日本取引所グループ金融商品取引法研究会

金融商品取引法制の最近の動向等について

2026年5月22日（金）15:00～17:03
大阪取引所5階取締役会議室・東京証券取引所会議室及びオンライン開催

出席者（五十音順）

飯田　秀総　東京大学大学院法学政治学研究科教授
石田　眞得　関西学院大学法学部教授
梅本　剛正　甲南大学全学共通教育センター教授
片木　晴彦　広島大学名誉教授
加藤　貴仁　東京大学大学院法学政治学研究科教授
川口　恭弘　同志社大学法学部教授
久保　大作　大阪大学大学院高等司法研究科教授
黒沼　悦郎　早稲田大学法学学術院教授
齊藤　真紀　京都大学公共政策連携研究部教授
白井　正和　京都大学大学院法学研究科教授
髙橋　陽一　京都大学大学院法学研究科教授
舩津　浩司　同志社大学法学部教授
松尾　健一　京都大学大学院法学研究科教授
松元　暢子　慶応義塾大学法学部法律学科教授
山下　徹哉　京都大学大学院法学研究科教授
行岡　睦彦　東京大学大学院法学政治学研究科教授
湯原　心一　成蹊大学法学部法律学科教授
若林　泰伸　早稲田大学法学学術院教授

本報告記録の内容や意見は、各報告者・発言者に属するものであり、株式会社日本取引所グループ及びその子会社・関連会社の見解を示すものではなく、また、これらの正確性、完全性、最新性等を保証するものではありません。

【報　　告】

金融商品取引法制の最近の動向等について

金融庁企画市場局市場課長
齊　藤　将　彦

目　　次

Ⅰ．　金融商品取引法及び資金決済に関する法律の一部を改正する法律案
金融商品取引法及び資金決済に関する法律の一部を改正する法律案の概要
１．暗号資産に係る規制の見直し
２．企業のサステナビリティ情報の開示・保証
３．スタートアップ企業への資金供給の促進
４．有価証券に関する不公正取引規制等の見直し
Ⅱ．　スタートアップへの成長資金の供給促進
Ⅲ．　令和８年夏の金融庁の組織拡充・再編討論

○川口　　それでは、時間になりましたので、今月の金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

本日は、金融庁企画市場局市場課長の齊藤様より「金融商品取引法制の最近の動向等について」と題してご報告いただきます。よろしくお願いいたします。

○齊藤課長　　ただいまご紹介いただきました金融庁の齊藤と申します。本日はこうした場にお招きいただきまして、ありがとうございます。２年ほど前にも一度、資産運用立国に係る取組み等々についてご説明させていただきました。昨年は金商法改正はなかったわけですけれども、今年は金商法改正法案を今、国会に提出させていただいているところでございます。その内容を中心にご説明させていただければと思います。

まず、法案の内容を中心にご説明させていただき、そのほかにも、今、私どもで取り組んでいるスタートアップへの成長資金の供給促進に係る取組みをご紹介させていただければと思います。そして３点目として、この夏に金融庁の大きな組織再編を予定しておりますので、その内容について簡単にご説明できればと思います。

Ⅰ．金融商品取引法及び資金決済に関する法律の一部を改正する法律案

金融商品取引法及び資金決済に関する法律の一部を改正する法律案の概要

法案自体は、４月 10 日に国会に提出しております。改正条文をご覧になった先生方もいらっしゃるかもしれませんが、改正条文の本文は 500 ページぐらいになっております。新旧対照表で言うと 900 ページに及ぶかなりなボリュームの内容で、金商法を制定したときに次ぐようなボリュームになっていますが、その半分以上は暗号資産に関する改正の内容となっているところです。

大きく４つのポイントの改正内容になっていまして、それぞれ金融審議会のワーキング・グループでご議論をいただきまして、総会でご了解いただいた内容を踏まえて制度整備に及んでいるもの

です。

まず、１点目は、暗号資産に係る規制の見直しです。資金決済法で規制されている暗号資産に係る規制を金商法の方に移行するという内容です。２点目が、企業のサステナビリティ情報の開示・保証に関する制度の導入です。３点目が、スタートアップ企業への資金供給の促進の観点から、開示規制を緩和するという内容です。４点目としまして、有価証券に関する不公正取引規制等の見直しとして、近年の不公正取引事案等を踏まえて規制強化をしようという内容になっております。

以降、この後 15 ページぐらいまで、金融庁のウェブサイトに掲載している法案の概要説明紙に基づいて説明させていただければと思います。その後に、若干細部を補足する形で資料を用意させていただいております。

２のサステナビリティと３のスタートアップのところにつきましては、私の所掌から少し離れているところでもありまして、あまり細部についてはご説明できませんので、その点、ご容赦いただければと思っております。

１．暗号資産に係る規制の見直し（概要）

〔背景〕

従来、決済手段の観点から暗号資産は資金決済法で規制されてきたところですが、足元では投資対象化が進展しているところです。

国内のアンケート調査、これは金融庁で 2024 年７月に実施したものですが、投資経験者の暗号資産保有率は 7.3％と、FX 取引や社債などよりも高い状況になっています。そして、業界団体のアンケートでは、暗号資産を利用している人の取引動機を聞いています。そのほとんど、86％ほどは長期的な値上がりを期待したものとなっていまして、送金あるいは決済手段としての利用目的と答えているのは 10％程度にとどまっている状況です。

また、国内の機関投資家におきましても、暗号資産についての投資意欲が高まっているとの調査結果もございます。

個人の利用者における暗号資産の保有状況ですが、国内の暗号資産交換業者に開設している口座数は 1,400 万口座を超えています。その年収を見てみますと、700 万円未満が約７割で、その預かり資産も 80％は 10 万円未満となっており、ごく小口の投資を年収がそれほど高くない方もかなりやっている状況になっています。

そうした中で、暗号資産を巡る喫緊の課題として５つほど挙げております。一つには無登録業者による詐欺的な勧誘がかなり増えている状況にあります。また、投資セミナーなどの投資アドバイスによる不適切な行為も認められている状況です。そのほか、暗号資産発行時にはホワイトペーパーと言われるものが出されるわけですが、その内容が不明確であったり、実際のコードとの差があるとの指摘もされているところです。また、暗号資産の流出事案は引き続き生じているところです。そして、価格形成、取引の公正性の確保ですけれども、海外での法制化の状況等を踏まえて、そうしたことへの対応も課題だと認識しております。

〔改正事項〕

これらを踏まえての改正事項ですけれども、暗号資産取引に係る規制を資金決済法から金商法に移管しますが、全体として暗号資産の定義は変えておりません。資金決済法上の暗号資産の定義のまま金商法に引っ越しをする形にしております。そのため、ステーブルコイン（電子決済手段）は対象外ですし、いわゆる NFT も対象になっていません。資金決済法上の暗号資産の定義をそのまま移してきて、有価証券とは異なる金融商品として金商法に位置付けたうえで、利用者保護の充実を図ることとしています。

そのうえで、①無登録業者への対応の強化でありますとか、②情報の非対称性を解消するための情報公表規制の整備、そして、金商法に移すに当たって名称を「暗号資産取引業者」と称することになりますが、③暗号資産交換業者への規制の強化、④インサイダー規制の創設を含む不公正取引

規制の強化、こういったものを図る内容となっているところです。

１.暗号資産に係る規制の見直し（情報公表規制）

暗号資産を２つのパターンに分けております。発行者がいる暗号資産（特定暗号資産）と、それ以外の暗号資産です。

発行者のいる暗号資産について、発行者が資金調達を行う場合には、暗号資産に係る情報を公表しなければならない（改正金商法第 27 条の 39）という内容にしています。

また、暗号資産の特徴ですけれども、有価証券とは異なり、発行者が上場申請して承認された銘柄が取引されるだけではなく、業者がいわば勝手に個別の暗号資産を取り扱うこともできることになっております。発行者による資金調達を伴わずに暗号資産取引業者が独自に取り扱う場合には、その暗号資産取引業者が情報を公表しなければならない（改正金商法第 27 条の 60 等）、そういった内容にしております。

それら以外の、発行者がいないタイプのビットコインのような暗号資産については、暗号資産取引業者が、その暗号資産を取り扱うに当たって情報を公表しなければならない（改正金商法第 27 条の 60）という形にしております。詳細は別のスライドを用意していますので、そこで補足説明をしたいと思います。

また、継続的な情報公表規制としまして、有価証券の臨時報告書のような臨時情報を出さないといけない、そして、発行者が資金調達を行った場合ですけれども、年１回の定期情報も出さなければならないという形にしています（改正金商法第 27 条の 50、51）。

また、情報の正確性の確保、投資者保護の観点から、発行者が資金調達を行う場合に公表する情報について、監査法人等の財務監査が行われていない場合には、投資者の投資上限を設けることとしております（改正金商法第 27 条の 59）。

そして、虚偽記載等に係るエンフォースメントとして、有価証券と同様のものを整備しているところです。このあたりの詳細は別のスライドを用意しております。

１．暗号資産に係る規制の見直し（業規制）

〔基本的な方向性〕

第一種金商業に相当する規制を適用することにしています。そして、資金決済法上の安全管理措置等に関する規定については、金商法に同様の規定を設ける形にしております（改正金商法第３章等）。

そして、現行の金商法上、投資運用業や投資助言業者業の対象には暗号資産への投資は入っていませんが、それを投資運用業、投資助言業の対象に加えていくことにしております。

〔暗号資産取引業者に対する主な規制等の概要〕

まず、＜取扱い暗号資産＞についてです。現行の資金決済法でも、内閣府令レベルですけれども、利用者保護、あるいは暗号資産交換業の適正な遂行に支障を及ぼすおそれがあるような暗号資産を扱ってはいけないということは書いているのですが、これを法律レベルで規制することとしています。そのうえで内閣府令に落としていまして、内閣府令事項ではありますけれども、流動性ですとか、コンプライアンス、移転記録管理等に関する基準を定める予定としております。

