

Financial Regulation Newsletter

2025 年 12 月 25 日

暗号資産制度に関するワーキング・グループ報告書の公表

執筆者: [増島 雅和](#)、[岡野 智](#)、[尾登 亮介](#)

- I. はじめに
- II. 根拠法令の見直し
- III. 情報提供規制
- IV. 業規制
- V. 不公正取引規制
- VI. その他の議論
- VII. さいごに

I. はじめに

2025 年 12 月 10 日、金融庁は、「暗号資産制度に関するワーキング・グループ報告書」(以下「報告書」といいます。)を公表しました¹。

金融庁は、国内外の投資家において暗号資産が投資対象と位置づけられる状況が生じていることを踏まえ、暗号資産に関連する制度の在り方等について検証を行い、2025 年 4 月 10 日に「暗号資産に関連する制度のあり方等の検証」(ディスカッション・ペーパー)²を公表しました³。その方向性について概ね賛同を得たことから、利用者保護とイノベーション促進の双方に配慮しつつ、暗号資産を巡る制度のあり方について検討を行うことを目的として、2025 年 6 月 25 日に金融審議会の下に暗号資産制度に関するワーキング・グループ(以下「WG」といいます。)が設置されました。報告書は、その検討結果を取りまとめたものです。

従来、暗号資産は決済手段として資金決済に関する法律(以下「資金決済法」といいます。)にて規律されてきた

¹ https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20251210/01.pdf

² https://www.fsa.go.jp/news/r7/sonota/20250731_2/01.pdf

³ ディスカッション・ペーパーの概要については、「Financial Regulation Newsletter – 政府における暗号資産規制の見直しに関する動向」2025 年 7 月号をご参照ください。

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。

© Mori Hamada & Matsumoto. All rights reserved.

ところ、今後、報告書の提案内容に基づいて暗号資産を金融商品取引法(以下「金商法」といいます。)にて規律する法改正が進められます。

法改正により、①暗号資産に関する情報提供規制、②業規制、③インサイダー取引規制を含む不公正取引規制の在り方が大きく変わることになり、実務に大きな影響が及ぶことが予想されます。

本ニュースレターでは、報告書において提案された内容を紹介します。

II. 根拠法令の見直し

現行法上、暗号資産の現物取引に対する仲介ビジネスは、資金決済法にて暗号資産交換業として規制されています。これは、2017年に仮想通貨交換業が創設された当時、暗号資産(仮想通貨)の決済手段としての機能を重視し、それを取り扱う仲介業者に必要な規制を行う目的で、資金決済法において暗号資産交換業(当時の仮想通貨交換業)の登録制が導入されたことを背景とするものです。

報告書は、暗号資産の決済手段としての利用が限定的であることに加え、国内外において暗号資産の投資対象化が進展していることや、詐欺的な投資勧誘等が生じている状況を踏まえ、暗号資産取引の多くが価格変動によるリターンを期待した取引である点が、金商法の規制対象とすべき投資性の考え方とも整合的であるとしています。その上で、金商法の規制枠組みを活用して暗号資産取引を規制することが適当であるとの立場を示しています⁴。

もっとも、金商法上の有価証券は、配当や利息といった形で収益分配等を受ける「権利」を表章するものであるのに対し、暗号資産は、事業等の遂行により生じた収益の配当等を受ける権利を表章するものではなく、その性質は金商法上の有価証券とは異なります。したがって、暗号資産を有価証券の一類型として位置付けるのではなく、有価証券とは異なる規制対象として金商法体系の中に位置付けることが適当とされています。

なお、金商法で規制対象とする暗号資産の範囲については、資金決済法上の暗号資産と同様とすることが適当とされており、資金決済法上の暗号資産に該当しないトークン(いわゆる NFT(Non-Fungible Token:非代替性トークン)やステーブルコイン)は、原則として、金商法体系に取り込まないこととされています。

III. 情報提供規制

1. 報告書で指摘された課題

報告書では、暗号資産の発行時に提供されるホワイトペーパー(説明資料)について、記載内容が不明確である場合や、記載内容と実際のコードに差があることが多いとの指摘がなされています。また、現行制度において、こ

⁴ なお、暗号資産が新たに金商法で規制されることに伴い、規制の複雑化等を避ける観点から、既存の暗号資産に係る規制(暗号資産の不正流出リスクへの対応として安全管理措置等の義務を含みます。)は資金決済法から削除されることが適当とされています。

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。

うした情報提供は主として自主規制の枠組みの中で暗号資産交換業者に対して求められているにとどまり、必ずしも利用者にとって分かりやすく、かつ正確な情報提供が十分に確保されているとは言い難い状況にあるとされています。その結果として、(暗号資産ごとの情報の内容や粒度にばらつきが生じ、)銘柄間の比較可能性が乏しいとの問題も指摘されています。

このような状況の下では、利用者が、暗号資産の機能や価値、リスク等に関する正しい情報に基づいて合理的な取引判断を行うことが困難となり得ることから、報告書は、暗号資産に関する情報提供を強化する必要があるとの問題意識を示しています。

2. 情報提供規制の基本的な考え方

上記の課題は、伝統的に金商法が対処してきた問題、すなわち、金商法が有価証券について、その発行者と投資者との間に存在する情報の非対称性を解消するため、投資者の投資判断に必要なかつ十分な情報の開示規制を課すことにより投資者保護を図ってきた点と親和性があるとの指摘がなされています。このような前提のもと、報告書は、国内外で暗号資産の投資対象化が進展している現状を踏まえ、暗号資産についても、有価証券と同様に、一定の販売場面においては、暗号資産の技術性・専門性又は価値の源泉に対する実質的なコントロールの観点での情報の非対称性が存在するとしています。その上で、こうした情報の非対称性を解消し、利用者による合理的な取引判断を確保するため、暗号資産の発行者や暗号資産交換業者により、当該暗号資産に関する情報等が提供されるべきとしています。更に報告書は、これまでのように情報提供を自主的な取組みに委ねるのではなく、法的な枠組みの中で、情報提供の内容や方法を整理・明確化する必要があるとの考え方を示しています。

3. 有価証券の開示制度との相違

報告書は、表章する権利の存在の有無、権利の内容の差異、価値に影響を与え得る要素の性質の差異等を踏まえ、金商法上、暗号資産を有価証券とは異なるアセットクラスとして規制する立場を示しています。

有価証券の上場・オファリングに際しては、原則として、発行者の財務情報の財務監査を行う監査法人、市場のゲートキーパーとしての役割を果たす元引受証券会社及び上場審査を行う金融商品取引所を関与させることに加え、実務慣行として財務局による開示書類の事前審査が行われることで、開示書類の正確性・客観性確保のための制度的仕組みが確保されています。これに対し、暗号資産の販売においては、有価証券の場合と同様の重層的な審査が行われるといった実務は存在せず、基本的には暗号資産交換業者及び自主規制機関による取扱い審査に留まっています。また、有価証券の場合、その価値に影響を与え得る主要な要素は企業活動又は対象事業から発生するキャッシュフローであり、開示書類の内容もそのような要素に関する事項⁵が中心であるため、一定のフォーマット(様式)を基にした当局の事前審査になじみやすいという側面があります。これに対し、暗号資産に関

⁵ 企業内容等の開示に関する内閣府令又は特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令の各様式により個別の記載事項が規定されています。

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談くださいますようお願い申し上げます。

© Mori Hamada & Matsumoto. All rights reserved.

