

トランプ新政権で注目される暗号通貨規制の方向性 －規制の明確化を図る FIT21 法案を中心に－

橋口 達

■ 要 約 ■

1. 2025年1月20日、共和党のドナルド・トランプ氏が第47代米国大統領に就任した。トランプ氏は2024年11月5日の大統領選挙に向けて暗号通貨への支持を打ち出してきたため、暗号通貨市場は選挙結果を受けて大きく上昇した。
2. 2024年1月に解禁されたビットコイン現物ETFには、個人投資家を中心に、年金や大学基金も投資している。他方、米国にはこれまで、暗号通貨に係る包括的な規制枠組みが存在しなかった。商品先物委員会（CFTC）は暗号通貨市場の健全な発展を促進する姿勢を示してきたが、米国証券取引委員会（SEC）は投資家保護の観点から否定的な姿勢を続けてきた。
3. 暗号通貨に係る包括的な規制枠組みとして注目されるのが、21世紀のための金融イノベーション法案（FIT21法案）である。超党派の支持を得て下院を通過した同法案は、新たな暗号通貨を「制限付きデジタル資産」として、SECによる厳格な規制・監督に服せしめることで投資家保護を確保し、ビットコインのように流通・記録管理のシステムが確立したものは「デジタル・コモディティ」としてCFTCが所管して比較的自由的な流通を認める。
4. トランプ氏が率いる新政権は、暗号通貨を促進する政策をとっていくものとみられる。FIT21法案は、2023～2024年の会期終了に伴い一旦廃案となったが、2025年からの新会期にて、再提出又は後継法案が提出される可能性は高い。その場合、暗号通貨の法的位置づけの明確化や伝統的な金融事業者の参入を促すといった方向性は維持されるであろう。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・橋口達「米国 SEC によるビットコイン現物 ETF の承認－証券市場を介した暗号通貨投資への途－」『野村資本市場クォーターリー』2024年春号。
- ・岡田功太・木下生悟「仮想通貨に対する米規制当局のスタンスと課題」『野村資本市場クォーターリー』2018年春号（ウェブサイト版）。

I ドナルド・トランプ氏の大統領選出と暗号通貨市場の反応

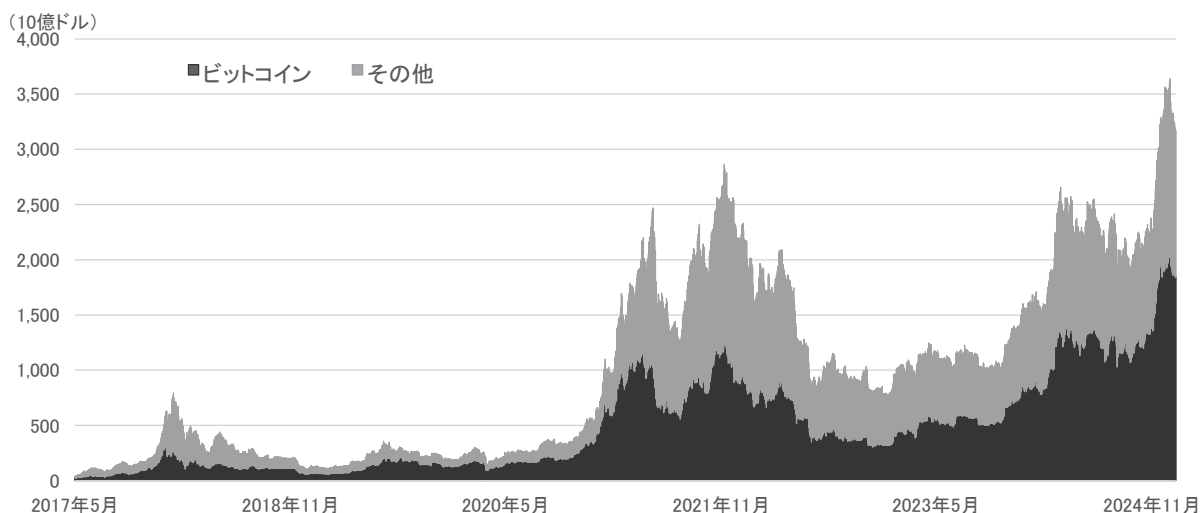
2025年1月20日、共和党のドナルド・トランプ氏が第47代米国大統領に就任した。トランプ氏は、2017年から2021年にかけて第45代大統領を務めていたため、4年ぶりの返り咲きとなった。

2024年11月の大統領選挙と議会選挙において、トランプ氏が大統領に選出され、議会では上下両院で共和党が過半数の議席を獲得したことを受け、特に反応を見せているのが暗号通貨市場である（図表1）。代表的な暗号通貨であるビットコインの価格は、大統領選挙の直前から2024年12月末にかけて、約7万ドルから約9.2万ドルへと3割強上昇し、その市場規模も1.8兆ドル近辺になっている。暗号通貨全体の市場規模も一時は3.5兆ドル程度と過去最大に達した。

こうした暗号通貨市場の動きの背景の一つには、トランプ氏が、選挙期間中に暗号通貨支持を打ち出してきたことが挙げられる。例えば、共和党の政策綱領は、民主党による違法で非アメリカ的な暗号通貨の取り締まりを終わらせる、と掲げている。また、トランプ氏は既に人事指名を開始しており、その中には暗号通貨に好意的とみられる人物も多い。米国証券取引委員会（SEC）の委員長に指名されたポール・アトキンス氏は、2002年から2008年にかけてSEC委員を務めた弁護士であり、2017年以降は暗号通貨やブロックチェーンのロビイング団体であるデジタル商工会議所（Digital Chamber）の理事を務めた。

