

# ポイント解説・金商法 #28

## 金融審議会「暗号資産制度に関するワーキング・グループ報告」（後編）

2025 年 12 月 25 日

弁護士 松田 一星  
弁護士 小椋 匠  
弁護士 所 悠人  
弁護士 峯岸 健太郎

本稿では、前編である「[ポイント解説・金商法 #27：金融審議会『暗号資産制度に関するワーキング・グループ報告』（前編）](#)」に引き続き、金融審議会・暗号資産制度に関するワーキング・グループが2025年12月10日に公表した、「[暗号資産制度に関するワーキング・グループ 報告](#)」（以下「本報告」といいます。）について解説します。

改めて、本報告で提言された内容は以下のとおりです。

- ① 根拠法令の見直し
- ② 情報提供規制
- ③ 業規制
- ④ 暗号資産取引に係るリテラシーの向上等
- ⑤ サイバーセキュリティに関する取組み
- ⑥ 市場開設規制
- ⑦ 不公正取引規制

後編である本稿においては、②**情報提供規制**、⑦**不公正取引規制**に関し、本報告の概要とポイントを解説します。

### 目次

1. 情報提供規制
  - (1) 新規販売時の情報提供
  - (2) 継続情報提供
  - (3) 情報提供の内容の正確性・客観性の確保
2. 不公正取引規制
  - (1) インサイダー取引規制
  - (2) インサイダー取引規制以外の不公正取引
  - (3) エンフォースメント

## 1. 情報提供規制

### (1) 新規販売時の情報提供

#### (i) 情報提供の内容

暗号資産に関しても有価証券と同様に、一般の利用者と専門家、中央集権的管理者等との間で**情報の非対称性**が存在することが指摘されており、その解消のため、以下の3つの観点から利用者に提供すべき情報が挙げられています。

情報の非対称性	解消措置として提供すべき情報の内容
<b>技術性・専門性の観点</b> (暗号資産に詳しい専門家と利用者の関係) → 多くの利用者にとって、暗号資産のコードの内容を理解することは(暗号資産の仕組み等を説明するホワイトペーパーが存在していても)困難	取引判断に重要な情報として、 <ul style="list-style-type: none"> <li>暗号資産の性質・機能や供給量</li> <li>基盤技術</li> <li>付随する権利義務</li> <li>内在するリスク等</li> </ul>
<b>価値の源泉への実質的なコントロールの観点</b> (中央集権的管理者と利用者の関係) → 中央集権的管理者(暗号資産の価値の源泉を実質的にコントロールする者)が存在する場合、その者の活動により暗号資産の価値が変動し得る	中央集権的管理者が存在する場合は、中央集権的管理者に関する情報として、 <ul style="list-style-type: none"> <li>当該中央集権的管理者の情報</li> <li>調達資金の使途に関する情報</li> <li>暗号資産に紐づくプロジェクト(対象事業)に関する情報</li> <li>暗号資産の保有状況等</li> </ul>
<b>流通・保有状況の観点</b> (暗号資産を取引・保有する者と他者の関係) → 典型的には大口保有者等の情報について、取引を行う当事者以外の者が正確な情報を把握することは困難	<ul style="list-style-type: none"> <li>大口保有者等に関する情報</li> </ul> <p>※ <u>現時点では法的な規制について慎重に考える方向</u></p>

また、個別の暗号資産のリスクや商品性に関し、例えば以下の情報が提供されるべきとされています。

#### <暗号資産のリスク>

- 流動性リスクに関する情報：時価総額、流通状況
- 希薄化リスクに関する情報：発行済数量、発行可能数およびその変更可否、過去の発行・償却状況、今後の発行・償却予定、中央集権的管理者およびその関係者の保有状況

- ・ **事業リスク**に関する情報：中央集権的管理者に関する情報、調達資金の使途、利用状況、対象事業の事業計画や進捗状況
- ・ **技術・運営上のリスク**に関する情報：価値移転認証の仕組み、コード監査・セキュリティ監査に関する情報

#### < 暗号資産の商品性 >

- ・ 開発経緯や技術、トークノミクス、ユーティリティ

なお、利用者への情報提供方法として、**サマリー**の提供も示唆されています。

#### (ii) 情報提供規制の対象者

誰が情報提供を行うべきかについて、本報告では、以下の考え方が示されました。

類型	情報の提供者	情報の提供方法
「中央集権的管理者」が存在し、 <b>資金調達を行う場合</b>	中央集権的管理者 (発行者) + 交換業者	発行者が勧誘前にウェブサイト等で公表 交換業者が勧誘前にウェブサイト等で 公表 + 顧客に情報提供
「中央集権的管理者」が存在するが、 資金調達を行わない場合	交換業者	交換業者が勧誘前にウェブサイト等で 公表 + 顧客に情報提供
「中央集権的管理者」が 存在しない場合		
海外で発行された暗号資産を、国内 の交換業者が独自に取り扱う場合		

