

## インサイダー取引規制の構造・機能の再検討

―暗号資産に関するインサイダー取引規制の要否を題材にして

加藤 貴仁

ただいま御紹介いただきました加藤です。どうぞよろしく願っています。

本日は、「インサイダー取引規制の構造・機能の再検討―暗号資産に関するインサイダー取引規制の要否を題材にして」と題してお話します。

### 一、問題意識

令和元年の金商法（金融商品取引法）改正により暗号資産やトークン化有価証券に関する様々な制度整備が行われ、また、あまり注目はされていない

ませんが、暗号資産を対象とした不正取引規制が導入されました。ただし、インサイダー取引規制は導入されていません。その理由として、令和元年の金商法改正の立法過程において設置された「仮想通貨交換業等に関する研究会」の報告書（二〇一八年二月二一日）において、以下の点が挙げられています。

・多くの仮想通貨には発行者が存在せず、存在する場合であっても、世界各国に点在している可能性もあり、該当者の特定に困難な面があり得ること。

・ 仮想通貨の価格の変動要因についての確立した見解がない中で、インサイダー取引規制を課す際に必要となる「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には困難な面があること。

ただし、インサイダー取引のような取引に関しては、少なくとも仮想通貨交換業者が把握可能な不公正な取引の抑止や仮想通貨交換業者自身による不公正な行為の防止を図る観点から、仮想通貨交換業者に対し、前述の取引審査の実施に加え、自己が取り扱う仮想通貨に関して有する未公表情報を適切に管理し、当該未公表情報に基づき自己又は他人の利益を図る目的で取引を行わないことを求めることが適当と考えられる。

しかし、インサイダー取引規制を設けていないことは、暗号資産について、インサイダー取引規

制のような不公正取引が存在しないことを意味するわけではありません。必ずしもインサイダー取引に限ったわけではありませんが、インサイダー取引に類似する不公正取引は実際に存在し、制度的な対応が必要ではないかと言われております。

例えば金融庁に設置されている「デジタル・分散型金融への対応のあり方等に関する研究会」の第九回の資料一などで、非常に簡単ではありますが、暗号資産にどのような不公正取引が存在するか紹介しています。こちらの資料は、本日の資料で引用している「デジタル資産を用いた不公正取引等報告書」(EYストラテジー・アンド・コンサルティング株式会社及びベーカー&マッケンジー法律事務所(外国法共同事業)「デジタル資産を用いた不公正取引等に関する国際的な規制動向、法規制当局による執行事例、及びマーケットにおける課題の分析調査に関する報告書」(二〇

二三年三月)のエグゼクティブサマリーのようなものとなっています。

このように暗号資産についても不正取引が存在するのであれば、それに対してどのような対応をするべきであるのかということが問題となります。「デジタル資産を用いた不正取引等報告書」は主に海外の事例を対象にしていますが、例えば、日本の暗号資産取引業者が開設する暗号資産の市場において不正取引は行われているのか。もし行われているのであれば、現在の金商法の暗号資産に関する不正取引規制のエンフォースメントを強化する必要はないか。さらに、令和元年の金商法改正では見送られたものの、暗号資産についてインサイダー取引規制を導入する必要はないかといった問題です。

アメリカでは、暗号資産に関するインサイダー取引に対して実際に法執行活動が行われた例があ

りますし、二〇二三年三月に導入が正式決定されたEUの暗号資産に関する包括的な規制(MiCa)には、暗号資産に関するインサイダー取引規制を定めた規定が存在します。

また、暗号資産の取引には国境が存在しないことを踏まえると、日本も、暗号資産に関するインサイダー取引規制の導入を迫られる可能性があるのではないかと思います。

さらに、暗号資産に限らず、上場株式などの有価証券でも様々な不正取引が行われる可能性があります。不正取引の類型の間には密接な関係があり、ある類型の不正取引を減らすために他の類型の不正取引を規制することが望ましい場合がある。別の言い方をすれば、インサイダー取引を規制することが相場操縦の規制強化につながることもあり得るように思います。

そこで私は、暗号資産に関するインサイダー取

引規制の導入の研究を進めているわけですが、なぜこの点について本日お話しするかというと、暗号資産に関するインサイダー取引規制の導入を検討することは、必然的に現在の金商法第一六六条を中心とするインサイダー取引規制の見直しにつながる可能性があるからです。

確かに現行法では、金商法における有価証券に関する不正取引規制と暗号資産に関する不正取引規制は、別の制度として位置づけられています。例えば、暗号資産に関する不正取引規制は課徴金制度の対象外であり、かつ、証券取引等監視委員会の管轄外でもあります。

ただ、各国のインサイダー取引規制の内容には差異があり、かつ、アメリカやEUにおける暗号資産に関するインサイダー取引規制の内容は、各国の有価証券に関するインサイダー取引規制の内容と密接な関係があるように思われます。そうし

ますと、暗号資産に関するインサイダー取引規制を日本に導入するかどうか、私はまだ最終的な結論を持っていませんが、仮に導入する場合には、金商法第一六六条を中心とする有価証券に関するインサイダー取引規制との関係を見直すことは難しいだろうと思います。そのため、暗号資産に関するインサイダー取引規制の導入の検討を通じて、金商法のインサイダー取引規制の構造の見直しにつながるような示唆を得ることもできるのではないかと考えています。

令和元年の金商法改正に際し、暗号資産を対象とするインサイダー取引規制の導入が見送られた理由の一つとして、日本の金商法のインサイダー取引規制の構造が挙げられます。

「仮想通貨交換業等に関する研究会」報告書では、「金融商品取引法においては、上場会社等に関する未公表の重要事実を知った会社関係者が、

当該重要事実の公表前に、当該上場会社等の有価証券（株式、社債等）の売買等を行うことが禁止されており、『会社関係者』や『重要事実』の範囲が、法令上明確に定められている」と述べられており、これが日本のインサイダー取引規制が依拠する基本構造です。「会社関係者」に相当するものや「重要事実」を法令上明確に定めることができないことが、令和元年の金商法改正で、暗号資産に関するインサイダー取引規制の導入が見送られた理由の一つだと思えます。

そのため、仮に暗号資産に関してインサイダー取引規制の導入が政策的に必要であるとしても、「会社関係者」と「重要事実」によって規制対象を画するという既存のインサイダー取引規制の枠組みを借用するような形では、政策目的を達成できない可能性があります。

一方、アメリカやEUのインサイダー取引規制

は日本よりも柔軟で、それがゆえに、暗号資産に関するインサイダー取引規制にも転用可能な枠組みなのではないかと思えます。したがって、日本で暗号資産に関するインサイダー取引規制を導入するのであれば、何か別の枠組みに従って制度設計を行うことが望ましいのではないかと思えますし、少なくとも選択肢としては排除されるべきではありません。

また、金商法第一六六条とは別の枠組みで暗号資産に関するインサイダー取引規制を導入するのであれば、金商法第一六六条のインサイダー取引規制も何らかの見直しをしたほうがよいのではないかと、この示唆も得られるかもしれません。実際、金商法第一六六条に代表される有価証券に関するインサイダー取引についても、現在の枠組みでは本来規制すべき行為が規制されていないのではないかといった指摘がされています。

さらに、暗号資産に関するインサイダー取引規制の導入を検討することを通じて、金商法第一六六条のインサイダー取引規制の見直しだけでなく、そのほかの金融商品や市場に関するインサイダー取引規制の見直しにもつながるような示唆を得ることができるかもしれません。