本稿では、2024年に入り上場したビットコイン現物ETFとイーサ現物ETF（以下、「暗号通貨現物ETF」と総称）の現況、米国における暗号通貨に係る規制の変遷を整理した上で、下院を通過して注目を集めた21世紀のための金融イノベーション法案（Financial Innovation and Technology for the 21st Century Act、以下、「FIT21法案」）について説明し、米国暗号通貨市場の今後の展望を考察する。

図表1 暗号通貨時価総額の推移（2017年5月～2024年12月）



（出所）コインダンスより野村資本市場研究所作成

Ⅱ 米国資本市場に浸透し始めた暗号通貨現物 ETF

1. 拡大する暗号通貨現物 ETF とその影響

SECは、2024年1月に11本のビットコイン現物ETFの上場を承認した¹。ビットコイン現物ETFへの資金純流入額は、同年11月末までで、合計300億ドルを超過している²。特に11月は、大統領選挙と議会選挙の結果を受け、約65億ドルの資金が純流入した。11月末時点で、ビットコイン現物ETFの資産額の総計は、1,000億ドルを超え、中でも、ブラックロックのビットコイン現物ETF (IBIT) の資産額は420億ドルに達し、ビットコイン現物ETFの約4割を占める。次いでフィデリティ・インベストメンツ (以下、フィデリティ) のフィデリティ・ワイズ・オリジン・ビットコイン・ファンド (FBTC) の資産額が220億ドルとなっている。

過去10年間に米国で取引が開始されたETFは2,000本以上存在するが、資金純流入額順に見ると、10月22日時点でIBITが4位、FBTCが7位であり、暗号通貨現物ETFの代表格である両ETFに急速に資金が流入していることがわかる。一方、ビットコイン現物ETFがリスクオン時の投資対象として認識されるようになったため、ビットコインとS&P500の相関が高まっており、高い相関が持続すればオルタナティブ資産としての効果が減退する、とも指摘される。

ビットコイン現物ETFは、ビットコイン現物市場にも影響し始めている。2024年8月27日時点で、ビットコイン現物全体のうち、約5%をビットコイン現物ETFが所有していた。2024年のビットコイン現物の年間取引高は、10月17日時点で既に過去最高に達しており、同時点までの1日当たり取引高は、2023年に比べて約66.9%増加している。また、ETFのマーケット・メーカーがビットコイン現物の取引を活発化させることで、ビットコイン現物市場の流動性が向上し、ボラティリティが低下傾向にあるとも報告されている。他方で、SECは、2024年7月に、8本のイーサ現物ETFの上場も認めた。イーサ現物ETFへの資金純流入額は、同年11月末までで合計5億7,700万ドルである。

2. 個人投資家を中心に、年金基金も投資を開始

大手暗号通貨交換所のバイナンスの調査によれば、2024年10月時点で、米国におけるビットコイン現物ETFの保有者の内訳は、機関投資家が約2割、個人を含む機関投資家以外の投資家が約8割である。2024年1月以降、多くのオンライン証券会社でビットコイン

¹ SECが承認したビットコイン現物ETFは、1940年投資会社法における投資会社ではなく、1933年証券法に基づき組成される上場投資商品 (ETP) であるが、本稿では便宜上、「ビットコイン現物ETF」と表記する。ビットコイン現物ETFの詳細は、橋口達「米国SECによるビットコイン現物ETFの承認 – 証券市場を介した暗号通貨投資への途 –」『野村資本市場クォーターリー』2024年春号を参照。

² 以下の記述は、Binance, “Monthly Market Insights - December 2024,” December 4, 2024 及び Binance, “Spot ETFs in Crypto Markets,” October 25, 2024 に依るところが多い。

現物 ETF が取引可能になった。ビットコイン現物 ETF の登場により新たにビットコインへの投資を開始した個人に加え、元々ウォレットを通じてビットコインを所有していた個人の一部が、ETF を介した取引へと切り替えていると考えられる。チャールズ・シュワブが実施した調査によれば、来年 ETF を介してどの資産クラスに投資する予定か（複数回答可）という質問に対して、暗号通貨と回答した投資家は、ミレニアル世代は62%、X世代は44%、ベビーブーマー世代は15%だった³。特に若年層が関心を持つ傾向がみえる。

一方、機関投資家もビットコイン現物 ETF への投資を開始しており、現時点で1,200超の機関投資家が保有していることが明らかになっている⁴。保有者の中心はヘッジファンドだが、大手金融機関の名前も見られ、ゴールドマン・サックスは合計約7.1億ドルのビットコイン現物 ETF、合計約2,400万ドルのイーサ現物 ETF を保有している。さらに、州年金基金、大学基金も、暗号通貨現物 ETF への投資を開始している（図表2）。

ウィスコンシン州投資委員会（SWIB）は、加入職員数が68万人のウィスコンシン州退職制度（WRS）を中心に複数の基金を運用しており、運用資産残高は2024年11月末で1,423億ドルに上る。SWIBは、2024年9月末時点で、ブラックロックのアイシェアーズ・ビットコイン・トラストを1億400万ドル相当保有している。SWIBは1951年に創設され、州年金基金として早期からプライベート・エクイティ投資を開始したことで知られている。SWIBによる上記投資について、マーケット大学のデービッド・クロース教授は、SWIBは財政状況が健全なため長期投資を行う余裕があるとしたうえで、SWIBのビットコイン現物 ETF への投資は全資産の0.1%に過ぎず、分散投資やリターン獲得の可能性、インフレヘッジの観点から良い投資である、などと指摘している⁵。

