

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）

日時：令和7年9月29日（月曜）16時00分～18時00分

※簡易的な文字起こしのため誤字脱字がある可能性があります。

■■岩下 直行委員

本日は多岐にわたる議論がございました。とても興味深いものであります、とりあえず最初の落合委員のMiCAのお話というのは改めて詳しく聞いてみると、こういうのっていわゆる Race to the Bottomってやつですよねって感じがするので、どこまで我々はそこに下っていくんだろうかというのを多分アメリカもこれから同じようなことはやるでしょうし、そういうふうに思った次第であります。

CGTF（暗号資産ガバナンス・タスクフォース）の話をお話いただきました。松尾真一郎委員から私も暗号資産交換業界のセキュリティについて、少なからず作業してきたわけなんんですけども、ただ実際にこの作業をやってみてすごく思うのは、暗号資産というのはある意味で匿名性というものに非常に振り切っているビジネスなのでそれによって決まってリスクが高くなっているわけですね。

我々はこのことを、匿名性がすごくいいことであるようにみんな思うんですけども、でも実はとてもリスクのあることを通常の金融ではとてもやらないことをやっているということを改めて実際にセキュリティの議論をしているときには非常に強く感じながら作業していたことを思い出しました。

その上で今日多分メインであろうICOトークンをどういうふうに管理するかという話について、暗号資産取引業協会の方から資料が出てきます。こちらの13ページの資料を出していただいて、大変私ありがとうございました、自分が出さなくちゃいけないと思っていたので、前回発言した1コインたりとも、1銘柄だったりとも販売価格を上回っていないということを改めて証明していただきました。しかもちょっといいものありますよというお話だったんですが、これよく見ていただくと最高値からの下落率はかなり激しいものがありまして、一番良いもので30%、一番悪いものだと6%、3.8%になっていまして、そういう意味では発行当初に極めて高値に上がって、それががっつり下がるという部分の構造というのはこのICO、実際そうなんだなど、こうなってからもそうなんだなという感じを改めて実感した次第であります。

最後の金融省の資料についてコメントさせていただきます。今回の整理はICO、IEOのトークンについても金商法の株式に類似した規制を導入し情報提供や公正取引を課すことで、あたかも新しい投資クラスとして整備できるかのような構想のように見えます。

いわば資産立国に資する新しい投資商品として主要トークンを含めた暗号資産全体を取り込もうという方向性ですね。しかし株式や債権と比べれば明らかのように、ICOトークンというものは発行体に投資家の期待に応える経済的なインセンティブがありません。株式であれば残余財産請求権とか議決権とかいうのがありますし、企業価値の向上を通じて利害を共有しましょうという話になるわけですね。ある

いは債権であれば元本償還とか利払いしなきゃいけないので、こういう意味では返済に向かって努力をするというインセンティブが働くわけです。

これに対して ICO トークンというのは投資家の権利がほとんどなくてですね、ホワイトペーパーに記載された事業計画も実効的な拘束力を持っていません。発行体にとっては売って資金を集めること自体が目的化しやすく、発行後に投資家の期待に応える動機性が著しく弱いものがあります。

一部にはガバナンストークンなら投資家が意思決定で参加できるという議論があります。しかし、実際のガバナンストークンの実態を見てみると、投票率が低く、法的拘束力もありませんし、経済的インセンティブもありません。もし本当に投資家によるガバナンスに実効性を持たせたいのであれば、最終的には株主総会とか会社法に基づく仕組みに帰着させざるを得ず、これって結局 IPO で株式を発行するべきだという話になってしまいますね。このようにインセンティブ構造が欠落したトークンを情報公開とか形式的な姿勢だけで立派な投資的確資産に仕立てるということは不可能あります。

むしろ制度に取り組むことは無責任な発行に制度的なお墨付きを与えてしまうという、冒頭に否定していた事務局説明で否定していたことですが、まさにお墨付きそのようになってしまうであろうということが極めて憂慮されるんですね。実際に過去に何が起きたかということ見てみましょう。

今日 2020 年以降の IEO の話をしていただいたわけですが実は日本の ICO というのはもっと古い 2017 年。金融庁は ICO が当時世界的に流行っていましたので、ICO は暗号資産交換業の業務に該当するという整理を行いました。これによって一般企業による ICO を禁止しました。

しかし、登録した暗号資産交換業者自身の ICO は規制の枠外となったわけです。この結果発行されたのが COMSA と QASH あります。2017 年に発行されました。どちらも今日 10 億円程度という話がありましたが、この 2 つの ICO はどちらも 100 億を超しています。100 億円以上の資金調達を行いました。

ところが、資金を集めたものの宣伝された事業は事実上全く実施されませんでした。トークンは数ヶ月のうちにほぼ無価値になり、この交換業者も最終的には廃業に至りました。この相場は多分グラフで見ると非常によく分かるんですが、investment.com というところにグラフが今でも履歴が残っていますので検索するとすぐ見ることができます。

この交換業者は罪に問われることも、あるいは損害賠償を認められることもありませんでした。これらの ICO は資金を集めただけで何もしなくても特に問題はならないという悪しき前例を残したわけですね。こんな制度を再び金商法の枠組みの中で容認するということは、同じ事態を繰り返すことにつながりかねません。

多分当時ですね 2017 年当時世界的な ICO ブームがありまして、この中で金融庁がある意味で身をもってそれが国内に波及することを防いでくれたというわけであります、当時の金融庁の職員の方々のご

苦労は並大抵ではなかったと思います。

それを改めて敬意を表しますが、残念なことに申請に受け入れられなかつた ICO をキットする人たちが、いわゆる ICO 詐欺と言われるものに走つてしまつました。その結果、刑事事件がいろいろ立件されたわけですが、そのときに報道されたものは、首謀者の 1 人が我々は早すぎた。

いずれ我々の行為が合法になる日が来るというふうに嘘ぶいたといふんですね。その日を私は実現してはいけないと思っています。当時 履行していた ICO というのはそもそもイーサリアムで買うので、ある意味でプロの人しかできなかつたわけなんんですけども、しかもトーケンセール中に高値で売り抜けるっていうゲームみたいなものだと思っていて、そのゲームに負けたらハズレ馬券なんでしょうがないやつっていうふうに思つていたらしいです。

しかし、もしこれを金商法の枠組みの中で普通の投資〇〇とするのであれば状況は大きく変わります。一般投資家は巻き込まれやすくなるわけですので、そうすると売り出し直後に最高値をつけて、その後暴落してそのままというそういう商品構造はそのままです。当然消費者被害が拡大するということは容易に想像されます。

したがつて私は反対ですが、制度として ICO、IEO を類似の仕組みを取り込まざるを得ないというのであれば、まずはトラブル発生時の対応のあり方をきっちり整理する必要があります。被害が拡大する前にしっかりとどういう対処を取るかということを考えておかなくちゃいけない。その意味では今現在、この種に類似した案件が実はたくさん既にあって金融庁と消費者庁にそれぞれお話を来ているという話を聞いていますので、今後さらに件数が増えることが危惧されるので、もしやる場合ですよ、その場合は本委員会にぜひ消費者庁の方をオブザーバーで招いて、実際に消費者保護の観点からどうするかということについてしっかりと意識を合わせておく必要があるのではないかと思います。

制度の目的というのは、本来は投資家保護ということを謳つてゐるわけですが、その制度が結果的に過去に詐欺とされたスキームを追認するものとなつてはならないというのは私の意見であります。私からは以上です。