して提供されるべき情報には、トークン自体のユーティリティ性や、基盤となるブロックチェーン技術の専門的な仕様、トークノミクス等に関する事項が含まれ、かつ今後の暗号資産に係るビジネスの進展に伴い取引判断に必要な情報は変化することも想定する必要があります。

このような有価証券との差異に着目すると、暗号資産の情報提供規制の運用枠組みとして、有価証券の開示規制におけるような、当局に対する提供情報の事前届出・審査制を採用することにはなじまないと考えられます。報告書は、情報提供の内容の正確性・客観性の確保の観点から、暗号資産交換業者及び自主規制機関によるチェック機能の強化の必要性を強調しており⁶、当局による事前関与ではなく、暗号資産を取り扱う暗号資産交換業者やJVCEA等の関与のもとで、当該暗号資産に関して提供される情報の正確性・客観性を確保する制度枠組みを提案しています。

加えて、暗号資産については、ブロックチェーン上で生成・発行されるという性質上、そのプログラムコードの正確性が、取引判断の前提となります。したがって、コードの内容は、利用者に分かりやすい形で当該暗号資産に関する情報の一部として提供されることとなりますが、審査を行う暗号資産交換業者のみでは、コード自体の正確性(提供情報との一致)を確認できないことも多いと思われます。そのため、暗号資産交換業者による審査にあたっては、技術的専門性を有する第三者によるコード監査及び自主規制機関の意見聴取を義務化すべきとの提言がされています。

また、暗号資産の販売に際して提供すべき情報の項目・内容についても、有価証券とは異なり、画一的なフォーマット(様式)への一致を求めることにはなじまないといえます。提供すべき情報の個別の項目については、下位法令である内閣府令で規定されることが予想されますが、各項目に対応した情報提供がされているかという観点からは、個別の暗号資産の特性に応じた柔軟な記載が認められることが望まれます。

4. 情報提供規制の概観

(1) 情報提供規制の対象者

報告書では、情報の非対称性を解消する観点から、誰に情報提供の責任を負わせるべきかについて整理が必要であるとされています。特に、中央集権的管理者が存在する暗号資産については、管理者が情報提供に一定の責任を負うべき場面(具体的には、管理者が暗号資産の売却により一般の利用者から資金調達をする場面)があるとの考え方が示されています。他方で、多くの場合利用者との直接の接点を持つ暗号資産交換業者についても、暗号資産の取扱いに際して、取引判断に必要な情報提供を行う責任を負うことが前提とされています。また、有価証券とは異なり、暗号資産は暗号資産交換業者において任意に取り扱うこと(いわゆる勝手上場)が可能であり、暗号資産の中央集権的管理者の関知しないうちに一般の投資者による取引が行われる可能性があります。国

⁶ 具体的には、①交換業者による審査義務及び体制整備の法定化、②交換業者による審査に当たり、技術的専門性を有する第三者によるコード監査及び自主規制機関の意見聴取の義務化、③自主規制機関における審査の中立性・独立性の強化のための、自主規制機関での独立委員会又は独立組織の設立、審査業務の集中的実施、④自主規制機関において、専門家である第三者への審査業務の一部の委託を可能とすること、が提案されています。

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的な案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。

© Mori Hamada & Matsumoto. All rights reserved.

内利用者の多くは、暗号資産交換業者の情報提供に基づいて取引判断を行うことになるため、このような場合にも暗号資産交換業者が提供する情報⁷について正確性・客観性を担保する措置を検討すべきとされています。

(2)中央集権的管理者

中央集権型暗号資産の判断基準

中央集権的管理者、すなわち特定の発行者を観念できる暗号資産(以下「中央集権型暗号資産」といいます。)については、発行者に対して情報提供規制が設けられるところ、中央集権型暗号資産に該当するか否かの判断基準について一定の考え方が示されています。

ある暗号資産について中央集権的な管理が行われているかを判断する基準を検討するにあたっては、(i)流通面(発行・移転権限)と(ii)内容面(仕様の設計・変更権限)の支配に着目することが適当とされています。(i)流通面については、暗号資産の発行や移転が特定の者によって支配されている暗号資産は、その供給量や流動性がその者に委ねられていると評価できる点、また、(ii)内容面については、暗号資産の仕様の変更等を支配し得る者が存在する場合、その者が暗号資産の価値を実質的にコントロールしているものと評価できる点が、それぞれ考慮されているものと考えられます。

これらの観点をもとに、報告書は、現状においては、以下の3つのタイプのいずれかに該当するものは、基本的に、中央集権型暗号資産に該当するという方向性を示しつつも、今後の暗号資産実務の進展等により新たに中央集権型暗号資産に該当すべき類型が生じる可能性を踏まえ、引き続きの見直しを行うことも示唆しています。

- ① 特定の者のみが発行権限を有する暗号資産(発行・生成を管理する主体が存在)
- ② パーミッション型ブロックチェーンによる暗号資産(移転を管理する主体が存在)
- ③ ERC-20等の基盤となるトークン規格に基づき発行される暗号資産(仕様を定める主体が存在)

③の類型については、上記の文言のみからは、トークン規格に基づいていることがメルクマールである印象を受けます。しかしながら、トークン規格に基づいていることと、トークンの仕様を変更できる主体が存在することとの間には、必ずしも論理必然の関係はありません。そのため、トークン規格への準拠がメルクマールとして独り歩きした場合には、トークンの仕様変更等をできる主体が存在しない暗号資産が中央集権型暗号資産に該当すると判断される(又は事後的に中央集権型暗号資産に該当しなくなるという判断がされない。)など、中央集権型暗号資産に該当する範囲が不必要に広がるおそれがあると考えられます。したがって、上記の文言にかかわらず、実態として特定の者が暗号資産の仕様等の決定又は変更に係る権限を有しているか否かという観点から、トークン規格への準拠の有無のみに依拠しない判断が行われることが望まれます。

また、中央集権型暗号資産に該当するか否かの判断基準は、将来的な暗号資産の発行形態等の進展に応じて柔軟に変更・追加等ができる必要があることから、下位法令である内閣府令又は当局の解釈指針を示すものであ

⁷ ここでの情報には、取扱い暗号資産についての、技術性・専門性の観点からの情報の非対称性を解消するための情報とともに、公開情報に基づき入手可能な中央集権的管理者に関する情報が含まれることが想定されます。

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。

© Mori Hamada & Matsumoto. All rights reserved.

る監督指針において、具体的な類型や判断基準・要素が示されることが予想されます。

中央集権型暗号資産の判断権者

中央集権型暗号資産に該当するかどうかは、上記の基準を踏まえ、暗号資産交換業者が審査し、自主規制機関においてチェックする過程で判断されることになるとされています。

中央集権的管理者の範囲

中央集権的管理者は、中央集権型暗号資産の発行者として情報提供規制の名宛人となりますが、暗号資産の発行・移転権限や仕様の設計・変更権限を有する主体と、当該暗号資産に紐づくプロジェクト等の運営主体が形式上分離されている場合であっても、両者一体として中央集権的管理者と捉えるなど、規制が潜脱されないよう制度運用を行うべきであるとの指摘がされています。

類似の問題意識は、米国議会で審議されている暗号資産に関する市場構造法案(いわゆる CLARITY 法案)においても認められるところです。米国での議論を参考にすれば、例えば、ブロックチェーンの開発主体が、SPC にシステム資産等の知的財産を移転しつつ、実態としてはプロジェクト等の運営を行っている場合には、形式上暗号資産に対する支配を有していないということをもって、中央集権的管理者としての情報提供規制義務を逃れるということは許されないとの解釈・運用が採られるべきであると考えられます。

(3)情報提供規制の対象となる行為

報告書は、中央集権的管理者(発行者)が暗号資産の販売により資金調達を行う場合には、新規生成・発行暗号資産の販売(プライマリー取引)のみならず、既生成・発行暗号資産の販売(セカンダリー取引)についても、情報提供規制の対象とすべきとしています⁸。

また、現物暗号資産の取引には、発行者による資金調達を伴わない場合もあるところ、暗号資産交換業者が暗号資産を取り扱う場合には、当該交換業者において情報提供を行うこととされています。

有価証券の場合、開示規制の対象となる行為として、プライマリー取引における取得の申込みの勧誘である「募集」(金商法 2 条 3 項柱書)と、セカンダリー取引の売付け等の申込みの勧誘である「売出し」(同法 2 条 4 項柱書)とを区別して規定しており、売出しの主体には、発行者に加えて、発行者の役員や大株主等も含まれます。これに対して、報告書に提案されている暗号資産の情報提供規制については、規制対象行為の主体は発行者のみとされていることから、法文上は、プライマリー取引かセカンダリー取引かの別を問わず、発行者による暗号資産の販売に関する勧誘行為を一体として把握することも可能と考えられます。

⁸ なお、無償での付与や報酬としてのトークンの自動付与は発行者による資金調達ではないため、情報提供規制の対象外とすることが適当とされています。

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。

© Mori Hamada & Matsumoto. All rights reserved.