図表2 暗号通貨現物 ETF に投資する州年金基金・大学

州年金基金／大学	ETF の名称	資産運用会社	取引所	投資額(百万ドル、2024年9月末時点)
ウィスコンシン州投資委員会	アイシェアーズ・ビットコイン・トラスト ETF	ブラックロック	ナスダック	104.4
ミシガン州退職制度	グレイスケール・イーサリアム・トラスト ETF	グレイスケール	NYSE アーカ	10.1
	グレイスケール・イーサリアム・ミニ・トラスト ETF	グレイスケール	NYSE アーカ	1.1
	アーク・21 シェアーズ・ビットコイン ETF	21 シェアーズ／アーク	Cboe BZX	7.0
エモリー大学	グレイスケール・ビットコイン・ミニ・トラスト ETF	グレイスケール	NYSE アーカ	15.1

（出所）EDGAR より野村資本市場研究所作成

³ チャールズ・シュワブがETFに投資する、投資可能額25,000ドル以上の25～75歳の個人1,000名に対して実施した調査の結果に基づく。1,000名の内訳は、ミレニアル世代（1981～1996年生まれ）408名、X世代（1965～1980年生まれ）369名、ベビーブーマー世代（1947～1964年生まれ）223名（Charles Schwab, “ETFs and Beyond Study,” October 10, 2024）。

⁴ 脚注2を参照。

⁵ PBS Wisconsin, “David Krause on the state of Wisconsin investing in Bitcoin,” May 31, 2024.

ミシガン州退職制度は、2024年9月末時点で、複数の基金を通じて合計約1,104億ドルを運用しており、このうちグレイスケールと21シェアーズ/アークの運用する暗号通貨ETFに合計約1,820万ドル程度を投資している。ジョージア州のエモリー大学の運用資産残高は2023年末時点で約110.9億ドルであり、2024年9月末時点で、グレイスケール・ビットコイン・ミニ・トラストETF⁶を約1,510万ドル相当保有している。

なお、図表2からは、各暗号通貨現物ETFが、ナスダック、ニューヨーク証券取引所アーカ（NYSEアーカ）、Cboeグローバル・マーケット（以下、Cboe）のCboeBZXのいずれかに上場していることがわかる⁷。現在、米国におけるETFの上場先として最大規模を誇るのはインターコンチネンタル取引所傘下のNYSEアーカであり、2022年9月末時点で、米国ETFのうち、純資産総額ベースで約75%がNYSEアーカに、約18%がナスダックに、約7%がCboeBZXに上場している。他方、ビットコイン現物ETFの上場先の内訳は、NYSEアーカが3本、ナスダックが2本、CboeBZXが6本である。Cboeは、収益の半分以上を北米でのオプション取引に依拠していることから、収益多角化・拡大のため、暗号通貨という新たな資産クラスに積極的に取り組んできた経緯がある。

III 暗号通貨を巡る規制の紆余曲折

米国には、これまで、暗号通貨に関する包括的な規制枠組みが存在せず、特に、SECとCFTC（商品先物委員会）とでは、暗号通貨への姿勢は異なるものであった。CFTCは、2015年9月に、ビットコインなどの暗号通貨は、商品取引所法の対象となるコモディティだと考えるとの見解を表明した⁸。これを受け、2017年には、Cboeとシカゴ・マーカンタイル取引所が、自己認証プロセス（self-certification process）を通じてビットコイン先物を上場することを認めた。自己認証プロセスとは、自主規制機関としての先物取引所が新たな先物商品の上場の可否について、自ら精査するプロセスを指す。これにより、先物取引所は迅速に新商品を上場させることができる。CFTCは、ビットコイン先物市場を規制・監督下に置くことで、市場の健全な発展を促進する姿勢であったと言える。

他方でSECは、投資家保護の観点から、ビットコインを含む暗号通貨に対して総じて否定的な姿勢を継続してきた。2017年当時、米国では詐欺的なイニシャル・コイン・オ

⁶ グレイスケールは、SECがビットコイン現物ETFを承認する以前から、ビットコイン現物に投資する私募ファンドであるグレイスケール・ビットコイン・トラスト（GBTC）を運用しており、SECによる承認後にETFへと転換した。しかし、GBTCの経費率が他のビットコイン現物ETFより高かったことなどから資金流出が続いたため、GBTCより経費率の低いグレイスケール・ビットコイン・ミニ・トラストETFを設定し、資金流出の抑止を図った。同様に、グレイスケールは、SECの承認以前よりイーサ現物の投資する私募ファンドであるグレイスケール・イーサリアム・トラスト（ETHE）を運用していた。グレイスケールは、ETHEのETF転換・上場と同時に、経費率の低いグレイスケール・イーサリアム・ミニ・トラストETFを上場した。

⁷ NYSEアーカとCboeBZXは、各々の取引所グループ内において、ETF上場先としての役割を担っている。

⁸ 厳密には、CFTCは、2015年9月に、電子取引プラットフォームの運営者であったコインフリップが、ビットコインのオプション取引を仲介していた件について、同社が、商品取引所法が定める要件等を満たしていなかったとして処罰した。CFTCは、その制裁を下した命令（order）において、ビットコインなどの仮想通貨（virtual currency）はコモディティである、との見解を示した。詳細は、岡田功太・木下生悟「仮想通貨に対する米規制当局のスタンスと課題」『野村資本市場クォーターリー』2018年春号（ウェブサイト版）を参照。