■■永沢 裕美子委員

最初に、金融庁の事務局からのご説明資料の前に、日本暗号資産等取引業協会様のプレゼンについて意見を述べてもよろしいですか。

また他の松尾先生他 2 名の方のご説明もありがとうございました。松尾先生のご説明をお聞きした上でセキュリティ確保というのが大変大きな課題なんだなということがよく分かりました。

その上で協会の方からもいろいろとご説明をいただきましたけれども、協会の今の体制で専門性それか

ら専門性を確保するための人、財務基盤、ガバナンス、大丈夫なのかなというところについて私はもう一つ追加で機会を改めてご説明をいただく必要があると思いましたし、足りないのであるならば、どうこの金商法の枠組みの中で進めていくのかというときに、金融庁としてもどうされるのかというところの方針についてどこかの機会にご説明をいただきたいと思っています。

それから金融庁の方からの説明資料につきましては、まず最初に前回金商法に一本化することについて態度保留とさせていただきましたけれども、その後で金融庁の方から個別にご説明をいただきまして、漏れがないようにするということを十分にご説明いただきましたので、私としては一本化に賛成させていただきたいと思います。

その上で今日の資料の中で日本語の言葉にこだわるようで恐縮なんですけれども、資料の中にバランスという言葉が出てきました。やはり投資家保護とですね、それからイノベーションとかそういうものをバランスよくという発想ではなく、取引において混乱が生じることがないようにすることがあって、国民が不幸なことが起こらないようにすることがあって初めてのイノベーションであると思っておりますので、この何かと何かがバランスを取るというような表現というのは 2 ページの一番下のところですけれども、金融庁だけではなく消費者庁等でもこのような表現が見られるようになっており、消費者庁の方ではこの件について消費者団体弁護士会との間で大きな問題として取り上げさせていただいたばかりでございますので、バランスという表現はちょっとよく考えていただきたいなと私としては思っております。

そして、今日出していただきましたものの中で特に不公正取引規制については総論でもございますし、概ね賛成でございます。そして情報提供規制の方については極めて細かい各論になっておりまして私にはちょっとついていけない部分はありましたけれども、思いましたこととしては 技術についての理解が必要であるという、従来の伝統的な有価証券とは根本的に違う要素が入っているということを考えますと、金証法で規定してある有価証券投資を基本とした情報提供のあり方をそのまま横にして大丈夫なのかというふうには思っております。

そしてまた参加者に自己責任を、最後のところで情報提供の正確さも担保されないということも最後に入ってきておりまして、これでは市場参加者に自己責任を全うしてもらうためには何をしたらいいのかというところをもう一度そこから何を情報開示すべきなのかというところをもう一度見直していただきたいなというふうに思っているところです。

進んでいくことについて反対するわけではないんですけども、どれもみんな必要だと思っておりますけども、最後は情報開示の問題よりもこの投資に対して参加することができない方が大半であって、やはり適合性の原則だと、勧誘がないとしても広告規制とかそういったところに話が及んでいくのかなというふうに私としては思っているところです。

そしてその上でもう一つ 27 ページに関してちょっと感化できないなと思ったので発言させてください。

少人数の勧誘だとかこの辺り出てきておりまして、この辺り他の分野の方で規制緩和の見直しが行われようとしていることは重々承知しておりますけれども、そもそもですね投資家層が違いますよね。プロ投資家っていうものがこの暗号資産にあちらの有価証券の投資の方で想定しているプロ投資家がここでプロ投資家とそのままイコールになっていいのかどうか、先ほどもどういう人が投資家として適切なのかというところも含めてちょっとその辺が気になっております。

本当に最後になります。岩下先生のご指摘本当に私も全く同感でございます。

やはり、こんな不正確な情報を提供されて損害を被って責任追及をどうやってするんだみたいなところもございますし、これじゃあ本当に投資して損をしても自己責任だと言われて何なんだろうこれと思ってしまいますので、金商法の中でしっかりと位置づけるならばそれなりのところが必要なんではないかと思いますし、今私たちにできることは、岩下先生がお話しされましたように、どんなトラブルが発生するかというのはすでにかなり予見できる部分もありますので、それでも漏れてしまうものもあるとは思うんですけども、すでに起こりうると予見されるものについてそれも容易に想定されますので、それに対してどうトラブルに対応していくのかというのも別途議論が必要なのではないかと思います。

消費者庁という具体的な役所名が出てきましたけれども、私はもう一つやはりこの暗号資産に関わるトラブルの被害救済に当たっておられる具体的な案件を扱っておられる弁護士さんなどを、弁護士の方々で動いていらっしゃるのも存じておりますので、そういう方に来ていただきてどういうところに救済の困難があるとか問題があるということについて情報収集ができるといいんではないかと思っております。

■■有吉 尚哉委員

私からは事務局説明資料にございます規制の見直しの趣旨、公正取引規制、それから情報提供規制についてそれぞれコメントを申し上げさせていただきたいというふうに思います。

その規制の見直しの趣旨の関係でございますが、資料の 2 ページにご記載の内容について依存があるものではございません。ただ規制の見直しにあたり、金融庁として暗号資産一般に投資商品としてのお墨付きとか的確性を与える意図がないということについては、明示的にメッセージとして出していただきたいと強く思います。

またもしお墨付きがあるようなことを検定する業者が現れたという場合には当局あるいは自主規制機関において適切に指導していただくということをお願いしたいというふうに思います。

それから公正取引規制の関係でございますが、インサイダー取引規制というのが規制下の取引の場で取引されるものを対象にするこういう考え方、事務局説明書類でお示しの考え方について理屈として分

からなくもないわけなんですけど、他方で登録業者が取り扱っている暗号資産についてインサイダー取引がなされた場合と、無登録業者のみが取り扱っている暗号資産についてインサイダー取引がなされた場合とで、前者のみ規制の対象となって、後者は処分の対象にならないという結論は、素朴に釈然としない面がございます。そういった意味でも規制の運用として、登録業者が取り扱っていない暗号資産の販売勧誘ということについては、無登録営業とか一般的な詐欺による刑事罰とか、あるいは情報提供の規制とか、こういったものを厳格に適用して取り締まっていたいということが併せて必要になるのではないかかなというふうに考えます。

それからこちら事実上の問題とは思いますが、一般論として上場株と非上場株という区別は何となく一般の投資家にもつきやすいところでございますけど、ある暗号資産が登録業者に取り扱われているのかそうでないのかということについては、これなかなか一般投資家が判別しにくいのではないかというふうに思います。そういった意味で全ての登録業者において暗号資産、どれが取り扱われてどれが取り扱われていないかというようなことが一覧できるような仕組みとか、あるいは情報提供規制の枠組みの中で私募告知のように譲渡人から譲り受け人に登録業者が取り扱っているかどうかということについて伝達されるような枠組みとか、こういった制度も検討していただくべきではないかというふうに思います。

またその登録業者が取り扱っていない暗号資産についてインサイダー取引規制を適用しないとこういう方向になる場合には現在の金融商品取引法の 171 条の 2 のように、無登録業者による売り付け等を無効とするところといった規律の導入についてもご検討いただきたいというふうに思います。

それから、情報提供規制の関係でございますが、22 ページにご記載のとおり、実質的に暗号資産の生成・発行等について独自に決定できる権限を有するか否かと、こういったことを主な基準として、中央集権的管理者の範囲を隠して、発行者としての情報提供を求めるという考え方の大枠には賛成するところであります。

ただ 暗号資産というものの性質上 例えばその責任を隔離するという観点から暗号資産の発行権限を有するエンティティとその暗号資産によって調達資金を受け取ったりあるいはその暗号資産に係るプロジェクトを運営したりすると、こういったエンティティを別の主体にするということも非常に容易にできてしまうというふうに思います。