#### 【ポイント】

##### < 中央集権的管理者の判断基準 >

- ・ 本報告では、中央集権的管理者が存在する暗号資産を「**中央集権型暗号資産**」と表現。
- ・ 中央集権型暗号資産に当たるか否かの判断基準として、**流通面（発行・移転権限）と内容面（仕様の設計・変更権限）の支配に着目**。
- ・ 例えば、以下の3タイプのいずれかに該当するものは、基本的には中央集権型暗号資産に該当。
  - 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（ネットワークへの参加に管理者による許可を要する）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）

### <中央集権的管理者の範囲>

- 中央集権的管理者とは、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**を指す。
- この主体は、通常、中央集権型暗号資産に紐づくプロジェクト等の運営主体と同じになる。他方で、これらの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主権的管理者として捉えるなど、規制の潜脱を防止できる制度運用が重要。

### (iii) 情報提供規制の対象行為

情報提供の対象となる行為について、本報告では、以下の考え方が示されました。

類型	対象となる行為	備考
「中央集権的管理者」が、資金調達を行う場合	新規に生成・発行した暗号資産の販売による資金調達 (プライマリー取引)	<ul style="list-style-type: none"> <li>下記 (iv) の免除制度あり</li> <li>無償での付与・報酬としてのトークンの自動付与は対象外</li> </ul>
	既に生成・発行した暗号資産の販売による資金調達 (セカンダリー取引)	
「中央集権的管理者」が、資金調達を行わない場合	交換業者による暗号資産の取扱い	—

### (iv) 免除制度（私募・私売出し相当の行為）

有価証券の場合と同様に、私募・私売出し（有価証券であれば届出免除となる。）に相当する場合は、情報提供規制を免除することが提案されています。また、この場合、暗号資産の取扱いに関し、交換業の登録も不要とされています。

類型	免除のために必要な措置	備考
少人数（49名以下）を相手方とする勧誘	<ul style="list-style-type: none"> <li>一括譲渡以外の方法による譲渡禁止の転売制限</li> <li>転売制限が付されている旨等を告知する義務</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>交換業者が発行者のために勧誘を代行する場合も同様に、免除の対象</li> <li>転売制限に関し、一般投資家に対し、取引判断に必要な情報が提供されることとなる場合（発行者が交換業者を通じて広く一般投資家から資金調達する場合や、交換業者が取引所や販売所で取り扱うこととする場合）には解除</li> </ul>
プロ投資家（適格機関投資家）のみを相手方とする勧誘	<ul style="list-style-type: none"> <li>プロ投資家以外の者に対する譲渡禁止の転売制限</li> <li>転売制限が付されている旨等を告知する義務</li> </ul>	

## (2) 継続情報提供

新規販売時に提供された情報の有用性は、時間の経過とともに低下するため、新規販売後においても最新の情報が継続的に提供され続ける必要があります。本報告では、継続的な情報提供の制度について、以下のとおり整理されました。

類型・タイミング	方法	情報提供義務の解除・免除
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 ：適時	上記（1）新規販売時の情報提供と同じ	発行者について、 <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 当初は発行者（中央集権的管理者）がいたものの、分権化等により発行者の活動が取引判断に重要ではなくなった場合、認定により解除</li> <li>・ 国内の全ての交換業者が取扱いを停止し、利用者保護の必要性が乏しい場合、認定により免除</li> </ul> 交換業者について、 <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 交換業者が取扱いを廃止した場合、顧客への十分な事前周知を前提に免除</li> </ul>
発行者の事業活動等に係る定期的な情報提供 ：年1回		

## (3) 情報提供の内容の正確性・客観性の確保

### 【ポイント】

#### <情報の提供者に対する規制>

- ・ 発行者により作成される情報の虚偽記載や不提供：**有価証券届出書等と同様の罰則や損害賠償に係る民事責任規定**を設ける。
- ・ 交換業者が当該虚偽記載や不提供を知っていたにもかかわらず暗号資産を取り扱った場合、**交換業者に対する罰則**を設ける。
- ・ 交換業者により作成される情報の虚偽記載や不提供：**発行者作成の場合よりも軽減した罰則や損害賠償に係る民事責任規定**（例えば、**立証の困難性を考慮した損害賠償額の法定または推定のみ規定**）を設ける。
- ・ 発行者や交換業者に対する**課徴金制度**も検討。
- ・ 虚偽記載等があった場合、国内の全交換業者での取扱いを停止できる措置を設ける。

#### <交換業者および自主規制機関によるチェック機能の強化>

- ・ 交換業者による審査義務および体制整備の法定化。
- ・ 当該審査に際し、**技術的専門性を有する第三者によるコード監査および自主規制機関の意見聴取を義務化**。
- ・ 自主規制機関に独立委員会または独立組織を設け、審査業務を集中的に実施。
- ・ 自主規制機関において、審査業務の一部を専門性の高い第三者に委託することも可能。

## 2. 不公正取引規制

### (1) インサイダー取引規制

現行法においては暗号資産のインサイダー取引を直接規制する規定は存在ませんが、本報告では、国際的な法制化・法執行の動きや暗号資産の投資対象化の進展を受け、**暗号資産についてもインサイダー取引規制を整備すべき**とされています。本報告において示された規制の概要は、以下のとおりです。