インサイダー取引規制というと、典型例は上場会社の株式であり、日本のインサイダー取引規制については、非常に抽象的に言えば、株式市場に対する信頼を確保するために必要であるというような説明がされることが多いと思います。しかし、市場はほかにも存在します。それにもかかわらず、ほかの市場についてはインサイダー取引規制が存在しません。ただ、比較法的に見ると、ほかの国では存在する場合もあるわけです。だとすると、今、日本に存在する市場の中で、本来であればインサイダー取引規制が存在してもいい市場

があるのではないか。こういったことについても、暗号資産に関するインサイダー取引規制を検討することを通じて有益な示唆が得られることが期待されます。

本日はあまり詳細な説明はできませんが、商品先物取引について、最近アメリカでは制度改正が行われ、CFTC（米国商品先物取引委員会）がインサイダー取引の摘発に積極的になっているという動きがある一方、日本ではそもそも商品先物取引法にインサイダー取引規制に相当する規定が存在せず、大きな差がある状況です。既に学会などでは、果たしてこれは我が国の市場法として望ましいのかといったことを指摘する見解があります。

このような問題意識のもと、次の順に検討を進めてまいりたいと思います。

まず、「暗号資産に関するインサイダー取引規

制の導入の是非を検討するための視点」を示した  
と思います。

この視点を示すことによって、二つの課題が明  
らかにになります。「課題その一」は、繰り返し申  
し上げているように、金商法第一六六条のインサ  
イダー取引規制の基本構造自体を見直す余地があ  
るのではないかという点です。「課題その二」  
は、では、そもそもどのような取引をインサイ  
ダー取引規制の対象とするべきかという点です。  
先ほど申し上げた「重要事実」や「会社関係者」  
によってインサイダー取引規制の対象を画すると  
いうのは技術的な問題であって、どのような取引  
をインサイダー取引として禁止すべきかについて  
は別に検討しなければいけません。換言すると、  
そもそも禁止すべき取引があり、それを禁止する  
ために法技術的にどのような方法をとればいいのか  
という二段階の問題があります。

この二つの課題を説明した後、現時点での私の  
研究成果をまとめた上で、今後さらにどういつた  
点に着目する必要があるのか説明いたします。

## 二、暗号資産に関するイン サイダー取引規制の導入の 是非を検討するための視点

初めに、「日本法の現状」を確認したいと思います。  
ます。(図表1)

暗号資産については、金商法第一六六条に相当  
するような規定はありません。しかし、「仮想通  
貨交換業等に関する研究会」の報告書でも制度整  
備の提言がなされているとおり、未公表の重要な  
情報に基づく取引について全く規制が存在しない  
わけではありません。資金決済法(資金決済に関  
する法律)では、暗号資産交換業者が自己または

図表 1

2. 暗号資産に関するインサイダー取引規制の導入の是非を検討するための視点
- (1) 日本法の現状
- 暗号資産の取引は金商法のインサイダー取引規制の対象ではないが、資金決済に関する法律（以下「資金決済法」という。）は暗号資産交換業者が自己または第三者の利益を図ることを目的として重要な非公開情報を第三者へ伝達すること又は利用することを禁止している（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（以下「暗号資産交換業府令」という。）20条11号）。
    - 規制対象となる情報：「その取り扱う若しくは取り扱おうとする暗号資産又は当該暗号資産交換業者に関する重要な情報であつて、利用者の暗号資産の売買又は他の暗号資産との交換に係る判断に影響を及ぼすと認められるもの（当該暗号資産交換業者の行う暗号資産交換業の全ての利用者が容易に知り得る状態に置かれている場合を除く。）」
    - ◇ 資金決済法に基づく自主規制機関である日本暗号資産取引業協会（JVCEA）が定める「暗号資産交換業に係る暗号資産関係情報の管理体制の整備に関する規則」（以下、「暗号資産関係情報規則」という。）2条1項の定める「暗号資産関係情報」と実質的に等しい。
  - 暗号資産関係情報規則は暗号資産交換業者の役職員による暗号資産関係情報の取扱いを規制対象とする（暗号資産関係情報規則7条・12条）。
  - 暗号資産関係情報の取扱いに関する規制は金商法の法人関係情報の取扱いに関する規制に相当する。
    - Cf. 法人関係情報：「法第163条第1項に規定する上場会社等の運営、業務又は財産に関する公表されていない重要な情報であつて顧客の投資判断に影響を及ぼすと認められるもの並びに法第27条の2第1項に規定する公開買付け（同項本文の規定の適用を受ける場合に限る。）、これに準ずる株券等（同項に規定する株券等をいう。）の買集め及び法第27条の22の2第1項に規定する公開買付け（同項本文の規定の適用を受ける場合に限る。）の実施又は中止の決定（法第167条第2項ただし書に規定する基準に該当するものを除く。）に係る公表されていない情報」（金融商品取引業等に関する内閣府令1条1項14号）
    - 暗号資産関係情報に関する規制があればインサイダー取引規制は不要か？

第三者の利益を図ることを目的として重要な未公開情報を第三者へ伝達すること、又は利用することを禁止しています。

ただ、「重要な未公開情報」というのは法律の用語ではありません。法律の用語としては、規制対象となる情報として、「その取り扱う若しくは取り扱おうとする暗号資産又は当該暗号資産交換業者に関する重要な情報であつて、利用者の暗号資産の売買又は他の暗号資産との交換に係る判断に影響を及ぼすと認められるもの」があり、これが「重要な未公開情報」に相当します。

さらに、この「重要な未公開情報」に相当する用語としては、資金決済法に基づく自主規制機関である日本暗号資産取引業協会が定める「暗号資産交換業に係る暗号資産関係情報の管理体制の整備に関する規則」第二条第一項の「暗号資産関係情報」の定義と実質的に等しいため、以下では、



暗号資産に関する重要な未公開情報を「暗号資産関係情報」と述べることにします。

「暗号資産交換業に係る暗号資産関係情報の管理体制の整備に関する規則」の内容は、必ずしも金商法と同一というわけではありませんが、金商法の法人関係情報の取り扱いに関する規制に相当するのではないかと思えますし、資金決済法にも暗号資産関係情報の取り扱いに関する規制は存在しますから、インサイダー取引に対する規制が全くないという状況ではありません。したがって、検討しなければいけないのは、暗号資産関係情報の取り扱いに関する規制にプラスアルファで、例えば金商法第一六六条のようなインサイダー取引を禁止する規定が必要かということになります。

次に、暗号資産に関するインサイダー取引規制の実例として、「デジタル・分散型金融への対応のあり方等に関する研究会」第九回の資料一事務

局説明資料から抜粋したものをごく簡単に紹介したいと思います。

どのような行為がインサイダー取引とされたのかというと、二〇二二年六月ごろから二〇二二年四月ごろにかけて、コインベースの社員であったIが、コインベースによる暗号資産の上場発表の内容やタイミングに関する未公開情報をNとSに繰り返し伝達。NとSはこの情報を利用して複数の暗号資産を上場発表に先立って取引し、少なくとも一〇万米ドルの利益を得たというものです。