その場合、発行権限を有するエンティティというのは権限はあるものの経済的には空っぽになってしまったりするわけでして、仮に虚偽の不実の情報提供がなされた場合であって、その時に行政罰を課すとか民事的な損害賠償とかこういったことを言ったとしても実効性を有しないということも想定されます。

前回の会合でも申し上げましたとおり、提供した情報について責任を負わせるところという観点からは暗号資産の生成発行権限だけを基準に発行者を画するということはやや難しいという面があると思いまして、状況によっては調達した資金の帰属などの要素も考慮して発行者を判定するところという枠組みにすべきだと思います

また そういった場面のほかに、複数の当事者が共同して暗号資産の生成発行権限を有すると、こんな場合も考えられるのではないかと思います。こういったようなケースにおいては、複数の当事者が発行者と鍵カッコ付きの発行者となりまして、連帯して情報提供の責任を負わせるとこういった制度設計が求められるのではないかと思います。

そういった中で実務感覚として、資料にご記載のとおり義務に対象になるものについての明確性が備わっていないと実務が動きにくくなってしまうこういう面があることは非常によく分かるところなんですが、やはり誰が発行者として情報提供を負うべきか、また誰が提供された情報内容について責任を負うべきかという点につきましては、発行者の明確性という点よりも暗号資産に様々な形態があることを踏まえた柔軟性の方を重視して制度設計を図らざるを得ないのではないかというふうに考えます。

それから 26 ページの上場というのか、登録業者が取り扱う場面に関する記述と、それから 27 ページの私募ないし少額募集による情報提供規制の免除の関係が少々分かりにくく感じましたので、コンセプトを確認させていただきたいと思います。

27 ページの私募ないし小額募集について、この取扱い自体を登録業者に委託して資金調達を行ったとしても情報提供規制は免除されるということなのではないかなと思う反面、一旦私募あるいは小額募集により発行された暗号資産のセカンダリ取引について登録業者が取り扱う、こういった場合には取引の回数とか金額が高い小さいとかこういったことに関わらず、一律に情報提供規制の適用を受けるということになるのかなというふうにも思った次第ですが、この辺りどういうコンセプトで資料が出来上がってているのか分からなかったところがございますので、今日ご回答いただく必要は必ずしもございませんが明確にする必要があるのではないかというふうに思います。

それから IEO による資金調達というものの可能性を否定するつもりは全くないんですが、先ほど岩下先生もご指摘されておりましたとおり、特に資金提供者の権利が法的に保護されるかという観点からしまして、株式や社債による資金調達と比べて暗号資産による資金調達というのは必要性・合理性に疑問があるというふうに言わざるを得ないというふうに思います。そういった意味で あまりその IEO による資金調達について緩やかな規制を施行すべきではないというふうに思います。

資料の中では、例えば少額募集の場合に情報提供を求めないという制度まで本当に設けることが合理的なのかどうかはやや分からぬところがございまして、慎重にご検討いただきたいというふうに思います。

勝手上場の場合など、登録業者による情報提供が必要となる場面について、情報提供の水準について少しメリハリをつける必要があるのではないかと思います。

新規の暗号資産とか特殊性の強い暗号資産については十分な情報提供が求められると思うんですが、ビ

ットコインとかイーサとかいわばコモディティ化したような暗号資産について登録業者に細かい情報提供を求めて過大な事務負担を負わせるというのは誰にとってもプラスにならないように思うわけであります。

そういう意味で情報提供の水準については、暗号資産の性質に応じて特に登録業者に開示を求める内容というものについてはメリハリをつけた制度設計等をすべきではないかと思います。また併せてそういった暗号資産について、ある登録業者がもともと取り扱っていたものも途中で取り扱いをやめたというような場合には、もうそれ以上その一方が業者において情報提供を求める必要はないのではないかと思いますので、その情報提供の免除の部分についてもう少し柔軟な制度を施行された方がよろしいのではないかと思います。

■■伊藤 亜紀委員

私からは事務局からの詳細をお示しいただきました不公正取引規制情報提供規制の全体設計、大きな枠組みにつきましては異論のあるものではございません。その上で本日議論の土台となるべき資料 2 ページですかね。とすべきことというところについて再確認をした上で情報提供規制の各論について簡単に意見を 4 点申し上げたいと思います。

まず議論の土台と私が考えているところについてでございます。事務局資料 2 ページにおきまして、一つ目の四角ですかね。「健全な取引環境を整備すること」とありまして、その前提として、投資者が暗号資産のリスクを十分に理解し、リスクを許容できる範囲で投資を行うことはあり得るというふうに記載があるのですが、ここはリスクだけではなくて、商品性についても十分な理解が大前提であるというふうに考えております。

と言いますのも、今先生方からいろいろご指摘ありましたように暗号資産というものの投資適格性というところについては、他と違いまして価値の裏付けのないものであったりとか、成長の原動力なるプロジェクトが実在しないものというのも多々ございます。そういうものに投資する理由というは何だろうと考えたときに、既存の金融商品とのオルタナティブ性といいますか、そういう位置づけとしてポートフォリオに組み入れる場合に初めておそらく投資行動というのが合理化されるんじゃなかろうかと私は考えました。

そういう観点で言ってリスクに加えて投資家がこういう商品性というのを理解した上で合理的な投資行動に結びつけられるように情報提供というのがなされる、それが健全な取引環境の重要な要素ではないかと考えている次第です。これが土台の議論でございました。

では 格論について 4 点申し上げます。1 点目は資料の 20 ページ情報提供の内容についてでございます。

20 ページ 3 つ目の資格にありますとおり、情報の非対称性を解消する上で最も大切なのは分かりやすい

形での情報提供というのはおっしゃるとおりでございまして、私も協会さん先ほどおっしゃっていらっしゃった 105 ぐらいある暗号資産の概要説明書を今回一通り拝見してまいりました。恥ずかしながら提供すべき項目というのは 18 ページに参考資料としてありますとおり、かなりの項目が提供すべき項目として挙げられておるんですけども、個々の商品の説明の丁寧さであったりとか深さというのではなくばらつきがあるなという印象を受けまして、でも情報が少ないものがそもそもリスクの判断が難しくて、ただ情報が多いからといってリスクが低いわけでもおそらくないのではないかと思ってます。

私が専学のみであるということもあります都合上どの暗号資産のどの動きに注目してどこに期待をしてポートフォリオに組み込めばよいかという判断というのが私自身はちょっと理解するに判断できるに至らなかつたなと思っておりました。

ただ一方でこれらの概要説明書のうちの先ほど協会さんもおっしゃっていました付帯条件であるとか付言とか備考の欄にですね、ある程度リスクに関する具体的な留意事項というの記載されておりまして、これらの記載には私にも理解できる部分が大分ありますと、この付言の部分がもっとリスクだけでなく商品性であったりとか、一部だけでなく全体をカバーして特徴を体系的網羅的に情報提供していただけたようになつたらもっと充実したものになるのかなというふうに想像いたしました。

20 ページの情報提供の内容のところに戻りまして 1 点だけ申し上げますと、暗号資産、結局のところ暗号資産相互の違いというのを比較可能にすることというのは一つ追加すべきことではないかなと思いました。例えばなんですかね、可能であれば次回以降、もしくはその後の議論においていくつかの複数の暗号資産をモデル化したようなものを情報提供の具体的なイメージとして叩き台として出していただけたと、より目指すものが明確にどこが足りてどこが足りてないのかみたいなものが明確になるのではないかと考えた次第でございます。

