月中には約0.1%の範囲に戻している。①の時価総額トップのTether（USDT）の価格は、暴落の余波を受け、約3%と大きく下げている。

①のなかで規制遵守を標榜するUSD Coin（USDC）はUST暴落時、一時0.7%超上昇した後、上下約0.1%の変動幅を維持した。裏付け資産の管理に対する利用者からの信頼の高さが示されたと評価できよう。

それでは、価値の安定化メカニズムとして①を基本に、発行体の（既存の）法令順守徹底をただ促進すればよいかという点必ずしもそうではない。例えば、欧州中央銀行は2020年7月に公表したレポート⁷⁾で、①について「マネーマーケットファンド（MMF）と同様、裏付け資産を適切に管理しなければ信任を失いかねない。また、法定通貨への償還要求が大規模に生じた際、裏付け資産を一気に売却すれば、悪影響を従来の金融システムへ伝搬させ、全体を不安定化させかねない」と裏付け資産の管理に懸念を表明している。



規制整備のアプローチ

各国とも安定化メカニズムとAML/CFT対応を軸に、規制整備を進めているが、具体的なアプローチは国により異なる。日本は、欧米に先駆け進めた制度整備（2016年改正資金決済法）で暗号資産から除外していた「通貨建資産」を、2022年改正資金決済法で「電子決済手段」として定義した。SCの取引実態に鑑み、発行者と仲介者の分離を可能とした⁸⁾。発行者には、金融資産とりわけ銀行預金による裏付けを想定しているが⁹⁾、長短金利が低水準な状況では資金運用益を期待しづらい。仲介者には価値移転が認められるが、当然、

NOTE

- 1) 後に、TerraClassicUSD (USTC) と改名されたが、ほぼ無価値な状態であることには変わりない。
- 2) 米国連邦準備制度理事会のディスカッション・ペーパーでは、銀行等が内部口座をプライベートブロックチェーン上で管理する仕組みをSCに含めているが、典型例であるJPM CoinについてJP Morganが銀行預金の管理手段と位置づけ、各国における追加的な規制対象とならないため、本稿では対象から除外する。
- 3) 片方のコインの「焼却」と、もう片方の「発行」を自動的に行うプロトコルなど。
- 4) 同様に、Terra Classic (LUNC) と改名された。
- 5) 加えて、財団 (Terra Foundation Guard/TFG) が確保する資産で信用を補完すると説明していたが、暴落のさなか、他の資産から暗号資産 (Bitcoin) に交換された後、行方が今なお謎のままである。
- 6) Nansen (2022) "On-Chain Forensics: Demystifying TerraUSD De-peg"
- 7) Mitsu Adachiほか (2022) Stablecoins' role in crypto and beyond: functions, risks and policy", ECB Macroprudential Bulletin
- 8) ブロックチェーンの利用は前提とされないため、従来型のデータベースを用いて発行者と仲介者を分離した建付けが制度上可能となる。
- 9) 米国のSCで一般的な、国債等の安全資産による裏付けが想定されないのは、MRF等の金融商品との類似性や、銀行預金裏付け以外の手段による為替行為に係る更なる議論が求められるためと推察される。
- 10) 金融安定理事会 (FSB) の働きかけをうけて、各国が、価値移転元・移転先情報の保管・通知等、いわゆるトラベルルールを暗号資産交換業者に要請している。
- 11) "Lummis-Gillibrand Responsible Financial Innovation Act"

AML/CFTへの対応¹⁰⁾が求められるなど、事業化の課題は小さくない。

EUは、暗号資産とSCを包括的に扱い、規制に取り組んでいるが、導入に時間を要している。2020年に公表したMarkets in Crypto-Assets (MiCA) と呼ぶ規制(案)について、ようやく理事会議長国と欧州議会が暫定合意に達したばかりである(2022年6月に発表)。案では、価値の安定化を図る対象が一つの通貨である暗号資産を「電子マネー・トークン」、それ以外(複数の通貨やコモディティ、他の暗号資産)を「資産参照トークン」と定義している。そして、各々に一つの章を割り、当局の許可なくしてEU域において発行・取引しないことや、発行体の責務、裏付け資産の確保、(トークンへの)付利禁止などを詳細に定めている。規制の施行には通常、案の確定に加えて、当局による規制技術基準の公表が待たれるため、事業者が、規制の詳細を予見しきれない状況が続いている。

米国では従前、SCのみを対象とする規制はなかった。AML/CFTに係る連邦法や、暗号資産やSCの発行・移転事業に係る州法に準拠して発行・利用されてきたが、2021年のSC市場急拡大をうけて、大統領金融市場ワーキンググループが11月にレポートを公表。発行者に預金保険加入を義務付ける点などが議論を呼んだ。

TerraUSD暴落の翌月の6月に連邦上院へ超党派で提出された法案¹¹⁾では、デジタル資産を「分散型台帳技術等を用いる電子資産」と定義したうえで、(i) 仮想通貨、(ii) 決済用SC、(iii) 証券やコモディティの3種に分類している。また、決済用SCの発行や償還その他の事業を営めるのは預金受入機関であるとして規定。適切な市場競争を確保するうえで、(既にSC発行者として

活動している) 信託会社やデジタル資産の州免許保有者が預金受入機関として活動できるかについて、商業銀行の監督権を持つ、連邦通貨監督庁(OCC)に委ねるとするが、決済手段の提供という、銀行のような存在を銀行のように規制する考え方が色濃くみられる。また、仮想通貨のなかに上記②や③のような、発行者が(法定通貨に対する)価値の安定を目指す電子資産を含めており、今後の審議が注目される。

セルフカストディ・ウォレット利用への対応

日米欧における規制議論はいずれも、金融機関並みの消費者保護をSCの発行者に求め、仲介者にAML/CFT対応を求めるものである。しかし、そうした規制から漏れている取引もある。

仲介業者を用いず、秘密鍵を自己管理し、自己責任で取引するセルフカストディ・ウォレットを使ったSC保有は禁止されていない。議論は緒に就いたばかりである。昨今、衆目を集める非代替性トークン(NFT)取引の大半において、暗号資産や米ドル建てSCが有力な決済手段となっている。NFT取引にセルフカストディ・ウォレットを併用せざるをえない状況が今後とも続くようであれば、いくら自己責任の取引とはいえ、第三者への波及を考慮し、当局が何らかの規制に動く可能性があると考えている。

Writer's Profile



片山 謙 Ken Katayama
金融デジタルビジネスリサーチ部
シニアチーフリサーチャー
専門は金融市場インフラ、ITガバナンス
focus@nri.co.jp