

暗号資産規制の見直しの方向性

－金融庁 暗号資産に関連する制度のあり方等の検証に関するディスカッション・ペーパー (2025 年 4 月 10 日公表) の概要－

金融 & Web3/メタバースニュースレター

2025 年 4 月 22 日号

執筆者:

有吉 尚哉

n.ariyoshi@nishimura.com

水井 大

d.mizui@nishimura.com

1. 暗号資産に関連する制度のあり方等の検証に関するディスカッション・ペーパーの公表

2025 年 4 月 10 日、金融庁は、「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」(以下「本ディスカッション・ペーパー」)を取りまとめ、公表しました。本ディスカッション・ペーパーについては、2025 年 5 月 10 日まで意見募集の手続が行われています。

2024 事務年度金融行政方針(2024 年 8 月 30 日公表)¹12 頁では、2024 事務年度の金融行政における施策の一つとして「国内外における暗号資産に関する取引の動向等を踏まえ、暗号資産に関連する制度のあり方等について改めて点検する」ことが述べられていました。これを受けて、金融庁においては、2024 年秋より外部有識者による勉強会を開催して意見を聴取するなど、昨今の暗号資産に係る取引の実態等を踏まえて、暗号資産に関連する制度のあり方等について検証を行っており、本ディスカッション・ペーパーはその検証結果を整理したものです。

本ディスカッション・ペーパーを受けて直ちに制度改正が行われるものではないと考えられますが、今後、本ディスカッション・ペーパーに対する意見募集の結果も踏まえ、暗号資産に関連する金融規制の見直しについて金融審議会で検討が行われた上で、金融商品取引法(以下「金商法」)等の法令の改正が実施される可能性が高いものと見込まれます²。

以上の状況の下、本稿では、本ディスカッション・ペーパーの概要を解説します。なお、筆者である有吉は、上記勉強会のメンバーを務めていましたが、本稿の意見に亘る部分は筆者の私見であり、上記勉強会その他の組織・団体の見解を示すものではないことを申し添えます。

2. 全体像

本ディスカッション・ペーパーの構成は以下のとおりです。

【本ディスカッション・ペーパーの構成】

I. はじめに

¹ https://www.fsa.go.jp/news/r6/20240830/20240830_main.pdf

² 金融庁での検討の他、暗号資産に関する規制の見直しについての政策的な動きとして、自由民主党デジタル社会推進本部 web3 ワーキンググループは、2025 年 3 月 6 日に「暗号資産を新たなアセットクラスに～暗号資産に関する制度改正案の概要～(案)」を公表しています。

1. 暗号資産に係るこれまでの法制度の整備の状況
2. 本文書の位置づけ

II. 暗号資産の取引の動向等

1. 暗号資産の取引の現状について
2. 環境整備の必要性について

III. 規制見直しの基本的な考え方

1. 総論
2. 規制見直しを検討する対象について
3. 情報開示・提供規制のあり方
4. 業規制のあり方
5. 市場開設規制のあり方
6. インサイダー取引への対応等

IV. 今後について

V. 参考資料

以下では、Ⅲ「規制見直しの基本的な考え方」の要点を中心に本ディスカッション・ペーパーの概要を紹介します。

3. 規制見直しの基本的な考え方

(1) 総論

本ディスカッション・ペーパーでは、まず、Ⅱ2.「環境整備の必要性について」において、①情報開示・提供の充実、②利用者保護・無登録業者への対応、③投資運用やアドバイスに係る不適切行為への対応、④価格形成・取引の公正性の確保、といった観点から、規制のあり方の見直しを検討する必要があることを指摘しています。

その上で、Ⅲ1.「総論」では、規制見直しの基本的な考え方として、デジタル資産に係る総合的な法制度を整備する選択肢もあり得るとしつつも、できるだけ早期に現状の課題に対応していくため、既存の法制の中で対応を模索していくことが重要であると述べられています。併せて、金商法の仕組みやエンフォースメントを活用することも選択肢の一つと考えられることや、規制の見直しの検討に当たっては、暗号資産の性質・特殊性を十分に踏まえる必要があり、同じ銘柄がグローバルに取引され得ることを踏まえ、国際的な規制の整合性にも留意する必要があることが述べられています。