(4)情報提供の内容とその方法・タイミング等

情報内容

報告書は、暗号資産の性質・機能や供給量、基盤技術、付随する権利義務、内在するリスク等の取引判断に重要な情報が一般の利用者にとって分かりやすい形で提供されること、また、中央集権型暗号資産については、それらに加えて発行者に関する情報(当該者の情報、調達資金の使途に関する情報、対象事業に関する情報、暗号資産の保有状況等)が提供されることが必要とされています。また、個別の暗号資産銘柄について、リスクと商品性に関する情報が利用者にわかりやすく提供されることが重要だとも指摘されています⁹。

提供方法とタイミング

中央集権型暗号資産について、その発行者が一般に利用者から資金調達を行う場合には、それに伴い主体的な責任を負う発行者に情報提供義務を課すべきとされていることから、そのような発行者が中央集権型暗号資産の販売に関する勧誘を行う場合には、利用者への勧誘前のタイミングで、発行者自らのウェブサイト等に必要情報を公表することが求められます。

また、暗号資産の販売には、発行者自らが暗号資産交換業の登録を行う場合を除き、原則として、暗号資産交換業者による販売の取扱いが求められます。この場合、販売の取扱いを行う暗号資産交換業者は、発行者が作成した情報を自らのウェブサイト等で公表するほか、利用者に対して直接提供することが義務付けられます¹⁰。

他方、中央集権型暗号資産に該当するか否かにかかわらず、暗号資産交換業者が独自に暗号資産を取り扱うケースも想定されます。このような場合には、発行者による資金調達に伴う勧誘行為が存在しない、または、そもそも発行者が存在しないことも考えられます。この場合には、暗号資産交換業者が、取引判断に必要な情報を作成した上で、利用者への勧誘に先立ちウェブサイト等で公表するとともに、利用者に対して直接提供する義務が課されることとなります¹¹。なお、この場合、通常、暗号資産交換業者は発行者から正確な情報を収集することが困難なため、公開情報に基づき、それを明らかにした上で情報提供資料を作成することになると考えられます。

勝手上場時の暗号資産交換業者による調査・確認義務

報告書は、中央集権型暗号資産の発行者との接点がないまま、暗号資産交換業者が独自に当該暗号資産を取り扱うケース(いわゆる「勝手上場」)において、発行者が情報提供義務を潜脱した形で資金調達を行うリスクが生じ得る点を指摘しています。

すなわち、発行者(典型的には海外の発行者)は、国内の暗号資産交換業者において自らが発行する暗号資産が上場されていることを奇貨として、自ら一利用者として当該交換業者の提供するプラットフォーム上で暗号資産の売却を行うことにより、情報提供を行うことなく、実質的に資金調達を行うことが可能となり得ます。このよ

⁹ これらの情報については、サマリーの提供を求めることが考えられるとされています。

¹⁰ 金融審議会「暗号資産制度に関するワーキング・グループ」(第3回)事務局説明資料 32 ページ

¹¹ 同上。

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。

© Mori Hamada & Matsumoto. All rights reserved.

うな潜脱的行為を防止するため、報告書では、暗号資産交換業者において、暗号資産の発行者が売付けの当事者となっている顧客でないか等について調査・確認を行い、発行者による資金調達であることが判明した場合には、当該者による売付けを拒絶する対応を義務付けるべきとされています。かかる義務は、暗号資産交換業者に適用される業規制上の行為規制の一部として規定されることが予想されます。

(5) 私募類型の範囲と業規制の適用関係

情報提供規制の免除

報告書は、情報の非対称性が典型的に大きくない状況にあるとして、有価証券における私募や私売出しの概念に相当する場面において、情報提供規制を免除することが適当としています。

具体的には、少人数(49 人以下)を相手方とする勧誘及びプロ投資家(適格機関投資家)のみを相手方とする勧誘については、発行者や発行者のために暗号資産の取得を勧誘する交換業者につき、情報提供規制を免除することとしています。この場合には、有価証券の私募や私売出しに関する金商法上の規定ぶりと同様に、情報提供規制をトリガーする勧誘行為の定義から除外される形で整理されることが予想されます。

発行者に対する業規制の適用

現行の資金決済法では、発行者自身による暗号資産の販売は暗号資産交換業の登録が必要ですが、発行者が暗号資産交換業者に販売を依頼し、発行者がその販売を全く行わない場合は、基本的には発行者の暗号資産交換業の登録は不要とされています。この整理は、暗号資産を金商法の規制対象とする場合も、引き続き維持されることとされました。これに加えて報告書では、上記の情報提供規制が免除される類型(いわゆる少人数私募、プロ私募)に該当する場合は、発行者に業規制は課されないものとするのが適当とされています。

(6) 継続情報提供(適時の情報提供及び定期的な情報提供)の義務

適時の情報提供

報告書においては、新規販売時に提供された情報は、時間の経過とともに取引判断における有用性が低下していくものと考えられることから、新規販売後においても情報の非対称性を解消し、流通市場に参加する利用者が合理的な取引判断を行うことを可能とするため、継続的な情報提供の必要性が指摘されています。その上で、有価証券における臨時報告書制度に類似した、適時の情報提供を求める規制の導入が提案されています。

具体的には、暗号資産の取引判断に重大な影響を及ぼす事象が発生した場合には、新規販売時に情報提供した暗号資産の発行者又は暗号資産交換業者に対し、適時の情報提供を行うことを義務付けるべきであるとされています。なお、暗号資産の取引判断に重大な影響を及ぼす事象については、有価証券の臨時報告書での金商法上の規定ぶりと同様に、一定の事由を内閣府令において列挙することが考えられます。

定期的な情報提供

上記の適時の情報提供を補完するものとして、発行者の事業活動等(発行者に関する情報や調達資金の利用状況、発行者やその関係者の保有状況に関する情報等)については、利用者が直近の発行者の活動の状況の全体像を把握しやすいよう、発行者に対し、定期的な情報提供も求めることが考えられるとされています。その頻度については、有価証券の継続開示制度における有価証券報告書の提出は事業年度ごと(年 1 回)であること等を踏まえ、年 1 回とすることが適当とされています。

(7)継続情報提供義務の解除・免除

発行者の継続情報提供義務の解除

新規販売時には発行者(中央集権的管理者)が存在していたものの、分権化等により、発行者の活動が利用者の取引判断にとって重要でなくなった場合には、当局等の認定により、発行者に対する継続的な情報提供義務の解除を認めることが適当とされています。他方、その場合であっても、暗号資産の技術性・専門性に由来する情報の非対称性は引き続き存在していることから、暗号資産交換業者に対して継続的な情報提供義務を課すべきともされています。なお、分権化等への移行は不可逆的なものではないため、仮に再び中央集権的な管理に移行した場合には、中央集権的管理者による資金調達を伴う暗号資産の販売については、改めて情報提供義務を課することが適当である点も確認されています。

発行者の継続情報提供義務の免除

国内の全ての暗号資産交換業者が取扱いを停止した場合等、継続情報提供を行わなくても公益又は利用者保護に欠けることがないなど、利用者保護の観点から情報提供を義務付ける必要性が乏しくなった場合には、当局等の認定により、発行者に対する継続的な情報提供義務を免除することが適当とされています。

これらの解除や免除の仕組みは、先述の米国における CLARITY 法案にも採用されており、同法案の影響がうかがえます。

暗号資産交換業者の継続情報提供義務の免除

暗号資産交換業者が暗号資産の取扱いを廃止する場合については、当該交換業者において取扱いの廃止前に利用者への事前周知を十分に行うことを前提に、当該交換業者の継続情報提供義務を免除することが適当とされています。

(8)情報提供義務者による虚偽記載等への責任に係る規律

規制の実効性を確保する観点から、有価証券の開示規制においては、開示書類の不提出や虚偽記載等に対して、刑事責任(罰則)、課徴金制度及び民事責任の特例が設けられています。

このような有価証券の開示規制で採用されている仕組みを参考に、報告書は、中央集権型暗号資産の発行者により作成される情報の虚偽規制や不提供については、基本的に、上記の刑事責任(罰則)、課徴金制度及び民事責任の特例を認めるべきとされています。また、暗号資産交換業者が発行される情報の虚偽記載や不提供を知っているにもかかわらず暗号資産を取り扱った場合についても、当該交換業者に対する罰則を設けることが考えられるとされています。