コインベースは、日本の暗号資産交換業者に相当するビジネスを行う、国際的にも非常に著名な事業者ですが、Iらは、連邦証券法の詐欺防止禁止規制違反と通信詐欺及び通信詐欺の共謀により、SEC（米国証券取引委員会）とDOJ（米国司法省）に訴追されました。この訴追の内容

は、アメリカ法におけるインサイダー取引規制違反に相当します。

ここで、「暗号資産の上場」と暗号資産の価値の關係について整理しておきたいと思います。

暗号資産交換業者が提供するサービスは多種多様ですが、その重要なものとして、暗号資産について中央集権的な取引所サービスを提供するということがあります。暗号資産のメリットの一つは、証券取引所や証券会社のような仲介機能を介さずに個人が自由にやりとりできることです。個人間でやりとりするためには、ノンカストディアルウォレットといった取り扱いに多少の専門技術や知識が必要なアプリケーションを用いる必要があります。一般人が個人間で暗号資産のやりとりを行うのはなかなか難しい面があると思います。

つまり、暗号資産交換業者が上場会社の株式における証券取引所や証券会社のようなサービス

を提供することにより、ノンカストディアルウォレットを使用しなくても自分で暗号資産を取引することができる一方、ノンカストディアルウォレットを用いると、暗号資産交換業者が提供するサービスを使わずに個人間で暗号資産を取引することもできるわけです。そのような個人間の暗号資産の取引をより行いやすくする仕組みとして、DEX（分散型取引所）があります。

コインベースのように暗号資産を対象とする取引所サービスを提供する事業者は「暗号資産取引プラットフォーム」と呼ばれますが、そのプラットフォームにおいて新しい暗号資産の取引を可能にするということを決定すると、専門的な技術がない人も暗号資産の取引を行うことができるようになります。多くの人が取引に参加することで暗号資産の価値に正の影響が生じます。つまり、コインベースが新しい暗号資産の取引を承認するという

情報を知った人は、その情報が公開される前にDEXなどを使って暗号資産を買っておき、コインベースがその情報を公開した後にそれを売れば、利益を得ることができるといわけです。

このような未公表の重要情報に基づく取引は、実際に訴追されたコインベースの事例以外にも非常に多く存在しているのではないかと言われています。今申し上げたのは、暗号資産交換業者に相当するコインベースの内部情報が不当に利用された事例ですが、日本で同じような事件が起こったら、それは「暗号資産交換業に係る暗号資産関係情報の管理体制の整備に関する規則」に違反し、少なくとも資金決済法に違反する可能性があるのではないかと思えます。しかし問題は、それだけで暗号資産に関するインサイダー取引規制として十分かということであり、この点については後ほど再検討したいと思えます。

続いて、現状と実態を踏まえ、「暗号資産に関するインサイダー取引規制の導入の是非を検討するための視点」を整理したいと思います。

最初に、インサイダー取引規制の対象です。

インサイダー取引規制とは、重要な未公開情報に基づく取引を禁止する規制です。しかし、重要な未公開情報に基づく取引の全てがインサイダー取引規制の対象とされているわけではありませんし、それが妥当であるとも考えられてはいません。つまりインサイダー取引規制とは、重要な未公開情報を保有するに至った経緯等に着目して、重要な未公開情報に基づく取引の一部を規制するものであり、大事なものは、どうやってその一部を切り出して規制対象とするかということです。

さらに、我が国のインサイダー取引規制の基本構造を確認しておくと、藤田友敬先生の論文では、「現行法の規制範囲の基本的な考え方は、何

らかの特別な地位にあることによって未公開情報を知った者あるいはそのような者から情報を受領した者の行為を規制しようというものである。

現行法上内部者とされる者の範囲には、偶然未公開情報に接した者（たとえばたまたま重役同士の会話を漏れ聞いたタクシーの運転手など）はもとより、企業に不正侵入したり、盗聴やハッキングによって情報を得た者も含まれていない」と整理されています。すなわち、金商法第一六六条のインサイダー取引規制の対象は、「重要事実」と「会社関係者」によって切り出されているわけです。

では、暗号資産に関するインサイダー取引規制の導入を検討する際、具体的に何が課題になるのかというと、一つは、暗号資産に関する重要な未公開情報に基づく取引の一部を金商法第一六六条のインサイダー取引規制と同じまたは類似の枠組

みで切り出すことができるのか。次に、そもそも暗号資産に関するインサイダー取引規制において規制対象とすべき取引とは何か。この二点です。

以下、この課題を一つずつ整理し、若干のコメントをつけていきたいと思います。

### 三、課題その一——金商法一六六条のインサイダー取引規制の基本構造の再検討

繰り返しになりますが、金商法第一六六条のインサイダー取引規制の基本構造は、「重要事実」と「会社関係者」によって規制対象が切り出されていますので、「重要事実」と「会社関係者」という観点に分けて暗号資産に関するインサイダー取引規制の導入の是非を検討していきたいと思えます。

最初に、「暗号資産関係情報と『重要事実』」という問題を取り上げます。

暗号資産について、そもそものような情報が重要な未公開情報と言えるのか。先行研究はあまり多くありませんが、ここではその内容を紹介したいと思います。

まず、暗号資産の発行者に関する情報です。ただし、株式の発行者である株式会社と相当する主体が暗号資産には存在しない場合もあるため、注意が必要です。

また、暗号資産の発行者と保有者の間で lock up agreement が締結される場合がありますが、これも非常に重要な未公開情報であると紹介されています。lock up agreement 自体は上場会社などでも使われており、それについては開示規制がしっかり整えられています。一方、暗号資産はそもそも開示規制自体が未整備で存在しないため、

上場会社においては重要な未公開情報となる場合が多くない情報が、暗号資産では、開示規制が存在しないがゆえに重要な未公開情報となる場合もあるということが示されています。

さらに、厳密には暗号資産の発行者に関する情報とは言えないかもしれませんが、暗号資産の発行や取引は、ブロックチェーンや分散型台帳、及びそれに記録されているスマートコントラクトといったプログラムを利用することが多く、そういった技術について何か未公表の問題がある場合には、当然それも暗号資産の価値に影響を与えるため、重要な未公開情報として位置づけられます。

そのほか、報道機関による報道と一般事業者による暗号資産の取り扱いや、規制及び法執行活動があります。特に暗号資産の規制については不明確な部分が残っているため、規制機関がどうい

態度をとるかが暗号資産の価値に影響を与え、その度合いは上場株式などよりも非常に大きいと考えられているようです。

暗号資産取引プラットフォームによる決定は、先ほど申し上げたインサイダー取引の実例で問題となった情報です。

さらには取引に関する情報です。暗号資産についても大口取引の計画は市場価格に影響を与えますが、暗号資産に関するブロックチェーン上の記録の更新作業に関与する者や暗号資産取引プラットフォームなどは、大口取引が存在するという情報が公開される前に知ることができる地位にあるということが指摘されています。

これで尽くされているわけではないと思います。暗号資産関係情報とインサイダー取引規制の関係を整理してみると、暗号資産関係情報の特徴として、暗号資産には多種多様なものが含まれ

る。暗号資産には有価証券の発行者に相当する主体が存在しない場合もある。暗号資産の発行に用いられるブロックチェーンに関する情報も暗号資産の市場価格に大きな影響を与える可能性がある。そして、もしかしたらこれが一番重要かもしれないませんが、暗号資産に関する開示規制が未成熟であるがために、重要な未公開情報に基づく取引の機会を増やしている可能性があるように思います。