(2) 規制見直しを検討する対象について

① 暗号資産

暗号資産の規制見直しを検討するにあたっては、暗号資産を以下の2つの類型に区分して考えることが適当ではないかと述べられています。

○資金調達・事業活動型暗号資産（類型①）：暗号資産が資金調達の手段として発行され、その調達資金が

プロジェクト・イベント・コミュニティ活動等に利用される暗号資産（例、一部のユーティリティ・トークン）。

○非資金調達・事業活動型暗号資産（類型②）：類型①に該当しない暗号資産（例、ビットコインやイーサ等）。

資金調達・事業活動型暗号資産（類型①）は、キャピタルゲインによる金銭的なリターンを期待し得ることに加え、暗号資産の発行による資金調達により事業活動が行われるものが想定されています。一方、非資金調達・事業活動型暗号資産（類型②）は、典型的には流通量の多いビットコインやイーサといった暗号資産が想定されていますが、暗号資産に関する詐欺的な勧誘等による利用者被害が生じていることを踏まえて、これらに限らず広く規制の対象として利用者保護を図る必要性が高いのではないかと述べられています。

このように規制の見直しにあたって暗号資産を区分する場合には、個々の暗号資産がいずれの類型に分類されるかが重要であり、その性質や実態に即して慎重に検討することが求められると述べられており、今後、類型の整理に関する議論に注視が必要です。

② 暗号資産以外のトークン

暗号資産や有価証券に該当しない NFT（Non Fungible Token）や、いわゆるステーブルコイン（デジタルマネー類似型）については、現時点で投資対象として規制の対象とすることは想定されておりません。

(3) 情報開示・提供規制のあり方

① 現行制度における課題

現行実務上、新規暗号資産の発行に伴う情報開示・提供に使用されるホワイトペーパー等（自主規制機関である日本暗号資産等取引業協会（以下「JVCEA」）の自主規制に基づき暗号資産交換業者（以下「交換業者」）が間接的に情報提供を行うものを指します。）について、その記載内容が不明確であったり、特に時間の経過により記載されているコードと実際のコードの内容に齟齬が生じていたりすることがあるとの指摘等を踏まえ、暗号資産に関する情報開示・提供を強化する必要があるのではないかと問題意識が示されています。

② 検討の方向性

以上を踏まえ、類型①及び類型②の暗号資産それぞれについて情報開示・提供のあり方が整理されています。

【資金調達・事業活動型暗号資産（類型①）】

類型①について開示・提供すべき情報として、暗号資産の信頼性と暗号資産の価値に影響を与える情報が重要とされており、具体的には(a)暗号資産に関する情報（そのルールやアルゴリズム、基盤とするブロックチェーンの概要等）、(b)暗号資産の関係者の情報、(c)調達資金を充てて行うプロジェクトに関する情報、(d)リスクに関する情報等が考えられるとされています。

そして、情報の開示・提供の主体については、暗号資産の発行による資金調達により事業活動を行う者が最も正確に情報を開示・提供できる者であり、利用者との情報の非対称性を解消するための規制を課するという考え方が示されています。

また、全ての暗号資産の発行を一律に規制するのではなく、暗号資産の発行に関し、多数の一般投資家に対して勧誘が行われるものであって、転々流通する可能性が高い暗号資産の発行について規制することもあるのではないかと述べられています。

さらに、開示・提供される項目について、一律の記載を求めた方が比較をしやすい一方、暗号資産の性質を踏まえると、一定程度自由な記載を可能とすることも検討する必要があるとあり、両者のバランスに留意が必要と考えられるとされています。また、開示・提供される内容については、第三者の検証による正確性の担保の必要性も論点となるものの、監査法人による監査やコード監査等は現実的ではないとの指摘があり、当該暗号資産を取り扱う交換業者や自主規制機関により一定の確認・検証を行うことも選択肢として考えられるのではないかと述べられています。

【非資金調達・事業活動型暗号資産（類型②）】

類型①の暗号資産とは異なり、類型②については特定の発行者を観念できないものが多く、発行者に対して情報開示・提供義務を課することは馴染みにくいと考えられることを踏まえ、例えば、当該暗号資産を取り扱う交換業者に対して、暗号資産に関する情報についての説明義務を課するとともに、価格変動に重要な影響を与える可能性のある情報について、投資家への情報提供を求めることが考えられるのではないかと述べられています。