勝手上場の場合等、暗号資産交換業者が公開情報に基づき情報を作成するケースがあるところ、そのような公開情報は利用者が情報収集能力があれば自ら知得可能であるため、交換業者により作成される情報の虚偽記載や不提供については、発行者により作成される情報の虚偽記載や不提供に対する罰則よりも軽減したものとし、損害賠償に係る民事責任についても、立証の困難性を考慮した損害賠償額の法定又は推定のみを設けることが考えられるとされています。

加えて、発行者や交換業者により作成される情報に虚偽記載や不提供があった場合や、交換業者が発行者により作成される情報の虚偽記載や不提供を知っているにもかかわらず暗号資産を取り扱った場合について、発行者や交換業者に対する課徴金制度の創設も検討すべきとされています。その上で、仮に虚偽記載等があった場合には、国内の全ての交換業者での取扱いを停止できるような措置を設けるべきともされています。

(9)投資上限の設定

報告書は、発行者による(中央集権型)暗号資産の販売が行われる場合、発行者の財務情報について、本来は、監査法人による監査が行われることが望ましいとしています。金商法上、発行者の財務諸表の監査は「監査証明」(金商法 193 条の 2 第 1 項)である必要がありますが、スタートアップ等の未成熟な企業が多くを占めると想定される暗号資産の発行者に対して、会計監査人による厳格な基準の下での監査及び監査意見を一律に求めることは実務上の不可能を強いることになりかねません。このため、監査の基準や方法については、実務的に対応可能な範囲を踏まえた柔軟な運用が認められるべきと考えられます。

他方、株式投資型クラウドファンディングのルールを参考に、暗号資産の販売により広く利用者から資金調達する場合でも、利用者の投資上限を設けることを条件として、発行者に対し監査法人による財務監査が義務付けられない暗号資産による資金調達が可能な類型の導入が提案されています¹²。

¹² 利用者が投資上限を超えて暗号資産を購入することを防止するため、発行者と交換業者間の契約等において、発行者等は国内で複数の資金調達を同時に実施してはならないこととすべきともされています。

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。

© Mori Hamada & Matsumoto. All rights reserved.

IV. 業規制

1. 金商法における暗号資産関連サービスの提供事業者の位置づけ

(1) 暗号資産の売買等

現行の資金決済法においては、①暗号資産の売買又は他の暗号資産との交換、②①の行為の媒介、取次ぎ又は代理、③上記①及び②に関して、利用者の金銭の管理をすること、④他人のために暗号資産の管理をすることを業として行う場合には、暗号資産交換業の登録を受ける必要があります(資金決済法 2 条 15 項、63 条の 2)。

報告書においては、金商法への移行に伴い、暗号資産の売買等を業として行う場合には、基本的に第一種金融商品取引業に適用される規制と同等の規制を適用すべきであるとされています。これにより、現行の暗号資産交換業に相当する事業を行おうとする事業者は、第一種金融商品取引業に相当する業登録¹³(金商法 29 条)を受ける必要がありますが、第一種金融商品取引業の登録要件や業規制は、暗号資産交換業者のものよりも厳しく、事業者にとっては規制強化となることが見込まれます¹⁴。なお、既存の暗号資産交換業者が金商法上の新たな業に移行する際の取扱いについては、みなし規制や経過措置の規定を含め、今後の検討状況を注視していく必要があります。

また、既存の金融商品取引業者が新たに暗号資産の売買等を行う場合には、変更登録(金商法 31 条 4 項)が必要になる見込みです。

(2) 暗号資産の借入れ

現行の資金決済法においては、他人から暗号資産を借り入れる行為は、暗号資産の管理に該当しない限り、暗号資産交換業の登録は不要とされています。この点、利用者がその請求によっていつでも借り入れた暗号資産の返還を受けることができるなど、暗号資産の借入れと称して、実質的に他人のために暗号資産を管理している場合には、暗号資産の管理に該当するものとされています(暗号資産事務ガイドライン¹⁵I-1-2-2③(注 1))。

しかし、報告書では、暗号資産の借入れを伴うビジネスは、利用者からみればリスクをとってリターン(貸借料)を追求する行為であるため、利用者保護の観点から、新たな業規制の対象事業とし、以下のような借り入れた暗号資産に関する適切な体制整備義務や行為規制を課することが適当とされました。

- 再貸付先の貸倒れや、事業者(借主)が更にステーキングを委託する場合の委託先におけるスラッシング等に関するリスク管理体制の整備義務
- 暗号資産のうち自己で保管するものについて、安全に管理するための体制整備義務

¹³ 2025 年 12 月 19 日に公表された令和 8 年税制改正大綱では「暗号資産取引業(仮称)」と表現されています。

¹⁴ 自主規制機関による自主規制を加味すると、第一種金融商品取引業者と概ね同等との評価も可能ですが、エンフォースメントを考慮すると規制強化であることは疑いなく、実際に WG でも、エンフォースメントの強化策が多く議論の俎上にのぼっていました。

¹⁵ <https://www.fsa.go.jp/common/law/guide/kaisya/16.pdf>

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。

© Mori Hamada & Matsumoto. All rights reserved.

- 利用者へのリスク説明義務や広告規制

具体的な規制の内容については、今後検討が進められることとなりますので、暗号資産の借入れを伴うビジネスに従事する事業者は、規制内容を注視する必要があります。

(3)暗号資産取引の媒介(仲介業規制)

2025年資金決済法改正において、電子決済手段・暗号資産サービス仲介業が創設され、暗号資産交換業者以外の者が、暗号資産交換業者の委託を受けて、暗号資産の売買又は他の暗号資産との交換の媒介を当該暗号資産交換業者のために行う場合には、暗号資産サービス仲介業の登録を受ける必要があります(改正資金決済法 2条18項2号、63条の22の2)。

しかし、金商法移行後は、暗号資産取引の媒介については、金融商品仲介業の対象とすべきとされており、金融商品仲介業の登録(金商法66条)が必要になることが見込まれます。

なお、必要な経過措置を設けた上で、原則として、外務員制度等の金融商品仲介業に適用される規制を適用することが適当とされていますので、経過措置の具体的な内容を注視するとともに、外務員制度への対応のための資格取得も必要になる点に留意が必要です。

(4)暗号資産の投資運用・投資助言

現行の資金決済法においては、暗号資産の投資運用・投資助言に関して、特段の規制は設けられていません。

しかし、報告書では、暗号資産の投資セミナーやオンラインサロン等が出現している現状を踏まえ、暗号資産の投資運用や投資アドバイスについても投資運用業及び投資助言業の対象とすることで業務の適切な運営を確保すべきと提言されました。これにより、金商法移行後は、暗号資産の投資運用や投資アドバイスを行う場合には、投資助言・代理業又は投資運用業の登録が必要になることが見込まれます。

(5)暗号資産交換業者に対する暗号資産の管理を行うための重要なシステムの提供等

現行の資金決済法においては、暗号資産交換業者が外部の事業者システムの保守・運用・管理を委託する場合、当該事業者を委託先として、委託先に対する指導その他の当該業務の適正かつ確実な遂行を確保するために必要な措置を講じなければなりません(資金決済法63条の9)。

しかし、報告書では、暗号資産交換業者向けのウォレットソフトウェアを提供する事業者がサイバー攻撃を受けたことにより不正流出が生じたことも踏まえ、暗号資産交換業者に対して暗号資産の管理を行うための重要なシステムの提供等を行う事業者について、その業務の適切な運営を確保するための規制を設けるべきと指摘されました。具体的には、これらのシステム提供事業者に対し、事前届出を義務付けた上で、過去における交換業者の登録取消等の一定の欠格事由や交換業者に提供するシステムの安全性の確保義務等の行為規制を設けることとし、必要な場合に行政において直接に実態把握及び是正措置を命ずることができるよう監督権限を設けることが

適当とされました。その上で、暗号資産交換業者がウォレットソフトウェア等を外部事業者から提供を受ける場合においては、当該届出を行った事業者のみから暗号資産の管理を行うための重要なシステムの提供等を受けることができるようにすることが提案されています。