このように、暗号資産に関する取引について、実際に訴追された暗号資産取引プラットフォームによる決定以外にも重要な未公開情報が多々存在することを考えると、重要な未公開情報全てを「重要事実」として定めることは不可能だろうと思います。

そもそも、なぜ金商法第一六六条が「重要事実」をあのような形で定めているかというと、金

商法第一六六条が刑罰法規だからです。それがゆえに、非常に硬直的な定めになっているわけですから。この点については学説でも批判的な見解が有力であり、例えば、金商法第一六六条第二項第四号などの包括条項によって統一的に「重要事実」を定義したほうが過不足なく規制できるのではないかという主張もなされています。

また、包括条項はあるものの、限定列举の部分が大半を占めています。このような限定列举が可能であるのは、金商法第一六六条のインサイダー取引規制の対象が「上場会社等の特定有価証券等に係る売買その他の有償の譲渡若しくは譲受け、合併若しくは分割による承継；又はデリバティブ取引」という特定の取引に限定されているからです。つまり、金商法第一六六条第一項は、非常に限定された取引をインサイダー取引規制の対象にしているからこそ、「重要事実」も限定列举で

き、刑罰法規としての制約を遵守できているという事です。そのため非常に硬直的で、もしかしたら実務の方のほうが実感されているかもしれません。大変使い勝手が悪く、本当に規制対象とすべき行為を規制できているのかという問題意識はかなり前から示されています。

そうであれば、刑事罰の対象とすべき取引類型と刑事罰の対象とする必要のない取引類型を区分し、後者については柔軟性が確保されるようなインサイダー取引規制を作ればいいのではないかと。ということで、例えば前田雅弘先生の二〇一〇年の論文では、課徴金納付命令の対象となるインサイダー取引規制について別の条文を作ったほうが、望ましい規制が作れるのではないかという提案が既になされています。こういった提案は、暗号資産に関するインサイダー取引規制などを新しく導入する際に、もう一度取り上げる価値があるので

ないかと私は思っております。

そこで、これらの問題のまとめとしては、暗号資産に関する重要な未公開情報の取り扱いに関する規制の全体構造を踏まえた上で、刑罰規定として禁止すべきインサイダー取引規制の対象とすることが望ましい情報の範囲を検討する必要があるということになります。

金商法第一六六条は、非常に重要な条文ではありますが、重要な未公開情報の取り扱いに関する規制という大きな規制の一つの構成要素であり、実際には、臨時報告書による情報開示規制や適時開示、フェア・ディスクロージャー・ルールなども、重要な未公開情報の取り扱いに関する規制として位置づけることができるのではないかと思います。

したがって、新しい制度を一から作るのであれば、まずは情報開示規制とインサイダー取引規制

の役割分担を検討することとなります。その上で、インサイダー取引規制にも金商法第一六六条と第一六七条という別の条文がありますし、法人関係情報の取り扱いに関する規制も広い意味でインサイダー取引規制の一種ですから、こういったさまざまな規制の役割分担についての考察が必要と考えます。例えば、暗号資産に関するインサイダー取引規制について刑罰法規を導入することを考える場合には、刑罰法規を導入したほうがいい重要な情報に基づく取引と、そうでない取引を分けた上で、後者については別の手段で対応するという視点を持ったほうが望ましい制度設計ができるのではないかと思いますし、現在の上場株式に関するインサイダー取引規制についても、役割分担が上手くいっているかどうか、改めて考え直すことが必要ではないかと思えます。

次に、「暗号資産の発行者の関係者と『会社関



係者』と題して、「会社関係者」という視点から分析を試みたいと思います。

最初に、金商法第一六六条のインサイダー取引規制において「会社関係者」とはどのような意味を持つ概念なのか、整理したいと思います。

端的に申し上げますと、規制の主たる名宛人です。ただし、「会社関係者」が「重要事実」を金商法第一六六条第一項各号の定める方法によって知った場合のみ、同項のインサイダー取引規制が適用されるという関係になります。

金商法第一六六条のインサイダー取引規制の対象である「重要事実」の大半は会社内部の情報であるため、その内部情報を知ることができる地位にある「会社関係者」が名宛人とされているという評価もあり得るように思われます。ただ、このことは、金商法第一六七条の存在自体が示すように、上場会社の株式に関する重要な未公開情報は

金商法第一六六条第二項の「重要事実」には限らないということも意味しています。

そして、金商法第一六六条及び第一六七条の対象とされていない情報の中にも上場会社の株式に関する重要な未公開情報は存在し、本来それらについては、「会社関係者」や「公開買付者等関係者」以外の者を主たる名宛人とする何らかの規制があってもよいのではないか、こういった指摘も既に学説ではなされています。例えば政策金利の変更です。これは金商法第一六六条第二項の「重要事実」には該当しないと思いますが、全ての会社の株式にとって重要な情報であるため、違法な手段でそれを取扱った者は取引が禁止されるべきだと思えます。しかし、現在この点については、少なくとも金商法では規制対象とされていません。

以上の「会社関係者」という概念の意義を踏ま

え、暗号資産に関するインサイダー取引規制を構築する際の検討課題をまとめると、暗号資産について金商法第一六六条のインサイダー取引規制に

相当する規制を設ける際に誰を名宛人とすべきかは、当該規制の対象とすべき重要な未公開情報の種類によって異なると思います。したがって、たとえば、暗号資産の発行者の内部情報について金商法第一六六条に相当するような規定を設けるべきである、こういった立法判断がされる可能性はあるかもしれません。ただ、非常に難しいのは、「会社関係者」と同じように「暗号資産の発行者の関係者」を条文で明確に定めることができるのかということ。以下、この点についてもう少し検討してみたいと思います。

暗号資産については、上場会社のような発行者が明確な形で存在することもあれば存在しないこともありますし、暗号資産の発行者が存在すると

しても、暗号資産の価値に与える影響は様々な可能性があります。

例えば、ビットコインは発行者が存在しませんが、リップルは存在します。イーサについては、発行者は存在しないものの、イーサリアム財団というイーサの取引に非常に強い影響力を及ぼすことができる地位にある者が存在します。このように、暗号資産の価値に影響を与える発行者のような者が存在することもあれば、存在しないこともありますし、発行者とは言えないまでも、それに相当するような主体も存在するということで、暗号資産については発行者を特定することが非常に難しい状況にあります。

さらに、発行者が存在するとしても、その発行者が果たしている機能は多種多様です。なぜなら、その機能がスマートコントラクトと呼ばれるプログラムによって担われている場合があるから

です。スマートコントラクトとは、簡単に申し上げます。ブロックチェーンや分散型台帳に記録されているプログラムのことで、一定の条件を満たした場合には自動で取引が処理されるというものです。こういったプログラムに従って暗号資産の発行者と保有者の関係が一部規律されている、このように考えていただければよいのではないかと思います。

最近では、暗号資産の発行当時は発行者が存在するものの、その後、発行者が解散し、DAO (Decentralized Autonomous Organization) と呼ばれる非常に説明が難しい組織によって発行者が担ってきた機能の一部が担われているといった事例も散見されます。