ファリング (ICO) が横行していた。ICO は、SEC が証券に該当する場合があるとの見解を示してから沈静化したが、SEC は引き続き暗号通貨に対して厳しい姿勢を維持した。2020年12月にはリップル社に対して、同社が生成したトークンである XRP が証券に該当することから、同社が証券募集の登録届出義務に違反するとして提訴した⁹。

SEC が、個別の暗号通貨等について有価証券への該当性を判断する基準として準拠してきたのが、ハウイ・テスト (Howey Test) である。ハウイ・テストとは、連邦最高裁が1946年に示した、特定の取引が有価証券に該当するか否かの基準である。具体的には、①金銭の投資である、②共同事業を対象とする、③専ら他者の努力による合理的な利益を期待するものである、という要件を満たした商品・取引は投資契約に該当し、1933年証券法及び1934年証券取引所法が定義する有価証券として規制される。SEC がリップル社を提訴した際も、XRP がハウイ・テストを満たしていると主張した¹⁰。

また、暗号通貨交換所は、取り扱う暗号通貨が有価証券に該当すると判断されれば、証券取引所又はATS (代替取引システム) としてSECに登録する必要がある。このため、暗号通貨交換業者は、特定の暗号通貨の取り扱いの停止、或いはATSとしての登録を検討するなどの対応をしてきた。例えば、大手暗号通貨交換所のコインベースやジェミニは、XRPの有価証券の該当性が問題視された際に取り扱いを停止した。

2021年4月にSEC委員長に就任したゲイリー・ゲンスラー氏は、ビットコインはコモディティであると認めつつも、ほとんどの暗号通貨は投資契約に該当するため、連邦証券諸法に服するべきとの認識を示し、厳格な姿勢で臨んできた。例えば、SECは2022年3月に、暗号通貨のカストディに関する会計上の解釈 (Staff Accounting Bulletin No.121、以下「SAB121」) を発出した。SAB121は、顧客が保有する暗号通貨の保護に責任を持つ企業は、当該暗号通貨に関して、貸借対照表における負債に公正価値で計上したうえで、その性質と金額等を財務諸表の注記にて開示することを求めた。結果として、銀行等は暗号通貨カストディ業務への参入が困難になった¹¹。

SECは2023年、ハウイ・テストに準拠して、一部の暗号通貨は有価証券に該当すると判断し、大手暗号通貨交換所のコインベースを提訴した。SECは、コインベースは証券取

⁹ リップル社は国際送金コストの削減を目指すフィンテック企業であり、XRPはある通貨ペアの決済においてブリッジ通貨として機能する。2023年7月の地方裁判所の判決では、機関投資家向けのXRP売出しは投資契約に該当するが、暗号通貨交換所を通じた個人投資家向けのXRP売出しは、購入者が資金の受け手が誰なのか知る由がない等として、ハウイ・テストの「専ら他者の努力による利益への合理的な期待」を満たさないため、投資契約に該当しないとされた。リップルの詳細は、岡田功太・木下生悟「規制強化を機にビジネス拡大を目指す米国の仮想通貨交換業者」『野村資本市場クォーターリー』2018年夏号 (ウェブサイト版) を参照。

¹⁰ 元々、リップル社が金銭的な利益を受けることに対して、金銭的価値のあるXRPを支払っているため「投資」であり、またXRPの投資家は利益の期待を有している、XRPへの投資はリップル社の運営という「共通性」を有しており、その利益はXRPの投資家ではなく、リップル社の運営から派生したものであるから「他人の努力」に該当するとの指摘があった。詳細は脚注9の論文を参照。

¹¹ 米国会計検査院は2023年10月、SAB121が議会審査法における「規則」に該当すると判断した。議会審査法は、連邦議会両院が、ある規則を否認する合同決議案を採択し、大統領が同決議案に署名した場合に、当該規則が発効しないことを定めている。実際に、米国会計監査員の判断を受けて、SAB121を否認する合同決議案が提出され、議会を通過した。しかし、バイデン前大統領が拒否権を発動し、拒否権を覆すために必要な3分の2以上の議員票が集まらなかったために、SAB121は否認されなかった。

引所、ブローカー・ディーラー、清算機関の機能を果たしながらも、SECに登録していないと主張した。一方、コインベースは、有価証券を取り扱っていないと反発した。このように、暗号通貨を巡る議論は平行線を辿り、無数に存在する暗号通貨について、ハウイ・テストを用いて有価証券か否か都度判断する SEC のやり方も行き詰まっていた。こうした中、下記の FIT21 法案が暗号通貨の規制明確化を図るものとして注目されている。

IV 規制の明確化を図る FIT21 法案

1. 下院を通過した FIT21 法案

21 世紀のための金融イノベーション法案 (FIT21 法案) は、グレン・トンプソン下院議員 (共和党、ペンシルベニア州) が提案したものであり、2024 年 5 月 22 日に賛成 279 票、反対 136 票を得て下院を通過した。大統領選挙と連邦議会選挙の結果を受け、米国における今後の暗号通貨規制のベースになるものとみられている。