次に、＜業務管理体制の整備＞についてです。こちらは、金商業者全般を対象とした業務管理体制の整備に関する規定に暗号資産取引業者も加える形にしています（改正金商法第 35 条の３）。内閣府令におきましては、取り扱う暗号資産の審査体制や売買審査体制等を規定していきたいというふうに考えております。

また、第 35 条の３に第２項を新設していまして、金商業者は内閣府令で定めるところにより、情報の漏洩でありますとか滅失、毀損の防止、その他情報の安全管理のために必要な措置を講じなければならないという規定を書いております。これは

資金決済法にもある規定ですが、金商法上は、証券会社などについて業府令レベルで個人顧客に関する情報の安全管理措置の規定があったところですが、法律上の第35条の３第２項の形で規定することによって、暗号資産取引業者にも適用しますし、第一種金商業者等にも適用する形にしております。

＜利用者財産の管理＞についてです。暗号資産取引業者については、流出事案が継続的に生じているところですので、このあたり、しっかり規制を課していく必要があると思っております。自社の安全管理措置についてですけれども、現行の資金決済法では、利用者財産の管理について分別管理しなさいといった義務でありますとか、原則としてコールドウォレット等で管理することが義務付けられています。こういった規定については、金商法に移管・移植するとともに、新たに顧客の暗号資産を適正に管理するための方法として、内閣府令で定める方法で管理しなければならないという規定も設けることとしています。

そして、近年の流出事案を踏まえて、サプライチェーン全体でのセキュリティ対策を求めるために、後でも触れますけれども、暗号資産取引業の一部を委託する場合の委託先の指導でありますとか、品質管理に必要な措置を講じることを義務付けたり、また、暗号資産の管理に必要なシステムの提供業者自体に対しても直接規制する規定を設けているところです(改正金商法第43条の13等)。

そうした事前の措置に加えまして、実際に流出したときの対応として、＜責任準備金＞を積むこととしております。ここも少し後で説明させていただこうと思っておりますが、証券会社も、証券事故対応で責任準備金を積まなければならないという規定がございます。これを暗号資産取引業者にも適用することとし、そうした証券事故だけでなく、不正流出事案が生じた場合の顧客への補償原資として責任準備金を積み立てる、そういったことを義務付けることとしております（改正金商法第46条の５）。

＜暗号資産の借入れ＞についてです。現在、暗号資産の借入れ自体については、暗号資産交換業の規制対象になっておりません。顧客から暗号資産を預かって管理する行為については規制対象になっているのですが、借りる行為については対象となっていないところです。

一方で、現状ですけれども、個人投資家などから暗号資産を借り入れてステーキングや再貸付け等による運用を行い、一定期間後に定められた貸借料と併せて利用者に返還するというビジネスが行われているところです。こうしたビジネスにつきましては、借り入れた暗号資産について毀損するリスクなどもあります。利用者保護の観点から、規制対象に新たに追加することとしております（改正金商法第２条第８項第25号等）。

＜仲介業規制＞についてです。昨年の資金決済法改正によりまして、取引の媒介のみを行う事業者のサービス提供を容易にする観点から、「電子決済手段・暗号資産サービス仲介業」というものが資金決済法上創設されています。これは本年６月１日に施行することとなっているわけですが、このうち暗号資産に係る仲介業を切り離して金融商品仲介業の対象にすることにしております（改正金商法第２条第11項第２号）。

＜無登録業者対応＞についてです。無登録業に対する罰則の引上げを行っています。拘禁刑については、今は、資金決済法上、無登録業は３年以下ですけれども、これを10年まで引き上げることとしています。そして、証券取引等監視委員会（証券監視委）の犯則調査の対象に追加するとともに、金商法第192条の裁判所による緊急差止命令の対象とし、証券監視委の申立権限を付与しているところです（改正金商法第192条、第194条の７第４項、第197条第１項第４号の４、第210条第１項）。

また、無登録業者による売付け等について、民事効規定の対象にも追加していますし（改正金商法第171条の15）、これも有価証券について規定があるいわゆるステルスマーケティング規制、対

価を受けて取引判断に関する意見表示をする場合には対価を受ける旨の表示を義務付ける、そういった規制の対象に暗号資産を加えているところです（改正金商法第 171 条の 12）。

業規制の概要はこういったところですが、１点付言させていただきたいのは、DeFi（ディファイ）でありますとか、いわゆるノンカストディアルウォレットに関する論点でございます。DeFi、特に DEX（デックス）と呼ばれる、中央集権的な管理者のいないスマートコントラクトで交換が行われていくような、そういったプログラムが広がりつつあるところでございます。

こちらは、金融審議会の暗号資産制度に関するワーキング・グループでもご議論がありました。規制をするべき名宛人がいない点が難しく、どういった規制の在り方が適当なのか、これは継続して検討していきたいと思っております。

また、ノンカストディアルウォレットといいまして、業者は、お客さんが自分で暗号資産などを管理するソフトウエアを提供し、利用者は自分でそのソフトウエアを使って暗号資産を管理しつつ取引をするというものですけれども、このサービス提供をする業者自体は顧客の資産を管理しているわけではないため、規制対象となる暗号資産の管理の業務に該当しないことになります。こちらにつきましても、グローバルに広がっているところでもありまして、適切な規制の在り方については継続して検討していきたいと考えているところでございます。

１．暗号資産に係る規制の見直し（不公正取引規制）

〔インサイダー取引規制〕

不正行為の禁止に関する一般規制ですとか、風説の流布・偽計、相場操縦については、現行、暗号資産も有価証券並びで規制が整備されているところですけれども、インサイダー取引規制は導入されていない状況です。一方、EU の MiCA（暗号資産市場規則）には、インサイダー取引規制が入っており、韓国でもインサイダー取引規制が整備されています。IOSCO の勧告でも、インサイダー取引規制も含めて対応すべきことが指摘されていますので、我が国でもインサイダー取引規制を設けていきたいと考えております。

内容としては、上場有価証券等の規制の枠組みをベースにしまして、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、当該事実の公表前に、売買等を行うことを禁止することとしています（改正金商法第 171 条の７～10）。

また罰則については、上場有価証券等の規制と同様に、５年以下の拘禁刑等としているところです（改正金商法第 197 条の２第１項第 16 号～第 19 号）。

〔エンフォースメントの強化〕

現在、相場操縦や風説の流布等も含めて証券監視委の犯則調査の対象になっておりませんので、これを証券監視委の犯則調査の対象とするとともに、課徴金制度も創設することとしております（改正金商法第 173 条、第 174 条、第 175 条の３等）。

２．企業のサステナビリティ情報の開示・保証

〔背景〕

気候変動ですとか人的資本等に係る企業のサステナビリティ情報の重要性が増していると考えております。国際的には、2023 年６月に ISSB 基準（国際サステナビリティ開示基準）が開発され、日本においても、昨年３月に SSBJ 基準（サステナビリティ開示基準）が開発されたところです。

〔課題〕

我が国では、2023 年３月期から、有価証券報告書にサステナビリティ情報に関する独立した記載欄が新設されているところですけれども、その個別具体的な開示内容については、基本的に各企業がそれぞれの重要性に応じて判断することとされていまして、比較可能性に課題があると指摘され

ていたところでございます。

〔改正事項〕

本年２月の内閣府令改正によりまして、一定の時価総額以上のプライム市場上場企業については、来年３月期以降、SSBJ 基準に従って開示することが義務付けられているところですが、本法律案におきましては、これに代えて法律レベルにおいて、一定の上場企業に対し、有価証券報告書等におけるサステナビリティ関連の記載事項について一定の基準に従って記載することを義務付けることとするものです（改正金商法第 26 条の４第１項）。

一定の上場企業の範囲につきましては、（注１）で記載していますが、時価総額 5,000 億円以上のプライム市場上場企業について順次適用することとしております。（注３）ですけれども、時価総額 5,000 億円未満の企業については今後検討していくというステータスです。

そして、セーフハーバー・ルールを設けることとしています（改正金商法第 21 条の２第３項等）。これは９ページをご覧いただきながらの方がよろしいかと思いますので、９ページをご覧いただければと思います。

サステナビリティ情報を含む非財務情報には、将来情報（業績見通しやビジョン等）でありますとか見積もり情報（データを用いた推計・分析等）、統制の及ばない第三者から取得した情報が含まれていますので、財務情報と比較しますと、相対的に不確実性が高いという特性があろうかと思います。サステナビリティ開示基準に準拠した開示が行われたとしても、こうした情報について事後的に金商法上の虚偽記載等に対する責任が問われる可能性があれば、積極的な情報開示を避け、横並びで定型的な開示内容となる懸念があるとの指摘がなされています。このため改正法案では、一定の場合に、将来情報などについて虚偽記載に対する金商法上の民事責任を負わないセーフハーバー・ルールを設けることとしております。

「適用要件」については、有価証券報告書及び確認書に、所定の事項を真実に基づき開示していることが求められるところです。

「効果」のところですけれども、民事責任についてはセーフハーバー・ルールの対象となりますが、課徴金納付命令については、ガイドライン改正により対応する予定です。また、刑事責任につきましては、これは故意犯処罰が原則ですので、対象外と考えているところです。

８ページに戻っていただきまして、「保証」に関してです。サステナビリティ情報の開示の適用開始時期の翌年から保証を義務付けることとしています（改正金商法第 26 条の５第１項等）。右下に表がありますので、ご参照いただければと思います。

この保証の提供業者については、登録制を導入し、監査法人、監査法人以外のいずれの者も登録要件を満たす場合には参入可としております（改正金商法第 26 条の６等）。登録制としたうえで、守秘義務でありますとか、ローテーション等の行為規制を導入し（改正金商法第 26 条の 12、第 26 条の 17 等）、金融庁による監督対象とすることとしております（改正金商法第 26 条の 24 等）。