これにより、暗号資産交換業者に対する暗号資産の管理を行うための重要なシステムの提供等を行う事業者は、事前届出を行う必要が生じる見込みです。もっとも、かかる規制は負担が大きくなるリスクもあることから、有用なサービスを提供する事業者が撤退し、かえって利用者の利便性やシステムの安全性が低下することのないよう、適切な水準とすることが重要であり、また、必要な経過措置も検討すべきとの指摘もされていることから、今後定められる経過措置の具体的な内容を注視する必要があります。

2. 金商法移行後に暗号資産交換業者に課される主要な業規制

(1) 兼業規制

現行の資金決済法上、暗号資産交換業者に対しては、兼業規制は設けられておらず、暗号資産交換業以外に他の事業を行っている場合には、その旨を届け出ることです足りています(資金決済法 63 条の 3 第 1 項 10 号)。

他方で、金商法上、第一種金融商品取引業には兼業規制が設けられており、第一種金融商品取引業に係る付随業務又は(事後)届出業務に該当しないものについては、当局の事前承認が必要とされています(金商法 35 条 4 項)。

金商法移行後は、暗号資産交換業についても兼業規制が課されることとなります。もっとも、暗号資産交換業では、第一種金融商品取引業に比べて、これを本業としない事業者の参入も想定されることから、ブロックチェーン等に係るコンサルティング業務等の暗号資産交換業に付随する業務は、届出・(事前)承認なしに行うことができることに加えて、それ以外の業務については、(事前)承認ではなく、事前届出を求めることが考えられるとされています。

(2) 業務管理体制の整備等

現行の資金決済法においても、暗号資産交換業者に対して、暗号資産交換業を適正かつ確実に遂行する体制の整備や資金決済法上の規制を遵守するために必要な体制の整備が義務付けられており(資金決済法 63 条の 5 第 1 項 3 号、4 号)、その詳細は、暗号資産事務ガイドラインに定められています。

報告書では、暗号資産交換業者に対して、利用者保護の観点からより一層の体制整備を求めるべきとされ、具体的には以下の体制整備を義務付けることが適当であるとされました。

- ① 取り扱う暗号資産の審査体制
- ② 取扱い暗号資産に関する情報提供体制
- ③ 利用者がリスク負担能力の範囲内で取引を行うことを確保するための確認を行う体制
- ④ 売買審査体制

- ⑤ 暗号資産の発行者が情報提供規制に違反した場合には、当該暗号資産を取り扱わないようにするための体制

なお、個人投資家がオンラインで行う金融取引において、金商法上の適合性原則(金商法 40 条 1 号)をどのように実践し実効性を確保していくかについては、有価証券の取引を含めた金融取引一般の問題として今後検討を深めていくべき課題であるとされています。

また、「販売所」と「取引所」の 2 種類の取引形態に関し、暗号資産交換業者にとっては「販売所」形態の取引の方が収益性が高いことから顧客に対して「販売所」での取引を誘導しているのではないかと指摘がなされており、金商法における最良執行義務(最良の取引の条件で顧客の注文を執行するための方針及び方法を定めて実施する義務。金商法 40 条の 2 第 1 項)との関係で、暗号資産交換業者において顧客へのサービス提供が適切なものとなっているか検討されるべきとも指摘されています。

(3)利用者財産の管理

現行の資金決済法において、暗号資産交換業者は、利用者財産の分別管理義務に加えて、預託暗号資産については、原則として、コールドウォレットにおいて管理しなければなりません(資金決済法 63 条の 11)。また、ホットウォレットで管理する利用者の暗号資産に対して流出時の補填に資するための同種・同量の暗号資産(履行保証暗号資産)をコールドウォレットで保持する義務も課されています(資金決済法 63 条の 11 の 2)。

報告書では、上記のような暗号資産の不正流出リスクを踏まえた利用者財産の管理に関する特別の規制は、金商法移行後も維持すべきとされました。加えて、近時の不正流出事案における手口の巧妙化に伴い、新たに法律上の義務として、利用者財産の安全管理に関する措置を講じる義務を定め、サプライチェーン全体を含めたより包括的なセキュリティ対策の強化を求めるべきとされており、今後、具体的な規制内容が検討される見込みです。なお、このような規制は、技術の進展等を踏まえて柔軟に対応できるよう、法令ではなくガイドライン等で定めることが適当とされました。

(4)責任準備金

現行の資金決済法においては、上記(3)の利用者財産の管理義務は設けられていますが、責任準備金制度は設けられていません。

他方で、金商法は、第一種金融商品取引業者に対して、事故により顧客に生じた損失を補填する場合に備えて、責任準備金の積み立てを義務付けています(金商法 46 条の 5)。

報告書では、コールドウォレット等で管理する暗号資産についても、ハッキングによる流出リスクがあり、顧客への必要な補償を適切に行うための備えが必要であるとし、過重な負担にならないよう配意しつつ、過去の流出事案の発生状況やセキュリティ水準等を踏まえた適切な水準の責任準備金の積み立てを暗号資産交換業者に求めるべきとされました。また、不正流出時の迅速な顧客対応の観点からは、流出事案が生じた場合には、行政の承認

を要せず責任準備金により補償を行うことを可能とすることが適当とされました。加えて、補償の原資を確保するための選択肢を拡大する観点から、責任準備金の積立てに代えて、又は責任準備金の積立てと併せて、保険加入等による補償原資の確保を認めることも検討すべきとされました。

第一種金融商品取引業者に対する責任準備金積立て義務は、フェイル等の証券事故により発生する顧客に対する賠償を想定した制度であり、報告書で言及されているハッキングによる暗号資産流出により発生する顧客への補償のような場面は、少なくとも証券での責任準備金制度では想定されていません。そのため、仮に、ハッキングにより発生し得る暗号資産流出分を全額補償できるだけの責任準備金の積立てが求められるなどした場合には、上記の証券での責任準備金制度と比較して事業者にとって明らかに過度な負担となります。

このように、責任準備金制度の導入は一見利用者保護に資するように見えますが、その水準によっては、暗号資産交換業者への財務上の過度な負担となり、結果的に利用者がそのコストを負担することになりかねない点は十分に考慮されるべきであり、具体的にどのような制度が定められることになるか、今後の議論を注視していく必要があります。

(5) 支払手段としての利用者の被害の未然防止

報告書では、暗号資産が詐欺的な投資勧誘の支払手段として利用されることを未然に防止するため、暗号資産交換業者に対し、法令上の義務として、利用者がアンホステッド・ウォレットや無登録業者のウォレットに暗号資産を移転する場合に、詐欺的事案の可能性に関する警告や移転目的の確認、取引モニタリングの適切な実施、新規口座開設直後及び新規ウォレット先への移転について一定の熟慮期間を設けるなどの対応を求めることが適当とされました。

金商法移行後は、暗号資産交換業者において、これらの対応を行う必要が生じる見込みであり、具体的に求められる対応について注視していく必要があります。

3. 無登録業者、DEX 等への対応

(1) 無登録業者への対応

報告書では、無登録業者による違法な勧誘等を抑止するため、暗号資産の売買等について金商業の対象とすることにより刑事罰を強化すべきとされました。なお、現行の資金決済法では、無登録で暗号資産交換業を行った場合、3 年以下の拘禁刑もしくは 300 万円以下の罰金に処され、又はこれが併科されますが、金商法では、無登録で金商業を行った場合、5 年以下の拘禁刑もしくは 500 万円以下の罰金に処され、又はこれが併科されます。

また、金商法において金商業の無登録業者への対応として設けられている規定を暗号資産交換業にも適用することとし、無登録業者に対する暗号資産交換業を行う旨の表示等の禁止の規定や裁判所による緊急差止命令、証券取引等監視委員会による緊急差止命令申立権限とその他の調査権限を整備すべきともされています。

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的な案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。

© Mori Hamada & Matsumoto. All rights reserved.