FIT21 法案は、暗号通貨の発行から流通までを規制する枠組みであり、1933 年証券法と 1934 年証券取引法を中心とする証券諸法と商品取引所法に追記、修正する形をとっている。上述の通り、米国では、暗号通貨に関する規制が定まらずに、訴訟が相次いできた経緯がある。また、2022 年に、大手暗号通貨交換所の FTX が破綻した際には、同社が顧客資産を流用していたことが明らかになり、投資家保護の観点からも問題になった。そこで、FIT21 法案は、暗号通貨を 3 種類に分類したうえで、SEC と CFTC の所管の明確化を図るとともに、各当局で暗号通貨に係る登録業区分を新設して、遵守すべき要件を定めている。トンプソン議員は、FIT21 法案について、「この規制枠組みは、消費者と投資家を保護すると同時に、デジタル資産業界における米国のリーダーシップを促進するよう設計されている」と説明している。以下では、FIT21 法案の概要と同法案に対する評価を整理する。

2. デジタル資産の 3 分類

FIT21 法案は、いわゆる暗号通貨をデジタル資産として規制する。デジタル資産は、「仲介者に必ずしも依拠することなく、排他的に保有／移転され、暗号で保護されたパブリックな分散型台帳において記録される、代替可能 (fungible) なデジタルでの価値の表章」と定義される¹²。ビットコインやイーサ、XRP などの主要な暗号通貨に加え、ブロックチェーン上で発行される多様な暗号通貨も該当すると考えられる。

FIT21 法案の最大のポイントは、デジタル資産を、①制限付きデジタル資産 (Restricted Digital Asset)、②デジタル・コモディティ (Digital Commodity)、③認可決済ステーブルコイン (Permitted Payment Stablecoin) に分類している点にある。その上で FIT21 法案は、

¹² パブリックな分散型台帳の意味は明記されていないが、例えば参加者が限定されたブロックチェーン上の暗号通貨は FIT21 法案の範囲外と思われる。

SEC が所管する制限付きデジタル資産と、CFTC が所管するデジタル・コモディティへの規制に焦点を当てている。CFTC は本来、コモディティの現物市場ではなくデリバティブ市場を規制・監督する行政機関である。このため、FIT21 法案は、商品取引法におけるコモディティの定義にデジタル・コモディティを追加するのではなく、デジタル・コモディティの現物市場を CFTC が所管することを新たに規定している。なお、認可決済ステーブルコインは、送金・決済手段として用いられ、法定通貨等との安定的な価値連動を図るデジタル資産であり、具体的には、テザーや USDC などが該当すると考えられる。

制限付きデジタル資産とデジタル・コモディティとを区別するのは、あるデジタル資産が基盤とするブロックチェーン・システムが、機能的 (functional) システムであるか否か、分散型システムであるか否かに基づく¹³。ブロックチェーン・システムが、機能的システムかつ分散型システムである場合にのみデジタル・コモディティとして CFTC が所管し、それ以外の場合 (機能的ではない、分散型ではない場合) は制限付きデジタル資産として SEC が所管する。

「機能的システム」の要件は、デジタル資産が、ブロックチェーン・システムにおいて、①価値の移転と保存、②運営されるアプリケーションやサービスの利用、③分散型ガバナンス・システムへの参加、のいずれかの目的で使用されていることを指す。一方、「分散型システム」の要件は、ブロックチェーン・システムをコントロールする権限を持つ者がいないこと、当該デジタル資産の所有が分散されていること、などである¹⁴。制限付きデジタル資産には発行されて間もない暗号通貨が該当し、デジタル・コモディティにはビットコインやイーサが該当することになると思われる。言い換えれば、新たな暗号通貨については SEC による厳格な規制・監督に服せしめることで投資家保護を確保し、ビットコインやイーサのように流通・記録管理のシステムが確立したものについては CFTC が所管して比較的自由的な流通を認める、というのが FIT21 法案の基本的な枠組みである。

FIT21 法案が、分散型システムを有価証券たる制限付きデジタル資産ではなくデジタル・コモディティの要件としているのは、あるデジタル資産の販売について、ブロックチェーン・システムを中央で管理する者がいない場合、当該デジタル資産の保有者は、ハウイ・テストの要件の一つである「専ら他者の努力による合理的な利益を期待」できず、故に当該デジタル資産の販売は投資契約に該当しない、というロジックに基づく。

制限付きデジタル資産の発行体は、一定の開示義務に服する一方で、デジタル・コモディティには発行体といえる存在がないため、開示義務がない。また、制限付きデジタル資産は、発行体の創業者や従業員などが所有する分については、取得日又は転換日

¹³ 厳密には、デジタル資産を所有するのが、①発行者、②関係者、③発行者でも関係者でもない者、のいずれかに応じて、制限付きデジタル資産とデジタル・コモディティとの区分は異なる。ここでの関係者は、デジタル資産の 5%以上を保有する者 (Affiliated Person) や発行者の創業者や従業員 (Related Person) などを指す。発行者が保有するデジタル資産は、制限付きデジタル資産に分類される。

¹⁴ デジタル資産の保有者が発行者にも発行者の創業者や従業員等の関係者にも該当しない場合で、マイニングなどの取引検証の対価として配布されるデジタル資産は、ネットワークが分散型システムであるか否かに依らずデジタル・コモディティとなる。

(maturity date)¹⁵の遅い日から 12 か月経過しないと募集・売出しができないというロックアップが付されているが、デジタル・コモディティには同様の譲渡制限は存在しない。