３．スタートアップ企業への資金供給の促進

〔改正事項〕

大きく３つございます。

（１）一般投資家向けの資金調達に係る開示規制の緩和

有価証券届出書の提出免除基準を、現行の１億円から５億円に引き上げるものです（改正金商法第４条第１項第４号）。

もう１つが、今、１億円から５億円の範囲につきましては、より簡易な開示ができることとなっていますが、この簡易様式による少額募集については、５億から 10 億円の範囲に引き上げると、そういった内容でございます（改正金商法第５条第２項）。

（２）特定投資家向けの資金調達に係る勧誘対象

範囲の拡大

特定投資家私募の対象ですけれども、特定投資家向け銘柄制度（J-Ships）などの利用があまり活発ではなく、これを活発化するための規制緩和でございます。特定投資家に移行していなくても、特定投資家に移行できる要件を満たしている者（潜在的特定投資家）については、特定投資家私募の対象にすると、そういった内容でございます（改正金商法第２条第３項第１号イ、第２号ロ等）。特定投資家には移行していませんので、業規制の適合性原則でありますとか書面交付義務等の投資者保護のための規制については、引き続き適用がある形になります。

（３）株式報酬に係る開示規制の見直し

現行制度上、上場企業が自社やその子会社の役員・使用人に対し、自社の発行する上場株券等について交付の勧誘をする場合には、有価証券届出書の提出が免除されていますけれども、非上場会社についてはそうした免除の対象になっていない状況です。非上場会社でも、当該企業の役員・使用人であれば当該企業のことはよく承知していると考えられますので、上場・非上場に関わらず、有価証券届出書の提出を不要とすると、そういった内容としております（改正金商法第２条第３項第１号ロ、第２号ハ等）。

４．有価証券に関する不公正取引規制等の見直し

（１）から（４）につきましては、昨年６月に証券監視委から制度改正の建議を受けております。それに対応するための改正です。

（１）インサイダー取引規制の対象者の範囲拡大

公開買付けに係るインサイダー取引規制の対象者（公開買付者等関係者）ですけれども、現在、買う方の企業の契約締結先等は対象になっていますが、買われる方については対象になっていないという非対称な状況になっています。そうした中、買われる対象企業のアドバイザーの従業員から情報の伝達を受けた者がインサイダー取引を行った事案が生じています。買われる対象企業のアドバイザーは公開買付者等関係者ではないため、第１次情報受領者になり、そこから情報が漏れて取引が行われた場合には、第２次情報受領者による取引としてインサイダー取引規制の対象から外れることになりかねなかったところです。

本ケースでは、このアドバイザーは、偶然、買う方の企業の契約締結先でもあったため、エンフォースすることができたのですが、近年、敵対的な公開買付けも増えてきているところですので、買われる方の対象企業についても、買う方と同じように契約締結・交渉先者でありますとか、法令の権限を有する者などを公開買付者等関係者に加える改正を行っているところです(改正金商法第 167 条）。

（２）課徴金制度の見直し（算定方法の見直し）

公開買付けに係るインサイダー取引の課徴金の水準の引上げです(改正金商法第 175 条第２項)。

近年、公開買付けに関するインサイダー取引が多く発生している状況でして、特に公開買付けは、公表後に市場価格が急騰することが容易に見込まれるので、取引の誘引が強く働くものと考えております。違反行為の抑止力を高める必要があると考えており、過去の事例分析を行いまして、公開買付けの公表後にも、発行者との交渉によって公開買付価格の引上げがあることや、対抗買付けに伴ってまた価格が引き上がることもあり得るということで、違反者が期待し得る経済的利得相当額はその点も加味すべきと考えております。(注２）で書いていますが、公表前の価格から 50%は上昇することがあり得るとの期待があると擬制しまして、その「50%増し」か、従来からの「公表後２週間の最高値」のどちらか高い方を基準に課徴金を計算していくと、そういった内容としております。

次が、大量保有報告制度違反に係る課徴金の水準の引上げです（改正金商法第 172 条の７第２号、第 172 条の８第２号）。

近年の事案ですと、課徴金額が 10 万円や 20 万円であるなど、極めて低額で抑止力が低いということが指摘されており、この引上げを行っていくものです。大量保有報告書等の提出に係る市場への影響についてデータの取り方を見直しまして、例えば時価総額の低い発行者のケースなどを調査対象に含めるなどの適正化を行うことにより、課徴金額の算出方法を現行の 70 倍に引き上げることにしております。現行は時価総額の 10 万分の１ですが、これを１万の７という計算式に変更するものです。

次が、高速取引行為（HFT）による相場操縦等に対する課徴金の算出方法の適正化です（改正金商法第 174 条の２の２、第 176 条第１項、第２項）。HFT による偽計取引の課徴金事案も生じているところですので、より実態に沿った形で課徴金事案の処理ができるようにするものでございます。

HFT の特徴といたしまして、非常に細かい薄利の利益を積み重ねていくというところがあります。現行では、課徴金は銘柄ごとで１万円未満であれば切り捨てることになっていますが、これを１円未満に変更します。また、課徴金の算出に当たりまして、現行では違反行為の開始時と終了時を特定することが必要ですが、マイクロ秒単位で非常に高頻度に取引をされているものについて特定していくのは膨大な作業を要することになります。この点、HFT はあらかじめ仕込んだプログラムに基づいて日中に自動的に注文取引を行うものですので、HFT による偽計や相場操縦等の課徴金額の算出に当たっては、１日単位で課徴金額を算定すると、そういった内容に変更することとしております。

（３）課徴金制度の見直し（対象の拡大等）

他人名義口座の提供を受けるなどして不公正取引を行う者に対する課徴金の水準を 1.5 倍にするという内容です(改正金商法第 173 条～第 175 条)。自分の名義で違反行為を行うと発覚しやすいこともありますので、他人の名義を使う違反行為がかなり多く発生している状況です。こうした行為は、自らの違反行為の発覚を免れることを目的としているものと思われるため悪質性が強く、高い抑止力が必要と考えております。このため、課徴金額を 1.5 倍に引き上げることとしております。

その反面として、口座提供等の協力行為を行った者に対する課徴金制度も創設することとしております（改正金商法第 175 条の５）。これは、刑事罰におきましては幇助犯が成立するようなものだと思っておりますが、課徴金については、現行は対象になっておりません。不公正取引を行う者に対する口座の提供などは違反行為を助長するものですので、そうした行為を抑止すべきと考えております。このため、違反行為の協力行為を行った者に対して課徴金の規定を創設し、違反者の利得の半分を課すという内容にしております。

ただ、協力行為の態様は様々であることに留意する必要があると思っています。課徴金の対象につきましては、不公正取引に利用されることを認識していること、また、その実行を容易にする目的でありますとか、不公正取引をさせることで行為者に利益を得させるような目的を持っている場合に限定する形にしております。

なお、この口座提供等に係る課徴金については、不公正取引の早期発見につながるよう、課徴金減算制度の対象にもしております。

次の課徴金減算制度についてです（改正金商法第 177 条の３等）。現状でもリーニエンシーの規定は設けられており、調査開始前において申し出た場合に 50%の減額を得られると、そういう内容でございます。一方、実際の事案では、違反を申し出て 50%の減額を受けつつ、自ら申告した違反を否認するような事案も生じているところです。この制度の趣旨が貫徹されるように、調査開始後においても当局の調査に協力するインセンティブがあるものとするため、独禁法にも類似の制度がございますが、それも見習いながら減算制度を導入しようとするものです。

なお、全体として減算率が現行の 50%を超える

のは適当ではないため、これまで調査開始前に申し出た場合は 50%減額だったのですが、そこを20%にし、調査開始後の協力については、その協力の内容に応じて最大 30%まで減額するということで、合わせて 50%は超えないような形にしております。

（４）調査権限等の拡充

先ほど暗号資産についての無登録業の罰則の引上げについてご説明しましたけれども、従来からの金商業の無登録業についても、現行「５年以下」の拘禁刑を「10 年以下」に引き上げることにしております（改正金商法第 197 条第１項第４号の４）。

また、無登録業を証券監視委の犯則調査権限の対象に追加しています（改正金商法第 210 条第１項）。現行では、証券監視委の犯則調査の対象は、取引の公正を損なうような行為であって、事案の解明に専門的な知識・経験を要するものかどうかということを基準に、不公正取引等に係る罪について犯則事件の対象にしているところです。無登録業は、その昔は免許制でしたけれども、無免許営業や無登録業については、形式犯的なものとして、犯則調査の対象になっていない状況でございます。一方、無登録業は詐欺的な勧誘と表裏一体の関係であるケースが多く、また、金商業の無登録業に当たるかどうかというのはかなり専門的な知識も必要と考えられるため、この際、証券監視委の犯則調査の対象に加えることとしております。

そのほか、外国規制当局からの協力要請に応じて行う調査権限に、出頭を求める権限を追加することとしています（改正金商法第 189 条）。IOSCO の MMoU（各国当局間の協議・協力及び情報交換の枠組み）が近年改定されて強化（Enhance）されています。その中で、出頭強制の権限が必要というふうになっています。EMMoU（強化（Enhance）された MMoU）に入って他国に協力を求めるためには、他国から協力を求められたときに対応できるようにしておかなければならないため、第 189 条に基づく調査の権限に出頭を求める権限を追加しています。

（５）その他の論点

１つが、犯則調査手続のデジタル化です（改正金商法第 211 条等）。昨年の刑事訴訟法の改正で、刑事訴訟手続のデジタル化が盛り込まれています。それに倣った形で犯則調査手続もデジタル化するということです。

また、金商業者の退出時における顧客財産の返還に関する制度の創設です（改正金商法第３章第４節の３）。これは別のスライドを用意していますが、近年、登録取消事案で役員が不在となり、顧客財産を返還する人がいなくなるといった事案も生じておりますので、必要な場合には行政が管理人を選任して顧客財産の返還ができるようにするものです。

各改正事項の施行期日

施行期日ですが、１．暗号資産に係る規制の見直しは、１年以内施行としております。２．企業のサステナビリティ情報の開示・保証や３．スタートアップ企業への資金供給の促進に関しては、来年の４月１日施行です。また、有価証券に係る不公正取引規制等の見直しや課徴金の見直しなどについては１年以内の施行、罰則の引上げについては 20 日後施行としております。