加えて、無登録業者との間の暗号資産取引について、無登録業者による未公開株式等の売買契約の無効に関する民事効規定を参考に、同等の規定を創設することも提案されています。

(2) 海外の無登録業者への対応

現行の資金決済法においては、登録を受けていない外国暗号資産交換業者は、国内にある者に対して、暗号資産交換業に係る勧誘をすることができません(資金決済法 63 条の 22)。外国暗号資産交換業者がホームページ等に暗号資産交換業に係る取引に関する広告等を掲載する行為については、原則として、「勧誘」行為に該当します。もっとも、(i)日本国内にある者が当該サービスの対象とされていない旨の文言(担保文言)が明記されており、(ii)日本国内にある者との間の暗号資産交換業に係る取引を防止するための措置(取引防止措置)が講じられているなど、日本国内にある者との間の暗号資産交換業に係る取引につながらないような合理的な措置が講じられている限り、日本国内にある者に向けた「勧誘」には該当しないものとされています(以上につき、暗号資産事務ガイドライン II-5-2)。

上記の勧誘規制を踏まえて、外国の無登録業者が日本語のウェブサイト等により本邦居住者向けに暗号資産の勧誘をしている場合、行政において警告・公表やアプリストアへの削除要請といった対応が行われています。

報告書では、引き続き上記のような対応に注力するとともに、上記の無登録業者への対応や外国当局との調査協力の強化を行っていくべきと指摘されています。なお、金商法上、外国証券業者が、勧誘することなく本邦居住者からの注文を受けて取引を行うことは認められており、暗号資産取引についても同様のルールを整備し、規制の適用関係を明確化することが適当とも指摘されています。

(3) DEX 等への対応

DEX(分散型取引所:Decentralized Exchange)については、現状では DEX について明確な規制の手法が確立されていないものの、現在の交換業者に対する規制とは異なる、技術的性質に合わせた過不足のない規制のあり方について、今後、各国の規制やその運用動向も注視しながら、継続して検討を行うことが適当とされ、現時点で、具体的な制度改革等の提言は行われておりません。

その背景として、DEX については、自らは利用者への勧誘を行わず、開発後はプロトコルでサービスが提供されて人為的要素が少ない等の特徴があることや、欧米においては、一定の DEX について規制の対象外との整理がなされていることがあります。もっとも、現状の DEX には、プロトコルの不備等により利用者が不測の損害を被るリスクがあるほか、マネー・ローンダリングに利用されるリスクも存在しているとの指摘もありますので、今回は見送られたものの、今後の規制に関する議論の動向には注視していく必要があります。

4. 市場開設規制

現行の資金決済法においては、暗号資産の現物取引に関して、市場開設規制は設けられていません。

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的な案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。

© Mori Hamada & Matsumoto. All rights reserved.

WG では、暗号資産交換業者の中には、板取引を行う「取引所」を運営しているものもあることから、現行の暗号資産取引所を市場開設規制の対象とするか否かについても議論されました。もっとも、結論においては、個々の暗号資産『取引所』の価格形成機能は暗号資産の性質上限定的なものであり、金融商品取引所に係る免許制に基づく規制や金商業者に係る認可 PTS の規制のような厳格な市場開設規制を課す必要性は低いとして、暗号資産取引所に關し、現時点では、市場開設規制を設けることまでは行わない方針となりました。

なお、報告書では、市場規模によっては、巨額のリスクを金融商品取引所が負うことになり、当該金融商品取引所による有価証券又はデリバティブ取引市場の運営に重大な影響が生じかねないため、現時点において、金融商品取引所による暗号資産(現物)の上場を可能とすることは慎重に考えるべきとも指摘されています。

V. 不公正取引規制

1. 現在の暗号資産の不公正取引規制

暗号資産の不公正取引規制については、2019 年の金商法改正により、上場有価証券等の不公正取引規制と同様に、不正行為の禁止に関する一般規制、風説の流布や偽計、相場操縦行為等の禁止規制が整備されました(金商法 185 条の 22~185 条の 24)。

他方で、2019 年の金商法改正時において、暗号資産についてのインサイダー取引規制は、「内部者」の特定や、「顧客の取引判断に著しい影響を及ぼす未公表の重要事実」を予め特定することは困難な面があることを踏まえ、整備は見送られることになりました。

また、暗号資産の不公正取引規制については刑事罰は定められているものの、上場有価証券等の不公正取引規制と異なり課徴金制度は整備されておらず、また証券取引等監視委員会の犯則調査権限も規定されていません。

そのため、既存の上場有価証券等の不公正取引規制とは以下のような違いが生じています。

	上場有価証券等	暗号資産
不正行為の禁止	○(金商法 157 条)	○(金商法 185 条の 22)
風説の流布、偽計、暴行又は脅迫の禁止	○(金商法 158 条)	○(金商法 185 条の 23)
相場操縦行為等の禁止	○(金商法 159 条)	○(金商法 185 条の 24)
インサイダー取引規制	○(金商法 166 条等)	×(直接の規定なし)
課徴金制度	○(金商法 173 条~175 条の 2) ※不正行為、暴行及び脅迫の禁止規制を除く。	×

犯則調査	○	×
------	---	---

2. インサイダー取引規制

(1)概要

報告書は、近年 IOSCO において不公正取引の抑止に関する勧告が行われていること、諸外国で暗号資産についてのインサイダー取引規制が整備されていることなどを受けて、日本においても暗号資産のインサイダー取引規制を整備すべきと指摘しています。

具体的には、暗号資産に関するインサイダー取引規制は、①「対象暗号資産」について、②「重要事実」に接近できる、③特別の立場にある者(インサイダー)が、④重要事実の「公表」前に、⑤一定の取引を行うことを、⑥適用除外事由に該当しない限り禁止することになるところ、報告書は、それぞれ以下のような規律を設けることを提言しています。

(2)規制対象とすべき暗号資産

上場有価証券等のインサイダー取引規制は「上場会社等」に係る業務等に関する重要事実や「上場等株券等」の公開買付け等に関する規制であり(金商法 166 条、167 条)、このうち「上場会社等」とは株券や投資証券(REIT、インフラファンド)等の一定の有価証券のうち、金融商品取引所に上場されているもの、店頭売買有価証券又は取扱有価証券に該当するものの発行者を指します(金商法 166 条 1 項)。したがって、市場で取引される有価証券がインサイダー取引規制の対象とされています。

暗号資産のインサイダー取引規制について、報告書は、以下の暗号資産を規制対象とすることが適当としています。

- ① 国内の交換業者において取り扱われる暗号資産
- ② 交換業者に対して正式な取扱申請がなされた暗号資産

従って、今後暗号資産は、交換業者に対して正式な取扱申請がなされた後は、インサイダー取引規制の対象となることに留意が必要です。

なお、報告書は、規制対象を明確にする観点から、どの暗号資産が国内の交換業者で取り扱われているか、交換業者に対し正式な取扱申請があった暗号資産については、自主規制機関が一覧性を持った形で分かりやすく情報提供すべきとされているため、対象となる暗号資産の範囲は明確になることが期待されます。

また、規制対象となる暗号資産自体は、国内の交換業者にて取り扱われているか取扱申請がされた暗号資産に限定されますが、報告書においては、対象暗号資産であれば、その取引の場を問わず、DEX での取引や利用者間の直接取引等も規制対象となることが適当とされている点も留意が必要です。

(3)重要事実

現行の上場有価証券等のインサイダー取引規制は、重要事実を個別に列挙した上で、包括的なバスケット条項を設けています(金商法 166 条 2 項各号参照)。

報告書は、暗号資産についても同様に、規制の予見可能性・透明性を確保する観点から、「重要事実」にあたるものが明確なものを個別に列挙した上で、バスケット条項で補完することが適当だとしています。

具体的には、利用者の取引判断に影響を及ぼし得る事象として想定される以下の 3 つの類型について、「重要事実」に当たることが明確なものを個別列挙しつつ、バスケット条項を規定することを提言しています。

	重要事実の類型	具体例
①	中央集権型暗号資産の発行者の業務等に関する重要事実	発行者の破産や、重大なセキュリティリスクの発覚等
②	交換業者における暗号資産の取扱い等に関する重要事実	暗号資産の新規『上場』『上場』廃止やその流出等
③	大口取引に関する重要事実	発行済暗号資産の 20%以上の売買等

暗号資産のインサイダー取引規制においても、重要事実が法文上列挙されることになる見込まれるため、今後上記の①発行者、②交換業者における取扱い、③大口取引に従ってどのような事実が重要事実として位置づけられるのか注視することが必要です。

(4)規制対象者

現行の上場有価証券等のインサイダー取引規制は、上場会社・公開買付者等の内部情報を知り得る特別の立場にある者が当該特別な立場にあることに起因して内部情報を知った場合を規制対象としています(金商法 166 条 1 項各号、167 条 1 項各号)。

