

2024年2月13日 全4頁

# ビットコイン現物ETF、日本で組成可能か？

## 米SEC承認を受けて、日本で導入することの法制度上の是非を考察

ニューヨークリサーチセンター 主任研究員 鈴木 利光

### [要約]

- 米国証券取引委員会（SEC）は、2024年1月10日に、米国では初となる、ビットコインを直接保有するETF（ビットコイン現物ETF）を承認している。
- ETFによるビットコインの直接保有が可能になったことで、多くの投資家にとって、ビットコインへの投資のハードルが著しく低くなったといえる。
- もっとも、日本においては、まだビットコイン現物ETFは導入されていない。
- 日本でビットコイン現物ETFを組成、販売するためには、例えば、ビットコインを、投資信託法上の投資信託の運用対象である「特定資産」に新たに追加する等、何らかの法改正が必要と考えるのが妥当だろう。

## 1. SEC、米国初のビットコイン現物ETFを承認

米国証券取引委員会（SEC）は、2024年1月10日に、米国では初となる、ビットコインを直接保有するETF<sup>1</sup>（以下、「ビットコイン現物ETF」）を承認している<sup>2</sup>。

ここで承認され、その翌日に取引が開始されたのは、次の11銘柄である（図表1）。

ETFによるビットコインの直接保有が可能になったことで、多くの投資家にとって、ビットコインへの投資のハードルが著しく低くなったといえる。

もっとも、日本においては、まだビットコイン現物ETFは導入されていない。

そこで、本稿では、SECがビットコイン現物ETFを承認するに至った経緯を簡潔に紹介したうえで、日本においてもビットコイン現物ETFが導入されるとしたらどのような法制度上の対応が必要となるかを考察したい。

<sup>1</sup> ‘Exchange Traded Fund’ の略で、上場投資信託を指す。

<sup>2</sup> SEC ウェブサイト (<https://www.sec.gov/files/rules/sro/nysearca/2024/34-99306.pdf>) 参照

図表1 米国初のビットコイン現物ETF、11銘柄のリスト

	Ticker	Name	Exchange
(1)	GBTC	Grayscale Bitcoin Trust	NYSE Arca
(2)	BITB	Bitwise Bitcoin ETF	NYSE Arca
(3)	DEFI	Hashdex Bitcoin ETF	NYSE Arca
(4)	IBIT	iShares Bitcoin Trust	Nasdaq
(5)	BRRR	Valkyrie Bitcoin Fund	Nasdaq
(6)	ARKB	ARK 21Shares Bitcoin ETF	Cboe BZX
(7)	BTCO	Invesco Galaxy Bitcoin ETF	Cboe BZX
(8)	HODL	VanEck Bitcoin Trust	Cboe BZX
(9)	BTCW	WisdomTree Bitcoin Fund	Cboe BZX
(10)	FBTC	Fidelity Wise Origin Bitcoin Fund	Cboe BZX
(11)	EZBC	Franklin Bitcoin ETF	Cboe BZX

(出所) SEC ウェブサイトに基づき筆者作成

## 2. SECによるビットコイン現物ETF承認の背景

まず、米国商品先物取引委員会 (CFTC) は、2015年9月、ビットコインを含む暗号資産 (仮想通貨) 全般について、証券 (security) ではなく商品 (commodity) と定義している<sup>34</sup>。

これを受けて、同じく商品 (commodity) である金 (ゴールド) を直接保有するETF (以下、「金現物ETF」) が2004年以降取引されていることから、ビットコイン現物ETF導入への期待が高まり続けていた。

しかし、実際にビットコイン現物ETFの上場申請がされると、SECは、2023年3月まで、20を超える申請を全て却下し続けてきた<sup>5</sup>。却下の理由は、おおむね、ビットコイン現物市場の不透明性 (SEC、CFTCのいずれもビットコイン現物の管轄権を有していない) がもたらす詐欺や相場操縦に対する脆弱性、というものであった。

その一方で、SECは、ビットコイン先物<sup>6</sup>を原資産とするETF (以下、「ビットコイン先物ETF」) については、上場を承認しており、2021年10月以降取引されている<sup>7</sup>。