改正法の構造

本則は３条立てになっております。本則第１条、第２条は金商法の改正で、第３条が資金決済法の改正です。

第１条の金商法の改正は、サステナビリティ情報の開示・保証、スタートアップ企業への資金提供の促進、無登録業者に対する罰則の引上げや証券監視委の犯則調査権限の追加、そういったものになっております。

第２条の方は、暗号資産関係のものでありますとか、課徴金の引上げなどの有価証券に関する不公正取引規制等の見直し等々を規定しております。

第３条の資金決済法の改正は、暗号資産に係る規定を削除すると、そういった内容になっているところです。

改正後の金融商品取引法の目次

改正後の金商法の章立て、節立て等についてご説明したいと思います。赤字は新設又は削除しているもので、青字は変更しているものです。

まず、第２章です。現行は「企業内容等の開示」ですけれども、「企業内容等の開示等」と「等」を加えております。第３節の「特定非財務情報監査証明業者等」を加えておりますので、「等」が入った形になっているところです。

また、第２節で「有価証券届出書等の監査証明等」という節を設けています。これは従来、第７章の雑則のところで、財務諸表の用語・様式、作成方法に関する第 193 条でありますとか、公認会計士・監査法人による監査証明義務に関する規定であります第 193 条の２、こういった規定があったわけですけれども、これを第７章から削除して、第２章第２節の方に移動させているところです。

第２章の７で、「特定暗号資産情報等及び暗号資産情報等の公表等」という章を新設しています。暗号資産の情報公表の制度は、開示規制には入れていませんけれども、開示規制に類似した規制ですので、開示規制の後ろであり、かつ、業規制の前に置くこととしたところです。

第３章の６で「暗号資産管理関係業務提供者」というものを入れています。これはまた後でご説明しますけれども、暗号資産取引業者に顧客の暗号資産を管理するウォレットのシステムを提供する業者に対して、直接の規制を入れることとしており、その関係の規定をこの第３章の６で規定しているところです。

暗号資産の不公正取引規制ですけれども、第６章の３でこれまで規定していました。これは、暗号資産の場合、課徴金の対象にしていなかったこともあり、第６章の２の課徴金の規定の後に置いていたわけですけれども、今般、課徴金規定を導入することに伴い、第６章について節を２つ設けて、有価証券の規制と暗号資産の規制、そういった形にしているところです。

今回の改正で 150 条ほど新設しているところでして、金商法の条数は、表面的には第 226 条までしかないのですが、手計算で正確ではありませんけれども、1,240 条ぐらいになっておりまして、先生方におしかりをいただくかもしれません。これも手計算なので正確ではないのですが、会社法は 1,070 条ぐらいで、既にそれよりも多い状況になっているのですけれども、民法が 1,150 条ぐらいなので、それも超えるような状況になってきます。なお、地方税法は 1,280 条ぐらいあるようでして、まだそれよりは少ないという、そういった状況でございます。

情報公開規制の全体像

前述のように、暗号資産を「特定暗号資産」と「それ以外の暗号資産」の２つに分けております。その上で、特定暗号資産について「発行者が有償で取得勧誘等を行う場合」か、「そうではない場合」かでさらに分けております。

「公表・提供する内容」については、暗号資産について投資者に明らかにされるべき基本的な情報、それに加え、発行者がいるタイプの暗号資産については発行者の情報を記載することとしています。

「情報公表規制の対象者」ですけれども、発行者に加えて、暗号資産取引業者も情報の公表をしなければならないという形にしております。

「規制対象となる行為」については、発行者がいて資金調達をする場合ですけれども、有償で取得勧誘等を行う場合に限っています。欄外の※１にありますように、無償での付与でありますとか、マイニングやステーキング等の報酬としてトークンが自動付与される場合については、対象から外れるということです。

また、有価証券と似たような形で、私募・私売出し相当の場合は除くこととしています。少人数私募に相当するもの、適格機関投資家私募に相当す

るもの等を外すということです。

表の右側の「そうではない場合」ですが、暗号資産取引業者は、勝手上場のような形で新たに暗号資産を取り扱う場合には、自らその暗号資産の情報を集めて公表しなければならないということにしております。

そして、「継続的な情報公表」ですけれども、有価証券に係る臨報のような臨時情報の公表を義務付けることとなっております。そして、定期情報として発行者が資金調達している場合については、年１回の定期情報の公表を義務付けることとしております。一方、発行者が資金調達していない場合については、暗号資産取引業者において自主規制に基づき一定の情報は出していただくことを考えております。

「情報の正確性・客観性の確保等」について、民事責任の特則の規定でありますとか、罰則でありますとか、課徴金制度、こういったものを設けることとしております。

そして、「『募集・売出し時』の利用者保護」、資金調達時の利用者保護として、財務情報についての外部監査が行われている場合には利用者の投資制限を設けないこととする一方、恐らく日本で暗号資産の発行者が資金調達を行う場合については、多くの場合が財務情報についての外部監査は行われない形になると思いますが、そうした場合には、株式投資型クラウド・ファンディングと同様の利用者の投資上限を設定することとしております。具体的には、これは府令事項ですけれども、株式投資型クラウド・ファンディングについては、50 万円までは投資可能であり、それを超える場合には、収入又は純資産の５％までは上限 200 万円の範囲で可能、特定投資家については制限なし、となっており、これと同様のものを規定する予定です。

そして、欄外の※２ですけれども、発行者がいる暗号資産について、発行者がかつて資金調達した場合に、いつまで情報を出し続ける必要があるのかという点です。暗号資産について分権化され、中央集権的な管理者がいなくなるような状況になった場合には、それまで公表義務のあった者が内閣総理大臣の承認を受けることで、継続的な情報公表義務が解除されることとしております。

特定暗号資産の対象、特定暗号資産発行者

「特定暗号資産」とは何ぞやということですけれども、これは第２条第 50 項で書いておりまして、「特定暗号資産」とは、特定の者のみが発行権限を有するもの、また、これに類するものとして内閣府令に定めるものを含むということです。

内閣府令でどこまで含めるかということですが、暗号資産制度に関するワーキング・グループ報告の中で、３つの類型を書いております。１つが、特定の者のみが発行権限を有する暗号資産です。それ以外にも、パーミッション型のブロックチェーンによる暗号資産。特定の者が移転承認するものについては管理者がいると考えることができると思われます。また、ERC-20 といった既存の規格を利用して発行されるようなものについても、その仕様を定める主体が存在するため、そういったものも特定暗号資産に該当するものと考えております。

そうした特定暗号資産の発行者や管理者を「特定暗号資産発行者」として第２条第 51 項で定めているところです。

情報公表規制の構造

20 ページは、前述の情報公表規制の構造を図示した形になっておりますので、適宜ご参照いただければと思います。

情報公表規制に関する課徴金

発行者による情報の不公表でありますとか虚偽等があった場合については、有価証券並びの課徴金規定を設けているところです。一方、有価証券にはない独自のものとして、暗号資産取引業者も情報の公表義務を課しております。こちらについても課徴金規定を設けているところです。

暗号資産取引業者が募集・売出しの取扱いをした場合における情報の不公表等について、その報酬額を課徴金として課すことや、定期情報の不公表等について違反行為期間中の売買益・手数料相当額を課徴金として課すという、そういった内容のものになっております。

虚偽の情報が公表された場合の罰則

特定暗号資産発行者が虚偽の情報の公表等を行った場合について、有価証券並びの罰則規定を設けています。暗号資産取引業者についても、情報の公表が義務付けられていますので、これに違反した場合の罰則規定を設けております。

虚偽の情報が公表された場合の民事責任

これも有価証券に揃えた形で特定暗号資産発行者を対象に規定を整備しています。１点言及させていただきたいのが、一番下の（注）で書いておりますけれども、特定暗号資産の定期情報や臨時情報に虚偽があった場合の民事責任の特則について、有価証券の場合と異なり、募集・売出しに応じて取得した者にも適用されることとしております。

有価証券につきましては、募集・売出しに応じて取得した者は有価証券届出書に基づく判断が可能と思いますが、暗号資産については、そうした成熟した開示制度がないため、募集・売出しに応じて取得した者にも特則を適用することにしたものでございます。

一方、表の右側の「暗号資産取引業者」については、不公表でありますとか虚偽の場合の民事責任の特則は措置しないことにしております。これは、国内で特定暗号資産発行者が取得勧誘等をする場合、いわゆる IEO の場合ですけれども、その後に価格が急落するようなことも多く発生しているところでして、こういった特則を暗号資産取引業者にも課すこととした場合には、過度に訴訟の提起が相次ぐ可能性が懸念されます。このため、業者の負担も勘案し、また、前述のように監査が行われていない場合の投資上限を設けることとしておりますので、政策的に対象外としているところです。

暗号資産取引業の体系

業規制の体系を整理しているものです。「財務面の規制」ですが、「特定暗号資産の募集・売出し」のうち自己募集・自己売出しの場合や、「暗号資産の借入れ」については、顧客の資産を管理するものではないので、自己資本規制比率、責任準備金、兼業規制といった規制を外す形にしております。

なお、イノベーションにも配慮し、業規制の対象について、自己私募や自己私売出しを規制対象から外すこととしております。

「暗号資産取引業者」の規制については、現行の資金決済法上は規制がないものについて、改正法で規制を導入したり、資金決済法の規制を強化することとしています。表の×と書いているものは現行の規制がないもの。◎は現行の規制を強化しているものでございます。

顧客暗号資産の流出対策（１）

〔暗号資産取引業者における対応〕

第 35 条の３ですが、前述のように、第２項において、金商業者全般に対し情報の安全管理措置を講じなければならないこととしております。また、第 43 条の 11 を新設し、「暗号資産等管理業務を行うに当たつては、顧客の暗号資産を適正に管理するための方法として内閣府令で定める方法によらなければならない」こととすることにより、現行のコールドウォレット等での保管義務等にとどまらない、利用者財産の安全管理に関する措置を講じることを求めることとしています。