報告書は、暗号資産のインサイダー取引規制も同様に、重要事実に接近できる特別な立場にある者がその立場にあることに起因して内部情報を知った場合を規制対象とすることが適当だとしています。具体的には、重要事実の類型に応じて、以下の者を規制対象者とすべきとしており、これら関係者には、役員等や法令に基づく権限を有する者、契約締結先等、更にはこれらの者からの第一次情報受領者も規制の対象者とするのが適当としています。

	重要事実の類型	規制対象者
①	中央集権型暗号資産の発行者の業務等に関する重要事実	当該発行者の関係者
②	交換業者における暗号資産の取扱い等に関する重要事実	当該交換業者の関係者
③	大口取引に関する重要事実	当該取引を行う者の関係者

従って、暗号資産に関する取引を行う者は、自身が上記の 3 つの類型に応じて、関係者に該当するのかが確認することが必要になります。特に、対象となる暗号資産の発行者や取り扱う交換業者は明確である場合が多いと

思われる一方、大口取引を行う者の関係者に該当するかは、個別の検討が必要になると思われます。

(5)公表

インサイダー取引規制は、未公表の重要事実を知った関係者による取引を規制するところ、暗号資産の重要事実の公表主体については、その重要事実の類型に応じて、以下の通り定めることが適当とされています。

	重要事実の類型	公表主体
①	中央集権型暗号資産の発行者の業務等に関する重要事実	当該発行者
②	交換業者における暗号資産の取扱い等に関する重要事実	当該交換業者
③	大口取引に関する重要事実	当該取引を行う者

また、公表方法については、現時点においては交換業者及び自主規制機関のウェブサイトを用いた公表等に限るべきとしています。SNS は、様々な種類があって利用者の周知性が低いことや、発信された情報の削除・改変が容易であること、発信主体・発信内容の真実性が確保されていないこと等の課題があるため、有効な公表方法とはならない見込みです。

従って、重要情報を知る関係者は、対象となる暗号資産の取引前に交換業者や自主規制機関のウェブサイトにて当該重要事実が公表されているかの確認が必要になると思われます。

(6)禁止行為

報告書は、未公表の重要事実を知る関係者による以下の行為を禁止することを提言しています。

- ① 対象暗号資産の「売買等」
- ② 暗号資産の新規発行とそれに対応する原始取得(有償取得によるものに限り、マイニング等によるものを除く。)

特に、上場有価証券等では新規発行による取得はインサイダー取引規制の対象ではないと解されている一方で、暗号資産については、新規発行の際の有償の取得が規制対象とされている点に留意が必要です。

(7)適用除外

上場有価証券等のインサイダー取引規制では、未公表の重要事実を「知って」取引した場合を規制対象としつつ、保護法益に鑑みて規制対象とする必要がないと考えられる取引の類型が具体的に適用除外として列挙されています(金商法 166 条 6 項、167 条 5 項)。

報告書は、取引に関する証拠が行為者側に偏在していること等を踏まえ、「重要事実を知らなくとも取引したことを行為者が立証した場合」を適用除外の類型として追加することが適当だとしています。

(8)未公表の重要事実の伝達・取引推奨の禁止

上場有価証券等のインサイダー取引規制では、取引の禁止に加えて、未公表の重要事実の伝達や取引推奨行為を禁止しています(金商法167条の2)。

報告書は、既存の上場有価証券等について規定されている適用除外事由に加えて、暗号資産についても、利益を得させる目的等による未公表の重要事実の伝達・取引推奨を禁止することが適当だとしています。

3. その他の不公正取引規制

報告書は、暗号資産の不公正取引への対応強化に伴って、暗号資産にも妥当すると考えられる不公正取引規制については併せて整備することが適当だとしています。具体的には、以下のような制度整備を提案しています。

- ・ 安定操作取引の禁止の規定については、暗号資産の不公正取引規制として整備することが適当
- ・ いわゆるステルスマーケティングを規制するため、対価を受けてインターネットサイト等で取引判断に関する意見表示をする場合における対価を受ける旨の表示義務を暗号資産にも適用すべき

4. 課徴金制度・その他のエンフォースメント

報告書は、暗号資産の不公正取引規制に関してエンフォースメントの実効性を確保して、違反行為への抑止力を高める観点から、以下の対応を提案しています。

	項目	提言
①	課徴金制度	暗号資産についても、上場有価証券等の不公正取引規制と同様に、インサイダー取引を含め不公正取引について課徴金制度を創設すべき。
②	犯則調査権限・課徴金調査権限	暗号資産に係る不公正取引についても、証券取引等監視委員会における犯則調査権限を創設するとともに、課徴金制度の創設に伴う調査権限を設けるべき。
③	市場監視体制	暗号資産取引についても、実効的なエンフォースメントのため、交換業者による売買審査や、自主規制機関による市場監視体制について抜本的に強化すべき ¹⁶ 。 具体的には、各交換業者における売買審査体制の底上げ(不公正取引の類型毎の抽出基準の整備や審査結果を踏まえた対応の強化等)、自主規制機関における市場監視体制の構築

¹⁶ 上場有価証券等の不公正取引については、金商業者に対し不公正取引を防止するための売買管理体制の整備を求めるとともに、例えば日本取引所グループにおいては、日本取引所自主規制法人が売買審査を実施し、検知した不公正取引を証券取引等監視委員会へ報告を行うことで、実効性ある市場監視体制が構築されています。

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。

		(各会員の取引データの収集、不公正取引の検知・審査等)、交換業者・自主規制機関・当局の間の情報連携の強化等が考えられる。
④	外国規制当局との調査協力	暗号資産取引についても、有価証券の取引等と同様、相互主義の下、外国規制当局に対する調査協力の対象とすべき ¹⁷

VI. その他の議論

1. 銀行・保険会社やそのグループにおける暗号資産の取扱い

(1)現状

(ア)暗号資産交換業の実施

銀行・保険会社本体及びグループが暗号資産交換業を営むことは現在認められていません¹⁸。

銀行グループによる暗号資産交換業の実施について、暗号資産交換業の一部を受託する行為の付随業務該当性に関して金融庁は「健全かつ適切な業務運営が求められる銀行にとって、取り扱うことが相応しい社会的な信頼等を有する決済手段として仮想通貨が定着していくかも、十分見極めながら、判断していく必要がある」と回答しており¹⁹、暗号資産デリバティブ取引も付随業務としてできるデリバティブ取引の範囲から除外されるとともに(銀行法施行規則 13 条の 2 の 2 第 2 号)、暗号資産交換業・暗号資産デリバティブ取引は、子会社対象会社の業務範囲にも含まれていません。

報告書では、銀行・保険会社本体及びグループが暗号資産交換業を営むことについては、①マネー・ローンダリング等に利用されるリスク、②暗号資産の管理等に係るシステムリスク、③暗号資産の保有に伴う価格変動リスク、④これらのリスクが顕在化した場合のレピュテーション・リスクに鑑みて、現在は認められていないと説明されています。

(イ)暗号資産の取得・保有

銀行による暗号資産の取得・保有自体は、法令上禁止されていません。もっとも、銀行法施行規則 13 条の 6 の 10 及び 13 条の 6 の 11 は、銀行に対して暗号資産の取得等に係る情報の安全管理措置や健全性確保を図るための措置等を講じることを求めています。これを受けて、銀行の監督指針においては銀行グループによる暗号資

¹⁷ 外国金融商品取引規制当局から、金商法に相当する外国の法令を執行するために行う行政上の調査に関し、協力の要請があった場合において、当該要請に応ずることが相当と認めるときは、当該要請に応ずるために必要かつ適当であると認められる範囲内において報告徴取等を行うことを可能とする規定が設けられています(金商法 189 条)。

¹⁸ なお、2022 年に金融機関の信託業務の兼営等に関する法律施行規則が改正され、同年 10 月 20 日より、管理型信託に該当するものについて、信託銀行による暗号資産の受託は解禁されています(同規則 3 条 1 項 7 号参照)。

