

機運高まる暗号資産ETF実現への 動向と国内規制の論点

特定資産の定義や関連する業規制、 税制の整備も視野に

2024年1月に米国でビットコイン現物ETF11本が上場し、世界的に注目を集めた。また、米国以外の国・地域においても、暗号資産ETFやその他の暗号資産の価格に連動する投資商品が上場している例がある。他方、日本においては現在、暗号資産ETFを組成したり、証券会社等が取り扱ったりすることはできない。本稿では、暗号資産ETFの現行法上の取り扱いや足元の動向、制度整備に向けた論点について概説する。

暗号資産ETFの特性

暗号資産ETF（上場投資信託）として主に想定されているのは、ビットコイン（BTC）やイーサリアム（ETH）のように時価総額が大きく流動性の高い暗号資産の価格指標に連動する仕組みのものである（指標

連動型）。連動させる方法としては、現物保有や先物取引、他国で上場する暗号資産ETFの保有といったものが考えられる。ETFの一般的な特徴として、証券取引所においてセカンダリ取引が行われるだけでなく、プライマリ取引（設定・償還）により、対応する現物資産との裁定取引が行われるという

点がある。設定には現金設定型と現物設定型が、償還には現金償還型と現物交換型がそれぞれあり得る。これらの点は暗号資産ETFも同様である。ETFは広義の投資信託であるため、スキームとしては信託などを用いる「契約型」と、法人格のある「会社型」がある。国内で組成されるETFは契約

型であり、投資信託および投資法人に関する法律（以下、投信法）に基づく委託者指図型投資信託（以下、投資信託）と、信託法に基づく受益証券発行信託の二つがある。他方、外国のETFには会社型もあり得る。2024年1月に米国で上場したビットコイン現物ETFはいずれも現金設定・現金償還型



芝章浩

西村あさひ法律事務所・
外国法共同事業
パートナー弁護士

であるが、一部銘柄については現物設定・現物交換を導入する動きもある。これらはいずれもデラウェア制定法信託として組成されており、契約型であると考えられる。

日本の現行法における取り扱い

日本法における暗号資産ETFの取り扱いは若干複雑である。まず、暗号資産の現物または先物取引により運用する暗号資産ETFを投資信託として組成することはできない。これは投資信託法上、投資信託は、主に（有価証券などの）「特定資産」に對する投資として運用するものと定義されており、暗号資産または暗号資産デリバティブ取引に係る権利は特定資産に該当しないためである。

次に、外国の暗号資産ETFで運用する暗号資産ETFの場合、投資対象である外国の暗号資産ETFは特定資産（有価証券）ではあるが、実質的に暗号資産と同等の性格を有する。金融庁は監督指針において、金融商品取引業者等に対してこのよ

うな投資信託の組成および販売を禁止している。

他方、受益証券発行信託については、このような法令や監督指針による制約はない。しかし、筆者の把握する限り、監督当局としては、現行法下でこのスキームを用いることについては消極的な考えを持っているように見受けられる。

外国法に基づき組成された暗号資産ETFの取り扱いについては、それぞれの仕組みに照らして検討する必要がある。

例えば、デラウェア制定法信託を用いたビットコイン現物ETFの場合、その主たる投資対象がBTCである以上、「投資信託に類するもの」とはいえず、投資信託上の「外国投資信託」には該当しないものと考えられる。すると、その受益権は、外国受益証券発行信託の受益証券として取り扱われることになる。会社型の場合には、同様の理由により投資信託上の「外国投資法人」には該当しないとすると、その発行する証券は外国株券や外国社債券として取り扱われることになる。もっともその場

合、発行・継続開示規制上は企業金融型の規制を受けることとなってしまうという問題がある。いずれにせよ、筆者の把握する限り、監督当局としては、現行法下で金融商品取引業者等が外国の暗号資産ETFを取り扱うことについても、消極的な考えを持っているように見受けられる。

国内組成を後押しする動きが官民で活発に

こうしたなか、昨年4月に自由民主党から公表された「web3ホワイトペーパー2024」（注1）においては、暗号資産ETFに関して図表1のような指摘・提言がなされている。