〔サプライチェーン全体を含めた対応〕

第２条第 55 項で「暗号資産管理関係業務提供者」といった概念をつくっておりまして、暗号資産取引業者へウォレットを提供する業者に対して直接の規制を設けているところですが、第 43 条の 12 第２項で、当該ウォレット提供業者から業務の提

供を受ける場合には、業者の選定の基準や手続を適切に整備するとともに、当該業者に対する指導その他必要な措置を講じなければならないということとしております。

第 43 条の 13 ですけれども、現行の資金決済法でも、外部業者に委託を行う場合については委託先の管理をしなければならないという規定は入っております。そこは第 43 条の 13 第２項の方で業務委託先の管理についての規定を設けておりますけれども、必ずしも委託関係ではなく、システムの利用契約のような形態も想定されますので、第 43 条の 13 第１項において、委託関係にない場合でも必要な情報システムを継続的に利用する場合には適切な措置を講じなければいけないこととしております。

こうした規制を設けることにより、サプライチェーン全体で包括的なセキュリティ対策の強化を図っていきたいと考えているところでございます。

顧客暗号資産の流出対策（２）

〔責任準備金〕

第 46 条の５ですけれども、従来、第一種金商業者は有価証券の売買等の取引量に応じ、責任準備金を積み立てることが義務付けられております。これは証券事故が発生した場合に投資者へ損失を補填するための備えとしての規定ですが、暗号資産取引業者については顧客資産の流出リスクが大きいため、万が一流出が生じた場合の備えとして、暗号資産の売買等の取引量に応じて「金融商品取引責任準備金」を積み立てなければならないということにしております。

〔暗号資産制度に関するワーキング・グループ報告（抜粋）〕

責任準備金につきまして、流出対策で積むことを求めるわけですけれども、「交換業者にとって過重な負担にならないように配意しつつ、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立てを求めるべきである」という形で記載されております。

また、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、これも認めることを検討すべきとされておりますので、内閣府令事項ですけれども、そうしたご指摘を踏まえながら、実際の積立率や保険の利用について規定していきたいと考えております。

暗号資産管理関係業務提供者

〔暗号資産管理関係業務提供者〕

暗号資産取引業者に対するウォレット提供業者についての規定です。実際に近年起きた流出事案では、ウォレット提供業者に対するソーシャルエンジニアリングによるサイバー攻撃を通じて、暗号資産交換業者の管理する暗号資産が流出する事案が発生しているところです。金融機関に対してサービスを提供する者でありますとか、受託をしている会社に対しての業法の規制では、直接受託者やサービスの提供者を規制するということではなくて、金融機関がきちっとその受託先等を管理することを求めることにより、業務の適切な運営を確保することとしているところですが、暗号資産の関係では、サービス提供者、委託先の業務の適正を特にしっかりと確保しなければ、一瞬のうちに多額の暗号資産の流出が生じかねないリスクがございます。そのため、重要なウォレット提供業者を直接規制対象とすることとしております。

第２条第 54 項ですけれども、例えば第１号は、金商業者に対して顧客の暗号資産の管理に必要な情報システムを継続的に利用させる業務を「暗号資産管理関係業務」の一つとしているところです。

〔暗号資産管理関係業務提供者〕

そして、ウォレット提供者については、届出制の対象としており、第 43 条の 12 第１項で、当該届出業者以外の者からウォレット提供業務の提供を受けてはならないということにしているところです。

銀行・保険会社による暗号資産の取扱い

〔改正後の金融商品取引法上の取扱い〕

登録金融機関業務にするかどうかが論点ではありましたけれども、「銀行・保険会社本体」については、顧客に対して暗号資産の販売等をすることについてはできないということにしております。一方、投資目的で暗号資産を保有することについては、十分なリスク管理・態勢整備等が行われていることが前提ですが、可能にしております。

「銀行・保険会社グループ」については、子会社として暗号資産取引業者を保有することは制限しない予定です。

無登録業者の対応

現行法では、無登録者への対応が弱いと考えており、これを改正法において、金商法上の無登録業者へ対応する規定の適用対象とすることにしております。

また、1点付言させていただきたいのは、「支払手段としての利用者被害の未然防止」です。これは内閣府令事項ですけれども、暗号資産の無登録業者による詐欺的な勧誘等については、「暗号資産はもうかりますよ。投資しませんか」といった勧誘をする場合と、何らかの詐欺の支払手段として暗号資産を送らせるというものがございます。この支払手段として暗号資産が使われることについても、一定の抑止を図っていきたいと考えております。

詐欺的な事案の支払手段として暗号資産が使われるケースの多くは、加害者の指示等により、今まで暗号資産交換業者に口座を設けていなかった人が口座を新規開設し、そこに入金して暗号資産を購入し、すぐに引き出して、指示された業者の口座に暗号資産を移転する、といったことが行われます。このため、アンホステッド・ウォレット等に暗号資産を移転する場合や、口座を開設してすぐに移転をするような場合に、一定の熟慮期間を設定することや、警告を行うといったことを義務付けていきたいと考えております。

〔外国暗号資産取引業者の扱い〕

これは外国証券業者に係る第 58 条の２の規定に倣ったものでありまして、原則として、国内にある者を相手方として暗号資産取引業に該当する行為を行ってはならないことを規定しつつ、暗号資産取引業者を相手方とする場合、その他政令で定める場合はこの限りではないとしています。現行の金商法は、外国証券業者について非勧誘で国内の投資家と取引すること等、一定の範囲で金商業を行うことが認められております。それを参考にしながら政令で規定していきたいと考えております。

〔ステルスマーケティング規制〕

こちらは先ほど申し上げたとおり、現行の金商法の規制並びで、暗号資産に関し、対価を受けた上で投資判断に関する意見を表示すること等についての表示義務を設けるものです。

〔無登録業者による売付け等についての民事効規定〕

対象の暗号資産をどう定めるかについてかなり議論があり、政府内で検討したわけですけれども、法案における本規定の対象としては、無登録業者が未公表暗号資産につき売付け等を行った場合に、対象契約を原則として無効とするということにしております。

この「未公表暗号資産」というのは、暗号資産取引業者が取り扱っていない暗号資産ということです。暗号資産取引業者が取り扱っている銘柄については、情報公表規制で情報が出ますから、それに基づく投資判断はできるということで、それは対象から除くこととしております。これは、有価証券に係る民事効規定も上場銘柄は対象から除かれておりますので、それに沿った形になっています。

経過措置

〔施行時に暗号資産交換業者であった者に対する

経過措置の適用〕

表の右から２つ目の「再登録までの手続」について、現在、暗号資産交換業の登録を受けている者は、改正法の施行後半年以内に登録申請をし、施行から２年以内に登録を受けることを求めることとしております。

一番右の「経過措置期間中の行為規制」ですが、経過措置適用中の間は、ここに記載されている行為規制は適用されないということにしております。

〔情報公表規制の経過措置〕

施行前に行った取得勧誘等については、情報公表規制の対象にはせず、施行後に取得勧誘等をしたものだけを対象とする形にしております。

そして現在、暗号資産交換業者が取り扱っている暗号資産については、当該業者において施行後３か月以内に暗号資産の情報を公表しなければならないことにしております。

市場開設規制

今回の改正法案では、特段の手当てをしているものではありません。

〔暗号資産制度に関するワーキング・グループ報告（抜粋）〕

報告の中で、現在、暗号資産交換業者は顧客同士の注文のマッチングを行う、いわゆる板取引のようなこともやっているところですけれども、その個々の暗号資産交換業者における取引の場の価格形成機能は限定的ではないかということで、金融商品取引所のような厳格な市場開設規制を課す必要性は低いと整理されています。

他方、既存の金融商品取引所が暗号資産（現物）を上場することについては、やはり流出リスクも高いと考えられますので、慎重に考えるべきということで整理されております。

インサイダー取引規制の概要

上場有価証券等に関するインサイダー取引規制と極力そろえた形でつくり上げているところですけれども、それとの違いを少しご説明させていただきます。まず、❶の対象暗号資産につきまして、国内の暗号資産取引業者において取り扱われている暗号資産だけでなく、暗号資産取引業者で取扱いの開始が決定された暗号資産も対象にしております。有価証券の場合ですと、上場後から規制がかかりますので、有価証券との相違がございます。これは、暗号資産の場合、暗号資産取引業者が取り扱う前でも、個人間などで自由に移転可能であり、規制の対象にする必要性が認められるためです。

❷の重要事実ですけれども、３つの類型で条文を分けています。発行者のいるタイプの暗号資産に当てはまる【1】特定暗号資産等に関する重要事実と、それ以外のタイプの暗号資産にも当てはまる【2】暗号資産取引業者における暗号資産の取扱い等に関する重要事実、【3】大量売買事実という３つの類型を設けております。

ざっくり申し上げますと、【1】が第 166 条の会社関係者に対するインサイダー取引規制に相当するような類型であり、【3】が第 167 条の公開買付けや買集め行為に係るインサイダー取引規制に似た類型でございます。そして、【2】が独特なのですけれども、暗号資産の場合には、暗号資産取引業者による勝手上場があること等を踏まえ、この【2】の類型を設けております。

公表措置については、暗号資産に関し TDnet のような仕組みはありませんので、多数の者の知り得る状態に置く措置として、自主規制機関のウェブサイトでの公表といった方法を規定する予定としております。

なお、SNS での情報発信は公表措置に含まれないこととしたいと考えております。※２ですけれども、SNS には様々な種類があって、利用者の周知性が低いことや、情報の削除・改変が容易であったり、発信内容・発信主体の真実性が確保されていないということもありますので、SNS で情報発信されることも多いことは認識していますが、公

表措置としては認めない方向で考えております。

❺の禁止行為・適用除外ですけれども、暗号資産の新規発行と、これに対応する原始取得も規制対象として禁止することとしております。有価証券の場合は、プライマリーは対象から外しておりますけれども、暗号資産の場合は、新規発行と原始取得も対象に加えているところです。