3. デジタル資産の募集と流通

FIT21 法案は、デジタル資産の発行を促すべく、制限付きデジタル資産の募集・売出しに関して、特定の要件を満たす場合、証券募集等に係る登録義務を規定する 1933 年証券法第 5 条の適用を免除する。この要件は、①過去 12 か月間、発行体による当該デジタル資産の総販売額が 7,500 万ドル以下である、②自衛力認定投資家 (Accredited Investor)¹⁶でない個人による当該デジタル資産の総購入額が、当該個人 (又は配偶者等との合算) の年収の 10%又は純資産の 10%のいずれか大きい方を超えない、などである。1933 年証券法第 5 条に基づく証券募集では、発行体は詳細かつ複雑な開示を求められるが、制限付きデジタル資産の募集・売出しに係る免除規定が適用される場合¹⁷、少額ゆえに影響が少ないであろうことを踏まえ、デジタル資産特有の情報などをウェブサイトを開示するよう義務付けるにとどめ、発行者への開示負担が抑えられている。

あるデジタル資産がデジタル・コモディティに分類されるには、ブロックチェーン・システムが分散型システムであると証明され、SEC の確認を経る必要がある。この証明は、暗号通貨交換所やデジタル資産の保有者等¹⁸が、SEC に対して分散型システムである根拠などを記した書類を提出し、SEC が 60 日以内に反証しなければ成立する¹⁹。デジタル・コモディティに分類されたデジタル資産は、CFTC の確認などを経て、CFTC 登録のデジタル・コモディティ交換所で取り扱われる²⁰。

¹⁵ デジタル資産の転換日とは、当該デジタル資産の 20%以上が、デジタル・コモディティとなった日もしくは SEC に登録された日のいずれかを指す。

¹⁶ 自衛力認定投資家とは、私募証券に投資可能な者であり、①銀行、保険会社、投資会社といった金融機関等の法人、或いは②単独、又は配偶者と合算した純資産が 100 万ドル超の個人、或いは③直近 2 年間の年収が 20 万ドル超の個人、又はその配偶者の年収の合計が 30 万ドル以上であり、当該年度の年収がこれに達することを合理的に見込める個人である。詳細は、岡田功太「私募証券投資の更なる活性化を目指す米国の取り組み — 自衛力認定投資家の規制緩和を中心に —」『野村資本市場クォーターリー』2020 年秋号を参照。

¹⁷ 免除規定が適用される場合、発行体は SEC に対して、発行体やデジタル資産などに関する情報を定期的に報告することが義務付けられるが、デジタル資産がデジタル・コモディティになったときの会計年度末から 180 日経過すると同報告義務は停止する。

¹⁸ FIT21 法案では、証明を行う者について制限が設けられていない。また、SEC は受理した書類を公衆に開示し、CFTC に通知することが求められる。SEC はブロックチェーン・システムが分散型システムであるか否かの判断において、パブリックコメントを募ることができる。

¹⁹ SEC は受理した書類を公衆に開示し、CFTC に通知することが求められる。また、SEC はブロックチェーン・システムが分散型システムであるか否かの判断において、パブリックコメントを募ることができる。

²⁰ CFTC 登録のデジタル・コモディティ交換所が、CFTC に対して、当該デジタル・コモディティが商品取引法と CFTC 規則を充足することを証明し、CFTC が 20 営業日以内に否認しなければ、証明は成立し、CFTC の確認を経たことになる。同証明では、デジタル・コモディティの目的や用途、生成・リリースのプロセス、合意形成メカニズムなどの説明が求められる。

4. 金融事業者による登録も認められるデジタル資産事業者

FIT21 法案では、デジタル資産業務に従事する事業者（以下、デジタル資産事業者）向けの登録業務を新設している（図表 3）。概ね、各デジタル資産事業者の内容は、証券取引法と商品取引所法を踏襲しており、制限付きデジタル資産を扱う者は SEC に、デジタル・コモディティを扱う者は CFTC に登録する。各デジタル資産事業者は、SEC 又は CFTC が今後定める規則に従って、顧客資産の保護・分別管理、最低資本、報告、記録管理、リスク管理、開示などの各種要件に服することになる。

また、デジタル資産ブローカー／ディーラーは FINRA（金融取引業規制機構）に、デジタル・コモディティ・ブローカー／ディーラーとデジタル・コモディティ交換所は全米先物協会に登録し、各自主規制機関の規則を遵守する必要がある。さらに、各デジタル資産事業者は、銀行秘密法における金融機関に該当し、アンチ・マネーロンダリングに関する要件などに服する。

図表 3 の通り、FIT21 法案では、既に SEC、CFTC に登録している事業者が、追加的に、FIT21 法案におけるデジタル資産事業者として登録することを容認している。また、制限付きデジタル資産とデジタル・コモディティと相互の追加登録を認めることで、制限付きデジタル資産からデジタル・コモディティに移行する際も、継続的な売買が行えるように

図表 3 デジタル資産事業者の概要

デジタル資産事業者	内容	追加登録可能
DA ブローカー	他人にかわって制限付きデジタル資産を売買する者	国法証券取引所、ATS、ブローカー／ディーラー、DA 取引システム、DC ブローカー／ディーラー
DA ディーラー	自分勘定でデジタル資産を売買する者	
DA 取引システム	複数の買い手及び売り手の制限付きデジタル資産の取引注文を結び付ける組織、社団又は人の集団	国法証券取引所、ブローカー／ディーラー、ATS、DA ブローカー／ディーラー、DC 交換所
DC ブローカー	DC 現物市場における次のいずれかの者 ① 適格契約参加者でない者による DC の売買注文の勧誘又は受託を行う者 ② 登録エンティティへの規則に服する又は従う者による DC の売買注文の勧誘又は受託を行う者 ③ CFTC に DC ブローカーとして登録している者	先物取引業者、取次ブローカー又はスワップ・ディーラー、DA ブローカー／ディーラー
DC ディーラー	・CFTC に DC ディーラーとして登録している者 ・DC 取引を伴う契約等に関して識別可能な事業を持つ者 ・DC 現物市場における次のいずれかの者 ① 自ら DC のディーラーと称する者 ② DC のマーケット・メイクを行う者 ③ 自己勘定で識別可能な DC のディーリングを行う者 ④ 一般的に DC のディーラー或いはマーケット・メーカーの取引として知られている業務に従事する者	
DC 交換所	1 つ以上の DC の現物市場を提供する、又は提供しようとする取引施設	指定契約市場、スワップ執行ファシリティ、DA 取引システム