このように、暗号資産について「発行者」という言葉が使われることが多いのですが、株式の発行者である株式会社とは実態が大きく異なるとい

うことがまず問題です。

さらに、インサイダー取引規制の対象とすべき情報は、暗号資産の発行者に関係する情報以外にも存在する可能性があり、そういった情報については、「暗号資産の発行者の関係者」以外を名宛人とするのが望ましいということになります。その主たる候補としては、暗号資産に関するインサイダー取引規制の実例に対応するために、「暗号資産交換業者の関係者」を規制対象とすることが考えられるのではないかと思います。

先ほど申し上げたとおり、資金決済法で既に規制はされていますが、例えば暗号資産交換業者の関係者から情報を受領した人を規制対象とするのは、資金決済法では難しいと思います。したがって、情報受領者などに対する規制も考えると、何か別の規制を設けるのが望ましいという立法判断は十分あり得るだろうと思います。

また、暗号資産の発行または取引に用いられるブロックチェーンや分散型台帳に関する情報も重要な未公開情報であり、何らかの形でインサイダー取引規制の対象とすべき必要性が認められる余地はあると考えます。しかし、その場合に誰を名宛人とすべきか、これは非常に難しい問題だと思います。

金商法第一六六条のインサイダー取引規制の基本構造を前提とした場合、「仮想通貨交換業等に関する研究会」の報告書が指摘した問題の中で、情報に関する問題については、様々な実例が積み重なり、どのような情報が規制対象とすべき重要な未公開情報なのかということに対する検討材料は大分積み重なってきているのではないかと思えます。

それに比べて、そもそも誰を規制対象とすべきかという問題は、少なくとも金商法第一六六条の

ような枠組みのもとでは非常に重要ですが、暗号資産に関するインサイダー取引規制を考えてみると、現在でも未解決の問題であり、さらに、令和元年の金商法改正以降の暗号資産の取引に関するさまざまな発展を踏まえると、ますます難しくなっているように思います。

#### 四、課題その二―暗号資産に関するインサイダー取引規制の対象を確定するための判断基準

まず、「インサイダー取引規制の機能に着目することの重要性」を確認したいと思います。

インサイダー取引規制の趣旨については判例があり、「証券市場の公正性、健全性に対する一般投資家の信頼を確保すること」が目的であると明示されています。これが達成すべき重要な政策課

題であることについて争いはないものの、どのような取引をインサイダー取引規制の対象とすべきかという問題の解決には直接つながりにくいいため、より具体的な判断基準が必要だろうと思えます。

その具体的な判断基準を考える際には、金商法第一六六条が現在、どのような機能、つまり便益を社会にもたらしているのか考える必要があります。さらに、繰り返しになりますが、インサイダー取引規制は金商法第一六六条に限ったわけではないため、重要な未公開情報に基づく上場会社の株式の一定の取引を禁止することによってどのような便益が社会に生じているのか、ここを明らかにしないと、暗号資産に関するインサイダー取引規制を導入する際にどういった取引を規制対象とすべきかについて、説得的な結論を出すことはできません。

そこで、上場株式に関するインサイダー取引規制の機能を分析したいと思います。

インサイダー取引及びインサイダー取引規制を分析する視点として、インサイダー取引には二つの側面があることが広く知られています。竹内昭夫先生の論文で示されている二つの視点（図表2）を整理すると、「市場的アプローチ」と「契約的アプローチ」に整理できるだろうということが藤田友敬先生の論文によって示されています。

市場的アプローチと契約的アプローチは、なぜ一定の重要な未公開情報に基づく取引を規制すべきなのかということを考える上で非常に有用な視点だと思えますので、市場的アプローチと契約的アプローチからインサイダー取引規制の意義がどのように評価されるのか、順に見ていきたいと思えます。

最初に、市場的アプローチによるインサイダー

図表2

4. 課題その2—暗号資産に関するインサイダー取引規制の対象を確定するための判断基準
- (1) インサイダー取引規制の機能に着目することの重要性
- 判例（最判平成11年6月10日刑集53巻5号415頁【日本織物加工株事件最高裁判決】）は金商法166条のインサイダー取引規制は「証券市場の公正性、健全性に対する一般投資家の信頼を確保する」ことを目的とするものと解するが、規制対象を確定するための判断基準としては抽象的にすぎる。
  - 金商法のインサイダー取引規制（特に上場株式に関するインサイダー取引規制）が実際に果たしている機能は？
    - 金商法のインサイダー取引規制の構成要素は金商法166条と167条に限らない点に注意する必要がある。
    - Ex. 短期売買利益の返還義務（金商法164条）、法人関係情報の取扱いに関する規制
  - インサイダー取引規制の導入によって暗号資産の市場にどのような便益が生じるのか？
- (2) 上場株式に関するインサイダー取引規制の機能を分析するための視点
- インサイダー取引及びインサイダー取引規制を分析する視点
    - インサイダー取引の2つの側面
      - ☆ 「第一は、そのような行為が、一般投資家に対する詐欺的な行為であるという点である。発行会社の役員は、少なくとも実質的には、全株主に対し受任者（fiduciary）の地位にあり、もっぱらその利益の実現を図る立場に立つ。それが職務上知り得た情報を利用して私利を図ることは、委任者たる株主に対する裏切りである。会社、実質的にいえば株主全体から、合理的報酬を得ながら、他方において株主をだますことによって「役得」を得ようとするのは、経営者としての最も基本的な倫理に反する。したがって、これを取締役が野放しにされるとすれば、証券取引の公正性に対する必要がある。第二は、もしこのような行為が横行することになれば、証券取引の公正性に対する武器を自由に使える者として、それを持たない一般投資家が証券市場において勝負しようとすることは、まさに、インテキスの一語に尽きる。その意味で、証券市場における取引の公正さを確保し、一般投資家のそれに対する信頼をつなぎとめるという政策的目的のためにも、内部者取引の規制は、不可欠なものというべきである。」（竹内（1994）311頁）

取引規制の評価です。（図表3）

インサイダー取引は重要な未公開情報に基づく取引ですが、情報を持っている人が取引をすれば、当然それが価格に反映され、より正しい価格になるのではないかという、いわばインサイダー取引を正当化するような主張があります。しかし、インサイダー取引によって価格が正しい方向に動くためには、インサイダー取引をしている人が重要な未公開情報を持っているということをはかの人々が認識していなければ価格に反映されないで、あまり説得的な主張ではないと言われています。

また、未公開情報を持っている人は自分にとって有利な時期に取引しようとするので、インサイダー取引を認めても市場価格の正しさの向上には必ずしもつながらないというのが、主たる学説の評価ではないかと思えます。