その後の関連する動きとして、金融庁は24事務年度金融行政方針で、暗号資産に関連する制度の在り方等についてあらためて検討する旨を表明しており、今年6月までを目標として進められている。

民間側では、ホワイトペーパーを踏まえて、暗号資産交換業者や証券会社、資産運用業者、信託銀行、法務・税務の専門家

などにより構成される「国内暗号資産ETF勉強会」において検討が進められている。昨年10月には、参加メンバー一同の名義で「国内における暗号資産ETF等の組成等に向けた提言」が公表された。提言の概要は図表2のとおりである。

昨年12月には、自由民主党から公表された緊急提言（注2）にて、暗号資産について、①申告分離課税、②規制の枠組み等、③サイバーセキュリティの観点から提言が行われた。このうち②の観点からは、「暗号資産取引の振興や分離課税への道を拓くとの観点から、利用者保護に留意しつつ、暗号資産の一部を金融商品として法的に位置付け、金融商品取引法の規制対象とすることも考えられる」と明記された。加えて、「こうした投資対象としての位置付けの整理も踏まえながら、暗号資産をETFの対象とすることについても検討を行っていくべきである」とされた。

昨年12月20日付で公表された25年度与党税制改正大綱においては、暗号資産取引に係る課税

〔図表 1〕

暗号資産 E T F に関するホワイトペーパーの指摘（一部）

（ウェブ 3 の推進に向けてただちに対処すべき論点）

- ・暗号資産の取引により生じた損益について、20%の税率による申告分離課税の対象とすることを提言するに際し、暗号資産を原資産とした E T F について分離課税の対象とするのであれば、暗号資産取引から生じた所得も同様に分離課税の対象とすべき必要性は高い旨を指摘

（ウェブ 3 のさらなる発展を見据え議論を開始・深化すべき論点）

- ・ B T C その他の暗号資産を投資信託（E T F を含む）の投資対象とすることの妥当性や是非（投資を容易にすることが必要な資産といえるか）を検討すべき
- ・仮に暗号資産現物 E T F の日本での組成や販売を望むのであれば、関連業界が連携した上で、論点を整理するとともに、投資を容易にすることが必要な資産としての国民的理解を醸成するための取り組みを検討した上で、必要な法改正等の提言を行うことが望ましい

（出所） 自民党デジタル社会推進本部web3プロジェクトチーム「web3ホワイトペーパー 2024～新たなテクノロジーが社会基盤となる時代へ～」から筆者作成。

〔図表 2〕

暗号資産 E T F 等の組成等に向けた提言の概要

- ① 暗号資産 E T F 等の組成等を可能とする諸制度の整備を進めるべき
- ② 暗号資産 E T F 等および暗号資産の現物取引について申告分離課税とすべき
- ③ 暗号資産 E T F 等の組成等に係る議論の対象として主要な暗号資産（具体的には B T C と E T H）を優先すべき

（出所） 国内暗号資産 E T F 勉強会参加メンバー一同「国内における暗号資産 E T F の組成等に向けた提言」から筆者作成。

について見直しを検討する前提として、「一定の暗号資産を広く国民の資産形成に資する金融商品として業法の中で位置づけ、上場株式等をはじめとした課税の特例が設けられている他の金融商品と同等の投資家保護のための説明義務や適合性等の規制などの必要な法整備をすることにも、取引業者等による取引内容の税務当局への報告義務の整備等をする」とが示されている。

今年 1 月 31 日の衆議院予算委員会における加藤勝信財務・金融担当相の答弁では、金融庁において、与党税制改正大綱を踏まえ、今年 6 月までを目標に暗号資産に関する制度の検証を行うこととしており、24 年秋から外部有識者による勉強会を開催している旨が述べられた。加えて、この検証結果と大綱を踏まえて、税制面も含め必要な対応をしていきたい旨も示された。

以上を踏まえると、今後の一つのシナリオとして、今年 6 月までに暗号資産（の一部）について、金融商品取引法上の投資対象としての規制を導入する方

向で金融庁から検討結果が示された上で、法改正の進行に合わせ、暗号資産 E T F の実現に向けた制度整備と、個人所得課税における現物取引を申告分離課税の対象とする税制改正が進むことが想定されよう。

