

米国の仮想通貨市場の整備を巡る課題と展望

米国では、近年、仮想通貨市場の整備を巡る議論が活性化しています。2017年12月にビットコイン先物が上場し、新たな投資対象としての期待が持たれている一方で、仮想通貨交換所のサイバー・セキュリティ対策等、課題は山積しています。今後、仮にそれらの課題が解消されれば、投資家にとって資産運用の選択肢の広がりにつながる可能性もあるでしょう。米国におけるビットコインを取り巻く現在の状況は、規制当局及び市場参加者が互いに課題を指摘しながらも、新たな挑戦として捉えるという米国金融業界が生み出すダイナミズムの典型例であると言えます。

ビットコインを巡る専門家の評価

最近では、ビットコインを含む仮想通貨のニュースを毎日のように目にする感がありますが、話題性の一つは激しく変動する価格動向にあると言えます。例えば米ドル建てでみたビットコイン価格は2014年12月末の319ドルから、2017年12月末には13,860ドルと3年間で約43倍になりました。ただし、ビットコイン価格の過去最高値は、2017年12月16日の19,343ドルでしたが、翌年の2018年2月6日には6,000ドルとなり、わずか1ヵ月余りの期間で約70%下落しました。その後も乱高下が続き、2018年2月末時点では10,500ドルまで上昇し、投機的な市場の様相を呈しています。

ビットコインの開発の背景には、政府や中央銀行の管理下に置かれない仮想通貨を作って、誰の管理も受けずに、お金を自由に世界中で動かせるようにしようというリバタリアンのイデオロギーがあります。しかし、通貨としてのビットコイン

の価値に疑問を呈する金融関係の専門家は多いのも事実です。連邦準備制度理事会(FRB)の元議長であるベン・バーナンキ氏は「ビットコインは法定通貨の代替となり、規制や中央銀行の介入を避ける試みである。私はそれが成功するとは思わない」と発言し、ジャネット・イエレン前議長も同様に、ビットコインは法定通貨としての性質を持たないという見解を示しました。

そもそも本源的な価値がないという指摘もあります。モルガン・スタンレーのアナリストであるジェームズ・フォーセッテ氏は、①金利が存在しないこと、②金(ゴールド)のように半導体や宝飾品に用いられていないこと、③決済としての利用範囲が限定的であることから、ビットコインに価値を見出すことは難しいと主張しました。ウォーレン・巴菲特氏は2017年10月、「ビットコインの価値を評価することはできない。なぜなら、ビットコインは価値を生み出す資産ではないからだ」と述べました。

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送を行わないようお願い致します。

それでも、ビットコインに実際に市場において値がついている以上、無価値ということはありませんが、その価格動向がバブル的であるという見解もあります。JPモルガンのジェームズ・ダイモンCEOは2017年9月、「ビットコインは、チューリップ・バブルより酷く、良い終わり方はしないだろう」と述べ、ロバート・シラー氏(イェール大学教授、ノーベル経済学賞受賞)は「根拠なき熱狂の最も典型的な例がビットコインだ」と発言しました。

他方で、ビットコインに必ずしも否定的ではない動向もあります。例えばモルガン・スタンレーのジェームズ・ゴーマンCEOは2017年9月、「ビットコインは明らかに、単なる流行を超えている」と語り、その後、ゴールドマン・サックス、次いでモルガン・スタンレーが次に述べるビットコイン先物を、限定的な形ではあるものの取り扱う旨が報じられています。

上場を果たしたビットコイン先物

賛否両論ある中、商品先物取引委員会(CFTC)は2015年9月、ビットコインを含む仮想通貨を「コモディティ」と定義しました。当時、ビットコインの取引プラットフォームを運営していたコインフリップ(Coinflip)は、商品取引所法(Commodity Exchange Act)を遵守せずにビットコインのデリバティブ取引を行っていました。それに対して、CFTCは、ビットコインのデリバティブ取引を行う者は、コモディティ・デリバティブ市場の参加者と同様に、商品取引所法に服する必要があるとして、コインフリップに対して業務停止命令を発しました。

一見、規制強化に見えるCFTCの決定ですが、ビットコインを「コモディティ」として法的に位置づけたとも言えます。実際、これを機に、米国証券市場では既存の金融資産と同様に仮想通貨を取引できる可能性を検討する動きが本格化し、

特にビットコイン先物の上場に対する期待が高まりました。一般的に、デリバティブ取引は、投資家のヘッジ手段となり、結果的に、原資産の市場流動性が向上し、ビッド・アスク・スプレッドが縮小することで投資家の取引コストを減少させる効果が期待できます。価格変動が激しいビットコインに先物市場が形成されれば、投資家層が拡大することが期待されたといえます。

CFTCの決定を受け、米国の各証券取引所の間では、ビットコイン先物の上場誘致の動きが活発化し、市場間競争をもたらしました。CMEは、2016年11月からビットコイン指数を算出・公表し、同指数を活用したビットコイン先物の上場準備を進め、ナスダックも2018年前半にビットコイン先物を上場する計画を公表しました。

