

暗号資産に対する不正取引規制強化の必要性 — 韓国の規制動向を踏まえて —

高 逸 薫

一、はじめに

二〇〇九年に「サトシ・ナカモト」という名で知られる人物が開発したビットコインの登場をきっかけに、ブロック・チェーン技術に基づいた分散型暗号資産が次々と登場したものの、暗号資産関心が現在のように高まるとは予測が難しかった。⁽¹⁾

しかし、二〇一七年から世界的にICO (Initial Coin Offering) ブームが起り、二〇二四年一

月一日時点で日本の暗号資産取り扱い登録事業者数は三二社に達している。また、二〇二四年九月時点で現物取引額は九、七九七億七、九〇〇万円、証拠金取引額は七、〇一五億五、八〇〇万円に上り、暗号資産利用者の預託金残高も二〇一八年九月の四、二七五億三、九〇〇万円から二〇二四年九月には二兆六、二〇九億七、九〇〇万円へと大幅に成長した。⁽²⁾

このような成長が見られる一方で、暗号資産の利用者保護に関する課題は依然として多く存在している。暗号資産とブロック・チェーン技術自体

の安全性とは別に、取引が行われる取引所のセキュリティ問題も何度か発生してきた。二〇一四年のマウントゴックス事件では四八〇億円、二〇一八年のコインチェック事件では五八〇億円規模の流出事故が発生し、最近ではDMMグループの暗号資産取引所「DMMビットコイン」において四八二億円相当のビットコインが異常に流出する事件が発生し、取引所のセキュリティに対する警鐘が鳴らされている。

一方、暗号資産に関する利用者保護には取引所のセキュリティ問題に加え、暗号資産の不正取引問題への対策も重要である。特に海外では暗号資産の不正取引事例が発生しており、暗号資産はその特性上流動性が非常に高いため、一度問題が発生すれば被害規模が非常に大きくなるためである。

米国では、二〇二二年に大手暗号資産交換業者

コインベースの従業員であったIshan Wahiら二名によるインサイダー取引が発生しており、これは米国において暗号資産のインサイダー取引に法的責任が初めて追及された事例である。また、二〇二一年にはテラフォームラボと創業者であるクオン・ドヒョンの暗号資産詐欺行為により、全世界で約四〇〇億ドルに達する大規模な被害が発生した。韓国においても、海外の暗号資産発行財団から送信されたコインを韓国内で、高値で売却するために価格や取引量を人為的に操作する事件が発生し、大量の高値買い注文を出し、APIを通じて偽の買い注文を繰り返す相場操縦事件が発生し、今年一〇月二五日に韓国の金融監督機関である金融監督院により告発措置が取られた。

このように拡大する暗号資産市場の規模と暗号資産投資者の保護のため、欧州では二〇二三年五月に暗号資産市場に関する規制法案 (Regulation

on Markets in Crypto Assets' 以下 [MiCA]) を制定した⁽³⁾。米国の場合、暗号資産は商品 (Commodity)、証券、またはデリバティブ商品のいずれかに分類され、証券である暗号資産の投資家保護についてはSECが主管し、一九三三年証券法と一九三四年証券取引法に基づく不正取引規制が適用される。商品またはデリバティブ商品である暗号資産の投資家保護については、米商品先物取引委員会 (Commodity Futures Trading Commission、CFTC) が主管し、商品取引所法 (Commodity Exchange Act) に基づく不正取引規制が適用されている⁽⁴⁾。