適用除外の類型は、有価証券と同様のものを規定しておりますけれども、それに加えて、暗号資産の技術的仕様に基づく役務の提供により暗号資産を提供・取得する場合等を適用除外するという特別の規定を設けております。例えばバリデーションの報酬等で暗号資産を受け取るような場合を念頭に置いた規定です。

インサイダー取引規制の概要（重要事実）

重要事実として規定しているものを列挙しておりますので、お時間がございましたらご覧いただければと思います。白塗りの番号が決定事実で、黒塗りの番号が発生事実でございます。

なお、「大量売買者関係者」については、先ほど申し上げたように第 167 条見合いのものですが、第 167 条は５％以上の買集め行為が公開買付け等事実になるわけですけれども、暗号資産の場合は20％以上の売買等と定める予定としております。

不公正取引規制に関する課徴金

有価証券と同様に、課徴金規定を設けております。◎になっているのは、「備考」で書いておりますように、有価証券よりも対象が拡張されているものでございます。先ほど申し上げたように、暗号資産に関するインサイダー取引規制では、暗号資産取引業者での取扱いの決定時点から規制対象としており、また、新規発行や原始取得も規制対象としているため、課徴金の対象も拡大することになります。

顧客財産管理人制度の概要

現行法上、顧客財産については、金商業者に対する分別管理義務でありますとか、退出時の返還義務が定められております。それらによって顧客財産は保護されているわけですが、実際の事案では、登録取消処分を受けた金商業者において、常勤役員が長期不在となるなど、顧客財産の返還を行う者がいなくなった事案が生じているところです。このような場合には、顧客財産は分別管理されていても、業者の管理下に引き続きあるので、顧客に返還されないまま放置される可能性があります。このため、行政が選任した「顧客財産管理人」が金商業者の経営陣に代わって顧客財産の返還等を行うことを可能とするという、そういう制度を創設するものです。

対象となる金商業者ですけれども、顧客の資産を預かる全ての金商業者が対象となります。そうしますと、対象とならないのは投資助言・代理業者ぐらいになると想定しております。

そして、顧客財産管理人には、顧客取引の結了と顧客財産の返還等に必要な範囲において、金商業者を代表して業務執行や財産の管理・処分を行う権限が専属するということにしています。

Ⅱ．スタートアップへの成長資金の供給促進

簡潔にご説明できればと思います。

スタートアップによる資金調達の状況

日本では、昨年度ですと 7,600 億円ぐらいであり、近年は横ばい、やや低下傾向にあるわけです。

アメリカでは、2022 年辺りから大きく下がっており、これは金利上昇などで資金調達しづらくなったことが要因として指摘されていましたが、一転して昨年は、AI 関連のスタートアップの資金調達が非常に活性化したこと等により、また大きく増えているところです。

GDP 比で見たものが折れ線グラフですが、日米で随分差がありますので、より一層の取組みの拡充を図っていきたいと考えております。

国内スタートアップへの資金供給の状況

左側の円グラフをご覧いただきますと、国内のスタートアップへの資金供給主体としては、ベンチャーキャピタル（VC）が中心で、そのほか、事業法人や金融機関となっているところです。

ステージ別スタートアップへの VC からの資金供給

日米の比較をしております。円グラフの外側が件数で、内側が金額ですが、日本は薄い水色が多くなっております。薄い水色は、アーリーステージのスタートアップに対する資金供給であり、VC からの資金供給は圧倒的にアーリーステージへのものが多い。これは件数・金額ともにそうなっています。

それに対して米国は、件数で見ますと、シード、アーリー、レイターとバランスよく資金供給されています。そして内側をご覧いただきますと、当然レイターの方が資金調達規模は大きくなってくるので、レイター期の金額が大きくなっているということです。

日本の場合は、レイター期の件数も少ないですし、資金調達ニーズの高いレイター期であるにもかかわらず資金供給額も少ないということで、この辺りが課題だと指摘されているところです。

スタートアップ企業等への成長資金の供給促進に向けた取組み（全体像）

金融庁の取組みを目次的に書いたものですが、Ａが投資運用の専門家を通じた資金供給で、VC や投資信託を通じたもの、Ｂがプロ投資家が直接投資するもの、Ｃは流通市場のもの、Ｄが一般投資家から直接投資するものでございます。赤で囲っているものがこの春以降に改正を予定する施策でございまして、★は法改正事項になっているものです。

近年の主な取組・施策（概要）

近年の主な取組みをまとめておりますので、また適宜ご覧いただければと思います。

2026 年春以降に取り組む施策（概要）

これまでも様々な取組みを行っておりますが、さらにこの春以降に取り組む施策です。少し紹介させていただきますと、Ａの「投資運用の専門家を通じた資金供給の強化」のうち「VC を通じた投資の活性化」について、金融庁と経産省で共催する有識者会議が策定した VC 向けの指針「ベンチャーキャピタルにおいて推奨・期待される事項」（VCRHs）を改訂し、スタートアップへの資金供給や支援の強化を図っていきたいと考えております。

また、投資信託ですけれども、現在は原則 15％まで非上場株式等を組み入れることができることになっていますが、非流動性資産に特化した公募投資信託の枠組みを今後検討していきたいと思っております。また、東証と連携しながら、東証上場ベンチャーファンドの運用の自由度の向上を図っていきたいと考えております。

Ｂの「プロ投資家等の直接投資による資金供給の強化」については、前述の法改正による特定投資家私募の勧誘の相手方を潜在的特定投資家にも拡大するといった施策などです。また、これまでに個人がプロ投資家になるための移行要件を明確化し、実質的にかなりの緩和を行っているところですけれども、さらに緩和や明確化を図ることにより、特定投資家に移行できる対象を拡大していきたいと思っております。

Ｄの「一般投資家の直接投資による資金供給の強化」ですが、「有価証券届出書の提出免除基準の引上げ」と「少額の資金調達に係る届出様式簡素化と金額基準引上げ」は、今回の法改正によるものです。「金商業者の仲介促進」は、日証協の規則において、これまで非上場株式の勧誘は原則禁止となっておりましたが、規則改正により考え方を転換し、日証協の自主規制規則で定める取引制度に基づく勧誘へ規制体系を転換していきたいというものでございます。

「ベンチャーキャピタルにおいて推奨・期待される事項」（VCRHs）概要①②

43、44ページは、前述のベンチャーキャピタル向けの指針です。ご参考にしていただければと思います。

日証協・金融庁共催「スタートアップ企業等への成長資金供給等に関する懇談会」報告書（2025年９月５日公表）のポイント

日証協と金融庁で懇談会を共催しておりまして、昨年９月に報告書を公表しました。証券界としても、スタートアップへの資金供給等の活性化に向けてしっかり取り組むということで、KGI として「市場仲介者が関与する資金調達額を 2027 年度までに 1,800 億円とすること」を掲げ、今は 400 億円ほどですが、この金額を大幅に引き上げていくために、様々な取組みを行っていくという内容となっております。

個人が特定投資家になるための要件の見直しの概要

個人が特定投資家になるための要件のうち、「特定の知識経験を有する者」については金融商品取引業等に関する内閣府令において規定されています。その解釈について、青の点線で囲んでいる部分ですが、昨年、2025 年３月に明確化しました。特定の知識・経験を有していれば、ある一定の資産を持っている場合に特定投資家になれるわけですが、その知識・経験がどういうものなのか分かりづらいという指摘があったため、例えば有価証券報告書提出会社（上場会社等）の役員、企業財務・経営戦略策定等の業務経験のあるスタートアップの役職員などの方が対象になるということを明示しております。

さらに、赤字のところですけれども、スタートアップ等に投資している中小企業の役員等が特定投資家に該当し得るということを、今後さらに明確化していきたいと考えているところでございます。

小粒上場に関する課題

東証のグロース市場に関する取組みでございます。小粒上場により、機関投資家の投資対象とならず、上場後の成長が停滞することが多いということが指摘されております。日米の棒グラフで、上場時における平均時価総額と平均資金調達額を見ると、かなりの差があります。

そして、真ん中の円グラフを見ると、国内では、IPO 時に個人投資家にかなり割り当てられていますが、これは日米で逆の状況になっています。

国内の上場後の時価総額の推移を見ると、青の実線の折れ線グラフで、全体をおしなべて見ると、上場後７年ぐらい経っても、時価総額は 126％ほどにしか成長していないということです。

グロース市場改革の取組み（2025年９月～）

東証におかれましてグロース市場改革に取り組んでいただいております。Ⅰ．上場維持基準の見直しですが、2030 年から上場５年経過後に時価総額 100 億円という基準にしています。改正前は、上場 10 年経過後に時価総額 40 億円以上という基準ですから、相当程度の引上げになると理解しております。

それに伴いまして、Ⅱ.「高い成長を目指した経営」の働きかけや、Ⅲ. 積極的に取り組む企業のサポート、メリットの創出にもしっかり取り組まれるものと承知しています。

Ⅲ．令和８年夏の金融庁の組織拡充・再編

この夏に大きく組織改変を予定していますので、若干ご紹介できればと思います。

令和８年度 機構・定員について

監督局を大きく再編しようとするものです。総合政策局、監督局を再編して、「資産運用・保険監督局」と「銀行・証券監督局」を設置するといった内容になっております。

52 ページに組織図を付けております。上が現状で、下が再編後ですけれども、「総合政策局」のう

ち官房機能を担う部署については、局長級の「次長」を設置することとしております。そして、現在非常に大きくなっている「監督局」について、適切に業務運営を行う観点から「資産運用・保険監督局」と「銀行・証券監督局」の２つに分けることを予定しております。この新しい局などの名称は仮称でありまして、今後、改正の政令が出るときに確定していくということでございます。