2 点目。22 ページの情報提供規制の対象者についてです。類型①について、「価値の源泉を実質的にコントロールするものに義務を課す」ということは賛同でございます。ただ、その上で規制の予測可能性という観点から、できる限りこの義務の範囲者というのは明確である必要がございまして、先ほど有吉先生がおっしゃっていたとおり、一つの明確化するものって難しいのかもしれません、できるだけ具体的な類型であるとか要件というものをたくさん出していただければいいかなと思っています。

そのうちで一つ私が観点として申し上げたいのは、事務局資料では実質的に暗号資産の生成発行等について独自に決定する権限を有するというのが一つ例示として出してあると思うんですが、加えて暗号資産には見てみると付加価値的なインセンティブであったり、権利に近いようなものが付与されているもの、それから決済利用されているものみたいなものがたくさんございましたので、それらの権利的な要素に何らかの変更を加えることができるものというのも一つ規制対象の要素ではないかなと考えました。

続きまして 3 点目ですが これは 22 ページと 37 ページなんですけれど、要は類型①と類型②の区別のメルクマール（指標）についてでございます。特に 37 ページで類型①から②に移行するときの判断という

のを誰がどういう根拠基準に基づいてやるのかというの非常に大きな論点になってくるのかなと思っています。この点で私自身が断片的な理解で大変恐縮なんですが、前回クラリティ法案についてご説明いただきましたがその中の成熟度という用語が用いられまして、これの成熟度を判断する基準というのがいくつか、例えばネットワークの分散化の程度であるとか プロジェクトの収益とトークン価値の関係性、関係があるのかどうかっていうこととか、保有者の経営的な関与ができるのかどうかみたいないくつかの基準がかなり具体的に列挙されていると理解しておりますこれはこのクラリティ法案のこの基準というのはビジネスを背景とした有価証券的なものと商品コモディティ的なものの性質を分ける基準というふうに理解していますので、類型①と②を分ける基準について一定程度参考になるのではないかと思った次第でございます。

最後 4 点目でございます。4 点目は最後の情報提供の内容の正確性の確保についてでございます。

44 ページと 45 ページです。正確性に加えまして、私は客観性というのと分かりやすさというのが確保が必要だと感じています。現在の 44 ページ 45 ページの案ですと、監査法人とか格付け機関のような第三者的な評価制度というのは直ちに実現が難しいというのは理解いたしまして、今回ファーストステップとして自主規制機関による取り組みというのを強化するというところについてはファーストステップとして異論はございません。ただ、これで完成形としていただきたくないと申し上げたいと思っております。

特に客観性という観点で言いますと、45 ページの下から 2 個目の「自主規制機関に法定の独立委員会または独立の組織を設け」というところがございまして、これが例えば今現在存在する証券取引所にある独立した自主規制法人というのがあるかと思うんですが、これとの比較で申し上げたとしてもそちらの証券取引所の方は業界団体ではなくて取引所という別の組織があってそこからまた独立した自主規制機関になるものですから、より客観性があるのではないかと思うんですね。なのでもう一方ちょっと客観性について高める余地があるのかなと将来的には考えています。

それから分かりやすさの確保の観点から言いますと、他の金融市場で長年投資家と向き合ってこられた監査法人の方とか格付け機関の方にはノウハウがあるはずだと思っておりますので、現在は自主規制団体に委ねますけれども、独立した第三者が評価する仕組みを整備して正確性に加えて客観性と分かりやすさというのが順次達成されていくような仕掛けを段階的に入れて追求すべきではないかと考えるところでございます。

■■佐古 和恵委員

私からは情報提供の内容の正確性について発言させていただければと思います。

私も伊藤弁護士同様ですね、JVCEA さんのウェブページで公開されている暗号資産概要説明書のエクセ

ル表をダウンロードして私が分かっている範囲の事業で扱っているビットコインの説明を読ませていただきました。

きっとJVCEAさんもすごく苦労されたんだと思うんですけれども、技術的に正確に書くか、あるいは技術的に正確に書くと一般の人に分かりにくくなってしまうので一般の人に分かりやすいようにちょっと似てる言葉を使って説明するかということがあるんですけども、逆に一般の人に分かりやすいように書いてしまうとその言葉が逆に誤解を与えててしまうということがあると思っていて、ここの差し加減というのはすごく難しいだろうなというふうに思いました。

例えば、ビットコインのコンセンサスアルゴリズムの説明としてですね、分散台帳の不正取引を排除するために記録者全員が合意する必要があるが、その合意形成方式って書いてあるんですけども、ここで合意する必要があるかっていうふうに日本語で書いてあると、記録者全員がこれでいいね、これでいいね、これでいいねって合意するっていうプロセスがあるように読めるんですけどもアルゴリズム的にはそんなことは全くなくて、これもその分かりやすさと技術的に具体的にどうしてるかっていうところの違いがあるのではないかというふうに思います。

あともう一つですね、保有移転記録の秘匿性というところですね、説明ハッシュ関数などによる暗号化処理を施しデータを記録とだけ書いてあります。これですと確かにハッシュ関数とか使っているんですけども、移転記録をハッシュ化しているわけでもないので秘匿はされていないわけですね。日本語ではデータを記録として書いてないのでそれが秘匿化されているかどうか分からんんですけど、それと明確には言ってないんですけど、そういうような些細な言葉が技術的な表現と一般の人が受け取るというところで違うのかなというふうに思っております。

先ほど暗号資産間の比較ということもありましたけれども、私このBTCで表されるビットコインとBCHあるいはBCCで表現されているビットコインキャッシュの比較をしてみました。これはビットコインキャッシュというのはそもそもビットコインから派生したものなんですけれども、話で聞くのはビットコインキャッシュのことをビットコインと間違えて買う人が多いと。そんなにマイナーもないですし価格も全然違うんですけども、そういうことに対する注意点も必要なのかなと思う一方、ここに書いてある項目で並べると技術的にはほぼ変わりがないので、そのリスクなんでこの価格差があるんだろうっていうのは○○したことぐらいしかわからないのかなというふうに思って、私に正解があるわけではないんですけども、どういうことを伝えるべきかということに悩む案件だなというふうに思っています。

一方、前回ですね10万円以下で投資している人が8割という中ですと、もしかしたらそういう人達は本当にノリでやってるとすると、そこまで細かく正確性を求めてあのコストをかけてあの正しく技術的な正確性を求めるものでもないのかなというふうに思っております。なのであのやはりですね、どういう消費者をターゲットにしてどういうリスクを理解してもらうように、どんな説明のどんなレベルの説明義務を課していくのかというのは、もう一度あの検討する必要があるかなというふうに思っております。

言いたいことは以上なんですが、もう 1 点ですね、こういうエクセルを見ていて、ずっと類型①と類型②にというのを話してますだけれども

ここの Excel 表にこれは類型①、類型②というのが今後記載されるようになるのか、もしされるとしたらそれは一体誰がどう決めるんだろうかということが合わせて疑問に思ったのでそれもコメントさせていただきます。

■■大槻 奈那委員

私の観点としては、どのように投資家、取引を望む者が正当にというか、適切な取引ができるであろうかという観点で、今日の事務局の資料についてコメントをさせていただければと思います。

正当な取引ができるためにはおそらく 1 番目として先ほど岩下委員からあったような、虚偽であったりとか将来性に対して誤解を招くような、そういう開示がなされないこと。そして 2 番目に不正取引これは松尾委員からの冒頭あったセキュリティの観点のようなハッキング等の不正流出等が出ないようにすること、あるいはそれを事前に何らかリスクを投資家側が分かるようにすること。そして 3 番目は、その他の大口取引ですかその他のタイムリーな開示が知らされること。この 3 つがおそらくは投資家側からすると必要であると思っております。