図表3

- ▶ 市場アプローチ（「内部者取引を市場の秩序あるいは投資家の保護等といった市場のあり方との関係で理解する見方」と契約アプローチ（「私的情報へのアクセスを許された者とその者にアクセスを許した者との関係に着目するもの」）（藤田（1998）578-580頁）
  - ◇ 「2つのアプローチは、次元の異なる側面を問題としているのであるから、互いに相容れない性格のものではないし、『あれかこれか』という二者択一の関係にあるものではない」（藤田（1998）580頁）
- ▶ 市場アプローチと契約アプローチによる日本法の評価
  - ◇ 「現行の証券取引法に含まれている規定の中にすら市場的アプローチからは説明しにくく、むしろ明らかに契約的アプローチになじむものがあると思われるが（たとえば証券取164条、165条。…）、内部者取引をめぐるそれ以外の法的ルール（たとえば民事賠償）について考える場合には、こちらの観点からの論理も十分つめておく必要がある。」（藤田（1998）580-581頁）
  - ◇ 現行法のインサイダー取引規制の対象の切り出し方（重要な未公開情報を「何らかの特別な地位にあることによつて得た」が否かに着目）は契約アプローチと整合的な部分もあるが、契約アプローチでは情報受領者の規制の説明が難しい（藤田（1998）607-608頁）。
- 市場アプローチによるインサイダー取引規制の評価（藤田（1998）584-587頁）
  - ▶ 市場の情報効率性
    - ◇ インサイダー取引によって重要な未公開情報が素早く市場価格に反映されるとは限らず、自己に有利な時期を見計らって取引が行われるため情報開示が遅れる可能性がある。インサイダー取引は証券アナリスト等による情報生産のインセンティブを抑制する。
  - ▶ 市場の流動性の観点
    - ◇ 重要な未公開情報を保有する者が取引相手となる可能性が存在する場合、重要な未公開情報を保有しない者は売りの指し値を上げ、買いの付け値を下げるため両者のスプレッドが広がり、取引量が減少する。
  - ▶ 重要な未公開情報に基づく取引の中でインサイダー取引規制の対象を切り出すための基準となりにくい側面がある。
    - ◇ Ex. 市場の流動性への悪影響は重要な未公開情報に基づく取引一般に妥当する。
    - ◇ Cf. 最近の研究ではインサイダー取引規制の機能として市場の流動性の観点を重視する見解が有力である（Fox et al. (2015)、822-825）。

さらに最近では、インサイダー取引を認めると、例えば証券アナリストなど有用な情報の生産活動に従事している人にとっては、お金をかけて重要な分析をするよりも、インサイダー情報を探したほうが簡単に利益を上げることができると、インサイダー取引が自由に行われることは社会的に有用な情報収集・分析活動の妨げとなり、市場の情報効率性を下げる方向に働く。したがって、インサイダー取引を禁止したほうが市場の情報効率性にプラスの影響が生じるという評価が有力です。

次に、市場の流動性の観点です。

重要な未公開情報を保有していない人が重要な未公開情報を保有している人と取引すれば、結果として不利な取引をしてしまうこととなります。

そのような可能性に対処するために、重要な未公開情報を保有しない人は、売りの指し値を上げ、

買いの付け値を下げるといった行動をとり、それがビッド・アスク・スプレッドを広げ、取引量を減少させる。つまり、インサイダー取引は市場の流動性を引き下げる方向に働く可能性があり、禁止したほうが社会的な意味があるという主張が有力です。

このように、インサイダー取引及びインサイダー取引規制が市場の情報効率性や流動性に何らかの影響を与えることについては、学説の積み重ねによって争いはないと思います。ただ、市場の情報効率性や流動性に関する影響は全ての重要な未公開情報に基づく取引に関係するため、具体的にどういった取引を規制すべきか、市場的アプローチからは明確な基準を提供できないのではないかとされています。

次に、契約的アプローチによるインサイダー取引規制の評価です。(図表4)

契約的アプローチとは、「私的情報へのアクセスを許された者とその者にアクセスを許した者との関係」に着目するアプローチです。例えば証券発行会社の内部情報について、それをどう使うか、どのタイミングで公開するかは会社が判断すべきであるにもかかわらず、役員が自分の利益になるよう不適切な時期にインサイダー取引を行うことによつて情報が漏れてしまい、会社が損害を被るということは容易に想像できると思います。このように、「私的情報へのアクセスを許された者とその者にアクセスを許した者との関係」に着目し、情報の管理を委ねられた人がその管理の趣旨に反した取引をインサイダー取引として規制する、そういった評価が契約的アプローチです。

契約的アプローチに従うと、多くの場合、情報の管理を委ねられた者がその管理の趣旨に反して取引する行為は禁止したほうが望ましいというこ



図表4

- 契約アプローチによるインサイダー取引規制の評価（藤田（1998）591-600頁）
  - ▶ 「私的情報へのアクセスを許された者とその者にアクセスを許した者との関係」の多様性
    - ◇ 証券発行会社の内部情報：発行会社の役員・従業員とそれ以外の当事者（Ex. 公認会計士・弁護士）と当該会社との関係
    - ◇ 発行会社の内部情報以外の情報
      - 公開買付情報：公開買付を行う会社の役員・従業員とそれ以外の当事者と当該会社の関係
      - 公的機関による検査によって得られた情報等：担当者と規制当局（あるいは国）との関係
  - ▶ 重要な未公表情報が帰属すると評価される者にとって、多くの場合、当該情報に基づくインサイダー取引は利益をもたらさない。
    - ◇ 証券発行会社の内部情報については、インサイダー取引を情報の伝達手段や報酬として正当化する主張があるが、会社及び株主利益の観点からは他の手段の方が望ましい場合が多い。
      - Ex. 情報漏洩の危険（内部情報の取扱いについて役員・従業員と会社との間に利益相反あり）、インサイダー取引による報酬の透明性の問題（株主は役員・従業員による努力の成果と報酬が見合っているかを確認できず）。
    - ◇ インサイダー取引を認めることにより役員・従業員に会社及び株主にとって望ましくない行動をとるインセンティブが発生する場合もある。
      - Ex. インサイダー取引を報酬として認めた場合、役員は空売りにより「報酬」を得ることも可能になる。
  - ▶ 契約アプローチと公的な規制との関係
    - ◇ 「私的情報へのアクセスを許された者とその者にアクセスを許した者との関係」が私的な関係であっても、実行的なエンフォースメントの手段を提供するという点にインサイダー取引規制の意義が認められる可能性がある。
    - ◇ 「私的情報へのアクセスを許された者とその者にアクセスを許した者との関係」の合意がある場合もインサイダー取引規制の適用は排除できないことを説明できない可能性がある。

とになります。実際、契約的アプローチからは、情報の管理がどのような趣旨で委ねられたか、管理の趣旨に反してインサイダー取引が行われたかという明確な基準が定義されるため、規制対象となる行為をくくり出すという点では、市場的アプローチよりも優れた面があるように思います。

しかし、契約的アプローチにも幾つか問題があります。例えば、情報の管理を委ねるといのは私的な関係であって、そこになぜ公的な規制が介入する必要があるのかといった問題です。ただ、情報の管理について公的なエンフォースメントを課すことによつて、市場的アプローチが想定する社会に望ましい便益が生じる可能性があります。したがって、契約的アプローチと市場的アプローチを組み合わせると、公的な規制を正当化することもできるのではないかと思います。

より深刻なのは、契約的アプローチというの

は、情報の管理を委ねられた人がその管理の趣旨に反して取引することを禁止するわけですが、会社がインサイダー取引を許可することは現行法では許されていないため、契約的アプローチを突き詰めていくと、なぜ情報を持っている人がインサイダー取引を許可することができないのかという問題が残ることです。

したがって、市場的アプローチ、契約的アプローチとも、単独ではインサイダー取引規制の全貌を説明することはできず、両者を適切に組み合わせることによって望ましい規制を組み立てていくというのが、暗号資産に関するインサイダー取引規制の検討、及び、現在の株式に関するインサイダー取引規制の見直しの際には重要なポイントではないかと思えます。

そこで、「暗号資産の市場におけるインサイダー取引規制の必要性」について分析を進めたい

と思えます。

こちらは先行研究が存在しており、その中では二つの基準が提示されています。(図表5)