規制の趣旨 (保護法益)	国内交換業者の提供する取引の場の公正性・健全性に対する利用者の信頼確保		
規制の全体像	① 「 <b>対象暗号資産</b> 」について、 ② 「 <b>重要事実</b> 」に接近できる ③ <b>規制対象者</b> （インサイダー）が、 ④ 当該事実の「 <b>公表</b> 」前に、 ⑤ 取引の場に対する利用者の信頼を損なうような <b>売買等</b> を行うことを禁止		
① 対象暗号資産	(i) <b>国内の交換業者</b> で取り扱われる暗号資産 + (ii) 取扱申請がされた暗号資産 → 上場等を要因とする価格変動を利用されるおそれがあるため ※ 取引所での取引であるかを問わず、DEX 経由や直接取引も規制対象		
② 重要事実	<b>個別列挙 + バスケット条項</b>		
	【1】中央集権型暗号資産の発行者の業務等に関するもの	【2】交換業者における暗号資産の取扱い等に関するもの	【3】大口取引に関するもの
	<b>個別列挙の具体例</b>		
	・ 発行者の破産 ・ 重大なセキュリティリスクの発覚	・ 新規上場、上場廃止 ・ 取扱暗号資産の流出	・ 発行済暗号資産の20%以上の売買等
③ 規制対象者	【1】中央集権型暗号資産の発行者の関係者	【2】交換業者の関係者	【3】大口取引を行う者の関係者
	※ 各関係者には、役員等、法令に基づく権限を有する者、契約締結先等が含まれ、また、これらの者からの第一次情報受領者も規制対象		

④ 公表	<ul style="list-style-type: none"> <li>公表主体は、重要事実の類型ごとに【1】中央集権型暗号資産の発行者、【2】交換業者、【3】大口取引を行う者</li> <li>交換業者や自主規制機関のウェブサイトを用いた公表等に限定</li> <li>SNS での情報発信は該当しない。</li> </ul>
⑤ 禁止行為	<ul style="list-style-type: none"> <li>未公表の重要事実を知って、「売買等」（売買・交換・現物出資等）を行うこと</li> <li>暗号資産の<b>新規発行</b>とそれに対応する<b>原始取得</b> → 株式のように会社法で発行時の投資者保護が図られていないため ※ 有償取得に限り、マイニング等による場合は除く</li> </ul>
適用除外	<ul style="list-style-type: none"> <li>上場有価証券の場合の適用除外事項に加え、</li> <li>重要事実を知らなくとも取引をしたことを立証した場合も適用除外</li> </ul>

上記のとおり、規制の大きな方向性については、上場有価証券の場合の規制を参考に比較的明確に定まっているものの、例えば具体的にどのような事実が②重要事実該当するかといった暗号資産特有の点については、本報告においてはわずかな具体例が挙げられているのみです。特に、暗号資産に関し「未公表の重要事実」をあらかじめ特定することの困難さは従前指摘されていたところですので、今後の議論や具体的な改正法案が待たれます。

## (2) インサイダー取引規制以外の不公正取引

### 【ポイント】

- インサイダー取引規制の導入に併せ、情報伝達・取引推奨も禁止。
- 不正行為、風説の流布・偽計、暴行・脅迫、相場操縦行為等の禁止規制については、2019 年金商法改正により対応済みだが、加えて、**安定操作取引**の禁止規定も整備。

安定操作取引に関して、上場有価証券の場合と同様に適法に行うことができる場合が定められるかについては、本報告では触れられておらず、具体的な改正法案が待たれます。

なお、現行法において対応済みの規制と、本報告において新設が示唆された規制の一覧は以下のとおりです。

現行金商法において対応済みの規制	新設が示唆された規制
不正行為の禁止 (法 185 条の 22)	未公表の重要事実の伝達・取引推奨の禁止
風説の流布・偽計、暴行・脅迫の禁止 (法 185 条の 23)	安定操作取引の禁止
相場操縦行為等(※)の禁止 (法 185 条の 24) ※ 安定操作取引を除く	取引判断につき対価を受ける場合の表示義務



### (3) エンフォースメント

#### 【ポイント】

- 上場有価証券の場合と同様の**課徴金制度**を創設。
- 規制の実効性確保のため、**証券取引等監視委員会**における犯則調査権限・課徴金調査権限も創設。
- 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**についても抜本的に強化。

交換業者による売買審査については、具体例として交換業者における売買審査体制の底上げ（不公正取引の類型ごとの抽出基準の整備や審査結果を踏まえた対応の強化等）が挙げられており、交換業者の実務上も直接影響が生じるといえます。

本ニュースレターは、法務等に関するアドバイスの提供を目的とするものではありません。  
具体的な案件に関するご相談は、弁護士等の専門家へ必ずご相談いただきますよう、お願いいたします。  
また、本ニュースレターの見解は執筆者個人の見解であり、当事務所の見解ではありません。