その観点で 1 番目の虚偽の報告あるいは将来性について、誇大に喧伝されるようなことをどうやって防ぐかということについては事務局案のところでほぼ賛成しております。1 つだけ先ほど有吉委員からもありましたけれども、エンフォースメントをどうやってやっていくかということについては、改めて金融庁さんとそれから業界、協会について確認をさせていただければと思います。今日ではなくて今後の中で、例えば先ほど有吉さんからも委員からもありましたけれども、無登録業者による取扱いについてまでももしも金融庁さんが追っていくことであると、相当なマンパワーが必要なのではないかと思いますが、どういった形でそこを取り扱っていくのかというところについてなどマンパワーそれからシステム的な手当等も含めてエンフォースメントについて教えていただければというのが 1 点目でございます。

そして 2 点目はセキュリティの観点なんですが、冒頭いただいた松尾先生のご指摘いただいた標準化についてはどういった形でやっていくのがよろしいのでしょうかということです。

おそらく情報の非対称性で一番難しいのは、このセキュリティがどれくらい高度であるかということであって、それは開示をしてもおそらくなかなか投資家サイドに対して十分な理解が得られるかどうかというのには疑問が残るところかと思いますので、他の委員からもあったように、そこはおそらくは第三者による何らかの標準化のこれこれが満たされているとかそれが格付け会社なのかもしれません、そういった第三者の関与が必要なのかもしれないと思っていますので、そこについてもどういった形で補強

することができるのかということについては議論が必要かと思います。

そして 3 番目はその他継続開示を含めた全般ということなんですが、まず 1 点目に継続開示 1 年に 1 度ということでいただいている。これはイノベーションを阻害しないためにも過度な負担を回避するためということではありますが、クラリティ法もそれから MiCA もこれ半年に一度のよう見えてるんすけれども、これ 1 年に一度で本当にいいんでしょうかということが 1 点。

それから先ほど他の方からもありましたけれども、協会のホームページに開示を行うということについてこれやっぱり比較可能性がないと多分投資家としてはウェブサイトにバラバラな開示があつただけでは投資対象を選びづらいと思いますので、それはある程度有価証券報告書とか、それから短信のような一定程度横比較できるような形のものが望ましいと思っております。

それから 3 つ目にリテラシーの観点でございます。いま法改正の議論が先行しているようにも思いますし、それ自体に反対するものでは全くないんですけども、一方で、やはりリテラシーについては全く異なるレベル感のものが必要という意味でいきますと、それについても並行して J-FLEC (金融経済教育推進機構) なのか、どこか別のところなのか、リテラシーの向上についての議論も進めた方がいいのかと思っております。

そして最後 45 ページ目なんですけれども、これはペナルティの観点について違反行為については国内の全ての暗号資産交換業者での取扱い停止ということであります、国際性が極めて高い今までのあらゆる投資対象の中でもおそらく最も国際性が高いうちの一つかと思いますが、そういう中で国内だけでいいのか暗号資産交換業がですね提出されたらばよその海外の交換業者で取り扱うという形にならないのかそこら辺の連携の度合いについても、今日でなくて結構なので今後について補足でおいたければと思います。

■■小川 恵子委員

暗号資産の規制改定にあたっては、その特殊性これを十分考慮した検討これが重要と考えます。本日のいただいた説明資料について 4 点それから最後に少しエアドロップそれとフロントランディングについてコメントさせていただければと思います。

まず事務局資料の 5 ページ。暗号資産のインサイダー取引における重要事象についてですが、A 案これは実質的にルールベースあるいはチェックリスト方式ということで限定で一極化しかねないというふうに懸念しています。著しく変化が早い実体経済において大きく影響を与えかねない新たな価値変動要因に法的に対処しきれないのではないかと考えます。したがって、B 案いってプレインシバルな抽象的実質的な規定。これを整備し同時に識別された重要事象を適宜 C 案にありますようにガイドライン化しても明確にしていくといったところがいいのではないかと考えます。

次に資料 6 ページ目ですが暗号資産の対象を、交換業者において取り扱われる暗号資産に、これを整理とするといった点ですが、交換業者を通さない暗号資産の方が圧倒的に今数多いまた海外ここで取引されているといったものが大きな実態としてございます。証券性があるトーケンであれば同時にインサイダー・市場操作・不公正取引リスクが十分あるといったところは先ほど他の委員からもご意見があったとおりというふうに考えており一定の配慮が必要と考えます。

ただ一方で、現時点で交換業者を通さない暗号資産については、いまだ一般投資家と言われる方々が手を出しにくいと想定される点、また手を出している方は一定のリテラシーがありリスク承知許容しているのではないかと推察されている点、さらに仮に規制をかけるにしても訴追が極めて困難であるといったことを考えますと、今回の案にありますように交換業者において取り扱われる暗号資産からしっかりと規制化をし、その先に非取引所銘柄のリスクの潮流をしっかり見極め、必要性実効性を考慮した別途規定でカバーしていくといったところを期待しています。

交換業者を通さなければ何も問わないといったメッセージこれが前面に出ることがないようにお願いできたらというふうに思っています。

次にページ 7。市場監視体制を強化してはについては適当と考えます。関係会社によるインサイダー取引規制については会社関係者第一次情報受領者の記載がありますが、先ほど落合先生の説明資料ページ 15 の MiCA における資料では、「いかなるものも」「何人も」といったところが非常に強調されている。この点は重要と考えます。

前回議論になった暗号資産特有の実質的支配者を特定し得るのか情報に触れ得るウォレット運営者あるいは暗号資産審査担当者など改めて誰でもがインサイダー当時者になる得る網にかかり得る点をやはり分かりやすく整備していただくことを期待しています。

次にページ 48 ページ。情報内容の正確性確保についてですが、コスト面また先ほど議論がありました仮に客観性が担保されていたとしても第三者によるチェック機能、これは限界があると考えています。

従いまして今回案のように結果責任ということで罰則・民事刑事責任を課すという対応は有効と考えます。さらに付け加えたい点としては、各種開示情報に虚偽記載がないよう情報提供者自ら有効なガバナンス内部統制を整備する責任も同様に罰則・民事刑事責任を課すことが有効と考えます。

例えば我々財務諸法監査においても過去外部監査人の限界といった重い課題を経験しております。その上で経営者自ら開示内容の正確性を担保する内部統制の有効性について現在非常に重たい責任を問う制度設計が国際的にも取り入れられています。その後、この手法はアンチマネーロンデリングもしくは税法上の FATCA にも援用されてきているといった状況があります。

一方でどこまでやれば十分なのかといったところが非常にポイントとなってくると思います。先ほど松尾先生からもお話ありましたように、ISO の国際標準など今後期待される各種基準に従ってガバナンス統制設計もしくはサードパーティーリスクの管理レベル、こういったものの明確化が必要と考えます。

次に少しエアドロップについてコメントを差し上げたく思います。

未承配付で不確定であること、少額でキャンペーン的に告知でばらまかれるケースが多いことから開示を義務化すると監視コストが見合わないなどの理由で現在欧米でも対象外と整理されているというふうに理解しています。

