

ビットコイン・ トレジャリー戦略とは？ 企業価値への影響と投資リスク

配布期間：2025年8月1日～8月31日

00 はじめに

サマリー

本レポートは、企業が準備資産としてビットコインを保有する「ビットコイン・トレジャリー戦略」について、企業価値への影響と投資リスクの観点から分析を行った。

パフォーマンス分析の結果、ストラテジー社はビットコイン価格と強い正の相関（0.67）を示し、ベータ値は1.51と「ビットコイン価格変動の増幅器」として機能していることが確認された。一方で、日本のメタプラネットはビットコインとの相関係数0.11と「ほぼ無相関」でありながら、極めて高いボラティリティを示していた。これは、同社株価がビットコイン価格そのものよりも、企業固有の戦略や市場期待に強く依存していることを示唆している。

実際、メタプラネットのmNAV倍率（企業時価総額 ÷ 保有BTC時価総額）は3.138倍と、ストラテジーの1.667倍を大幅に上回っており、企業固有の戦略や市場期待が価格形成に強く影響を与えていることが確認された。また、同社の株価は、初回戦略発表時や大規模なビットコイン調達発表時に顕著な上昇を示しており、「継続的な調達への期待感」が重要な価格決定要因となっている可能性が示唆されている。

総括として、ビットコイン・トレジャリー企業の価格形成には、ビットコイン価格変動の増幅器としての標準的なモデルと、企業固有の戦略や「継続的な調達への期待」に強く依存する独自モデルという二つの異なるパターンが存在する可能性があることが明らかとなった。

アジェンダ

- 00 はじめに
- 01 ビットコイン・トレジャリー戦略の概要
- 02 パフォーマンス特性
- 03 日本市場の特異性
- 04 価格形成メカニズム
- 05 総括

01 ビットコイン・トレジャリー戦略の概要

1.1 戦略の背景と定義

近年の複雑なマクロ経済環境、特に法定通貨価値の希薄化懸念は、伝統的な企業財務のあり方に問いを投げかけている。このような背景の中、2020年8月のMicroStrategy社による初回購入（2億5,000万ドル）を皮切りに、一部の上場企業がバランスシート上の準備資産としてビットコインの採用を開始した。

ビットコイン・トレジャリー戦略とは、企業がバランスシート上の準備資産の一部または全部をビットコインに割り当てる企業方針と定義される。この戦略は単なる資産運用に留まらず、企業の資本配分やアイデンティティの中核となることも少なくない。企業が公表する主な戦略目標は、インフレヘッジ、長期的な価値保存、そして伝統的な準備資産を上回るリターンを獲得である。

ただし、ビットコイン価格は極めて高いボラティリティを持つため、この戦略は企業の財務安定性に重大な影響を与える可能性があることに留意が必要である。価格下落時には企業価値の大幅な減少や、資金調達への悪影響が生じるリスクが考えられる。

1.2 ビットコイン保有企業の分類

ビットコインを保有する上場企業は、その目的や事業との関連性から、図表1-1に示す4つの類型に分類できる。

図表1-1：ビットコイン保有企業の類型

類型	主な戦略	具体的な企業
ビットコイン・トレジャリー型	企業の信用力を活用し、積極的にビットコインを取得する。BTC保有を革新性の象徴として株価押し上げを狙う。	Strategy(旧MicroStrategy) メタプラネット
準備資産型	主に長期的な価値保存とインフレヘッジを目的とし、本業で得た余剰現金をビットコインに割り当てる。	Tesla Block (旧Square)
マイニング事業型	ビットコインのマイニングを本業とし、その報酬として得たビットコインをバランスシート上に保有し続ける。	Marathon Digital Riot Platforms
金融サービス事業型	暗号資産交換所、カストディ、決済サービスなど、ビットコイン関連の金融サービスを提供する上で、事業運営や流動性確保のために保有している。	Coinbase Galaxy Digital