そして、ジャンカルロCFTC委員長が、2017年11月にビットコイン・デリバティブ市場には新たな規制は不要だという見解を示し、CFTCは2017年12月1日にCBOE及びCMEに対してビットコイン先物の上場を承認しました。CBOEは2017年12月10日にCBOE XBT Bitcoin Futures(XBT)を上場させ、CMEは2017年12月17日にCME Bitcoin Futures(BTC)を上場させました。

高まるビットコインETF上場の機運

ビットコイン先物の取引開始を受けて、ビットコインETF上場の機運が高まりました。仮にビットコインETFが実現すれば、2004年11月にSPDRゴールド・シェアーズが上場して以降、多様なコモディティETFが開発され、証券市場の投資家がコモディティへの投資を拡大したのと同様の効果が生まれる可能性もあります。そのような経験も踏まえ、米国証券業界では、先物市場の整備とETFの上場によって、ビットコインが新たな投資対象として確立されるのか否かに強い関心が寄せられていると言えます。

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

証券取引委員会(SEC)は2018年1月、①公正な価格評価、②日次の流動性の担保、③カストディの機能、④ETFが価格形成する際に必要不可欠なアービトラージ(ETFと原資産の裁定取引)機能、⑤価格操作等のリスクについて、十分に対処できるまで、ビットコインETFを承認しないという見解を示しました。これは、ビットコインETFに対する否定的な意見であると考えられる一方で、将来的に、上記5点に対処できれば、ビットコインETFが承認される可能性があることを意味しており、むしろ、課題が明確になったとも言えます。

上記の課題の中でも、ビットコインの市場での流動性向上は、公正な価格評価やアービトラージ機能の担保等と密接に関係することから、優先的に対処すべき事項といえます。つまり、ビットコインETFが上場し、健全な市場が形成されるには、仮想通貨交換所におけるビットコインの現物の流動性向上が必要不可欠であるということを示唆しています。

ビットコインの流動性向上に関する課題

大手機関投資家が、仮想通貨交換所において、ビットコインの現物取引を活発化させるかどうかについては、以下の課題を挙げることができます。

第一に、ビットコインの法的定義の明確化です。CFTCはビットコインを含む仮想通貨をコモディティと定義した一方で、SECは1933年証券法における「有価証券」に該当するという見解を示しました。また、仮想通貨交換所は送金サービス事業者として、州当局の規制・監督下にあります。米規制当局の分断された管轄が、投資家保護の適切な枠組み構築に関する議論の障壁となり、投資家に不利益、不確実性をもたらす可能性があります。

第二に、ビットコイン投資家は、価格変動リスクや流動性リスク以外にも、サイバー・セキュリティを含む仮想通貨交換所が有するリスクを負うことに留意が必要です。東京を本拠地とした仮想通貨交換所であるマウントゴックス(Mt.Gox)は2014年2月、最盛期には全世界のビットコイン取引の約70%以上を取り扱っていましたが、突如として約500億円相当のビットコイン及び預り金を消失させ、破綻しました。その後の調査によると、消失要因として、元CEOのマルク・カルプレス氏による横領と、外部のサイバー攻撃による消失の可能性が指摘されました。

また、2018年1月に東京に拠点を置く仮想通貨交換所のコインチェックは、ハッカー攻撃により580億円相当の仮想通貨を流出させました。その原因として、コインチェックのセキュリティ対策不足が指摘されています。

2009年から2015年までの間に、世界の仮想通貨交換所のうち、実に33%がハッカーの被害に見舞われています。米国の仮想通貨交換所においても2012年にビットフロア、2014年にポロニエックスがハッカー攻撃を受けており、仮想通貨交換所のサイバー・セキュリティの頑強性は、米国においても利用者保護上、重要な論点となっています。

おわりに

米国において、ビットコインを取り巻く現在の環境は、市場制度の不備等を当局及び市場参加者が互いに指摘しながらも、新たな挑戦として前向きに捉えるというバランスの上に成り立っています。足下では課題が山積していますが、将来的に、ビットコイン投資に関する課題が一つずつ解消されていけば、新たなオルタナティブ投資の対象として利用可能になり、投資家にとって資産運用の選択肢が広がることが期待できます。

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

— 次号のお知らせ —

次号は

3月26日(月)

発行予定です。

野村証券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.404%(税込み)(20万円以下の場合、2,808円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第142号
加入協会/日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会のホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次のURLにてご登録をお願い致します。

<http://nenkin.nomura.co.jp>

編集:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター、野村資本市場研究所、野村総合研究所

発行:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2
アーバンネット大手町ビル

TEL: 03 (6703) 3991 FAX: 03 (6703) 3981

Email: nenkin@jp.nomura.com

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されました御客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送を行わないようお願い致します。