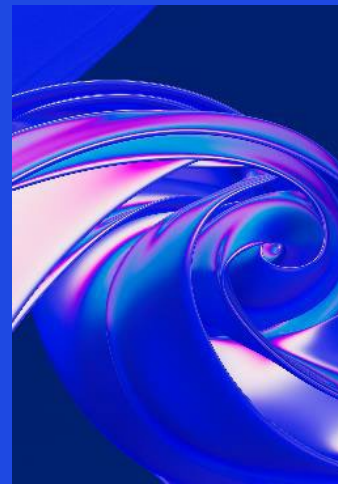


# 暗号資産ETF

## ビットコイン現物ETFが米SECにより承認

2024年4月23日



2024年1月、ビットコイン現物ETFが米SECにより承認され、ニューヨーク証券取引所（NYSE）やナスダックなどの主要な取引所で取り扱われるようになって以降、記録的な取引が続き、投機から投資へと、暗号資産を取り巻く環境は大きく変化してきている。

本稿では、米国で承認されたビットコイン現物ETFについて整理しつつ、日本における暗号資産ETFに関する現状と取扱いに向けた課題等について解説するとともに、いわゆるWeb3.0におけるビジネスへの影響について考察する。なお、文中の法的な解釈を含む意見については、筆者の個人的見解であり、実際のビジネスへの活用に際しては、弁護士等の法律の専門家に確認いただくようあらかじめお断りする。

### 1. 米国におけるビットコイン現物ETFに係る承認までの経緯と概要

2013年以降、米SECに対して米大手資産運用会社「ブラックロック」を含め、数多くのビットコインETFに関する承認申請が行われてきた。2021年には、ビットコイン先物ETFが承認されたものの、ビットコイン現物ETFは、価格操作のリスクがあるなどとして申請が承認されてこなかった。

2023年8月、米SECは、米資産運用会社「グレイスケール」とのビットコイン現物ETFを巡る裁判にて、「承認しない理由を十分に説明することができていない」とされ敗訴した。

2024年1月10日、米SECは、**図表1**の11のビットコイン現物ETFの申請を承認した。この時、ゲンスラー米SEC委員長は、前述の判決がビットコイン現物ETFを承認するきっかけとなったと述べている。

図表1：米国で承認されたビットコイン現物ETFのBTC残高と各ETFの流入金額合計（1/11~3/31）

銘柄名	BTC残高			流入金額合計 (\$m)	ビットコイン カストディ業者	上場取引所
	ETF上場時点	3月末時点	ドル建て(\$m)			
Grayscale Bitcoin Trust	624,280	340,890	\$23,807.42	\$-14,767.50	Coinbase Custody	CBOE
Fidelity Wise Origin Bitcoin Fund	134,930	246,710	\$17,229.98	\$7,562.50	Fidelity	CBOE
iShares Bitcoin Trust	228	245,950	\$17,176.90	\$13,957.90	Coinbase Custody	NYSE
Ark 21Shares Bitcoin ETF	10	37,370	\$2,609.88	\$2,309.30	Coinbase Custody	CBOE
Bitwise Bitcoin ETF	55	30,000	\$2,095.17	\$1,616.50	Coinbase Custody	NASDAQ
VanEck Bitcoin Trust	1,640	8,650	\$604.11	\$438.60	Gemini	NYSE
Valkyrie Bitcoin Fund	11,340	7,590	\$530.08	\$452.00	Coinbase Custody	CBOE
Invesco Galaxy Bitcoin ETF	110	5,850	\$408.56	\$227.40	Coinbase Custody	CBOE
Franklin Bitcoin ETF	58	4,120	\$287.74	\$276.30	Coinbase Custody	NYSE
WisdomTree Bitcoin Fund	53	1,150	\$80.31	\$59.40	Coinbase Custody	CBOE
Hashdex Bitcoin ETF	—	—	—	—	BitGo	NASDAQ
合計	772,704	928,280	\$64,830.15	\$12,132.40	—	—

出典：Blockworks「Bitcoin ETF Tracker」(<https://blockworks.co/bitcoin-etf/>)、ARKHAM「Bitcoin」(<https://platform.arkhamintelligence.com/explorer/token/bitcoin>)を基にKPMG作成

## 2. 米国におけるビットコイン現物ETF承認後の資金流入

ETFGIによれば、2024年1月はグレイスケール、ブラックロック、フィデリティのETFが、同年2月はブラックロックとフィデリティのETFが、世界のETFにおける月間資金流入額トップ20に入っており、3月31日時点までの資金流入額合計は120億ドル以上となっている。