(注) DA はデジタル資産、DC はデジタル・コモディティを表す。

(出所) FIT21 法案より野村資本市場研究所作成

している²¹。なお、各デジタル資産事業者は、適格なデジタル資産カストディアンにて、顧客資産を管理することが義務付けられる²²。

5. SEC と CFTC の協力

SEC と CFTC は、デジタル資産への規制で協力することが求められている²³。図表 3 の通り、デジタル資産事業者は、両当局で登録する可能性があるため、SEC と CFTC は協力して、二重登録の負担を軽減するための規則を策定することとされている。

また、FIT21 法案は SEC と CFTC が、政府外のデジタル資産関係者から各 10 名を指名し、計 20 名で構成される、デジタル資産に関する共同諮問委員会を設置することも義務付けている。同委員会は、デジタル資産に関して両当局に政策提言をする役割を担う。さらに、両当局は、FIT21 法案の対象外である DeFi（分散型金融）や、デジタル資産に関連する金融リテラシーについて共同で研究し、連邦議会に提出することが義務付けられる。

6. FIT21 法案への反応と批判

暗号通貨業界は概ね、FIT21 法案を歓迎している。例えば、フィデリティやコインベースなどが事務局を務める、暗号通貨のロビイング団体のクリプト・カウンシル・フォー・イノベーションは、FIT21 法案は米国のデジタル資産市場に特有な構造に対応しつつも消費者を保護する包括的な規制枠組みだとして、支持する声明を発表した²⁴。暗号通貨業界としては、規制枠組みが策定されることで、SEC の執行措置の減少や、機関投資家の参加を期待していると考えられる。コインベースなどの暗号通貨交換所は、従来、各州で資金移動業のライセンスを取得することで事業を展開していたが²⁵、FIT21 法案が成立すれば、連邦レベルの登録で済むようになる。

一方、FIT21 法案には批判も多い。第一に、制限付きデジタル資産からデジタル・コモディティへの移行にあたり、発行体が行う証明に対して、SEC が確認する期間が 60 日に制限されている点である。現在、2 万以上の暗号通貨が存在するといわれる中で、SEC が

²¹ 例えば、イーサの基盤であるイーサリアムは、元々は主体的に運営している組織が存在したが、現在は、そうした組織はなく、デベロッパーなどの活動により運営されている。

²² 他人のために制限付きデジタル資産ないしデジタル・コモディティを管理する者であり、適切な連邦銀行当局、全国信用組合管理機構、SEC、CFTC、州銀行当局、海外の適切な当局のいずれかの監督と検査に服しており、所定の要件を充足する者が適格デジタル資産カストディアンとして活動できる。

²³ 過去にも、暗号通貨に関して両当局が対話することはあったが、属人的な面があった。例えば、2018 年には、当時の SEC ジェイ・クレイトン委員長と CFTC クリストファー・ジャンカルロ委員長が、ウォール・ストリート・ジャーナルに、暗号通貨に関する共同論説を掲載している。当時の様子は、J・クリストファー・ジャンカルロ（飯山俊康監訳、野村資本市場研究所訳）『暗号通貨の未来と国家：「クリプト父さん」による闘いの記録』一般社団法人金融財政事情研究会、2023 年 2 月 7 日を参照。

²⁴ Crypto Council for Innovation, “FIT21 Coalition Support Letter,” May 17, 2024.

²⁵ 2010 年代後半より本格化した暗号資産ビジネスは、個人間での暗号資産の移動を目的とするものであり、これが金銭的価値の移動に該当すると考えられたことから、多くの企業が資金移動業のライセンスを獲得した。

個別の暗号通貨について十分に分析することは難しい可能性があり、結果として投資家保護上の問題が生じかねない。

第二に、暗号通貨交換所が、証券取引所としてではなくデジタル資産取引システムとして SEC に登録できる点である。SEC ゲンスラー委員長（当時）は、これにより、暗号通貨交換所の投資家は証券取引所であれば享受できる投資家保護を受けられない、暗号通貨交換所は利益相反を助長するように自らの様々な機能を組み合わせる可能性がある、と指摘する²⁶。

第三に、CFTC の権限拡張である。先述の通り、CFTC は従来、コモディティのデリバティブ市場を所管してきたわけであり、デジタル・コモディティの現物取引の所管というのは、相応の権限拡張を意味するが、CFTC は SEC と比較して人員も予算も限られるため、十分な監督が可能か疑問視する声もある²⁷。

また、FIT21 法案は、理論的な問題点も指摘されている。FIT21 法案は、投資契約に基づき売却・移転されるデジタル資産を「投資契約資産」と定義し、連邦証券諸法における有価証券から除くことを明記している。これは、ある資産が投資契約に基づき売却された場合、投資契約自体は有価証券であるとしても、当該資産は、投資契約に基づいて売却されたことだけを理由に、有価証券と判断されるべきではない、という考え方に基づく。一方、これに対しては、①投資契約資産に係る法的枠組みが手当てされていない、②購入者がデジタル資産自体に関して他者の努力による利益を期待する場合には、当該デジタル資産が有価証券に該当すると SEC が主張する余地がある、などの指摘がある²⁸。

