

## 2026年商事法務展望

## 金融資本市場制度等をめぐる現状と展望

齊藤将彦 金融庁企画市場局市場課長

## 目次

- I はじめに
- II 金融審議会「暗号資産制度に関するワーキング・グループ」における議論
  - 1 暗号資産をめぐる喫緊の課題
  - 2 制度見直しの概要
- III 金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」における議論
  - 1 インサイダー取引規制の対象者の範囲拡大等
  - 2 課徴金制度の見直し（算定方法の見直し）
  - 3 課徴金制度の見直し（対象の拡大・加算・減算）
  - 4 調査権限等の拡充等
- IV 資産運用立国の推進に向けた取組
  - 1 家計の安定的な資産形成の支援
  - 2 顧客本位の業務運営の確保
  - 3 資産運用サービスの高度化、アセットオーナーの機能向上
- V スタートアップへの成長資金の供給の促進
  - 1 特定投資家の要件明確化
  - 2 非上場有価証券特例仲介等業務に関する特例の創設
  - 3 「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」の開催
  - 4 「スタートアップへの成長資金供給に関するラウンドテーブル」の開催
- VI 取引所等をめぐる動き
  - 1 市場区分見直しに関するフォローアップ
  - 2 グロース市場改革
  - 3 投資しやすい環境の整備
  - 4 株式決済期間の短縮（T+1化）
- VII 終わりに

## I はじめに

金融庁では、金融・資本市場の機能の発揮や魅力の向上等を通じて、企業・経済の持続的な成長と国民生活の向上に貢献するため、資産運用立国の実現に向けた施策を推進するとともに、

デジタル技術を用いた金融サービスの変革への対応や市場の公正性・透明性に対する信頼の確保をはじめ、さまざまな施策を講じている。

2025年7月には、金融審議会に「暗号資産制度に関するワーキング・グループ」を設置し、暗号資産をめぐる制度のあり方について検討を行い、その結果を同年12月10日に「金融審議会暗号資産制度に関するワーキング・グループ報告」として公表した。

また、2025年9月から、金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」において、昨今の資本市場をめぐる諸問題を踏まえた不公正取引規制の強化等について検討を行い、同年12月26日に「金融審議会市場制度ワーキング・グループ報告」として公表した。

本稿では、こうした点を中心に、金融・資本市場をめぐる課題について、金融庁等の最近の取組と今後の展望についてご紹介したい。なお、文中、意見にわたる部分は、筆者の個人的見解であることを申し添えておく。

## II 金融審議会「暗号資産制度に関するワーキング・グループ」における議論

暗号資産については、現在、決済手段の観点から資金決済に関する法律（以下「資金決済法」という）において規制されているが、足下では、暗号資産の投資対象化が進展している。こうした状況を踏まえ、金融庁は、暗号資産に関する制度の検証を実施し、2025年4月にその結果をディスカッション・ペーパーとして公表した。その上で、同年7月より金融審議会「暗号資産制度に関するワーキング・グループ」において、暗号資産をめぐる制度のあり方について審

議が行われた。

## 1 暗号資産をめぐる喫緊の課題

暗号資産の投資対象化が進展している中で、暗号資産をめぐる喫緊の課題が指摘されている。

具体的には、①情報提供の充実、②適正な取引の確保・無登録業者への対応、③投資アドバイス等に係る不適切行為への対応、④価格形成・取引の公正性の確保、⑤セキュリティの確保といった課題が挙げられており、利用者保護と取引環境整備の観点からさらなる対応が求められている。

## 2 制度見直しの概要

### (1) 根拠法令の見直し

上述の暗号資産をめぐる喫緊の課題は、伝統的に金融商品取引法（以下「金商法」という）が対処してきた問題と親和性があると考えられることから、暗号資産の規制法を資金決済法から金商法に変更することが適当とされた。

その上で、暗号資産を有価証券とは異なる金融商品として金商法に位置づけることが適当とされ、暗号資産の特性に応じた金融商品としての規制を整備することにより、利用者保護の充実を図るべきとされた。

また、金商法で規制対象とする暗号資産の範囲については、現行の資金決済法上の暗号資産とすることが適当とされ、現行法上、暗号資産に該当しない NFT（Non-Fungible Token）やステーブルコインは本見直しの対象外とされた。