エアドロップについて、では実際にそこでプロジェクト関係者と一般投資家の間の情報の非対称性に損失がないかというと、実際損失が今少しずつ顕在化してきていると考えています。例えばエアドロップ条件を知り得る立場の開発チームや関係者がスナップショット前に自らウォレットにトークンを移して受け取る。受取量を増やす。さらに上場情報に関するインサイダー情報を利用することで上場前に掴んだエアドロップ条件を利用して大量に無償トークンを取得後、一気に売却で売り抜くといった手法、ここで利益を得る一方でですね一般投資家は大きな市場価格下落によって損失を被るといった状況、これはインサイダー関わらなくてもこのエアドロップで取得したものはやはり無償なので非常に手を離しやすいといった思いが非常に市場を大きく動かすというふうに考えています。一般的にエアドロップダウンといった事象これはいくつか発生をしてきておりますので、現段階でプロジェクトの信頼性の問題もしくはボラティリティが高い暗号資産の特質といった言葉では片付けられないような今後問題になっていくのではないかと考えています。

したがいまして、こういった情報非対称性・インサイダー・市場操作に関する識別するリスク、これを事前に洗い出して開示対象のスコープの範囲もしくは大口売却監視などリスクを低減する手段これが期待されます。

エアドロップについては例えば一定量あるものについては配布条件・基準日・数量また将来の流通計画として解除スケジュールのベスティングや売却制限のロックアップ、総供給量の内訳について透明性、これを期待するところでございます。

最後に不公正取引としてフロントランディングについて現在自主規制として各顧客不利益の禁止解釈について実質禁止されていますが、欧米がすでに一定程度法令化しているといった状況がございます。国際的な投資家保護基準レベルの法整備これが我が国でも必要なタイミングになってきているのかなというふうに考えます。

例えば中央集権型取引所・カストディ型ウォレットの運営者や従業員は未確定注文ストップ注文こういったものに非常にリーチしやすいので、そういったところのリスクコントロールといったところは今後重要視していくべきだというふうに考えています。

以上ですけれども各州欧米の国際協調も含め投資家保護これをきっちりと考えていく局面にあると考えています。

■■加藤 貴仁委員

私からは主に資料 4を中心にして、いくつかコメントをいたします。

まず最初に 暗号資産交換業者が取り扱う暗号資産についてインサイダー取引規制を整備するという方向性に賛同いたします。インサイダー取引規制というものは資料にもありますとおり、証券市場の公正性健全性に対する当事者の信頼確保を保護法益とすると説明されます。なぜインサイダー取引規制を設けることが当事者の信頼確保につながるかというと、それは自分の取引相手が自分よりも自分が持っていない重要な未公開情報を持っているという危険を規制によって排除することにより投資者の裾野を広げるという効果があるからです。

ただ暗号資産については、そもそも投資者の裾野を広げること自体が望ましいかというか、これは議論すべき点だと理解しております。しかし、インサイダー取引規制を導入することは、結局、投資者、取引をする人の裾野を広げるという効果を持つことはあると思います。

そういう観点から、ではどういった暗号資産について投資者の裾野を広げるような効果を持つ規制を設けるべきかと考えた場合に、私としましてはやはり暗号資産交換業者による一定のチェックを経た暗号資産についてまずはインサイダー取引規制を導入していくということが妥当な政策判断なのではないかと考えております。

ただ、すでに何名かの委員の方から発言がありましたとおり、他の暗号資産について不正行為が行われる可能性は当然あります。そういうものにつきましては、現在の金商法の 185 条 22 や 185 条 23 などの不公正取引規制によって対処することもできるのではないかと思います。

この点を付言しますに、現在の暗号資産の不公正取引規制は、インサイダー取引規制を除き、上場有価証券などの不公正取引規制と同じ規制がございます。

ただ今回インサイダー取引規制については暗号資産交換業者が取り扱う暗号資産に限定した形で導入したとする場合に他の不公正取引規制についても同じような限定をすべきかというと当然にそうなるべきではないと考えます。

少なくとも 185 条の 22 と 185 条 23 の不公正取引規制については、暗号資産交換業者が取り扱うかどうかを問わずに現行法のままを維持すべきだと考えます。

問題になりますのは相場操縦行為などの規制であります。これは MiCA についてはインサイダー取引規制の対象となる暗号資産と、相場操縦行為の規制の対象となる暗号資産はこれは揃っていると理解しております。一方、現行法の相場操縦行為の対象となる暗号資産は、暗号資産交換業者が取り扱っているか否かを問わず適用されております。これをどちらに揃えるかということは現時点では私はまだ提起はありませんが、今後考えていく必要があるのだろうと思います。

2点目は情報提供規制についてです。本日ご説明いただいた内容は非常にボリュームが多く、私も圧倒されておりますけれども、ただすでに JVCEA 様の自主規制として存在しているものと重なっている部分も多いと思います。すなわち、JVCEA 様の自主規制としては形式的なルールとしては非常にボリュームのあるルールが既に存在しております。ただ、やはり様々なそれが資金決済法に基づく資金決済法の自主規制であるということの限界がありそのエンフォースメントなどにも問題があると

したがって、情報提供規制の問題を考える際には、情報提供の現在の JVCEA の自主規制の質の強化ですよね。それに基づき提供されている情報の質の強化という点を重視していく必要があると思います。

その点でやはりこれまでの JVCEA の経験というものを生かしていく必要があると思います。この点で私が気になっておりますのが、資料 3 の 13 ページで IEO 案件の現状について説明をいただきまして、その後、15 ページで IEO に関する業界における課題認識を説明していただきました。ここで課題認識として挙げられているものの中には、情報開示が不足していたというよりも取引の慣行に問題があったということも大きいのではないかと思います。そうしますと今回の資料で情報提供規制に焦点が当たっておりましたけれどもそもそもその取引慣行も見直しの余地があるのではないかということを JVCEA 様の見直し作業などと並行して進めていく必要があると考えます。

最後に、情報提供の内容の正確性の確保について 1 点コメントします。

資料の 45 ページでは、現在の JVCEA の自主規制を踏まえて、暗号資産交換業者の審査にあたり技術的専門性を有する第三者によるコード監査を義務化するという提言がされております。これは非常に望ましいことであるとは思います。ただ資料の 43 ページでご紹介いただきましたが、ディスカッションペーパーの前提となる審議の段階でこういった第三者によるコード監査にどれほど〇〇をすることができるかということについては若干消極的な意見を実務課の皆様からいただいたこともあります。

実際に今後第三者によるコード監査を義務化したとした場合、その第三者の資格についてどのように考えるかということを併せて慎重に検討する必要があると考えます。

■■松尾 健一委員

私からは1つ目に金商法の規律対象とすることで暗号資産にお墨付きを与えることにならないようにとそのように理解されるべきでないということは強調して足りないことはないと思います。

すでにディスカッションペーパーの段階から暗号資産が株式や債権と同等の投資商品になったから金商法で規律するということではなくて、暗号資産をめぐる問題というのが金商法が対処してきた問題と親和性があるから金商法の対象にするんだという立場を明示しておられると理解しておりますので、そういったところを強調していくことが必要かと思います。

これについてはIEOについても同じようなことが言えるかと思いまして、IEOを想定した金商法の規律を設けるからといってIEOが持続可能性のあるビジネスモデルであるということを認めたということになるわけではなく、むしろ今、詐欺やあるいは自主規制に委ねられている部分を法令レベルに引き上げて規制を強化することで対処しようとしている。その結果、これは良くないねということで淘汰されていくのであれば、もうIEOということが行われなくなるのであればそれはそれで良いというのが今回の規制の改正の考え方であると思いますので、その点も誤った誤解の生じないようにしていただくのがよろしいかと思います。それが一つ目です。