一方、自ら暗号資産の発行や設計等に関与していない交換業者に対し、どこまで継続的に情報提供を求めることが適当であるかについて留意が必要であるとも指摘されています。

(4) 業規制のあり方

① 業規制のあり方に関する課題及び検討の方向性

現行法上、交換業者には資金決済に関する法律（以下「資金決済法」）に基づく規制及びJVCEAの自主規制が課されている一方、当該自主規制には、金商法では法令レベルで定められている内容のものもあり、利用者保護を図る観点から検討が必要である旨が述べられています。

また、業規制のあり方を考えるに当たって、類型①と類型②の暗号資産の区別を踏まえて規制内容を精査すべきであるほか、例えば、金商法では業務内容に応じた参入規制等の緩和類型や顧客の属性に応じた行為規制の緩和類型が設けられており、こうした「規制の柔構造化」を図ることも適当ではないかと述べられています。

さらに、近年、海外所在の業者を含め、交換業者の登録を受けずに暗号資産投資への勧誘を行う者が現れているほか金融庁にも詐欺的な勧誘に関する相談等が多数寄せられていること等を踏まえ、無登録業者による違法な勧誘を抑止するためより実効的かつ厳格な規制の枠組み³の検討のほか、現行法では業規制の対象となっていない現物の暗号資産を対象とする投資運用行為やアドバイス行為についても規制の対象とするこ

³ 現行法上、登録を受けずに暗号資産交換業を行った場合、3年以下の懲役若しくは300万円以下の罰金に処され、又はこれが併科されることになっており（資金決済法107条12号）、登録を受けずに金融商品取引業を行った場合（金商法197条の2第10号の4）に比べて刑事罰が緩やかになっています。

とが適当ではないかと述べられています。

② 現行制度では規制対象となっていないトークンビジネスについて

以上に加えて、現行制度では規制対象となっていないトークンビジネスのうち、(a)いわゆるステーキングサービス及び(b)MEV（Maximal Extractable Value）における行為（及び DEX（Decentralized Exchange：分散型取引所））に関し、規制を設ける必要性についての検討結果も整理されています。

【ステーキングサービス】

ステーキングサービスとは、利用者から暗号資産の移転（暗号資産の預託を受ける場合を含みます。）を受けてステーキング（暗号資産を保有し、ブロックチェーンの安定稼働に貢献したことの対価として報酬を暗号資産で受け取ることができる仕組み）に供し、獲得したステーキング報酬を利用者に分配するサービスを指します。

こうしたステーキングサービスについては、現時点で利用者被害等が顕在化している状況ではないと考えられることを踏まえ、それ自体を規制対象とする必要性については将来的な課題として継続的に注視していくことが考えられるのではないかと述べられています。もっとも、(a)利用者が随時に暗号資産を引き出せない流動性リスク、(b)いわゆるスラッシング（ステーキング中の不正行為等に対する制裁としてステーキングに供した暗号資産が没収されること）等の対象となるリスクについて、交換業者が適切に説明する必要があるのではないかと述べられています。

【MEV（Maximal Extractable Value）における行為（及び DEX）】

バリデーター等がオーダーの承認から得る価値を最大化する行為であるいわゆる MEV（Maximal Extractable Value）において、暗号資産取引の仕組みを利用すればオーダーの承認者（バリデーター等）にとって他のオーダーより有利なレートで自己のオーダーが承認されるようにする行為が可能とされていることについては、交換業者でのオフチェーン取引において生じる問題ではなく直接的には DEX での注文や取引の仕組みに関するものと考えられると述べられています。

その上で、仮にこのような行為に対し何らかの規制対応を行う場合には、規制の実効性の観点から国際的な対応が必要と考えられること、例えば交換業者を通じ又は業界団体等によりこうしたリスクについて利用者に対し周知を行うことが考えられること、当局においては不公正な行為が横行することとなっていないか継続的に注視することが考えられることが述べられています。