これにより、ビットコイン現物のストックの米国集中が起きている。たとえば、2024年1月に承認された11のビットコイン現物ETFのうち、8つでカストディアンとなっている「Coinbase Custody Trust Company, LLC (Coinbase Custody)」のBTC保有量は、当該ETFの保有分だけで672,920枚（約469億米ドル、3月31日時点）であり、国内暗号資産交換業者すべての預かりBTC保有量159,181枚（日本暗号資産取引業協会統計、2024年1月時点）を大きく上回っている。

## 3. 日本における暗号資産ETFの現状

国内におけるETFのほとんどは、投資信託および投資法人に関する法律（以下、「投信法」という）に基づく投資信託または投資法人を取引所に上場させたもの（以降、本稿では投資法人について省略）となっている。

投資信託は、主として投信法施行令で定める「特定資産」に対する投資として運用することが求められている。そして、現行法令上、暗号資産は特定資産に含まれていない。このため、現時点では、暗号資産を投資対象とする投資信託を組成することができない。また、金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針においても、金融商品取引業者が特定資産に含まれていない資産（以下、「非特定資産」という）を用いた投資信託を組成・販売することは適切ではないとされ、事実上、禁止されている。

投資信託ではなく金融商品取引法に規定する受益証券発行信託の受益証券の仕組みを使う方法も考えられるが、実質的な法の潜脱とみなされる可能性があり、認められない可能性が高い。

米国のビットコイン現物ETFを含む海外で組成された暗号資産ETF（以下、「海外暗号資産ETF」という）に対して投資する投資信託を使う方法についても、実質的に非特定資産と同等の性格を有する特定資産に該当する旨のパブコメ回答があるため組成はできないとみられる。

そのほか、第一種金融商品取引業者が海外暗号資産ETFを取扱うことも考えられるが、外国投資信託の受益証券の発行者が金融庁に届出を行う必要があり、執筆時点で届出は確認できていない。非特定資産を用いた外国投資信託に該当、またはそもそも外国投資信託に該当しないため受理されない可能性も考えられる。

総じて、現時点で、国内でビットコイン等の暗号資産を投資対象とするETFを組成・販売することは極めて困難と考えられる。

### 図表2：金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針とパブリックコメント

#### 金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針（IV-3-1-2(9)、V-2-1-1(2)⑥およびVI-2-3-1(3)から抜粋要約）

「投資信託及び投資法人に関する法律において、投資信託や投資法人は、主として特定資産に対する投資として運用することを目的とするとされており、国民の長期・安定的な資産形成手段として特別の制度的位置付けを与えられたものである。」とした上で、こうした投資信託・投資法人制度の趣旨に照らし、金融商品取引業者が以下のような商品を組成・販売することは適切ではない。

- ① 特定資産以外の資産（以下、「非特定資産」という。）や非特定資産を投資対象とするファンド出資持分等、実質的に非特定資産と同等の性格を有する特定資産（以下、「非特定資産等」という。）が投資目的となっているような商品（ただし、非特定資産等が、「公共施設等」等、公共的な性質を有するものである場合には、この限りではない。）
- ② ファンドの投資目的以外の資産への投資に当たり、本来の投資目的である特定資産のリスクに比べて、価格変動や流動性等のリスクが高い非特定資産等に投資するような商品

#### 上記監督指針改正時のパブリックコメントへの回答

- ・暗号資産ETFについては、ETF自体が投資信託等である場合、国内で組成・販売することはできなくなるものと考えられます。また、海外で組成された暗号資産ETFに対して投資する投資信託等を組成・販売する場合についても、一般的には「実質的に非特定資産と同等の性格を有する特定資産」に該当すると考えられます。（No.8）
- ・投信法上の外国投資信託又は外国投資法人に該当する投資ビークルについては、本監督指針の販売に係る留意事項が適用されることとなります。（No.22～26）
- ・どのような外国の投資ビークルが投信法の外国投資信託や外国投資法人に該当するのかは、それぞれのビークルの法的性質や運用方針等について個別事例毎に実態に即して判断する必要があると考えられます。（No.22～26）

出典：金融庁「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」（<https://www.fsa.go.jp/common/law/guide/kinyushohin.pdf>）、「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」（<https://www.fsa.go.jp/news/r1/shouken/20191227-1.pdf>）を基にKPMG作成