V 米国暗号通貨市場の展望

トランプ新政権は、暗号通貨を促進する政策をとっていく可能性が高い。トランプ大統領は、AI（人工知能）と暗号通貨に関する政権の方針を統括する責任者として、ペイパルの元最高執行責任者であるデービッド・サックス氏を指名した。サックス氏は、自身が創設したベンチャー・キャピタルを通じて、暗号通貨のカストディを手掛けるビットゴーや、暗号通貨現物 ETF の運用会社であるビットワイズなどに投資してきた経歴を持つ²⁹。

規制当局をみると、トランプ大統領が指名したポール・アトキンス氏が SEC 委員長となれば、暗号通貨業界への法執行措置を減らすことや、SAB121 を撤回することなどが考えられ、これにより銀行などが暗号通貨カストディ業務への進出を活発化させる可能性が

²⁶ Securities and Exchange Commission, “Statement on the Financial Innovation and Technology for the 21st Century Act,” May 22, 2024.

²⁷ 2023 年度の予算は SEC の 21 億ドルに対して CFTC は 3.6 億ドルであり、人員は SEC の約 4,500 名に対して CFTC は 700 名未満である（Better Markets, “Seven Questions on the Pro-Crypto, Anti-SEC Financial Innovation and Technology for the 21st Century Act,” June 11, 2024）。

²⁸ 前者の指摘は、マキシン・ウォーターズ下院議員（民主党）によるもの（Claire Williams, “Crypto bill passes House with wide bipartisan support in historic vote,” *American Banker*, May 22, 2024）。後者の指摘は、法律事務所デービス・ポーク所属のジョセフ・ホール弁護士によるもの（Joseph Hall, “More Clarity About Digital Assets Must Precede Unified Regulation,” *Bloomberg Law*, June 11, 2024）。

²⁹ Sam Reynolds, “DYdX Surges 30% as Trump Names David Sacks as 'AI and Crypto Czar',” *CoinDesk*, December 6, 2024.

ある。実際、業界団体である銀行政策研究所（Bank Policy Institute）等は共同で、SEC に対して、SAB121 があるためにビットコイン現物 ETF におけるビットコイン現物のコストディに銀行が参入できず、1社のノンバンクにリスクが集中しているなどと指摘している³⁰。2024年1月に承認されたビットコイン現物ETF11本のうち8本は、コインベース・コストディがビットコイン・コストディアンを担っていた。

銀行当局は、近年、ガイダンスや監督などを通じて、銀行による暗号通貨関連企業への融資の抑制を試みてきた経緯がある。例えば、2023年2月には、FRB、OCC（通貨監督庁）、FDIC（連邦預金保険公社）が共同で、銀行に対して、暗号通貨関連企業による予期せぬ規模、タイミングでの預金の流出入が流動性リスクを高めると警告する声明を発している³¹。トランプ新政権の下では、銀行当局のスタンスが変化し、暗号通貨業界への資金流入が活発化することも考えられる。

FIT21 法案は、単なる規制緩和ではなく、SEC と CFTC の所管を含めた法的位置づけを明確化することが目指されている。情報開示やデジタル資産事業者の登録義務などを規定することで、悪質な暗号通貨や業者を排除し、業界の健全な成長を促進しようとしている。また、FIT21 法案は、既存の金融事業者がデジタル資産事業者としても活動できるようにしており、伝統的金融と暗号通貨との境目が薄れ、相互の乗り入れが活発化することも考えられよう。銀行に関しては、バーゼル銀行監督委員会が2022年12月に最終化した暗号資産に関するバーゼル基準が、米国に適用されるかを踏まえて、事業を拡大するか選択していくことになると思われる³²。

FIT21 法案は、連邦議会の2023～2024年会期に成立に至らなかったため一旦は廃案となったが、法案を再提出することは可能である。同法案の下院通過時には民主党議員からの支持も得て大差で通過したため、2025年からの新会期にて、FIT21 法案が再提出される、又は後継法案が提出される可能性は高い。2024年の連邦議会選挙で共和党が獲得した上院議席は53であり、安定的な法案可決のための60議席に達していない点には留意する必要があるが³³、暗号通貨の法的位置づけの明確化や伝統的な金融事業者の参入促進といったFIT21法案の方向性は維持されるものと考えられる。

³⁰ Bank Policy Institute, “BPI and Coalition of Trades Call for Changes to SAB 121,” February 14, 2024.

³¹ OCC, “Crypto-Assets: Joint Statement on Liquidity Risks to Banking Organizations Resulting from Crypto-Asset Market Vulnerabilities,” February 23, 2023.

³² 同バーゼル基準では、一定の要件を充足しない暗号資産には、1,250%のリスク・ウェイトを適用すること、トークン化された伝統的資産やいわゆるステーブルコインを除く暗号資産に関しては Tier1 資本比で 1%を超えないこと、などが求められる。詳細は、小立敬「銀行のプルーデンス規制における暗号資産の取扱い— 現行のバーゼル基準と追加的な提案—」『野村資本市場クォーターリー』2024年春号を参照。

³³ 米上院では、演説を長時間続けるなどの議事妨害（フィリバスターと呼ばれる）が行われることがある。上院規則に基づき、議事妨害の無効化には 60 議席が必要である。