随分長くなりましたけれども、私からの報告は以上です。

～～～～～～～～～～～～～～～～～～～～～

【討　　論】

○川口　　ご報告、どうもありがとうございました。

ご報告の内容は多岐にわたるものですが、せっかくの機会ですから、ご質問、ご意見等を頂戴できればと思います。よろしくお願いします。

○加藤　　齊藤課長、ご報告ありがとうございました。２点質問させてください。

令和８年改正後の金商法第 43 条の７の意義についてです。第 43 条の７によって、金融商品取引業者が取り扱うことができる暗号資産については、内閣府令で一定の基準が定められることになりました。ご報告でもありましたとおり、現行法の資金決済法においても、暗号資産交換業府令の第 23 条第１項第５号に関連するものと思いますが、暗号資産交換ガイドラインにおいて、取り扱う暗号資産の適切性の判断基準について指針が示されています。

私の質問というのは、この取り扱う暗号資産の適切性の判断基準の中身は変わるのかどうかということです。これまで暗号資産は決済手段であることを前提として暗号資産交換業者が取り扱う暗号資産の適切性の判断基準が定められているわけですが、暗号資産を投資対象として位置付けることによって適切性の判断基準は変わるのか、興味があります。

２点目は、特定暗号資産発行者に関する業規制の話です。私募や私売出しに相当する場合を除き、自己募集や自己売出しは業規制の対象になるということであって、これは暗号資産制度ワーキング・グループ報告の提言に従ったものかと思います。その一方で、資金決済法から金商法に変わることによって、暗号資産の売買とは別に、募集・売出しとか取得勧誘という新しい定義規定が出ました。資金決済法のときには、暗号資産の売買の解釈として、資金調達目的の暗号資産の発行も暗号資産交換業に該当すると扱われてきたと思います。そこで質問というのは、私募や私売出しに相当する行為を特定暗号資産発行者が行うことについて、これが暗号資産の売買として業規制に該当する行為になるという解釈はあり得ますかということです。

以上２点、よろしくお願いします。

○齊藤課長　　まず、１点目の第 43 条の７です。資料で言うと、６ページの＜取扱い暗号資産＞のところかと思います。現行でも一定の基準はあるわけですけれども、これを金商法の対象にすることによって何か変わるのかどうかということだと思います。

金融商品として適正な取引の対象になるかどうかという視点でもう一度考える必要があろうかと思っております。そうした観点から、例えば、当該暗号資産が取り扱われることによって流動性が十分に見込まれるかという点など、実質的に金融商品と扱うことの観点から検討していきたいというふうに考えているところでございます。

２点目の売買ということですけれども、現行の金商法ですと、有価証券の売買というのは、プライマリーは入っていない概念でございます。そこの概念自体を変えるものではなくて、やはり売買についてはプライマリーは入らないと、そこは同じ形で考えております。そのうえで、募集・売出しというのは勧誘ベースの規定になっておりますので、そういった行為についても業規制の対象にすることによって、実質的にプライマリーの一部が

規制対象となることになるものと理解しております。

○加藤　　ありがとうございました。そうすると、資金決済法のこれまでの売買と金商法の売買は意味合いが違ってくるということですね。

○齊藤課長　　はい、違ってくるものと思われます。

○加藤　　金商法の売買は、やはりプライマリーは含まれない。そうすると、これまでどれくらい実例があったか、私も調べたことはないのですが、私募・私売出しに相当する行為については暗号資産の売買には該当しないという、金商法の解釈としてはそうなるということですか。

○齊藤課長　　私募については暗号資産の売買には該当しませんが、私売出しの場合は、セカンダリーですので、(個別事例によっては) 売買に当たり得ます。

○加藤　　そうですね。私売出しの場合は、確かに売買に該当しますけれども、少なくとも新規の発行についてはやはり難しいということですね。

○齊藤課長　　はい。

○加藤　　分かりました。ありがとうございます。

○黒沼　　齊藤課長、詳しいご報告ありがとうございました。今日お伺いした内容は、これから我々が半年とか１年かけて研究会で勉強していくことなので、細かい点はそこで勉強したいと思っています。

私から１点お伺いしたいのですが、課徴金制度の見直しで、他人名義口座の提供を受けるなどして不公正取引を行う者に対する課徴金の水準を1.5倍にするという点です。確かに、今日ご説明があったように、こういった行為は悪質だと思うのですが、従来、行為の悪性とか悪質性を基準にして課徴金の額を定めてきたことはなかったように思うのです。従来は、違反者が違反によって得た利得相当額を剥奪する。ただ、それに、現実に得た利得というよりは、得ることのできた利得の額を基準にして、抑止効果をできるだけ高めようという考え方だったと思うのです。今回、行為の悪質性に着目して課徴金額を変えるとか、あるいは変えてもいいというふうに考え方が変わったのかどうかという点をお伺いしたいと思います。

○齊藤課長　　他人名義を使った不公正取引について課徴金額を 1.5 倍とすることについてですけれども、課徴金の基本的な考え方自体は、変えているものではございません。経済的利得相当額に見合った課徴金額を課していくことで違反行為の抑止を図っていくという、そういった基本的な考え方は維持しております。

この 1.5 倍については、先生ご指摘のように、行為の悪質性で変えているのかということですが、現行法でも、違反行為を繰り返した場合に課徴金額を 1.5 倍にするという規定は導入されており、そこは実質的に半歩踏み出しているものと思っております。

経済的利得相当額にどこまでこだわる必要があるのかということについては、市場制度ワーキング・グループでも飯田先生等々からご指摘をいただいているところであり、そこは、比例原則との関係で考えていくべきではないかというご意見がかなりあることは理解しております。しかし、これまでの経済的利得相当額でつくり上げている金商法の法体系がありますし、独禁法その他の課徴金規定のある法律でもやはり経済的利得相当額が基準となっており、経済的利得相当額から離れることはなかなか容易なことではないと思われます。

抜本的な考え方の転換は将来的な課題と考えておりますけれども、そうした経済的利得相当額の枠組みの中でどこまで計算方法を引き上げていくことができるかというのは、これまで努力を積み重ねながら取り組んできているところでございます。１つは、データの取り方を適正化することによって実質的に引き上げようとしたり、また、今ご指摘いただいた 1.5 倍については、他人の名義を使って取引する場合には、やはり発覚しづらいところがある。そうすると、ほかにも違反行為を行っている可能性があり、そこからの利得もあり

得るわけでございます。そういったことも加味して 1.5 倍の課徴金額とすることとしたところでございます。

○黒沼　　ありがとうございます。

○川口　　利得相当額にこだわるので、なかなか引き上げることはできないのですね。結局、どうするかというと、利得相当額の計算式を変えるという・・・。何かおかしな気もしますね（笑い）。前の計算式は一体何だったのか、事情が変わったのとか言うしかないのですが。

○梅本　　大変詳細なご報告をいただき、ありがとうございます。

不勉強で恐縮ですが、本日のご報告で、FX 取引や社債よりも暗号資産の取引の方が大きいということを初めて知りました。また、高所得者でない方々がかなり手掛けていらっしゃるということで、投資者保護といいますか、こういった方々の保護も必要なのかなと思った次第です。聞くところによりますと、利用者の方は日本の業者ばかりでなくて、どちらというと海外の業者を使っている方が少なくないとのことです。

そういった業者は、資料の 29 ページになるでしょうか、登録をしていれば日本の投資者に対して勧誘してもいいのでしょうけれども、恐らくほとんどが登録なんかしていない。そうした無登録業者が日本語でサイトを開いていて、日本人の顧客を目当てに暗号資産の売買の仲介をする。無登録業者は、国内であればいろいろと処分することがあるのでしょうけれども、外国の業者であれば、それは必ずしも簡単ではない。

14 ページに、外国規制当局との協力に関するご説明があったと思うのですが、こういう業者に対して金融庁が、例えばアメリカやヨーロッパの規制当局と協力して監督機能を発揮することができるのかどうかというところをご教授いただければと思います。

もちろん、これは暗号資産だけの問題ではなくて、FX 取引なんかでも従来生じてきたのではないかと思いますけれども、どうぞよろしくお願いいたします。

○齊藤課長　　暗号資産の取引は、スマホとインターネット接続があればすぐに誰でもできるわけですし、国境の壁のハードルは非常に低いため、ご指摘のように、海外の業者を使って取引をしている人も少なからずいると思っております。一方で、そういった海外の業者を使うと、きちんと規制されているかどうかも分かりませんので、そこは投資者がきちっとリスクを分かったうえでやっているのかということがまず重要であり、投資者教育の必要性も強いというふうに思っております。

今回、法改正がされることを前提に税制改正が行われています。現在、総合課税の対象になっている暗号資産の売買益ですが、これが金商法の改正が施行された翌年の１月から、分離課税の対象になります。譲渡所得で分離課税の対象になることにより、これまでは最大 55%の課税だったものが、20%の課税で済むことになる。ただ、その前提として、国内の暗号資産取引業者を通じて売付けを行った場合が対象になるということですので、そういった税制との関係で、国内の業者を使って取引をするというものがより増えてくるのではないかと思っているところでございます。

また、ご質問いただいた外国の業者が日本語サイトを使って日本居住者向けに勧誘をするような行為ですけれども、日本語のサイトを作って取引ができるようにしているということは、それは日本人向け、日本居住者向けに勧誘を行っているものだと通常は想定されますので、そこは基本的に無登録業に当たるのではないかと思われます。金融庁においても、そういったケースを把握した場合には、登録を慫慂したり、あるいは無登録業だということで警告を出すとともに投資家にも周知したりしています。

そして、海外の当局との連携というのは十分あり得るわけでございまして、そこは有価証券でも同じことでございますし、無登録業者が海外にいるような場合には、当局間でそういった情報を交

換して対応するということは想定されるものと思っております。

他方、外国の業者が日本語サイトを設けておらず、英語のサイトで業務を行っている場合に、日本居住者が積極的にアプローチして取引を行うケースもあり得ると思います。そういった場合には、必ずしも無登録業とは言えないケースもあると思っています。国内法の規制対象になっていないことを十分に理解したうえで取引をするのであれば、そこは自己責任の範疇かもしれませんが、やはりそこでトラブルが生じることは望ましくないと思いますので、繰り返しになりますが、しっかりと投資者教育をしていくということも併せて取り組んでいきたいと思っております。