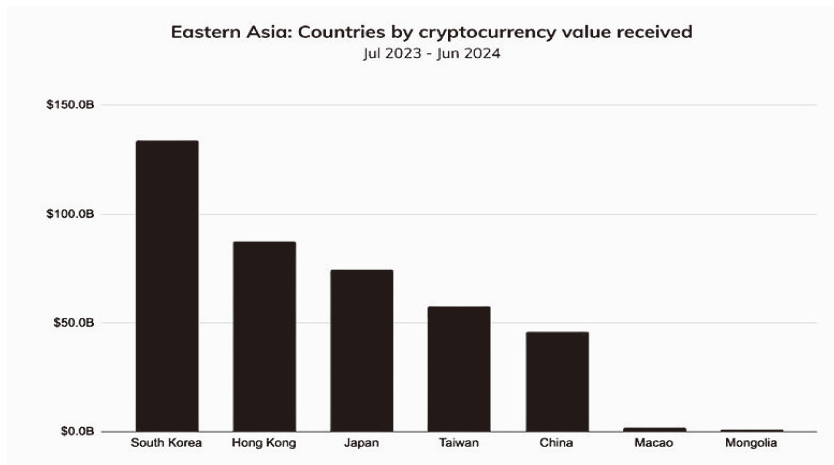
日本でも二〇一七年に資金決済法を改正して暗号資産を法的に定義し、暗号資産交換業者を対象とした登録制と規制制度を導入した。また、二〇一九年には金融商品取引法の改正を通じて暗号資産の不正取引に対する規制条項を設け、比較的

早い段階で対応している。

一方、韓国も立法過程での議論が長引いたが、「仮想資産利用者保護等に関する法律」(以下「仮想資産法」) が二〇二三年七月一七日に制定され、一年後である二〇二四年七月一九日から施行されることとなった。これにより、前述した相場操縦事例のように、金融監督当局は市场秩序確立に向けて積極的かつ全面的な不正取引摘発に取り組んでいる。

これまでは米国やEUにおける暗号資産不正取引に関する先行調査研究が多く行われてきたため、それなりに暗号資産取引規模が大きい韓国の現状を検討することも意義があると考えられる⁽⁵⁾。一方、暗号資産利用者保護については多岐にわたる論点が存在するが、紙面の都合上、以下では特に韓国の不正取引に関する規制について紹介し、日本の状況と比較検討する。

図表 1



〔出所〕 Chainalysis (2024), *The 2024 Geography of Crypto Report*, pp.83-84.

二、韓国の不公正取引規制の 内容と争点

韓国の仮想通貨法では、仮想通貨を次のように定義している。すなわち、仮想通貨とは経済的価値を有する電子的証票であり、電子的に取引または移転可能なものを指す。ここで電子的証票とは、デジタル形式で存在し、それに関するすべての権利を含む。しかし、次のような場合には、仮想通貨法上の仮想通貨の概念には含まれない。

第一に、貨幣、財貨、役務などと交換できない電子的証票またはその証票に関する情報で、発行者が使用先と用途を制限した場合は仮想通貨から除外される。

第二に、「ゲーム産業振興に関する法律」に基づき、ゲームの利用を通じて取得した有形または

無形の成果物も仮想資産の範囲には含まれない。

第三に、「電子金融取引法」で定義される前払電子支払手段および電子マネーは仮想資産から除外され、「株式・社債等の電子登録に関する法律」に基づき電子登録された株式および社債も仮想資産として認められない。さらに、「電子手形の発行および流通に関する法律」で規定される電子手形、「商法」に基づく電子船荷証券、および「韓国銀行法」に基づき韓国銀行が発行する電子的貨幣なども仮想資産の定義には含まれない（第二条第一号）。これは、中央銀行が発行するデジタル通貨であるCBDC（Central Bank Digital Currency）の導入を視野に入れた布石と考えられる⁶⁾。

仮想資産法第一〇条と第一一条では、仮想資産に関連する不正取引行為の規制について規定しており、未公開重要情報の利用、相場操縦、不正取引、自己発行仮想資産の取引禁止、任意の入出

金制限禁止などが含まれている。以下では、仮想資産事業者にのみ適用される自己発行仮想資産の取引禁止および任意の入出金制限禁止については対象外とし、仮想資産市場の参加者すべてに適用される未公開重要情報の利用行為、相場操縦行為、不正取引行為を中心に取り上げる。

(1) インサイダー取引

まず、仮想資産法では、仮想資産に対する投資判断に重大な影響を与える可能性のある未公開重要情報を利用して、当該仮想資産の売買や取引を行うことや他人に提供することを禁止している（第一〇条第一項）。その対象には、仮想資産事業者、仮想資産の発行者およびその役員や代理人が含まれ、発行者が法人である場合はその法人の主要株主も対象となる。また、法的に仮想資産事業者や発行者を監督する者、仮想資産事業者と契

