

# 暗号資産のインサイダー取引を どう規制するか

米国SECが暗号資産のインサイダー取引を摘発した。暗号資産交換業者は、問題の暗号資産はインサイダー取引規制の対象となる「証券」ではないと反発する。日本では法改正で一定の手当てが行われた問題だが、米国での今後の展開が注目される。

## SECによるインサイダー取引の摘発

2022年7月、米国の証券取引委員会（SEC）は、大手暗号資産交換業者コインベースの元社員Ishan Wahi氏ら3名を相手取り、証券の不正取引を禁じる証券取引所法10条b項およびSEC規則10b-5違反を理由として民事制裁金の賦課等を求める訴訟を提起した。同じ3名が、連邦検察当局によって通信手段を用いた詐欺の罪で起訴された。これは、米国で暗号資産をめぐるインサイダー取引の法的責任が追及される初めてのケースである。

SECの訴状によれば、Wahi氏は、21年6月から22年4月にかけて複数回にわたり、コインベースが新たな暗号資産の取扱いを開始する際に公表する「上場アナウンスメント」の内容を事前に自身の兄弟や親しい友人に伝達した。未公表情報の伝達を受けたWahi氏の兄弟ら

は、暗号資産を買付けて上場後に売却することで少なくとも110万ドルの利益を得たという。

SECが問題視するのは、図表に示す9つの暗号資産の取引である。これらはいずれもイーサリアム・ネットワーク上で組成されたデジタル・トークンであり、特定のサービスにアクセスする権利として機能するユーティリティ・トークンや特定のプロジェクトに関する意思決定に参画する権利として機能するガバナンス・トークンなど様々なタイプのものが含まれる。

Wahi氏らはコインベースに対する信託義務に反し、暗号資産の新規上場予定という内部情報を私的な利益を得るために流用したとされる。SECは、暗号資産の投資判断に著しい影響を及ぼす未公表の情報を他者に伝達して取引に利用させたことは、違法なインサイダー取引にあたる主張する。

図表 Wahi氏らが違法な取引を行ったとされる暗号資産

名称	上場公表日	組成者	暗号資産の概要
AMP	21年6月8日	Flexa Network, Inc.	Flexaネットワーク上での商品購入等に使用できるトークン
RLY	21年7月14日	Rally Network, Inc.	Rallyネットワーク上で議決権を行使できるガバナンス・トークン
DDX	21年8月31日	Deriva DEX	デリバティブ取引所DerivaDEXのガバナンス・トークン
XYO	21年9月8日	XY Labs, Inc.	XYOネットワーク上で所在確認等に使用できるトークン
RGT	21年9月8日	Rari Capital	ロボアドバイザーサービスの手数料支払いに充てられ、ガバナンス・トークンとしても機能するトークン
LCX	21年10月27日	リヒテンシュタイン暗号資産取引所 (LCX)	LCXが開催する新トークン組成イベントへの参加権が与えられるほか一部サービスの割引が受けられるトークン
POWR	21年11月15日	Power Ledger Pty.	オーストラリアのエネルギー取引に参加できるトークン
DFX	22年4月11日	DFX Finance	海外の暗号資産を取引する取引所で使用できるトークン
KROM	22年4月11日	Kromatica Finance	スワップ取引を行うプラットフォーム上で使用できるトークン

(出所) SEC訴状を基に野村総合研究所作成

## 暗号資産は「証券」か？

こうしたSECの主張の前提は、9つのトークンがいずれも証券法の規制を受ける「証券」の一種である「投資契約」だということである。その根拠は、判例法上の「ハウイ基準」に求められる。

同基準は、①資金の出資、②共同事業、③収益の期待、④収益の獲得がもたらす他者の努力による、という4つの要件を満たす取り決めは投資契約だとする。これまでSECは、この「ハウイ基準」を暗号資産に適用し、多くのトークンの組成（いわゆるICO）が無登録の証券発行に該当するとして発行の差し止めや民事制裁金の賦課などを行ってきた。

しかし、今回のSECの動きにコインベースは猛反発した。同社の最高法務責任者は、自社のブログに「コインベースに証券は上場されていない。説明は以上。」と題する記事を掲載し、SECの主張に真っ向から反論した。同社はWahi氏らの行為が自社の機密情報の私的流用であり、重大な不正行為だとは認めるものの、問題のトークンは証券ではないと主張する。

暗号資産を原資産とするデリバティブ取引を所管する商品先物取引委員会（CFTC）の委員からもSECのやり方に対する批判の声が上がった。今回SECがとった手法は、市場参加者の予測可能性を低下させる「エンフォースメントによる規制」の典型例であり、暗号資産の規制のような重要な問題は、規制当局間の協力の下で進められる透明な規則制定プロセスを通じて解決されるべきだと指摘したのである。

## 日本の規制の現状

今回米国で摘発されたような暗号資産の不正取引は、かつて日本でも問題視された。18年末に取りまとめられた金融庁の「仮想通貨交換業等に関する研究会報告書」は、暗号資産交換業者の新規暗号資産の取扱い開始に関する情報が外部に漏れ、情報を得た者が利益を得たとされる事案があったことを指摘した。

同報告書の提言を受けて19年に金融商品取引法が改正された。暗号資産の売買やそのデリバティブ取引についての相場操縦、風説の流布・偽計等を禁じる規定が新たに設けられたのである。

この改正では暗号資産のインサイダー取引を禁じる明文規定は設けられなかった。それは、暗号資産の価格の変動要因について確立した見解がない中で、投資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が困難だといった理由による。改正法には暗号資産の不正取引を禁じる一般的な規定（金融商品取引法185条の22）が設けられており、今回米国で問題視されたようなインサイダー取引は当該規定の違反と判断される可能性が高い。

これに対して米国ではどう対処するのか。今後の裁判の行方が注目される。

## Writer's Profile



**大崎 貞和** Sadakazu Osaki

未来創発センター  
主席研究員  
専門は証券市場論  
focus@nri.co.jp