基準①は、重要な未公開情報に基づく取引によって市場の流動性に悪影響が生じるかどうか。生じているのであれば、暗号資産に関するインサイダー取引規制を強化することにより流動性が高まるため、暗号資産の市場にとってはメリットになります。

基準②は、重要な未公開情報に基づく取引を抑制するために私法上の救済手段のみでは不十分かどうか。これはエンフォースメントに着目した基準で、暗号資産の市場の具体的な取引の当事者間に着目した場合にエンフォースメントを強化する必要性が存在するのかということです。

この先行研究を踏まえ、市場的アプローチと契約的アプローチから非常にプリミティブな分析を

図表5

- (3) 暗号資産の市場におけるインサイダー取引規制の必要性
- 先行研究 (Verstein (2019), at 51-58)
    - 2つの基準 (Verstein (2019), at 52)
      - ◇ ① 重要な未公開情報に基づく取引によって市場の流動性に悪影響が生じるか?
        - 市場の流動性に悪影響が生じる場合でもその費用を上回る便益 (重要な未公開情報に基づく取引が市場の効率性に与える正の影響) が生じる取引類型についてはインサイダー取引規制の対象とするべきではないことを示唆する (Verstein (2019), at 53-54, 55)。
      - ◇ ② 重要な未公開情報に基づく取引を抑止するために私法上の救済手段のみでは不十分か?
    - 暗号資産については②は当てはまる (Verstein (2019), at 57-58)。
    - ①については、重要な未公開情報に基づく取引の相手方となり得る当事者の行動次第であると指摘する (Verstein (2019), at 55)。
  - 市場アプローチと契約アプローチからの分析
    - 先行研究の基準①は市場アプローチからの分析と実質的に等しい。
      - ◇ 株式のような本源的価値を観念しにくい暗号資産については市場の流動性が暗号資産の価値に与える影響が大きいと思われる。
      - ◇ 暗号資産の市場への参加のハードル下げることが政策目的となり得るか?
        - Cf. 外国為替市場にインサイダー取引規制が存在しない理由として一般投資家の参加を前提としない点が挙げられている (黒沼429頁)。
    - 先行研究の基準②は契約アプローチからの分析と重なる部分がある。
      - ◇ 「私的情報へのアクセスを許された者」とその者にアクセスを許した者との関係」の中でどの部分をインサイダー取引規制の対象とするべきか?
      - ◇ 基準①と市場アプローチからの分析を組み合わせることによってインサイダー取引規制の対象とするべき「私的情報へのアクセスを許された者」とその者にアクセスを許した者との関係」を括り出すことができる可能性はある。
        - Ex. 暗号資産交換業者とその役員・従業員

加えてみると、基準①は市場的アプローチからの分析と実質的に等しく、それなりに説得力があるように思います。特に暗号資産は、株式のような本源的価値を観念しにくいいため、暗号資産の価値は市場の流動性によって決まる部分が多いように思います。したがって、インサイダー取引規制を導入すべきかどうかを考える際には、暗号資産の市場の流動性に対して重要な未公開情報に基づく取引がどのような影響を与えているか、この点が非常に重要です。

結局、市場の流動性に対してどういった影響が生じるかは、重要な未公開情報に基づく取引が行われていることを前提として、市場関係者がどれだけ自分の利益を守るための行動をとるかに依存します。実際に暗号資産の市場に参加している人たちが、インサイダー取引が行われていることをどれくらい問題と考えているか、その影響につい

てまず明らかにすべきではないかと思えます。

加えて、暗号資産に関するインサイダー取引を政策的にきちんと規制することは、これから暗号資産の市場に参入する人にとって一種の安心感を与えるだろうと思います。したがって、政策目的として、暗号資産の市場にどれくらい一般の投資家に参入してほしいと考えるか、これも非常に重要なポイントだと思えます。

一方、基準②は、契約的アプローチからの分析と重なる部分があります。暗号資産の市場の中でも「私的情報へのアクセスを許された者とその者にアクセスを許した者との関係」は至るところに存在するため、そのうちのどの部分をインサイダー取引規制の対象とすべきか考える必要があると思えます。ただ、先ほど申し上げたとおり、市場的アプローチと組み合わせる規制対象とすべき行為をくり出す視点が必要であり、基準①と市

場的アプローチで得られていることと基準②を総合して考えると、例えば暗号資産交換業者とその役員・従業員については、もう少し規制を強化する方向性があってもいいのではないかと思えます。

そのほか、市場の流動性への悪影響を防止する観点から、例えば暗号資産関係情報の管理について、何か特定の主体を規制対象とすべきであるという類型を現時点ではまだ明確な形でお示しすることはできないのですが、暗号資産の市場の特徴として、証券市場で証券会社や証券取引所が行っているさまざまなサービスを暗号資産交換業者がまとめて提供している点が挙げられます。つまり、証券市場ではサービスの提供者が分化しているのに対し、暗号資産の市場ではサービスの分化が行われていないため、暗号資産交換業者の地位は非常に重要となります。したがって、暗号資産

交換業者とその役員・従業員との関係に着目し、契約的アプローチに従ってインサイダー取引規制を導入するという方向性は、それなりに合理性を有する可能性があるのではないかと思います。

基準①でも申し上げましたが、そもそもインサイダー取引規制を導入する一番の意義は、公的な規制、すなわちエンフォースメントの一部を公的な機関が担うということだと思います。その場合、公的な機関が貴重な資源を用いて暗号資産の市場を育成するといった政策判断が果たしてなされるのかどうか。令和元年の金商法改正時には、そこまでの必要性はないだろうという判断がされたのだと思います。それが現在は若干変化しているような気はしますが、そもそも暗号資産の市場を育成する方向に行くべきかどうかということ、インサイダー取引規制の問題を考える際の前提問題となります。証券取引等監視委員会にどれ

だけ追加の役割を引き受けていただくことができかどうか、ここがポイントではないかと思えます。

## 五、今後の課題

暗号資産に関するインサイダー取引規制の検討を進めていくと、金商法第一六六条のインサイダー取引規制については、その対象範囲に加えて、基本構造の合理性にも見直しの余地があることが明らかになっていくのではないかと思います。暗号資産に関するインサイダー取引規制は、金商法第一六六条のインサイダー取引規制とは別の制度ではあるものの密接な関係があるため、暗号資産に関するインサイダー取引規制の検討と同時に金商法第一六六条のインサイダー取引規制の合理性についても見直しを進めていくことは、仮

に暗号資産に関するインサイダー取引規制を導入しないという結論になったとしても、非常に意味のあることではないかと思えます。

金商法第一六六条のインサイダー取引規制が抱えている問題について、本日の講演では「重要事実」と「会社関係者」に焦点を絞って分析しました。これは「仮想通貨交換業等に関する研究会」の報告書で「重要事実」と「会社関係者」という問題に焦点が当たっていたからですが、そのほかにも問題は多々あると思えます。

例えば、金商法第一六六条第四項のインサイダー取引規制の「公表」です。現在は公表の方式がかなり限定されていますが、暗号資産の市場では、ツイッターなどSNSを使って暗号資産交換業者が情報提供することが一般化しているため、金商法第一六六条第四項をそのまま流用することは、暗号資産の市場の構造や実務慣行と合わない