01 ビットコイン・トレジャリー戦略の概要

本レポートでは、この類型の中で「ビットコイン・トレジャリー型」に分類される企業について分析を行う。

1.3 戦略評価をめぐる対立構造と市場が示すプレミアム

ビットコイン・トレジャリー企業の戦略には相反する評価が存在する。

推進派の論理は、企業の信用力と資本市場へのアクセスを活用したレバレッジ効果により、個人投資家を上回る効率でビットコインを取得できるというものである。また、直接的な暗号資産投資が困難な機関投資家にとっての代替投資手段としての価値や、暗号資産の専門的な保管・管理体制の提供、特定の法域における税制上の優位性も論点として挙げられる。

一方、批判派は、投資家が暗号資産交換所やETFなどを通じて低コストでビットコインに直接投資できる現在、企業による代理保有は本質的な価値創造にはならないと主張している。さらに、企業運営に伴う追加コストが投資効率を悪化させる点、本業以外の単一資産への過度な依存リスク、経営陣の投資判断が株主利益と一致しない可能性についても懸念を示している。

実際の市場を見てみると、ビットコイン・トレジャリー企業の株価が純資産価値を上回る「コーポレート・プレミアム」が観察される場合が多い。一方、このようなプレミアムの持続可能性については専門家から懸念が指摘されている。特に高い価格でビットコインを取得した企業については、価格急落時の資産価値減少、債務償還やマージンコールによる強制売却の可能性といったリスクが想定され得る。

個人投資家にとって、ビットコイン・トレジャリー企業への投資は単純なビットコイン投資とは異なる複合的なリスクを伴う可能性があるため、NAVに対するプレミアム/ディスカウントの水準、企業の財務健全性、資金調達能力等を継続的に確認することが重要となる可能性が高い。

02 パフォーマンス特性

2.1 分析の目的と手法

本章では、ビットコイン・トレジャリー企業の株価が、ビットコインそのものの価格変動とどのような関係にあるのかを定量的に分析する。分析対象は、本戦略の先駆者である米国のストラテジー社（旧MicroStrategy）と、日本の代表例である株式会社メタプラネットとし、分析期間は原則として2024年1月から2025年6月までとする。

定量分析では、相関係数とベータ値を主要指標として使用する。相関係数は両者の価格変動がどの程度連動しているかを示し、ベータ値はビットコインが1%変動した際に当該企業の株価が何%変動するかを表す。ベータ値が1を上回る場合、その企業は「ビットコイン価格変動の増幅器」として機能していることを意味する。

2.2 価格変動の増幅効果と市場特性

図表2-1に示すように、ストラテジー社はビットコイン価格と0.67という強い正の相関を示している。ベータ値1.51は、ビットコインが1%変動した際に同社株価が平均的に1.51%変動することを意味し、典型的な「ビットコイン価格変動の増幅器」として機能していることが定量的に確認できる。

この増幅効果の背景には、企業の信用力を活用したレバレッジ効果、純資産価値に対するマーケット・プレミアムの変動、およびビットコイン市場のセンチメントが株式需給に与える影響などが複合的に作用していると考えられる。