約を締結した者や交渉中の者、および彼らから未公開重要情報を受け取った者も規制対象となる。

ところで、仮想資産法は未公開重要情報を「投資家の投資判断に重大な影響を与える可能性のある情報」と包括的に定義している。この点、資本市場法も同様の定義を採用しているものの、後者は対象を上場企業の業務に関連する情報に限定しており、市場情報を規制対象から除外していることから、両法令の適用対象範囲には明確な差異が存在する。また、資本市場法に関しては、これまで蓄積された多数の判例を通じて一定の解釈基準が相当程度確立されている。

それでは、かかる資本市場法上の判例・理論を、仮想資産法にそのまま援用することは可能であろうか。

この点については、仮想資産法は規制対象情報を発行者の業務に限定していないため、さまざま

な市場情報が規制対象に含まれる可能性があり、暗号資産の特性上、発行者が存在しない場合があるなど、仮想資産の特性を考慮すると資本市場法における法解釈や判例法理をそのまま適用するのは難しいという問題が指摘されている。このため、情報が投資判断に与える影響の程度、情報の生成時点、そして当該情報が実質的に公開されているかどうかの判断については、引き続き議論が行われている。現時点では、形式的に法的枠組みを整備し、今後の事例の蓄積に期待しながら、議論を継続する方向となっている。また、このように法適用上の不明確さがあるため、不正取引行為については資本市場法と同様に課徴金の対象とすることで、当面は刑事的な処罰よりも行政機関による柔軟な対応が取られるものと推測される。

(2) 相場操縦

仮装売買や馴合取引などによる相場操縦行為と、実際の取引による相場操縦行為はいずれも禁止される（第一〇条第二項、第三項）。仮装取引による相場操縦は、売主と買主が事前に取引を合意して行うのに対し、実際の取引による相場操縦は実際の売買取引を通じて市場参加者と相互作用しながら行われるという違いがある。仮想資産法は資本市場法と同様に、仮装取引と実際の取引を通じた相場操縦行為の両方を禁止している。

この規定は、資本市場法における相場操縦行為に関する禁止規定とほぼ同じ形式をとっており、仮想資産の取引や気配の方式が株式取引と類似しているため、資本市場法と同様の禁止規定が設けられたものである。

金融監督当局は相場操縦の一例として、取引所間の連携による相場操縦を挙げている。これは、

同一のコインが複数の取引所に上場しており、取引所間で価格が連動する特性を利用したもので、A取引所で相場を人為的に引き上げ、その影響で価格が上昇したB取引所で利益を実現する方法である。

(3) 不正取引の禁止

不正な手段、計画、技巧を利用した行為、重要事項に関する虚偽の記載、虚偽の相場を利用した不正取引行為も禁止される（第一〇条第四項）。

この条項の要件は、資本市場法第一七八条以下の不正取引の構成要件と同様に包括的な形で規定されている。このように不正取引行為が包括的に規定されているため、今後、市場参加者のどのような行為が不正取引行為に該当するかについて色々な議論が行われていくことが予想される。

監督当局によると、不正取引の例として、風説

の流布 (Pump & Dump) 方式の不正取引が念頭に置かれているとみられる。これは、SNSを通じて虚偽または誇張された情報を流布し、価格を人為的に上昇させた後、その高騰した価格で暗号資産を売却し、急激な価格下落を引き起こす方法である。具体的には、特定の勢力がSNSなどを利用して特定コインの価値や将来性を誇張して宣伝し、価格の急騰を誘導するもので、これは開示情報が不足している暗号資産の特性上、株式よりも噂に弱い構造を反映している。

(4) 不正取引行為に対する課徴金等

暗号資産に関する不正取引行為に対して、違反行為による利益または回避した損失額の二倍に相当する金額 (利益または損失額がない場合や算定が難しい場合は最大四〇億ウォン) の課徴金が課される (第一七条第一項)。ただし、同一の違

反行為により仮想資産法第十九条に基づく罰金が課された場合、その罰金に相当する金額の全部または一部は課徴金から控除される。課徴金の賦課手続には資本市場法の関連規定が準用され、当事者には意見陳述権および資料提出権が付与され、弁護士への支援を受けるか、または代理人として指定することができる (第一七条第四項、資本市場法第四三一条第三項)。