また、MEV における行為に関連して、DEX 等に規制を及ぼす必要性も論点となるとあわせて指摘した上で、一般的に DEX は運営主体や運営拠点の所在国といった概念自体が馴染みにくい性質を有すると考えられることを踏まえ、仮に日本のみが規制を設けたとしても実効性の確保が難しいと考えられることが指摘されている点も注目されます。

(5) 市場開設規制のあり方

① 現行制度における課題

現行法上、金商法では取引プラットフォームに金融商品取引所や私設取引システム（PTS）としての市場

開設規制が課されているのに対して、暗号資産については暗号資産証拠金取引において一部の業者が顧客同士の注文のマッチング（板取引）を行っているものの「金商法上の『市場』とまでは評価される状況にない」という整理の下、金融商品取引所の免許は求められていません。一方で、昨今、米国やカナダ、オーストラリア等でビットコイン等の現物 ETF が上場されるなど、暗号資産について価格形成や取引の公正性を確保する必要性が高まっているという問題意識が示されています。

② 検討の方向性

多くの暗号資産について、同一の銘柄が海外の取引所も含めた多数の取引所（交換業者が開設する取引所を含みます。）で取引されている現状に鑑み、個々の取引所の価格形成機能は限定的とも考えられることから、現時点では、こうした暗号資産の取引所に対して、金融商品取引所に係る免許制や、金融商品取引業者に係る PTS 規制のような市場開設規制を課す必要性は低いと考えられると整理されています。その上で、今後、暗号資産投資が拡大することになれば、暗号資産に係る価格形成や取引の公正性等が十分に確保されているかさらに検討を行うことが必要と考えられるとも述べられています。

(6) インサイダー取引への対応等

① 現行制度における課題

金融庁「仮想通貨交換業等に関する研究会」報告書（2018 年 12 月 21 日公表）では、暗号資産を対象としたインサイダー取引規制について、法令上禁止すべき行為を明確に定めることが困難であることを理由に上場有価証券等と同様の規制を導入することは見送られており⁴、現行法上、暗号資産を対象としたインサイダー取引を規制する明文の規定は設けられておりません。また、本ディスカッション・ペーパーでは、現状、上場有価証券等の取引とは経済活動上の意義や重要性が異なるとの整理の下、暗号資産について上場有価証券等と同様の水準での不公正取引に対する監視体制も構築されていない状況にあると述べられています。

⁴ 金融庁「仮想通貨交換業等に関する研究会」報告書（2018 年 12 月 21 日公表）（<https://www.fsa.go.jp/news/30/singi/20181221-1.pdf>）26 頁では、「インサイダー取引規制については、有価証券の取引の場合には、重要事実が予め類型化され、その公表に関しては金融商品取引所の自主規制規則に基づく会社情報の適時開示制度の存在を前提として規制が設けられている。一方で、トークン表示権利については、その設計の自由度が高い中で、何が投資家の投資判断に著しい影響を及ぼす重要事実に該当するかは現時点で明らかであるとは言い難い。このため、トークン表示権利の取引へのインサイダー取引規制の適用については、事例の蓄積や適時開示の充実等が図られた後に改めて検討することが適当と考えられる」と提言されていました。この提言を受けて、暗号資産に係る不公正取引に関して、不正行為の禁止に関する一般規制（金商法 185 条の 22）、風説の流布や偽計等の禁止規制（金商法 185 条の 23）、相場操縦行為等の禁止規制（金商法 185 条の 24）が規定されたものの、暗号資産に関するインサイダー取引規制について明文の規定は設けられませんでした。なお、金商法の規制に加えて、交換業者に対する業規制として、交換業者が把握可能な不公正取引の抑止や交換業者自身による不公正な行為の防止を図る規制が設けられています（資金決済法 63 条の 9 の 3 第 4 号、暗号資産交換業者に関する内閣府令 20 条 11 号）。

一方、証券監督者国際機構（IOSCO）による不公正取引の抑止に関する勧告⁵、欧州⁶及び韓国⁷におけるインサイダー取引規制が法制化等の国際的な動き等を踏まえ、わが国においても暗号資産に関するインサイダー取引について何らかの対応強化の必要性が高まっているのではないかとの問題意識が示されています。

② 規制対応として考えられる選択肢

以上のような問題意識の下、本ディスカッション・ペーパーでは、暗号資産を対象とするインサイダー取引に関して以下の 3 つの規制対応の選択肢が示されています。もっとも、具体的な制度設計の提案には至っておらず、適切な規制の枠組みについてさらに検討を深めていく必要があると述べられています。