法令レベルでも多数ある制度整備における課題

暗号資産 E T F の国内組成のためには、法令レベルでも取引所レベルでも制度整備が必要となる。以下では、法令レベルの制度整備における課題をいくつか取り上げる。

前提として、暗号資産 E T F の組成に当たって想定されているスキームは二つある。一つは国内の多くの E T F と同様に投資信託を用いる「投信スキーム」。もう一つは、国内の既存の商品現物型 E T F と同じく受益証券発行信託を用いた「J S スキーム」である。

投信スキームの場合、投信法上の「特定資産」の定義が制約となっている。政令によって特定資産に暗号資産や暗号資産デリバティブ取引に係る権利を追

加するに当たり、その範囲を制限する場合には、どのように制限すべきかが問題となる。この改正は、投信スキームの暗号資産ETF以外のファンド商品の取り扱いに影響することに留意を要する(注3)。

加えて、投信スキームの場合、投資信託は金銭信託が原則であることから、現物設定または現物交換を許容するには、政令で例外を定める必要がある。

資産運用として暗号資産への投資を行う事業をどのように規制すべきかについても論点となる。例えば、投信スキームの場合、委託会社には金商法上の投資運用業規制が及ぶと考えられるが、現行の規制で十分かは検討を要しよう。現状、金融庁が公表する見解としては、暗号資産への投資を行う投資事業有限責任組合の無限責任組合員、または投資ファンドから一任を受けて暗号資産の売買を行う者については、暗号資産交換業に該当する可能性が否定されていない。しかし、現行の暗号資産交換業規制において、資産運用業務を想定した規制が定められて

いるわけではない。これを契機に、暗号資産に関する資産運用事業に対する規制全般について見直しを行うことが適切であると考えられる。

両スキームにおいて、信託の受託者となることが期待される信託兼営銀行の規制も問題となる。信託兼営銀行は、暗号資産を含む信託財産に関して「運用型信託業」が禁止されており、「管理型信託業」のみが許容されている。そのため、受託者である信託兼営銀行が、自らの裁量で、またはグループ会社である委託者の指図に従って運用を行うことは許容されない。このことが、銀行グループにおける暗号資産ETFの組成の制約となっている。この点を見直す場合は、そもそも銀行グループにおいて、暗号資産の価値等の分析に基づく投資判断を行う投資一任業務や自己運用業務が許容されていないこととの整合性にも留意を要しよう。

税制上の課題もある。JSSスキームにおいては、法人税法上の特定受益証券発行信託の定義に該当させることが想定される

ところ、その定義上、利益留保割合を信託元本総額の2・5%以下とする必要がある。その結果、期末時価評価による含み益について分配が求められることになり、これが組成に当たったものの制約となっている。

前述のとおり、個人所得課税において暗号資産ETFについて申告分離課税とされる場合に、税制上の不均衡をどのように考えるかという問題も残されている。現状、暗号資産の現物取引とデリバティブ取引については総合課税とされているためである。

* * *

暗号資産ETFは、暗号資産への投資の方法を広げる新たな投資商品として、日本においても取り扱いが可能になることが期待されている。そのためには、本稿に述べたもの以外にもさまざまな課題がある。投資者の保護と市場の活性化をバランスよく達成する適切な制度整備が期待される。

(本稿のうち意見にわたる部分は著者の個人的見解であり、著者が

現在所属し、または過去に所属した団体の見解ではない)

(注) 1 自由民主党デジタル社会推進本部web3プロジェクトチーム「web3ホワイトペーパー2024」新たなテクノロジーが社会基盤となる時代へ」(24年4月12日)

2 自由民主党政務調査会「暗号資産を国民経済に資する資産とするための緊急提言(デジタル社会推進本部・金融調査会提言)」(24年12月19日)

3 例えば、外国の暗号資産ETFの外国投資信託・外国投資法人該当性や非上場の投資信託における暗号資産の組み入れの可否など。

しば あきひろ

05年東京大学法学部卒、06年同法科大学院中退。07年弁護士登録、18年ニューヨーク州弁護士登録。11～14年金融庁総務企画局企業開示課出向(市場課、企画課調査室、信用制度参事官室を併任)、17～18年三菱UFJ銀行シンガポール支店出向。暗号資産や金融規制に関する著作多数。