この点について、公式に違和感を表明したのが、2023年8月の‘Grayscale Investments, LLC v. SEC, No. 22-1142, 82 F.4th 1239 (D.C. Cir. 2023)’におけるコロンビア特別区巡回区連邦控訴裁判所 (United States Court of Appeals for the District of Columbia Circuit) の

<sup>3</sup> 下記 CFTC ウェブサイト参照

(<https://www.cftc.gov/sites/default/files/idc/groups/public/@lrenforcementactions/documents/legalp/leading/enfcoinfliprorder09172015.pdf>)

<sup>4</sup> SEC 委員長 (Gary Gensler 氏) は、数ある暗号資産 (仮想通貨) のうち、ビットコインについては、商品 (commodity) と位置付ける CFTC に同意している (下記 SEC ウェブサイト参照)。

(<https://www.sec.gov/news/statement/gensler-statement-spot-bitcoin-011023>)

<sup>5</sup> ビットコイン現物ETFの最初の正式な上場申請は‘Winklevoss Bitcoin Trust’ (取引所は Bats BZX Exchange) によるものであり、SECはこれを2018年7月に却下している。詳細は、下記 SEC ウェブサイトを参照されたい。

(<https://www.sec.gov/files/rules/other/2018/34-83723.pdf>)

<sup>6</sup> CFTC が2017年12月に上場を承認している。

<sup>7</sup> 最初に取引が開始されたビットコイン先物ETFは、‘ProShares Bitcoin Strategy ETF’ (取引所は NYSE Arca) である。詳細は、下記 SEC ウェブサイトを参照されたい。

(<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1174610/000168386321006052/f10028d1.htm>)

判断である。

連邦控訴裁判所は、ビットコイン先物 ETF とビットコイン現物 ETF の類似性（ビットコイン現物市場とビットコイン先物市場との間には 99.9%の相関性あり）にもかかわらず、前者を承認して後者を却下する SEC の判断は恣意的であり、その判断を見直すよう命じたのである<sup>8</sup>。

SEC 委員長（Gary Gensler 氏）が認めているように、こうした連邦控訴裁判所の判断が、ビットコイン現物 ETF 承認の決め手となっている<sup>9</sup>。

### 3. 日本の法制度とビットコイン現物 ETF

前述のとおり、日本においては、まだビットコイン現物 ETF は導入されていない。

SEC によるビットコイン現物 ETF 承認を受けて、日本においてもビットコイン現物 ETF が導入されるとしたら、法制度上、どのような対応が必要となるだろうか<sup>10</sup>。

日本では、世界に先駆けて、ビットコインをはじめとする「暗号資産」に関する制度が整備されている。

まず、資金決済法の改正（2017年4月施行）により、国内で暗号資産と法定通貨との交換サービスを行うには、暗号資産交換業の登録が必要となっている。また、同じく資金決済法の改正（2020年5月施行）により、暗号資産のカストディ業者についても登録が必要となっている<sup>11</sup>。さらに、金融商品取引法の改正（2020年5月施行）により、「金融商品」に暗号資産が追加されている<sup>12</sup>。

それでは、現時点において、日本でビットコイン現物 ETF を組成、販売することは可能だろうか<sup>13</sup>。

日本の ETF の大半は、投資信託法上の投資信託である。しかし、ビットコインをはじめとする暗号資産は、投資信託法上の投資信託の運用対象である「特定資産」<sup>14</sup>から除外されている。そのため、ビットコイン現物 ETF を、投資信託法を根拠とする ETF として構成することはできない<sup>15</sup>。また、金融庁は、2019年12月の監督指針改正において、暗号資産を投資対象に含む投資

<sup>8</sup> 下記連邦控訴裁判所ウェブサイト参照

([https://www.cadc.uscourts.gov/internet/opinions.nsf/32C91E3A96E9442285258A1A004FD576/\\$file/22-1142-2014527.pdf](https://www.cadc.uscourts.gov/internet/opinions.nsf/32C91E3A96E9442285258A1A004FD576/$file/22-1142-2014527.pdf))