可能性があります。したがって、仮に暗号資産に関するインサイダー取引規制を導入するのであれば、金商法第一六六条第四項の「公表」とは別の形で「公表」を認めなければいけません。そのような形で暗号資産に関するインサイダー取引規制が導入された場合には、同時に金商法第一六六条第四項の「公表」のあり方についても見直していくことが望ましいと思えます。

大変雑駁な講演でしたが、私からは以上です。御清聴ありがとうございました。(拍手)

○森本理事長 大変興味深く、かつ深遠なテーマについてのお話をありがとうございました。それでは、ご質問等をお受けしたいと思います。

○質問者 今日、暗号資産を軸として、今のインサイダー取引規制のあり方について新しい角度

で論点を整理されているという感じを受け、大変勉強になりました。

私は専門家ではないのですが、二つ質問があります。

アメリカで暗号資産のインサイダー取引を規制しているというお話でしたが、私の理解では、アメリカのインサイダー取引規制は米国 SEC 規則 10b5-1 あるいは歴代の判例によってできているものであって、基本的には不正取引の禁止、すなわちほかの投資家を欺くことに対する規制から発展してきていると思います。したがって、市場の信頼を確保するという観点は結果としてあるとしても、それはあまり重要視されていないような気がします。

最近出た IOSCO の暗号資産の規制のあり方も、インサイダー取引の防止というよりは、先ほど先生がおっしゃったように、暗号資産取引業者

が取引所だけでなく仲介者の機能も担い、自分でもディーラーになり、あるいはカストディアン の役割もしている、そういうことの中に潜んでいる利益相反をきちんと管理すべきではないかということが中心になっているように思います。その辺を先生はどのようにお考えでしょうか。

第二は、先日イギリス議会の財務特別委員会 が、暗号資産の規制は金融規制ではなくギャンブルとして規制すべきであるという報告書を出しました。その中では「halo effect」と言っていますが、金融規制にすることによって正当性を与えてしまう、それは本当にいいことなのかという議論があるように思います。政府はそういう考え方をとっていないと思いますが、その辺について先生のお考えを伺えればと思います。

○加藤 まず一点目ですが、インサイダー取引規制の趣旨や目的は、アメリカ、日本、EU で相当

違えます。御質問にあったとおり、アメリカのインサイダー取引規制は、基本は詐欺の規制です。

典型的には取引の当事者間、すなわち会社と株主の間で、会社は株主に対して信認義務を負っているにもかかわらず、会社の内部情報を取得して株主と取引することは義務違反である、これが出発点です。

このように詐欺であることを前提とし、判例法理によってインサイダー取引規制が発展してきているわけですが、現在はその対象が若干広がっています。先ほどのコインベースの例のように、コインベースの社員が、コインベースから提供された「ある暗号資産の上場を承認する」という情報を使ってコインベースと全く関係ない人と取引をする、これもインサイダー取引です。なぜなら、コインベースと従業員との間に存在する情報管理に関する義務に違反しているからです。

つまり、この義務違反は取引の相手方に対するものではありませんが、外部者からすると、取引の相手方が違法な手段で情報収集をしていたらインサイダー取引になる。いわば、取引の相手方が違法な手段で重要な未公開情報を保有した人ではないということを一般投資家に保証するわけですから、市場の信頼を確保する機能はあると思いますし、実際、一般投資家が安心して市場に参加することに非常に貢献しているのではないかという評価があります。

おっしゃるとおり、アメリカの判例法理は、情報の管理や取り扱いに関する義務違反に基づき発展してきていることは間違いありません。ただ、他の多くの制度でも、制度趣旨と実際に果たしている機能がずれることがあり、アメリカのインサイダー取引規制にもそういった側面があるのではないかと思えます。



関連して、IOSCOのレポートなどでも指摘されているとおり、暗号資産交換業者の問題はやはり利益相反です。証券市場においては、ある業者が同じサービスを同時に提供するのは望ましくないからこそ、さまざまな業者にサービスを分離させてきた歴史があります。しかし、暗号資産の歴史は証券市場と比べれば浅いので、一つの暗号資産交換業者がさまざまなサービスを提供し、そのために利益相反の問題が起こりやすくなっているわけです。

それは結局、誰と誰の間の利益相反なのかという点、暗号資産交換業者が様々なサービスを提供することに、顧客が予期せぬ不利益を受けうる可能性があるということだと思います。そのような予期せぬ不利益を避けるために様々な制度整備が必要であるというのがIOSCOのレポートの主張であり、インサイダー取引規制の整備もそ

の一つだと思いますが、インサイダー取引規制というよりは、そもそも暗号資産交換業者というビジネスモデルに対する規制のあり方に問題があるということ、私も承知しております。

二点目の質問ですが、暗号資産に対してどのような態度をとるかというのは非常に難しく、日本、アメリカ、イギリス、EUでも評価が分かれています。その理由の一つは、暗号資産には多種多様なものが含まれているからです。中には、詐欺をするためにつくられているような暗号資産があるのも事実です。しかし、全ての暗号資産に社会的な価値が全くないのかというと、そこまではなかなか言い切れないような気がします。したがって、考えなければいけないのは、社会にとって価値がある暗号資産とそうでない暗号資産をどうやってくり出していくのかということです。

その一つの手段は、登録制です。登録を受けて

いる暗号資産交換業者が取り扱うことができるかどうかによって、暗号資産の流通性は大きく変わります。日本でもこの問題を意識して登録制をとっており、日本の投資家の間で流通する暗号資産をコントロールしようとする仕組みは存在しますが、そういったコントロールの仕組みが果たして機能しているかどうか、さらに、コントロールする際にどのような観点を重視すべきか、このあたりを今後、より検討していく必要があるのではないかと御質問を伺っていました。

○森本理事長 時間が参りましたので、本日の講演会は以上とさせていただきます。

加藤先生、大変ありがとうございました。（拍手）

（かとう たかひと・東京大学大学院法学政治学研究科教授）

（本稿は、令和五年七月四日に開催した講演会での要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。）

加藤 貴仁氏

略 歴

東京大学大学院法学政治学研究科教授

略歴

2001年東京大学法学部卒業、神戸大学大学院法学研究科准教授等を経て、2009年東京大学大学院法学政治学研究科准教授、2017年より現職。

法制審議会担保法制部会（法務省）幹事、デジタル・分散型金融への対応のあり方等に関する研究会（金融庁）メンバー、従属上場会社における少数株主保護の在り方等に関する研究会（東京証券取引所）メンバー

著書

『株主間の議決権配分—一株一議決権原則の機能と限界—』（商事法務、2007年）

「高値取得損害／取得自体損害二分論の行方—判例法理における有価証券報告書等の虚偽記載等と投資者が被った損害の相当因果関係の判断枠組みの検討」落合誠一先生古稀記念論文集『商事法の新しい礎石』（有斐閣、2014年7月）

「株主優待制度についての覚書」江頭憲治郎先生古稀記念『企業法の進路』（有斐閣、2017年1月）

「取締役任用契約による利害調整の意義と限界—会社法339条2項に関する最近の下級審裁判例を題材として」法曹時報72巻5号（2020年5月）

「ICOの残照—『有価証券』と『暗号資産』の境界線の再設定に向けて」証券経済研究第119号（2022年9月）

「トークンとトークン化された権利の距離—金融商品取引法の『有価証券』のトークン化（STO）の現在地」神田秀樹責任編集＝資本市場研究会編『企業法制の将来展望—資本市場制度の改革への提言〔2023年度版〕』（2022年12月）など