図表2-1：ビットコイン価格との相関係数・ベータ値

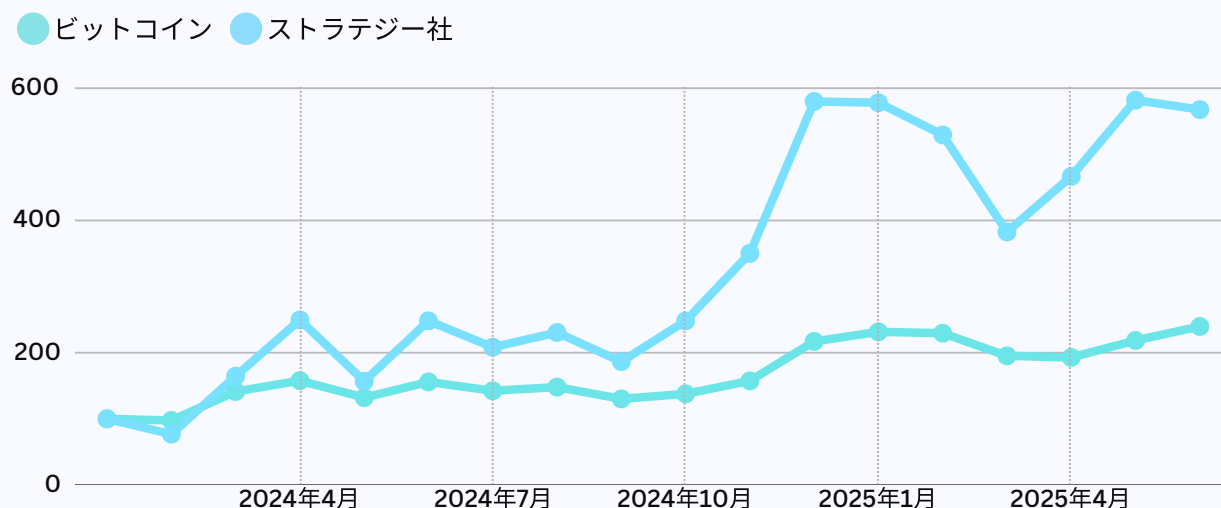
企業	相関係数	ベータ値	分析期間
ストラテジー	0.67	1.51	2024年1月～2025年6月
メタプラネット	0.11	0.43	2024年6月～2025年6月

加えて、図表2-2からもストラテジー社の株価がビットコイン価格の変動を大幅に増幅していることが確認できる。例えば2024年1月を基準とした場合、2025年6月末時点でビットコインが2.4倍の上昇に対し、ストラテジー社は6.2倍の上昇を記録している。

また、年率換算のボラティリティを計測すると、ビットコインは58.7%、ストラテジー社は92.3%となり、前述のベータ値による増幅効果と整合する結果となる。

02 パフォーマンス特性

図表2-2：正規化価格推移の比較（2024年1月=100として指数化）



2.3 メタプラネットにおける特異なパターン

一方、メタプラネットの分析結果は、一般的なビットコイン・トレジャリー企業の理論的予想と大きく乖離しており、相関係数0.11は統計的に「ほぼ無相関」を意味する。

図表2-3：統計的特性の比較

資産	平均日次変化率	標準偏差	最大上昇率	最大下落率
ビットコイン	0.24%	2.76%	11.94%	-8.55%
ストラテジー	0.67%	4.38%	18.05%	-12.92%
メタプラネット	1.95%	10.47%	36.36%	-26.67%

図表2-3で示されるように、ビットコインとの相関が低いにも関わらず、標準偏差10.47%という極めて高いボラティリティを示している点から、同社株価がビットコイン価格以外の独自要因によって大きく変動していることが示唆される。

また、平均日次変化率1.95%という数値は、年率換算で400%を超える極めて高いリターンであり、単純なビットコイン関連投資を超えた、企業固有の価値創造に対する評価がなされている可能性がある。

03 日本市場の特異性

3.1 日本市場の構造的特徴

日本におけるビットコイン・トレジャリー戦略は、アメリカの先行事例とは大きく異なる市場環境で展開されている。この違いは、第2章で示したメタプラネットの特異な価格形成パターンの根本的な要因となっている可能性がある。

図表3-1：日本における投資手法別税制比較

投資手法	税制区分	税率	特記事項
直接ビットコイン投資	雑所得（総合課税）	最大55%	累進課税
国内株式（メタプラネット等）	申告分離課税	20.315%	一律課税
NISA口座（国内株式）	非課税	0.00%	年額360万円限度

図表3-1に示す税制格差により、高所得者層では、直接ビットコイン投資と株式投資の間に実効税率で最大30%以上の差が生じる。加えて、NISA制度の活用により、年間360万円まで完全非課税でのビットコイン関連投資が可能となることは、日本市場における重要な構造的優位性である。