¹⁹ 金融庁「『銀行法施行令等の一部を改正する政令等(案)』等に対するパブリックコメントの結果等について」(2017 年 3 月 24 日)80 番

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。

産の取得は必要最小限度の範囲とする必要があり、かつ、銀行グループの業務において、暗号資産の取得、保有又は処分等(暗号資産を実質的な投資対象とするファンドに対する出資等の間接的な方法によるものを含みます。以下「暗号資産の取得等」といいます。)が生じる場合には、銀行の固有業務の運営への支障や銀行グループとして重大な損害等が生じるおそれがないよう、十分な態勢整備が行われている必要があるとして、銀行グループにおける暗号資産の取得等について①暗号資産の特性等を踏まえたリスクの特定・評価・低減、②テロ資金供与及びマネー・ローンダリングへの対応、③財務の健全性確保を図るための措置(銀行グループにおいては、投資の目的をもってする暗号資産の取得等を行わないこととされています。)、④暗号資産の取得等に係る安全管理措置に係る留意点を定めています(主要行等向けの総合的な監督指針 V-6、中小・地域金融機関向けの総合的な監督指針Ⅲ-4-13)。

上記の銀行法施行規則や監督指針の要請により、現状、銀行グループによる暗号資産の取得・保有は大きく制約されています²⁰。

(ウ)WG での議論

WG では、グループでの暗号資産交換業の実施や暗号資産の取得・保有の制限の緩和について議論されました。

(2)銀行・保険会社本体における取扱い

報告書は、銀行・保険会社本体による暗号資産の発行・売買等は引き続き慎重な検討が必要と結論付けました。

その理由として、(a)上記①マネー・ローンダリング等に利用されるリスク、②暗号資産の管理等に係るシステムリスク、③暗号資産の保有に伴う価格変動リスク等が、引き続き残っていること、(b)銀行・保険会社本体が扱っている商品であることをもって、暗号資産のリスクや自らのリスク許容度を精査せず取引してしまう顧客が一定数生じるおそれがあることから、まずは、今般の規制の見直しにより、暗号資産の特性に応じた金融商品としての規制を整備することにより、利用者保護の充実が図られることが先決であり、その後に対応を検討すべきであることを挙げています。

また、報告書は、銀行・保険会社本体による暗号資産の仲介についても慎重な検討が必要だとするとともに、暗号資産を運用対象とする投資運用業を行うことは、現行法上、銀行・保険会社本体において投資運用業を行うことが一律に禁止されていることを踏まえ、禁止とすることが適当としています。

他方で、銀行・保険会社に分散投資の手段を提供する観点等から、十分なリスク管理・態勢整備等が行われていることを前提に、銀行・保険会社本体に投資目的での暗号資産の保有を認める方向性が示されています。

²⁰ 保険グループによる暗号資産の取得・保有についても保険業法施行規則・保険会社向けの総合的な監督指針が整備されており、銀行と同様のことが妥当します。

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。

© Mori Hamada & Matsumoto. All rights reserved.

(3)銀行・保険会社の子会社等における取扱い

銀行・保険会社の子会社については、暗号資産の発行・売買等及び仲介を認めることとし、銀行グループ・保険グループの金商業者と一般の金融商品取引業者とのイコールフットイングを法令上図ることが適当としています。

その理由として、①子会社は銀行・保険会社本体より業務範囲が広いこと、②子会社については、銀行・保険会社本体が取り扱う場合に比べ、顧客が暗号資産のリスクや自らのリスク許容度を精査せず取引してしまうおそれも限定的であること、③子会社については、銀行・保険会社本体との関係で、一定のリスク遮断が図られることが挙げられています。

また、同様に、銀行・保険会社の子会社において暗号資産を運用対象とする投資運用業を行うことや投資目的での暗号資産の保有も認めることとし、銀行・保険会社の兄弟会社や関連会社についても子会社と同様の取扱いとすることが適当であるとされています。

(4)報告書を踏まえた今後の展開

報告書を踏まえ、銀行・保険会社やそのグループにおける暗号資産の取扱いは以下の通りになることが見込まれます。

		現状	今後の整理
銀行・保険会社本体	暗号資産交換業の実施	×	×
	暗号資産を運用対象とする投資運用業の実施	×	×
	暗号資産の取得・保有	△ ※投資目的での取得は禁止	○ ※十分なリスク管理・態勢整備等が行われていることを前提に投資目的での暗号資産の保有を許容
銀行・保険会社の子会社等	暗号資産交換業の実施	×	○
	暗号資産を運用対象とする投資運用業の実施	×	○
	暗号資産の取得・保有	△ ※投資目的での取得は禁止	○

報告書を踏まえて、今後、銀行・保険会社の子会社等の業務範囲を拡充するための銀行法・保険業法(下位法令を含みます。)の改正、投資目的での取得の解禁のための監督指針の改正等が行われることが見込まれ、銀行・保険会社本体による暗号資産に該当するトークンの取得・保有や子会社を通じた暗号資産ビジネスへの参入の動きが進むことが予想されます。

2. サイバーセキュリティ

報告書では、暗号資産に係るサイバーセキュリティ対策は、攻撃者が常に高度化することに加えて、技術革新により自身のシステム構成も動的に変化するため、法令では必要な体制の確保に係る義務を規定し、技術や運用の要件等については柔軟に環境変化に対応できるようにガイドライン等で定めることが適当とされました。暗号資産交換業者において、適切なセキュリティ投資の下で各社のリスクマネジメントの PDCA が実効的に行われることが重要であるとされ、投資を行うインセンティブ付けとフィージビリティに留意して法令・ガイドラインの規定は検討されるべきと指摘されています。

また、暗号資産業界の共助についても、JPCrypto-ISAC をはじめとする情報共有機関が適切に機能することが期待され、当局としてもそうした取組みを後押ししていくべきと提言されていますので、業界の動向についても注視が必要です。

VII. さいごに

4 月のディスカッション・ペーパーを契機に一気に呵成に取りまとめられた暗号資産法制の金商法移行による規制強化の方針は、米国をはじめとする海外での暗号資産法制の進展や、国民から広く暗号資産取引への信頼を得られるようにすることが我が国の暗号資産取引市場の健全な発展のために不可欠であるとの理念を背景に、業界との調整と妥協によって打ち立てられました。自主規制を実効的に機能させるために十分な数の事業者もおらず、財務的な基盤も必ずしも盤石ではない暗号資産交換業者に、第一種金融商品取引業者と同等の規制を課し、また十分に成長していない我が国の Web3 企業に重厚な情報提供規制を課すことが、日本の Web3 エコシステムの成長と発展に対し、ポジティブな影響を与えることになるかどうかは見通せません。規制体系が整備されることで、これまでスタートアップを中心とするテクノロジー企業に閉じられてきた暗号資産業界に、伝統的な金融機関による参入が促進されれば、今般の規制改正の試みは成功と評価されることになるでしょう。

Fintech が伝統的な金融機関のサービスと連携・融合するフェーズに入った今、分散型金融も新たなフェーズに移行し、スタートアップと伝統的な金融機関がともに、暗号資産、セキュリティトークン、ステーブルコインといったデジタルアセット全体のエコシステムを盛り上げていく必要があります。そのためには、伝統的な金融と分散型金融の融合で日本に先行する海外の金融事業者による日本市場への参入を促していくことも重要でしょう。

また、今般の改正は、これまで自主規制に委ねていた規律を法令レベルの規制に引き上げるものも多くありますが、自主規制機関の役割は引き続き重要です。自主規制機関の活動に、多様なプレイヤーの関与を促していくことも、今般の規制改正の成功の重要なカギとなると思われます。

金融庁との間の規制改正の交渉と並行して、業界では 10 年来の悲願である暗号資産取引の分離課税による税率 20%化の交渉を進めてきました。2025 年 12 月 19 日に公表された税制改正大綱では、金商法の改正を前提に、暗号資産取引業(仮称)を行う者に対して登録簿に記載される取扱暗号資産を譲渡等した場合に限定さ

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。

© Mori Hamada & Matsumoto. All rights reserved.

れたものではあるものの、分離課税の取扱いを認めることが記載されています。業界としては、税制改正と引き換えに規制強化を受け入れることを受諾するとの姿勢を示してきたことから、税制改正の成果は今般の規制改正と一体のものとして受け止めており、税制改正が円滑に進むことも、今後の暗号資産ビジネスの日本における盛り上げりのカギを握るものと考えられます。