また、仮想資産法第一〇条第一項から第五項の規定に違反して不正取引行為を行った者は、その違反行為によって利用者に生じた損害を賠償する責任を負う (仮想資産法第一〇条第六項)。

不正取引行為に対する強力な刑事処罰規定も新設された。仮想資産法第一〇条第一項から第四項に違反した者は、一年以上の有期懲役に処され、違反行為によって得た利益または回避した損失額の三倍以上五倍以下に相当する罰金が課され

る（第一九条第一項）。さらに、違反によって得た利益が五〇億ウォン以上の場合、無期または五年以上の有期懲役により加重処罰される（第一九条第三項第一号）。自己発行コインの取引に関しても、一〇年以下の有期懲役と罰金が課される（第一九条第二項）。

預託金の管理、暗号資産の保管、取引記録の生成および保存義務などを違反した場合には、一億ウォン以下の過料が科されることになり、市場監視義務に従った適切な措置を取らなかった場合も過料の対象となる（第二二条第一項）。

(5) 異常取引に対する監視義務の導入

仮想資産法の制定により、仮想資産市場を開設・運営する仮想資産事業者は、仮想資産の価格または取引量が異常に変動する取引などの異常取引を常時監視し、適切な措置を講じる義務を負う

こととなった（第一二条第一項）。仮想資産の異常取引の具体的な類型は、今後、大統領令により規定される予定である。仮想資産取引所は、異常取引の監視過程で不正取引行為が疑われる事項を発見した場合、直ちに金融当局に通知しなければならず、十分な証拠がある場合には捜査機関に通報し、金融当局にも報告する義務を負う（第一二条第二項）。

新設された市場監視義務は、仮想資産取引所に対して相当な規制負担をもたらすと予想される。これに伴い、仮想資産取引所は、取引所内の異常取引を監視するシステムを構築し、これを実行するための人材や物的設備を整備しなければならぬ課題を抱えている。これまでマネー・ロンダリング防止システムの構築に取り組んでいた取引所は、最近では再び市場監視システム導入のための作業に集中している。

(6) 金融監督当局の監督および制裁権限

仮想資産法は、仮想資産事業者に対する金融当局の監督・検査および措置権限を明確に規定することで、法執行の実効性を高めようとしている(第一三条～第一四条)。金融委員会は、必要に応じて各種報告および資料提出、証人出席、意見陳述などを要求できるように明確な規定を新設した(第一三条第三項、第一四条第二項)。

また、仮想資産法またはこれに基づく命令や処分に違反した場合、是正命令、警告、注意、営業停止、告発などの制裁措置が講じられる(第一五条第一項)。法違反に関連して、仮想資産事業者の役員員に対しても解任勧告、職務停止、免職または停職要求などの措置が可能となる根拠が設けられた(第一五条第二項)。これにより、仮想資産事業者に対する金融当局の監督および制裁権限が大幅に強化されるものと評価される。

三、日本の不正取引規制の
現状と課題

(1) 日本法の現状

日本でも、従来から暗号資産の現物取引を巡る不正取引の事例が報告されている。特に、インサイダー取引に関連する事例として、新規暗号資産の取扱開始に先立ち、未公開情報が外部に流出された事件があった。また、特定の取引グループがSNSを通じて特定の暗号資産の取引時間や場所を指定し、フォロワーに購入を促すことで意図的に価格を上昇させた事例も報告されている⁽⁷⁾。

そのため、二〇一九年の金融商品取引法改正により、①暗号資産およびこれを基礎資産とするデリバティブ取引に関して、不正な手段や計画などを用いる行為の禁止(第一八五条の二二)、②暗

号資産およびこれを基礎資産とするデリバティブ取引の売買において、相場変動を引き起こす目的で噂を流布したり、不正な手段を用いたり、暴行や脅迫を行う行為の禁止（第一八五条の二三）、③暗号資産およびこれを基礎資産とするデリバティブ取引に関する見せかけの取引、虚偽取引、馴合取引、すなわち相場操縦行為の禁止（第一八五条の二四）の規定が設けられた。