また、独特の特徴を持つ日本の投資家構造も要因の一つとして考えられる。日本の個人投資家比率は、主要先進国の中でも相対的に高い水準にある。この構造により、個人投資家の投資行動が株価形成に与える影響が大きく、従来の証券口座での取引を選好する傾向が、ビットコイン・トレジャリー企業への需要を押し上げている可能性がある。

3.2 メタプラネット：日本型モデルの実証例

メタプラネットは、2013年からホテル運営事業を展開していたが、コロナ禍による事業環境の変化を契機として2024年4月にビットコイン・トレジャリー戦略を採用し、日本初の本格的なビットコイン・トレジャリー企業となった。

同社は当初「21M計画」として21,000BTCの保有目標を設定していたが、2025年6月に大幅に拡大した「555M計画」を発表している。この計画は、MicroStrategyモデルを参考としつつ、日本市場の特性を考慮した独自の資金調達手法を採用している点が特徴である。

03 日本市場の特異性

図表3-2：555M計画の概要

項目	税制区分
目標BTC保有量	210,000 BTC（2027年末）
資金調達目標	約7,700億円
新株予約権発行数	5億5500万株
計画期間	2025年6月-2027年12月
当初行使価格	1,388円/株（市場価格1.83%プレミアム）

555M計画の名称は5億5500万株の新株予約権発行に由来し、これは発行済み株式数の90%程度に相当する大規模な調達スキームである。行使価格が3営業日ごとに市場価格に連動して調整される「MSワラント」の活用により、株価上昇時のみ希薄化が発生し、下落時には資金調達が停止される構造となっている。

この計画の特徴的な点は、従来の一括調達ではなく、株価連動型の段階的調達メカニズムを採用していることである。これにより、ビットコイン価格の上昇局面では積極的な調達が可能となる一方、下落局面では調達を自動的に抑制し、既存株主への希薄化影響を最小化する設計となっている。

555M計画は、日本の税制環境と投資家構造を前提とした独自のモデルとして位置づけられる。特に、NISA制度を活用した非課税投資の可能性や、証券口座での取引利便性を重視する日本の個人投資家層をターゲットとしている点で、米国のStrategyモデルとは異なるアプローチを採用している。

3.3 日本型モデルの持続可能性とリスク要因

日本型モデルにはいくつかの重要なリスク要因が存在する。MSワラントによる資金調達メカニズムでは、株価上昇時のみ資金調達が実行される仕組みとなっており、ビットコイン価格が下落している局面で追加投資ができないリスクを内包している。また、大量の新株予約権の存在は、株価上昇時に大幅な希薄化圧力となり、株価上昇を抑制する要因ともなり得る。さらに、EVO FUNDとの契約に依存した調達構造は、契約相手方のリスク許容度や財務状況の変化により、調達継続性に影響を受ける可能性がある。

03 日本市場の特異性

税制環境についても、金融庁が暗号資産税制の見直しを検討していることが公表されており、将来的な制度変更により現在の税制優位性が変化する可能性がある。

日本におけるビットコイン・トレジャリー戦略は、税制優位性と投資家の利便性を活用した独自のモデルとして発展している。メタプラネットの事例は、この日本型モデルの実証実験として、今後の企業戦略や政策検討において重要な示唆を提供している。ただし、制度変更リスクや市場規模の制約など、持続可能性に関する課題も存在しており、継続的な監視が必要な可能性がある。

04 価格形成メカニズム

4.1 市場プレミアムの実態と変動要因

ビットコイン・トレジャリー企業の株価形成を理解するため、企業の時価総額と保有ビットコインの時価総額の比率（mNAV倍率）とプレミアム率を分析した。mNAV倍率が1を上回る場合、市場は保有ビットコイン価値を超えるプレミアムを企業に付与していることを意味する。