それからインサイダー取引規制については方向性に概ね賛同でございます。A案、B案、C案ですけれども、いろいろ考えてまいりますなかなかこの内部情報、価格に影響を与える情報というのが色々なものがあってですね、株式でいうところの相場操縦に近いものやフロントランディングに近いようなものもインサイダー取引として諸外国では規制されているというようなことを考えますと、ちょっと限定列挙方式というのは難しいのではないかという気がします。そうしますと、案Bか案Cにならざるを得ないかなと。その中で特にブラックリスト、ホワイトリストといいますかセーフハーバーも活用しつつガイドライン等で示していく方向で規制対象となるものを明確化していくほかないかなというように考えております。

それから情報提供規制ですけれども、こちらにつきましてはまず規制の対象となる人をどう確定するかというのは非常に悩ましい問題で、明確性と柔軟性の両立というのは非常に難問であると思うのですが、一方で提供されるべき情報についてはかなりコンセンサスが得られているかと思いますし、その情報を出せる人というのも案件ごとにある程度は明確になるのではないかと思いますので、あまり発行ですか発行者という概念に囚われることなく、こういう情報を出すべきでそれを出せる人に出せると。虚偽記載等があった場合には、有吉委員がおっしゃったように連帯して責任を負わせるというような仕組みもあり得るのではないかというように考えました。

それから情報提供のタイミング等につきましては一般の投資家が購入可能になる時点、その直前に発行者に当たる人あるいは交換業者、少なくともいずれかを通して必要な情報が提供される仕組みを構築するという考え方には賛同いたします。

■■松尾 真一郎委員

本日のヒアリング資料及び事務局資料につきましてはこの発言時間内では審議に必要な全てのコメントが私自身しきれないので、全てのコメントにつきましては後日文書で事務局にお送りさせていただいて、委員への回付などを取り扱いについては事務局にお願いしたいと思います。その上で 2 点ほどこの場ではコメントいたします。

1 点目は資料 4 における不公正取引と規制の範囲です。

本資料では既存の金商法をベースにしているためか、インサイダー取引はメインのスコープとなっておりますが、暗号資産における不公正取引にはもちろんインサイダー取引もあると思いますが既存の金商法では取られないものが多数あると認識しなければいけません。例えば、流動性操作、エアドロップの不履行、エアドロップの話は先ほども出ましたがなどもその例ですけれども、ちょうど一昨日、HANA ネットワークというプロジェクトの実態を記したブログ記事がインターネットで公開されています。

これは日本初を謳っているプロジェクトで 一方で日本の交換所では取り扱われていないものの暗号資産プロジェクトにおける不公正の手口の一端が赤裸々に述べられています。これはごく一例として、暗号資産ならではの不公正の範囲というのは既存の金商法では想定しない範囲がたくさんあります。仮に利用者保護のための暗号資産を金証法に入れるということで議論するのであれば、これを見過ごすということはあってはいけません。

問題はこのような既存の金商法でカバーできない範囲が 今日現在で見えてないということです。これは第 2 回のワーキンググループで私が指摘したことでもございますが、一方で BEGIN では世界中の専門家の教育のもと、このような実証のデータベースをこの中で作り始めます。

一方で、このワーキンググループの期間内においては このグループでこの範囲に関するコンセンサスを得ることは難しいのではないかと考えます。そのため○○における議論を横目で睨みながら年末以降も継続検討することは必要なんじゃないかと考えます。

2 点目のコメントは資料 3、資料 4 において、交換所および自主規制団体での情報提供の取り組み、および例が記載されておりましたが、私が読む限りこれらは暗号資産の取扱い開始時の審査の話でありまして、いわば暗号資産のオンボーディング時の話であります。一方で不公正取引とそれにまつわる情報提供は毎日リアルタイムで発生する事象、つまりオンゴーイングにおける情報提供が重要であります。

そのとき 必要な情報は個別具体的な不公正取引の内容とその影響分析であり、またリアルタイムで緊急性を要します。つまり、その中身および情報提供に必要な能力はオンボーディング時のものとは異なります。

その上で今回の資料だけではそもそもオンボーディング時の審査であっても利用者保護上の審査として十分性を持つのかということを委員が判断するに足りる情報が資料に載っておりません。つまり委員として判断しかねる状態でしたが、さらにオンボーディング時の情報提供によって、交換業者、自主規制団体が利用者保護上十分な情報提供できる能力を有するのかを、委員として私自身が判断できる情報が資料に今のところ掲載されておりません。資料 4 のページ 36 では 暗号資産発行者または暗号資産交換業者に対し適時情報提供義務を課すことが適當ではないかと記載されていますが、事務局がもしこれらの主体に提供する能力があると判断するのであれば、そう判断した理由を資料に記載いただきたいと思っています。

この情報がないと委員としての判断がしかねる状況かと思います。また、前回私がご提案申し上げたコンソーシアム的情報提供主体の提案、この資料にも記載されていますけれども、これは利益相反を防ぎつつ、利益相反というのは端的に申し上げると判断をする人がガイド〇〇〇〇〇〇を持っているかどうか、あるいは〇〇規制がかかっていないかどうかということが利益相反にあるんですけれども、客観性を持ち この能力を確保するための提案でございます。

提供の情報の正確性の確保・向上のための組織ではなく、そもそも情報提供を行う機能と果たす主体として私は提案をしましたので、その点を改めて述べさせていただきたいと思います。

■■河村 賢治委員

今までのご発言の中でもありましたけれども、類型①と類型②の往来のところで、クラリティ法案の議論というか制度が参考になるのではないかというところに関して私ももしかしたら参考になるかもしれないと思っているのと同時に、今日資料の 1 で落合先生からヨーロッパ EU のお話をいただきましたけれども、資料の 1 の 8 ページ目あたりでフリーディセントライズに関する加盟国レベルの議論というご紹介いただきましたが、ヨーロッパの場合はそういう基準に加えて誰がどのようなプロセスで判断しているのかというところが気になりました。もし何かあればぜひ教えていただきたいなというふうに思いました。

それから次に 2 つ目なんですが、資料の 2 の松尾先生の提言のところなんですけれども、資料の 2、13 ページ提言のところで「暗号資産エコシステムのセキュリティ対策についてはシステム構成も動的に変化し」というあたりで 法律では必要な体制の確保についての要請を書くことに留める一方で、ガイドラインによって柔軟に対応できるようにするというところなんですが これ少し、このお話を聞いて考えておりましたのが、金商法の対象にするということは金商法 1 条の目的にある国民経済の健全な発展、それから投資家保護に資するようなものでなくてはならないというふうに私も思っていて、そうすると今情報提供の話とかをしているわけですけれども、そもそも金融商品取引法上の投資商品とする的確性があるかどうか、商品的確性という観点から改めてこの点考える必要があるのかなと。

これは今日の資料の 3 の取扱い審査の話ですとかそれから資料 4 にも関係するところですけれども、そもそものところでこういうセキュリティのサプライチェーン含めてですね。その全体のセキュリティがきちんと確保されていないものは、たとえそれが一般投資家であろうが、機関投資家であろうが、小額であろうが、少人数であろうが、そもそも投資商品としての的確性を欠くのだという形で規律するということをおっしゃりたいというところなのかなと。それを法律で書いた上で具体的にどういうものが必要かについてはガイドラインで書いていくこういうご提案なのかなというふうにお話を聞いていて思ったわけですけれども、改めてこの点についてお聞きしたいなというふうに思ったところです。

それから資料の 4 ですけれども、これはもうすでに出てきているところと重なるんですけれども、資料の 4 の 6 ページ。不公正取引規制の基本的な方向性のところで、保護法域の話があり、対象とすべき暗号資産のところで国内暗号資産交換業者において取り扱える暗号資産と整理するという話があるわけですけれども、保護法域のところで国内の暗号資産交換業者における取引の場の公正性・健全性に対する投資の信頼確保というふうにあるので、例えばこれが EU のこの資料で言うと資料 4 の 11 ページのところに、欧州におけるインサイダー取引規制の動向というのがあって、ここで適用範囲に関しては一つ目の黒丸は似ていると思うんです。