○梅本　　どうもありがとうございます。

○湯原　　資料の４ページで、「個人の利用者において暗号資産の保有が身近になっている」ということで、「利用者保護の充実を図る」という言葉が使われています。また、齊藤課長はご報告の中で、「投資者」という言葉は避けて説明されていたと思います。

他方、ご説明の中で、送金・決済に利用している方が 10%いるみたいなことにも言及されていて、今、資金決済法から金商法に移るみたいなことも考慮したうえで、現在の法制度の中で暗号資産というのは、一応投資対象であって、利用され得るもの、利用価値があるもの、もしくは利用されるために取得されることがあるものみたいな位置付けなのでしょうか。それとも、実はまだ「利用者」という言葉は使っているけれども、投資対象になっているというようなご認識というか、そういう建付けで制度が設計されているのかというようなことについてご教示いただければと思います。

○齊藤課長　　「利用者」という呼び方をするのか、「投資者」という呼び方をするのかは、暗号資産制度ワーキング・グループで議論になりました。収益配当等のない暗号資産の取引は値上がり益を期待したものであり、その取引は「投機」ではないかといったご指摘がかなりあったことを踏まえ、「投資者」という言い方を避けることとしたものでございます。そのため、表現上、揺らぎがあるかもしれませんが、基本的に「利用者」という呼び方をしております。ただし、やはり今の暗号資産を取得・保有している者は投資目的で取引をしている人が圧倒的に多く、投資対象になっているというふうに思っています。

資金決済法では決済手段の観点から規制していると書かせていただきましたけれども、だからといって、何か決済手段として用いるための特段の規定があるというわけではなく、金商法に移したからといって、決済手段として利用することを阻害するような規定が入ることはないわけでございます。どちらの法律であったとしても、決済目的、投資目的のどちらでも、利用者にとって不測の損害が生じないように、保護のための制度を設けていくということかと思っております。

○湯原　　ありがとうございます。

○川口　　暗号資産について、そもそも金商法で規制する必然性はあったのでしょうか。確かに、決済手段というよりは、投資対象の側面が強くなり、金商法は投資家保護のための法律であるので、そこで規制するというのは筋が通っています。以前にどこかで、この方針に賛成した記憶もあります。しかし、投資対象といっても、暗号資産は、これまで金商法が規制の対象としていた金融商品とは大きく性格が異なるものです。もちろん、投資家の保護の必要性は否定できないのですが、例えば独自に「暗号資産の取引に関する法律」みたいなものをつくって、それで規制するという方法はなかったのでしょうか。そこで金商法の規制手法を組み込み、単行法としてやっていくという選択肢はなかったのでしょうか。

○齊藤課長　　金商法に入れなければならない必然性はないと思っております。規制法のつくり方として、デジタル法、EU の MiCA のような、そういった法律をつくるということもあり得ると思って

います。今回、金商法の中に入れさせていただこうとしたのは、許容性の観点からすると、金商法をつくったときの投資対象の考え方からすると、暗号資産が加わってもおかしいものではないと思っています。

それに加え、やはり利用者保護を図るための充実したメニューが金商法には備わっていますので、それに追加する改正をする方がより立法効率性が高いのではないかというふうに思っています。また、暗号資産を対象とした不公正取引規制については、インサイダー取引規制を除き、既に金商法において整備している状況でもございます。それとの親和性もあると思っておりますので、金商法の中に入れる形にさせていただいております。

○川口　　暗号資産の規制を加えたので、金商法はますます大部な法律になりました。また、この改正がなかったら、金商法のテキストを書き換えなくて済んだのになあと思って…。（笑）

○齊藤課長　　書き換えていただいたら、また買われる方もいらっしゃると思います。（笑）

○片木　　今日は大変貴重なご報告、ありがとうございました。

８ページから９ページに出ておりますセーフハーバー・ルールについてちょっとお聞きしたいのですが、2023 年にたしか開示府令の改正の中でサステナビリティ開示が初めて入ってきたときに、やはり問題意識として予測的な情報について虚偽表示責任が問われると困るということで、ガイドラインの方で（企業内容等開示ガイドライン５－16－２）、一定の将来情報については、一般的に合理的と考えられる範囲で具体的な説明が記載されている場合には、記載した将来情報と実際に生じた結果が異なる場合であっても、直ちに虚偽記載等の責任を追うものではないとするガイドラインが設けられました。今回これがきちっとして条文になっていくということで、改正条文（21 条の２第３項）を拝見しておりますと、記載に至る検討の仮定に照らして合理性が確保されていると認められる場合として内閣府令で定める場合にはセーフハーバー・ルールに該当するんだという書き方になっています。これは SSBJ で将来予測に関連する情報についてどのような情報を要求するかというのがある程度整備されていくことを前提に、セーフハーバー・ルールの適用を受ける条件というのがやや厳格化されたというふうに理解してよろしいのでしょうかという質問です。

○齊藤課長　　ご質問いただきましたセーフハーバー・ルールの規定ですけれども、ご指摘のように、既にガイドラインで、将来情報について合理的なものであればよいとなっているのですけれども、やはりガイドラインはあくまで金融庁のガイドラインですし、民事責任は裁判で争われるものでございます。ガイドラインに書いていることがどこまで裁判上考慮に入れられるかというところもあるため、法令上のセーフハーバー・ルールとしてきちっと枠組みを設けた方がよいのではないかといった議論があり、今回法令上の規定を設けることにしたと、そういう理解をしております。

このため、ガイドラインで書いているものを厳格化する趣旨で法令に規定したものではないというふうに理解しております。

冒頭申し上げたとおり、ここは私の直接の担当ではございませんので、私の私見ということでご理解いただければと思います。

○片木　　ありがとうございます。

○松尾　　齊藤課長、ありがとうございました。

私からは、29 ページの、無登録業者による取引を無効とするという規定の対象になる取引についてお尋ねします。取引価格が公表されているものは対象外で、登録業者が扱っている暗号資産はこの規定の対象にならないということでした。それは、株式の場合の未公開株式と平仄を合わせたというご説明であったと思うのですけれども、株式の場合は、上場株式か未公開かで分けて、未公開株式の取引はほとんど詐欺だから、詐欺に近いから無効にしていいのだというような理解をしてい

たのですが、そうではなくて、やはり暴利行為という整理なので、取引価格が公表されているかどうかというのがかなりポイントだということでしょうか。暗号資産の場合も、公表されている価格がそれなりに信頼のおける取引価格であると付け込まれにくいだろうから、対象外にするということなのでしょうか。

詐欺かどうかというと、私は、暗号資産は、登録業者が扱っていようが、扱っていまいが、無登録業者によるものはほぼ詐欺ではないかと思っているので、無登録業者による取引は全部この規定の対象としていただきたかったという思いから、こういう質問をさせていただきます。よろしくお願いします。

○齊藤課長　　我々としても、民事効の対象となる暗号資産の範囲については、未公表暗号資産ということではなくて、全ての暗号資産を対象にすること、そちらの可能性も十分考えたうえで政府内で調整を行ってきたところですけれども、政府内での議論においては、民事効といっても、立証責任の転換はありますけれども、私人間の契約を無効とするというのは非常に強力な規定なので、その対象については慎重に考える必要があるといった議論がございました。そして、株式などの有価証券の民事効の考え方とやはりそろえる形にすべきだと。そして、先生のおっしゃるように、価格情報について暗号資産取引業者が扱っているものについては、明らかになっているわけでございます。また情報公表制度の対象になり、関係情報も明らかになっているものでございますので、政府内での調整の結果、民事効の対象にすべきではないとの結論になったということでございます。

○松尾　　ありがとうございます。

○髙橋　　私からは、33 ページの「インサイダー取引規制の概要」の一番下、暗号資産の「大量売買」の基準について、発行済み暗号資産の総数の20%以上という数値が定められる予定というところに関して質問させていただきます。

直感的な印象で恐縮ですが、20%は数字として大き過ぎないかと感じました。ご説明にありましたように、上場株式の買集めについては５%が基準となっているところ、この 20%という数字はどうやって導き出されたのかが気になりました。ご教示いただけましたら有難く存じます。

○齊藤課長　　大量売買についての基準をどこにするのかというのはなかなか難しいところだと思っております。ご指摘のように、買集め行為ですと５%ということではございますけれども、暗号資産の保有状況は、誰がどのぐらい持っているのかというのがなかなか判然としないということです。ブロックチェーンを見れば、どのアドレスがどのくらい持っているかというのは分かるわけですが、そのアドレスと個人をひも付けるものはないということですので、取引などを分析する業者によると、ある程度は分かっているところはあるのですが、正確なところは、誰がどのぐらい持っているかというのは、実際にはなかなか分からないということがあります。

暗号資産にも多様なものがあるわけでございまして、中には少数でかなりの暗号資産を持っているようなものもあると思われます。そこの状況がなかなか分からない中で低い水準にしてしまうと、対象者が気づかないところでインサイダー取引規制違反になる可能性もあるというふうに思っておりまして、そこは慎重に考えた方がよいと思っております。

20%にした理由としましては、財務諸表の連結の関係で、影響力基準が原則 20%のところでありますので、20%ぐらいの取引を行うのであれば、そこは市場に影響があるというふうに判断してもよいだろうと考えております。直接的な関係があるかと言われれば、薄いかもしれませんけれども、そういったところも１つ参考にしながら、まずは 20%というところに置いていこうとするものでございます。

20%という水準は政令で定めるもので、まだフィックスしたものではありませんけれども、仮に

20%にしたとしても、それでずっと固定するのかと言われれば、状況の変化に応じて見直していくこともあるのではないかと思っております。
○髙橋　　大変詳細にお答えいただき、ありがとうございました。よく分かりました。

○川口　　まだご質問、ご意見があろうかと思いますけれども、時間が来てしまいましたので、本日はこれで終了させていただきたいと思います。
　齊藤課長、今日はご報告、どうもありがとうございました。本日の報告を契機にして、今後、研究会でも詳細を検討してまいりたいと思います。
　本日はどうもありがとうございました。