図表4-1：mNAV倍率・プレミアム率の比較（2025年7月21日基準）

企業	mNAV倍率	プレミアム率
ストラテジー	1.667倍	66.70%
メタプラネット	3.138倍	213.80%

※mNAV倍率 = 企業時価総額 ÷ 保有BTC時価総額

※プレミアム率 = (企業時価総額 ÷ 保有BTC時価総額) - 1（％表記）

図表4-1より、メタプラネットのプレミアム率（213.8%）がストラテジー社の約3.2倍に達することが定量的に確認できた。ストラテジー社のプレミアム率66.7%は、ビットコイン・トレジャリー企業として一般的な水準と言えるが、メタプラネットの213.8%は異例の高水準となっている。

ストラテジー社の価格形成では、プレミアム率66.7%が相対的に安定であるため、ビットコイン価格変動が保有BTC価値の変動を通じて時価総額に直接反映されやすく、この構造によりビットコインとの高い相関係数（0.67）が実現されている。一方、メタプラネットの価格形成では、プレミアム率213.8%が価格形成の主要要素となっており、ビットコイン価格変動の影響がプレミアム部分により希薄化される傾向にある。

このようなメタプラネットの高いプレミアム構造は、同社株価がビットコイン価格よりも企業固有の戦略や市場期待に強く依存していることを表しており、この構造的特徴が第2章で観察された「ビットコインとほぼ無相関」という特異なパフォーマンス特性の根本的な要因となっている可能性がある。

04 価格形成メカニズム

4.2 企業発表が価格形成に与える影響

4.1で分析した市場プレミアムの変動要因として、企業固有の戦略発表が重要な役割を果たしている可能性がある。特にメタプラネットの極端に高いプレミアム率（213.8%）は、ビットコイン価格よりも企業戦略や市場期待に強く依存する価格形成構造を示唆している。本節では、戦略発表が具体的にどのような市場反応を引き起こしたのかを定量的に分析する。

図表4-3：主要戦略発表と市場の反応

発表日	発表内容	株価上昇率	出来高
2024年4月8日	ビットコイン・トレジャリー戦略発表	88.80%	148.32百万株
2025年1月28日	21M計画発表	18.30%	179.7百万株
2025年6月6日	555M計画発表	15.10%	132.1百万株

※株価上昇率と出来高は、発表日から3日間の値を集計。

初回のビットコイン戦略採用発表時の+88.8%上昇は、従来のホテル運営企業から本格的なビットコイン・トレジャリー企業への転換という事業モデルの根本的変更に対する市場の強い反応を示していると考えられる。一方、21M計画発表時の+18.3%、555M計画発表時の+15.1%からは、戦略の具体化が進むにつれて市場反応が相対的に限定的になる傾向を示しているものの、依然として一般的な企業発表と比較して極めて大きな反応を維持していることが観察される。

図表4-4：555M計画発表前後の市場動向

日付	株価	変化率	出来高	主要イベント
2025年6月2日	¥1,171	9.80%	59.6M株	+1,088 BTC調達
2025年6月3日	¥1,345	14.90%	170.3M株	出来高急増
2025年6月6日	¥1,341	-1.60%	48.8M株	555M計画発表
2025年6月9日	¥1,544	15.10%	83.3M株	発表後の再評価

04 価格形成メカニズム

図表4-4から、6月2日の大規模BTC調達（+1,088 BTC）に続く6月3日の出来高急増（170.3百万株）は、継続的な調達実行に対する市場の評価を反映している可能性が見て取れる。一方、555M計画発表日（6月6日）に-1.6%下落を記録しているが、これは発表タイミングが取引時間終了間際（16:30）であったことが影響している。実際、555M計画の発表から最初の営業日となる6月9日には+15.1%を記録しており、投資家が週末期間中に計画内容を詳細に検討し、高く評価したと考えられる。

企業発表が価格形成に与える影響は、発表の新規性、内容の複雑さ、発表タイミングにより決定される。メタプラネットの事例では、初回の戦略転換発表で最大の市場反応を示し、その後の具体的な計画発表では相対的に限定的な反応に留まる傾向を確認できた。これらの結果は、ビットコイン・トレジャリー企業において、戦略の新規性とその進捗が市場反応の重要な決定要因となることが示唆している。