暗号資産サービス提供者が運営する暗号資産の取引プラットフォーム上で取引が承認されているまたは当該承認申請がなされている暗号資産に限って適用するけれども、取引の場という点では取引注文またはこういった取引プラットフォームで行われているか否かにかかわらず適用するということになってるので、こちらの事務局資料の 6 ページに言う保護法域の取引の場の公正性・健全性に対する当社の信頼確保というのが対象とすべき暗号資産を限るというところまで分かるんですけどもその取引の場所についてどういうふうに考えているのかというところはまたさらに検討していく必要があるのかなというふうに思いました。

それから資料 4 22 ページのところで、中央集権管理者というところで実質的には一番最初に書いてあるように、暗号資産の価値の厳選を実質的にコントロールするというところにポイントがあるわけですから これも委員から色々ご発言ありましたけれども私も暗号資産の生成発行等と書いてあるので この等の中にはきっと機能の変化というのも含まれるでしょうし、もし暗号資産というものがトークンエコノミーのプロジェクトに価値が連動しているものであれば、そのトークンエコノミーのプロジェクトをコントロールするものであったりこれも有吉先生からお話がありましたけれども調達資金の帰属先であったり、こういったものが考慮要素として出てくるんだろうというふうに思っています。

それから類型①、類型②のところに関しては、一番最初に申し上げた通りです。

■■河野 康子委員

事務局をはじめ各方面からご説明いただきありがとうございました。

2ページの検討にあたっての留意点のところに書いてくださったように、利用者保護と健全なイノベーションのための適切な規制のバランスが重要であるとしても暗号資産に安全安心というお墨付きを与えるものではないことが、メインのメッセージとして発せられることがとても重要ではないかというふうに受け止めています。

本日の資料も非常に大部であり、私のような一般消費者が暗号資産取引とどう向き合っていくのか大変考えさせられる重い議題であり、重要な議論だというふうに改めて実感しています。デジタルその技術進展の成果の一つとして生まれた暗号資産ですが、その正体が何なのか実はよく分かっていない。

改めて今日松尾先生のご説明を伺っていて私は分かっていないなというのを思い知られましたし、また本日のように規制の具体を提案されるとますますよく分からぬというのが正直なところでございます。

暗号資産に限らず利益や損害の幅が大きいとされる投資対象には少なからずリスクが伴うということ。またそのリスクは投資の対象や手段によって特性があり、全てのリスクを取り除くことは不可能であることは十分に分かっている前提ですけれども、今回金商法の下でそのためのリスクヘッジを行ってほしいというのが消費者としての率直な気持ちです。

暗号資産へのリテラシーが不足している一般消費者としては、例えば詐欺的な投資の勧誘や取引等に関わるものへの抜本的な対策を取ってほしいと強く思う反面、暗号資産以外の既に一定程度規制のかかっている投資や取引においても、同様なトラブルや不正事案は山積しているところでございますから、そういう視点からは例えばなんですかけれども、利用者の認知バイアスを利用したユーザーインターフェースでのアプローチとして今さまざまな分野で問題になっているダークパターン対策など、そういうものとも組み合わせて金融庁での規制うまくマッチングさせて効果を上げるということも考えていただければというふうに思いました。

2点目の不公正取引規制で示された総論。これは私も賛成です。

3点目の情報提供規制での事務局整理による各論に関しても、どこまで私が理解できているかということはあるんですけども、どちらも現状想定し得る妥当な提案であるというふうに受け止めたけれども、海外での規制の動向やこの分野の技術革新のスピードなどを考慮して、規制を厳格に細かく決め切るというよりは一定程度柔軟性を持たせたものにすべきではないかというふうには思ったところです。

特に情報提供に関しては正確性の確保というのは消費者にとって非常に重要なと思いますが、でも正確性が担保されたとしてそれを読み解ける力が消費者側にあるかというとそこもまた不安になるところでですので虚偽記載や不提供への罰則は実効性のある現実的な対策を講じていただければと思いますが、そのための精度の高い手段を取ったとしてその効果が確実に得られるかどうかについては疑問に思ってい

るところです。

■■松井 智予委員

非常に短くコメントをさせていただきたいと思います。冒頭、ご懸念されている委員のご発言もありましたが、今般の金商法での規制は既に流通している暗号資産を適正な規制の中に位置づけるという対策を取るものであるというふうに理解しておりますので、特に不公正取引をきちんと行うということは現状を良くするために重要だというふうに考えております。

まず 5 ページ目のインサイダー取引についてですけれども、情報格差が立法の趣旨であるということは理解したわけですけれども、この中で暗号資産に関する重要事実という部分が株式と同様に内部者が知っている重要事実というものに該当するものに相当するわけではないということ、特に内部者が知っている事業活動に関する情報に限られないことからある程度包括的な情報を入れざるを得ないと私も考えます。

このページで取り上げている案の A から C なんですが、従来、案 A タイプの規制というものは罰則を伴う規制の明確性を考慮したものであるということで、すなわち規制されるインサイダーになり得るものにとって、重要事実であることの予見可能性がないと従事ができないという問題を重視したものだというふうに考えます。

しかし、暗号資産取引においては内部者も重要事実も事前に分かりにくく多くの場合、不正行為を行う者にとってはそれが重要事実であることが分かっているけれども他の人間にはそれが重要であるということすら分かっていないといったタイプの情報も多いように思います。またむしろ発行者が空っぽになってしまうといった委員のご発言もあったことを考えると、内部者という捕まえ方にも限界があると考えますので、この場合は案 A だけではない可能性ということを考えることは正当化されるのではないか というふうに思っており B または包括的に C という考え方もあり得るというふうに思いました。

不公正取引の対象となる暗号資産の範囲について加藤委員がご発言ありましたけれども、現行の金商法の考え方というものを考えるということは重要だと思っているということを付言いたします。

次に、発行するものだけでなく販売するものも含めたスキーム全体の中立性について、16 ページの下の方に利益相反についての注意喚起をする発言を入れていただいていますけれども、不公正取引について MiCA では事務局説明の 23 ページの中段下部で取引所の潜在的利害相反についての開示を要求しております。

これは資料 16 ページ後の類型①の書き込みにある暗号資産の関係者という部分に当たるのかもしれないんですけども、先ほど商品性全体についての理解が必要だということもありましたけれども、日本における販売規制というのが発行者と交換業者、すなわち取引所や販売所といったところとどういった関

係があるのかも含め、どういった内容のことを開示させるのかについてもう少しはっきりとさせた方が良いかなというふうに思いました。

これ 38 ページの IEO も同じですけれども、スキームとしての不正が十分に抑止されるような販売方法に留意いただけだとありがたいと思っております

最後に 34 ページの継続情報提供についてですが 適時情報と適切情報提供という考え方があることはその通りでございます。委員の中に年 1 回の開示でよいのかというご発言がありましたけれども、株式においても例えば新規の発行や自己株式取得のようにアナウンスをした後実際にどのタイミングで取得や発行をし、あるいは前後に関係者が取得していないかといったように継続的にさみだれ式に情報が出てくるタイプのものというのが、またかなり短いスパンで情報が出てくることが必要な情報というのがあったりいたしまして、実際に暗号資産でこういったものがどのようなそれに相応する行動というのが見られるのかというのは見ていかなければいけないわけですけども、頻度あるいは内容、継続開示が適時開示かということについて、具体的な情報を考えながら検討して頂きたいと思っております。