しかし、前述のように、暗号資産についてはインサイダー取引に関する禁止規定が設けられておらず、暗号資産関連の規制は証券取引等監視委員会の管轄外となっている。

一方、これについては二〇一九年の資金決済法改正を通じて、暗号資産交換業者を対象に「暗号資産に関する重要な非公開情報の取扱い」に関する規制が導入されており、これらの規制があることについて、金融商品取引法における法人関係情

報に対するインサイダー取引規制と同等のものと解釈されている⁽⁸⁾。

具体的には、暗号資産交換業者は「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って、利用者と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すべ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）」を自己又は第三者の利益を図る目的で第三者に伝達し、または利用する行為が禁止されている（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」）第二〇条第一項）。また、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関す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」）第二

条第一項にも同様の内容が規定されている。

さらに、金融商品取引法第一八五条の二第二項第一号の一般規定を通じて、インサイダー取引が規制される可能性がある⁹⁹⁾と指摘する見解も存在する。

(2) 日本法の課題

以上のように、暗号資産に関するインサイダー取引について金融商品取引法で直接的な規制が設けられていない理由は、二〇一九年の金融商品取引法改正に関する議論の際、暗号資産が国の経済活動に占める割合や重要性、行政コストを考慮した場合、株式市場と同じ水準の監視および監督体制が必要なのかについて疑問視されたためである。¹⁰⁰⁾

また、不正取引行為や相場操縦などの不正取引行為に対する禁止規定の必要性は認められるものの、インサイダー取引に関しては、以下の二つ

の問題が指摘されている。まず、暗号資産の場合、発行者が存在しない場合が多く、仮に発行者が存在したとしても、海外に所在している場合があり、現実的に調査あるいは捜査が困難な場合があり得る。また、暗号資産の価格変動要因に関して確立された見解がない状況では、インサイダー取引規制に必要な「顧客の取引判断に重大な影響を与える未公開の重要な事実」とはなにか確定することが容易ではない。

しかしながら、近年では暗号資産市場の状況が大きく変わってきている。前述のように、暗号資産を利用する利用者数や取引量は法改正議論の当時に比べて大幅に増加しており、米国や韓国の事例のように、不正取引の事例が続々と発生している状況である。特に韓国では仮想資産法が今年七月に施行されるやいなや相場操縦事例が摘発されたことからすると、見えない部分で多くの不公

正取引が行われている可能性も排除できないため、日本でもより積極的な対処が求められると考えられる。

さらに、このような状況を踏まえると、行政コストの問題から暗号資産に対する不正取引規制を証券取引等監視委員会の管轄外とし、課徴金の規定を設けていない点についても再考が必要である。むしろ、このままでは検察のみが法執行を担当することになり、規制に対する負担が検察に集中されている可能性もある。

インサイダー取引の規制にあたって従来の有価証券に対する不正取引規制とは異なり、発行者が存在しない場合や価格に影響を与える未公開の重要情報が何かといった問題について、韓国でも日本と同様に引き続き議論が行われている状況である。一方、韓国では形式的にでもインサイダー取引に対する規制規定を設け、刑事処罰のみなら

ず課徴金の対象にもなっている。

もちろん、行政処分においても厳格な要件のもとで法が執行されるべきであるが、課徴金を通じて対応する場合、厳格な立証が必要な刑事処罰を通じた対応に比べて、金融監督当局の裁量により柔軟に対応することが可能である。したがって、暗号資産におけるインサイダー取引規制に関しては、発生し得る法解釈上の問題に対応するためには、刑事法的な対応よりも柔軟な行政処分による対応が求められると考えられる。このため、日本においても暗号資産の不正取引を規制する際に、インサイダー取引規制を導入し、課徴金の対象とすることで、ケースバイケースで柔軟に対応していく方が望ましいのではないかと考えられる。

四、おわりに

本稿では、韓国と日本における暗号資産の不正取引規制の現状と課題を比較検討した。韓国は二〇二四年施行の「仮想通貨法」により、不正取引に対する包括的かつ強力な監視・規制体制を整え、仮想通貨市場の秩序維持に向けた取り組みを強化している。一方、日本では二〇一九年の金融商品取引法改正により暗号資産に対する不正取引規制が導入されたものの、インサイダー取引に関する具体的な規定が設けられていないなど、規制適用の範囲に限界があるといえる。