#### 4. 国内でビットコイン現物ETFを組成・販売するための課題とWeb3.0ビジネスへの影響

国内で暗号資産ETFを組成する場合、前述の監督指針を含む法規制上の課題以外にも、暗号資産現物とETFとの適用される税制の不一致が課題となる可能性がある。

個人の場合、暗号資産現物の売買益は雑所得に該当し、最大55%の税率が適用される。一方、ETFは、金融商品として申告分離課税の対象になるため、株式や債券と同様に税率は約20%（現時点で暗号資産現物ETFの適用税率がどうなるかは不明）で一定となっている。

仮に異なる税制のままビットコイン現物ETFが販売される場合、個人の取引の多くが現物からETFに流れ、暗号資産現物市場の流動性が大きく低下し、結果として、ETFの裏付け資産となる暗号資産現物の調達が困難になり、事実上国内での暗号資産現物ETFの組成ができなくなるおそれがある。

とりわけ、ビットコインは、将来的にWeb3.0ビジネスにおける流動性の低い暗号資産や他のトークンとの交換手段を皮切りに、経済活動全般において基軸通貨的な役割を担う可能性がある。そうなった場合、ビットコインを十分に保有していない国や企業は、取引に必要なビットコインをコストをかけて調達せざるを得なくなり、ビットコインの保有量が少ない国ではWeb3.0を含むビジネスを展開するうえで不利になる可能性がある。どのような環境でビットコインETFが国内で導入されるかは、今後の国内ビジネスに大きく影響する。

KPMGにはファイナンシャルサービスに関連するお客様のフィンテックイノベーションに関する課題のお手伝い、また、お客様のビジネスに影響を与える可能性のある、世界的に重要な発展やトレンドに関する情報の提供に特化したコミュニティが存在します。

KPMGはお客様のフィンテックセクターにおける成長、およびフィンテックセクターの理解をグローバル、地域、国レベルでサポートすることが可能であり、フィンテックに関する多様なトピックの研修も提供が可能です。さらにKPMGはフィンテックにおける世界的なトレンドと発展の特定、評価、そしてKPMGのグローバルパートナーであるアクセラレーターを通じた新たなフィンテックベンチャー企業との関係構築をお手伝いすることも可能です。

KPMGとフィンテック関連トピックに関するディスカッションをご希望の際は、下記フィンテック担当者まで、または通常のKPMG担当者までお問合せください。

[kpmg.com/jp/fintech](https://kpmg.com/jp/fintech)



#### KPMGジャパン

#### 「KPMG Japan Fintech Community」サイト

国内外でフィンテックの取組みが盛り上がるなか、オープンイノベーションによる新しい技術の活用やビジネス推進の重要性が増していることから、KPMGジャパンは、金融機関およびフィンテック関連事業者の皆様を対象に、「KPMG Japan Fintech Community」サイトにて、最新動向に関する情報配信と、ソリューション発掘およびネットワークの機会を提供しています。

URL: <https://fintech.smartcore.jp/>

#### 有限責任 あずさ監査法人

金融統轄事業部 金融アドバイザリー事業部

ディレクター 保木 健次

E: [kenji.hoki@jp.kpmg.com](mailto:kenji.hoki@jp.kpmg.com)

[kpmg.com/jp/fintech](https://kpmg.com/jp/fintech)

本稿で紹介するサービスは、公認会計士法、独立性規則及び利益相反等の観点から、提供できる企業や提供できる業務の範囲等に一定の制限がかかる場合があります。詳しくは有限責任 あずさ監査法人までお問い合わせください。

ここに記載されている情報はあくまで一般的なものであり、特定の個人や組織が置かれている状況に対応するものではありません。私たちは、的確な情報をタイムリーに提供できるよう努めておりますが、情報を受け取られた時点及びそれ以降における正確さは保証の限りではありません。何らかの行動を取られる場合は、ここにある情報のみを根拠とせず、プロフェッショナルが特定の状況を綿密に調査した上で提案する適切なアドバイスのもとにご判断ください。

© 2024 KPMG AZSA LLC, a limited liability audit corporation incorporated under the Japanese Certified Public Accountants Law and a member firm of the KPMG global organization of independent member firms affiliated with KPMG International Limited, a private English company limited by guarantee. All rights reserved.

The KPMG name and logo are trademarks used under license by the independent member firms of the KPMG global organization.