05 総括

5.1 ビットコイン・トレジャリー企業の価格形成メカニズム

本レポートの分析により、ビットコイン・トレジャリー企業の価格形成には二つの異なるパターンが存在することが明らかになった。

ストラテジー社に代表される標準的なモデルでは、ビットコイン価格との高い相関（0.67）とベータ値1.51が確認され、典型的な「ビットコイン価格変動の増幅器」として機能している。この企業の株価は、保有ビットコインの価値変動を企業の信用力とレバレッジ効果により増幅して反映する構造となっている。

一方、メタプラネットでは全く異なる価格形成メカニズムが観察された。同社のmNAV倍率3.138倍（プレミアム率213.8%）は、ストラテジー社の1.667倍を大幅に上回っており、ビットコイン価格との相関も0.11と極めて低い水準に留まっている。この特異な価格形成は、同社株価がビットコイン価格そのものよりも企業固有の戦略や市場期待に強く依存していることを示している。

5.2 「継続的な調達への期待」による価格形成の可能性

メタプラネットの価格形成において特に注目すべきは、企業戦略の発表が株価に与える顕著な影響である。初回のビットコイン戦略採用発表時の+88.8%上昇、21M計画発表時の+18.3%上昇、555M計画発表時の+15.1%上昇など、継続的な大幅な市場反応が確認された。

さらに、6月2日の+1,088 BTC調達発表に続く6月3日の出来高急増（170.3百万株）は、実際の調達実行に対する市場の強い反応を示している。これらの事実は、同社の株価形成において、保有ビットコインの現在価値よりも「ビットコインを継続的に調達し続けること」への期待感が重要な価格決定要因となっている可能性を示唆している。

555M計画による210,000 BTC（約7,700億円）という大規模な調達目標は、この「継続的な調達」を制度化したものと解釈できる。MSワラントによる株価連動型の調達メカニズムにより、株価上昇と調達実行が相互に強化し合う構造が構築されており、これが従来のビットコイン・トレジャリー企業とは異なる独特の価格形成パターンを生み出している要因と考えられる。

ただし、この「継続的な調達への期待」による価格形成は、調達計画の進捗や実現可能性に対する市場の評価変化により大きく影響を受ける可能性がある。また、ビットコイン価格の大幅下落により調達が停止した場合、期待の剥落による株価への深刻な影響も想定される。

05 総括

このように、ビットコイン・トレジャリー戦略は、単純な資産保有戦略から「継続的調達による企業価値創造」という新たなモデルへと変化しつつあり、この発展が今後の企業戦略や市場評価にどのような影響を与えるかが注目される。

免責事項

2025年8月1日

商号：株式会社マーキュリー

暗号資産交換業者登録番号：関東財務局長00025号

加入協会：一般社団法人日本暗号資産等取引業協会（JVCEA）

一般社団法人日本暗号資産ビジネス協会（JCBA）

一般社団法人日本ブロックチェーン協会（JBA）

本レポートは投資判断の参考となる情報の提供を目的としたものであり、投資の勧誘や特定の暗号資産、株式等を投資対象として推奨するものではありません。

本レポートの情報に基づいて行った取引のいかなる損失についても、当社は一切の責を負いかねますのでご了承ください。

本レポートに記載された内容は、レポート作成時点の者であり、その内容の正確性、完全性を保証するものではありません。

暗号資産取引は元本保証の金融商品ではありません。その価格の変動により、損失が生じるおそれがあります。また、日本円やドルなどのように国がその価値を保証している法定通貨ではなく、インターネット上でやりとりされる電子データです。

その性質上、物品の購入や売却またはサービスの提供を受ける場合に、これらの代価の弁済のために不特定の者に対して使用することができます。

なお、暗号資産は代価の弁済を受ける者の同意がある場合に限り、その支払いに使用することができます。