暗号資産はその特性上、国境を越えた犯罪行為が発生するリスクが高い。また、日本の規制が緩く法執行が不十分であるという認識が広がれば、海外の取引所から日本の取引所に送金された暗号

資産を通じて、日本国内での不正取引が増加する可能性も否定できない。

暗号資産市場の拡大とそれに伴う潜在的リスクの増加に対応するため、日本でも柔軟かつ迅速に対応できる法整備が求められており、とりわけインサイダー取引規制や課徴金制度の導入は、仮想通貨市場の透明性と公正性を確保する上で重要と考えられる。これらの課題については、今後さらなる検討が進むことを期待したい。

(注)

- (1) また、暗号資産は「仮想通貨」や「仮想通貨」など様々な名称で呼ばれているが、本稿では資金決済に関する法律（以下「資金決済法」）に基づく用語である「暗号資産」という名称を使用することとする。資金決済法では、暗号資産を以下のように定義している。①不特定多数に対して代金の支払い等に使用でき、かつ法定通貨（日本円や米ドルなど）と相互に交換できること、②電子的に記録され、移転が可能であること、③法定通貨または法定通貨建ての資

- 産(例：プリペイドカードなど)ではないこと(資金決済法第二条第一四項)。
- (2) 日本暗号資産等取引業協会(二〇二四)「暗号資産取引下次データ(二〇一八年九月～二〇二四年九月)」一―二頁。
- (3) MiCAは、EU全体のデジタル金融戦略の一環として、暗号資産を保有する一般の人々が法的に保護されるための様々な規定を設けており、特に第六編では市場における濫用行為の禁止規定を通じて、暗号資産市場で発生する不正取引行為を規律している。
- (4) このように、米国では暗号資産の法的な性格に関する解釈の違いから規制機関が分かれており、そのための混乱を軽減するために、今年五月二二日に米国下院で規制機関の役割を明確化するための「二世紀の金融イノベーションと技術法(Financial Innovation and Technology for the 21st Century Act, FIT21)」が通過された。同法案では、「デジタル資産(digital assets)をデジタル商品(digital commodities)、制限付きデジタル資産(restricted digital assets)、決済ステーブルコイン(payment stablecoins)に分類し、デジタル商品はCFTCが、制限付きデジタル資産はSECが監督することを提案している。
- (5) 統計資料によって暗号資産の取引規模は異なるが、ブロック・チェーンデータ・プラットフォームであるChainalysisが分析した資料によれば、二〇二三年七月から二〇二四年七月までの間に、韓国の暗号資産取引量は約一、三〇〇億ドル相当に達し、二〇二二年から二〇二四年の期間においても東アジア諸国(日本、中国、台湾、香港)の中で最も多い割合を占めていることが示されている。Chainalysis(2024), *The 2024 Geography of Crypto Report*, pp.83-84.
- (6) 一方、韓国ではセキュリティ・トークンに対してはまだ立法的な規制が導入されていない状況にあるが、仮想通貨法では、日本の資金決済法と金融商品取引法の関係と類似して、セキュリティ・トークンに関する規制は既存の資本市場法によって規律されることと議論されているようである。イ・ジョンズ(二〇二三)「仮想通貨利用者保護等に関する法律の法的意義と争点および今後の立法方向」証券法研究第二四巻第二号一〇二頁。
- (7) 金融庁(二〇一八)「仮想通貨交換業等に関する研究会報告書」一一頁。
- (8) 加藤貴仁(二〇二三)「インサイダー取引規制の構造・機能の再検討」神田秀樹編「企業法制の将来展望資本市場制度の改革への提言二〇二四年度版」一八二―一八三頁。
- (9) 岸田雅雄監修「注釈金融商品取引法【改訂版】(第四巻)不正取引規則」(きんざい、二〇二〇年)六三四―六三五頁「久保田安彦」。

暗号資産に対する不公正取引規制強化の必要性—韓国の規制動向を踏まえて—

(10) 金融庁(二〇一八)・前掲注(7)二二頁。

(コウ イルフィン・当研究所研究員)