（ア）違反類型をできるだけ具体化した形式犯的規定の導入

まず、上場有価証券等に係るインサイダー取引規制では、上場有価証券等について未公表の重要事実を知った内部者は、その事実の公表前に取引を行うことが禁止されており（金商法 166 条等）、暗号資産にもそうした規定と同様の具体的・形式犯的規定を導入することが選択肢としてあげられています。もっとも、この場合、「重要事実」、「内部者」及び「公表」等について、暗号資産の特性に鑑み、実務に沿った形で明確に定めることができるか慎重な検討が必要であると述べられています。

（イ）抽象的・実質犯的規定の導入

次に、「重要事実」について具体的に列挙するのではなく、「投資者の投資判断に大きな影響を及ぼす可能性のある事実」のように抽象的に規定しつつ、そうした情報を「利用」した取引について規制するなど、抽象的・実質犯的規定を導入することが選択肢としてあげられています⁸。もっとも、この場合も、例えば、EU や韓国の規制のように内部者等を限定列挙する必要があるか⁹、また、「公表」の有無をどう考えるかといった点について十分に検討する必要があることが述べられています。さらに、重要情報の「利用」を要件とした場合、立証のハードルが高くなるおそれがあるほか、どのような行為が違反に該当するか予見可能性が下がり、萎縮効果が生じるおそれや、形式犯的規定である上場有価証券等に係るインサイダー取引規制との違いについて合理的な説明が必要となるという問題意識も示されています。

（ウ）不正行為の禁止に関する一般規制（金商法 185 条の 22）の活用

⁵ IOSCO: “Policy Recommendations for Crypto and Digital Asset Markets”, Final Report, November 2023 (<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD747.pdf>)

⁶ Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCA) (<https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2023/1114/oj/eng>)

⁷ The Act on the Protection of Virtual Asset Users (https://elaw.klri.re.kr/eng_mobile/viewer.do?hseq=63752&type=part&key=23)

⁸ 例えば、MiCA ではインサイダー情報を類型毎に具体的に規定せず、抽象的に定義した上で、“use”（「利用」）を要件としていることも紹介されています（MiCA89 条 1 項）。

⁹ 例えば、MiCA（89 条 5 項）や韓国の the Act on the Protection of Virtual Asset Users（10 条 1 項）では、形式犯的な規定とは異なるものの、暗号資産に係るインサイダー取引規制の違反対象者の類型を限定列挙していることが紹介されています。

最後に、現行法でも、暗号資産の売買等について、有価証券の売買等と同様に「不正の手段、計画又は技巧」をすることは禁止されているため（金商法 185 条の 22）、暗号資産取引において「不正の手段、計画又は技巧」に該当するような特に悪質性の高いインサイダー取引をガイドライン等で示すことで規制の実効性を高めることが選択肢としてあげられています。もっとも、この場合、暗号資産の仕組みや関係者の多様性を踏まえ、悪質な行為をどの程度、明確かつ具体的に列挙することができるか検討を行う必要があるとも述べられています。

③ エンフォースメントの実効性の向上

暗号資産に係るインサイダー取引を含めた不公正取引への抑止力を高めていくためには、交換業者や自主規制機関における売買監視態勢の強化と、当局による市場監視の強化の両面から検討を行い、取組みを進めていくことが重要ではないかと述べられています。

以 上

当事務所では、クライアントの皆様のビジネスニーズに即応すべく、弁護士等が各分野で時宜にかなったトピックを解説したニュースレターを執筆し、随時発行しております。N&A ニュースレター購読をご希望の方は [N&A ニュースレター 配信申込・変更フォーム](#) よりお手続きをお願いいたします。

また、バックナンバーは[こちら](#)に掲載しておりますので、あわせてご覧ください。

本ニュースレターはリーガルアドバイスを目的とするものではなく、個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、日本法または現地法弁護士の適切なアドバイスを求めているいただく必要があります。また、本稿に記載の見解は執筆担当者の個人的見解であり、当事務所または当事務所のクライアントの見解ではありません。

西村あさひ 広報課 newsletter@nishimura.com