<sup>9</sup> SEC ウェブサイト (<https://www.sec.gov/news/statement/gensler-statement-spot-bitcoin-011023>) 参照

<sup>10</sup> 本稿の内容は、関係当局の確認を経たものではない点に留意されたい。

<sup>11</sup> 詳細については、[大和総研レポート「資金決済法等改正法 暗号資産交換業者規制の見直し」](#)（横山淳、2019年6月13日）を参照されたい。

<sup>12</sup> 詳細については、[大和総研レポート「資金決済法等改正法 暗号資産デリバティブ、ICO 規制の整備」](#)（横山淳、2019年6月19日）を参照されたい。

<sup>13</sup> ここでは、米国で承認されたビットコイン現物 ETF を日本国内での投資対象とすることの可否については検討しない。

<sup>14</sup> 「投資信託及び投資法人に関する法律」第2条第1項、「投資信託及び投資法人に関する法律施行令」第3条参照

<sup>15</sup> ここではあくまでも、投資対象の「50%超」をビットコインとする ETF を想定している。

信託の組成、販売を事実上禁止している<sup>16</sup>。

もっとも、日本のETFの中には、信託法の「受益証券発行信託」<sup>17</sup>に該当するものもある。例えば、金（ゴールド）を信託財産とする、金現物ETFである。

ビットコインは、いくつかの点で金（ゴールド）と類似する。例えば、ビットコインの発行総量に上限がある点は、金（ゴールド）の埋蔵量が限られている点を想起させる。価格変動（ボラティリティ）が高い点や、入手コストがかさむ点も同様である。

最初取引が開始されたビットコイン現物ETF11銘柄のうちの一つ、‘iShares Bitcoin Trust’（図表1参照）を運用する米国資産運用会社、BlackRock CEO（Larry Fink氏）は、金（ゴールド）との類似性から、ビットコインを「デジタルゴールド」と位置付けている<sup>18</sup>。

また、SEC委員長も、ビットコイン現物ETFを承認するにあたって、2004年以降の金現物ETFに対する監督経験が役に立つと述べており、その類似性を示唆している<sup>19</sup>。

こうした考え方に倣い、現時点において、日本の法制度上、ビットコイン現物ETFを、金現物ETFと同様に、信託法上の「受益証券発行信託」と位置付けて組成、販売することの可否については、一考の価値があるのではないかと考える。

もしこれが認められるということになれば、ビットコイン現物ETFは、金現物ETFと同様に、2024年から導入されている「新しいNISA」の成長投資枠の対象銘柄とすることが可能になる<sup>20</sup>。

もっとも、投資信託法を根拠とするETFの領域において、金融庁がビットコインを含む暗号資産を投資対象とする投資信託の組成、販売を事実上禁止しているのは、「投機を助長している等の指摘」があるためである<sup>21</sup>。ビットコイン現物ETFの位置付けを信託法上の「受益証券発行信託」に変えただけで、そうした懸念が解消するわけではないだろう。

となると、やはり、日本でビットコイン現物ETFを組成、販売するためには、何らかの法改正が必要と考えるのが妥当だろう。法改正の一例としては、「暗号資産」のうち少なくともビットコインについては、金融庁の上記判断から3年超が経過した中で市場や規制等の環境が健全化されつつあること等を理由として、投資信託法上の投資信託の運用対象である「特定資産」<sup>22</sup>に新たに追加することが考えられる。

以上

<sup>16</sup> 金融庁ウェブサイト (<https://www.fsa.go.jp/news/r1/shouken/20191227.html>)、「別紙1」参照

<sup>17</sup> 「信託法」第185条第3項参照

<sup>18</sup> ‘BlackRock Wants to Make It Cheaper to Trade Bitcoin, Larry Fink Says’ (Bloomberg, 2023年7月6日) 参照

<sup>19</sup> SECウェブサイト (<https://www.sec.gov/news/statement/gensler-statement-spot-bitcoin-011023>) 参照

<sup>20</sup> 「新しいNISA」の詳細については、「2023年度版 投資家のための税金読本」（大和総研、2023年7月20日）を参照されたい。

<sup>21</sup> 脚注16参照

<sup>22</sup> 脚注14参照