

暗号資産トレジャリー（DAT）企業をどう見るべきか

暗号資産の保有を中核事業とするDAT企業が話題を呼んでいる。上場会社が暗号資産に投資すること自体を否定すべきではないが、株価の乱高下や経営不振企業のDAT企業への転身など、懸念すべき点も多い。証券取引所も上場基準の見直しや株価指数への組み入れ見送りなどの対応を進めている。

話題を呼ぶDAT企業

最近、暗号資産トレジャリー（DAT：Digital Asset Treasury）企業が株式市場で話題になっている。財務戦略としてビットコイン（BTC）などの暗号資産保有量を積極的に増やすことを事業の中核に据えているのがDAT企業である。

DAT企業の実績は、米国の戦略企業である。当初はデータ・マイニングやビジネス・インテリジェンス関連のソフトウェア開発などの事業を行っていたが、2020年以降BTC投資を主要事業と位置づけ、2026年4月時点での保有量は81.5万BTC（時価約9,800億円）に達する。日本でも、2024年にDATの事業化を宣言し、約1年で株価が100倍に急騰したメタプラネットを初めとして、上場会社10社以上がDAT企業とされる。

DAT企業が増加する背景に社会全般の暗号資産への関心の高まりと暗号資産取引の拡大があることは容易に理解できる。

ただし、DAT企業には、懸念される点も少なくない。もちろん、上場会社がBTCなどの暗号資産を保有すること自体に問題はない。上場会社が本業とは別に、株式や債券、不動産等への投資を行うことは珍しくないので、暗号資産への投資を排除すべき理由はない。しかし、DAT企業は、暗号資産の保有を本業とするため、単純に一般の上場会社の余資運用と同一視することはできない。それは暗号資産価格の変動率やDAT企業の株価や資産の変動率が極めて高く不安定であるということである。

暗号資産は、最古参のBTCですら誕生して20年にも

満たない新しい資産クラスである。市場価格はもっぱら需給に左右されるという見方も強く、暗号資産の価値評価をどうすべきか、十分に定まっていない状況にある。

しかもDAT企業の株価は、保有する暗号資産の価値だけでなく暗号資産投資のための資金調達、ステーキングなどの運用戦略といった個社の経営戦略によって影響を受けるため、保有暗号資産の価格以上に変動率が大きくなる。例えばストラテジーの株価の変動率は、BTC価格の変動率の1.5～2倍程度である。

DATの事業としての持続可能性への疑問もある。DAT企業とされる上場会社には、有価証券報告書で経営危機に瀕していることを示唆する「継続企業の前提に関する注記」や「重要事象等」の記載を開示している会社が少なくない。投資家の目を経営の実情からそらすために、いわば苦し紛れに暗号資産投資に走る上場会社もあるものと考えざるを得ない。

なお、日本の場合、DAT企業が注目される背景として、やや特殊な事情も働いているように思われる。それは個人所得課税における暗号資産と株式など有価証券の取り扱いの違いである。個人が暗号資産の取引で得た利益は雑所得とされ、最高税率45%の総合課税の対象となる。一方、上場株式の売買で得た利益は、いわゆる金融所得として申告分離課税され、税率は住民税や復興特別所得税を加味しても約20%にとどまる。

つまり、仮にDAT企業の株価が保有する暗号資産の価値と連動するのであれば、DAT企業株式への投資は、個人投資家にとって、税制上の取り扱いが有利な、暗号資産への投資手段となり得るという思惑とカラクリがある。もっともこの点は、2028年にも予想される税制改正で、暗号資産現物への投資収益が申告分離課税と

なることで、大きく変わることになる。

DAT企業化を牽制する取引所

暗号資産とは無縁だった上場会社が、突然DAT企業へと転身すること自体にも問題はありそうだ。

米国ナスダック市場上場の中国系企業アーバン・ティー社は、紅茶や菓子の販売事業を行っていた。ところが2021年6月、社名をビット・ブラザーに改め、DATを主要事業とした。市場は唐突な事業変更に困惑し、同社の株価は乱高下した。大幅な株式併合などの対策を講じたものの、株価が上場維持基準を割り込む事態となり、2024年2月に上場廃止となった。

こうした中で、ニューヨーク証券取引所（NYSE）は、2024年7月、上場基準を定めた規則を改正し、主要事業を変更し、新規株式公開（IPO）時点で手掛けていた事業と著しく異なる事業を新たな主要な事業とした上場会社は、取引所による上場維持の是非の審査対象とする制度を導入した。審査のポイントは、仮に変更後の主要事業が、IPO時点で主要事業であったとしたら取引所が上場を認めたかどうかという点におかれる。

上場会社の事業内容が時代とともに変化するのは当然である。祖業にとらわれて大胆な業態転換に踏み切ることができず、競争力を失っていく企業も少なくないことを踏まえれば、まったく新しい事業を主要事業とすることが、一概に否定されるべきではないだろう。

しかし、上場審査を通過した後に、本来ならば上場を認められなかったような事業を主軸にしたのでは、「裏口上場」の誹りを免れない。そうした企業を市場から排除しようとする取引所の姿勢は理解できる。

なお、NYSEによる規則改正が、DAT企業をめぐる市場の混乱をきっかけとしたことは確かだが、NYSEはDAT企業の上場を明確に禁じたわけではない。規則改正後に上場廃止が行われた例はまだないことに留意すべきだろう。

一方、東京証券取引所（東証）には、上場会社が非上場会社と合併することで、実質上は合併相手となる非上場会社が上場審査を経ずに上場する途を塞ぐために、上場会社が実質的な存続会社でなく、かつ一定期間内に上場審査基準に準じた基準に適合しない場合は、「不適当な合併等」として上場廃止とする規則がある。現在、DAT企業も念頭に置きつつ、持続可能性といった観点から問題のある上場会社への対応策が検討されている。

2026年4月には、東証のグループ会社で東証株価指数（TOPIX）を算出するJPX総研が、暗号資産の保有量が総資産の50%を超える上場会社はTOPIX等の指数に新規追加しないという方針を打ち出した。10月にも予定されるTOPIXの銘柄入れ替え時から適用される。

DAT企業は投資ファンドに近いとして、株価指数から除外しようとする動きは海外でもみられた。株価指数に連動するパッシブ運用の比重が高まる中、TOPIXに組み入れられない銘柄は、機関投資家による投資対象とはならない可能性が高く、実際上の影響は大きい。東証の新たな方針がDAT企業への移行を躊躇させる要因となる可能性もあるだろう。

Writer's Profile



大崎 貞和 Sadakazu Osaki

未来創発センター
主席研究員
専門は証券市場制度
focus@nri.co.jp