### (2) 情報提供規制

暗号資産の利用者に対し取引判断等にとって必要な情報が提供されることが重要であることから、発行者のいる暗号資産（中央集権型暗号資産）については、当該者が資金調達を行う場合に情報提供義務を課すべきであり、また、発行者が資金調達を行わない場合や発行者のいない暗号資産については、暗号資産交換業者に情報提供義務を課すべきとされた。

情報提供の具体的な内容としては、暗号資産の性質・機能や供給量、基盤技術、付随する権利義務、内在するリスク等が考えられ、さらに発行者のいる暗号資産については、発行者の情報、調達資金の用途、対象プロジェクトに関する

情報等も提供すべきとされた。

さらに、上述の情報提供に加え、継続情報提供として、暗号資産の取引判断に重大な影響を及ぼす事態が発生した場合の適時情報提供等の義務を課すべきとされた。

その上で、情報の正確性の確保や利用者保護の観点から、情報の虚偽記載や不提供への罰則・民事責任・課徴金の規定を整備するとともに、暗号資産交換業者および自主規制機関によるチェック機能の強化を図るべきとされた。

このほか、中央集権型暗号資産の発行者による資金調達について、監査法人の財務監査が行われていない場合には、利用者の投資上限を設けるべきとされた。

### (3) 業規制

暗号資産の売買等を業として行う場合、基本的に第一種金融商品取引業に適用される規制と同様の規制を適用し、現行の資金決済法上の安全管理措置（原則コールドウォレット等での管理）等に関する規制については、金商法に同様の規制を新たに設けるべきとされた。

また、無登録業者による違法な勧誘を抑止するため、無登録業者への罰則の引上げ、裁判所による緊急差止命令、証券取引等監視委員会による同命令の申立て権限やそのための調査権限の整備など、より厳格な枠組みを設けるべきとされた。さらに、暗号資産を投資対象とする投資運用行為や投資助言行為を規制対象とすべきとされた。

このほか、暗号資産が詐欺的な投資勧誘の支払手段として利用されることを未然に防止する措置として、新規口座開設直後にはアンホステッド・ウォレット（事業者が管理していない口座）へ暗号資産を移転できない等の一定の熟慮期間を設ける等の対応を暗号資産交換業者に求めることが適当とされた。

個別の規制として、業務管理体制については、暗号資産交換業者に対して、取り扱う暗号資産の審査体制、顧客適合性確保のための確認体制、売買審査体制等を強化すべきとされた。

また、利用者財産の管理については、近年の不正流出事案の手口の巧妙化に対応するため、サプライチェーン全体を含めたより包括的なセキュリティ対策を強化すべきとされた<sup>1)</sup>。併せて、委託先へのサイバー攻撃により不正流出が

生じた事案を踏まえ、暗号資産の管理を行うための重要なシステムの提供者に対する規制（事前届出、システムの安全性確保義務等）を導入すべきとされた。

さらに、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の積立てを求めらるべきとされた。

このほか、利用者から暗号資産を借り入れてステーキング等を行う業務に対する規制を導入すべきとされた。

なお、いわゆる DEX（分散型取引所：Decentralized Exchange）については、今後、各国の規制やその運用動向も注視しながら、技術的性質に合わせた過不足のない規制のあり方について継続して検討を行うことが適当とされた。

#### (4) 不公正取引規制

国際的な情勢も踏まえ、取引の公正を確保する観点から、暗号資産のインサイダー取引規制を整備すべきとされた。また、インサイダー取引を含む暗号資産の不公正取引について、証券取引等監視委員会の犯則調査権限や課徴金制度を創設すべきとされた。

さらに、不公正取引規制に対する実効的なエンフォースメントのため、暗号資産交換業者による売買審査や、自主規制機関・証券取引等監視委員会による市場監視体制の強化・整備を図るべきとされた。

### Ⅲ 金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」における議論

近年の有価証券の不公正取引等において、違反行為として捕捉できない事例や、課徴金による違反行為の抑止が不十分な事例等があり、2025年6月に証券取引等監視委員会から「市場監視機能強化に向けた建議」が行われた。この建議の事項も含む資本市場をめぐる諸問題を踏まえた課題について、同年9月より、金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」において審議が行われ、以下の制度整備を行う旨の報告書が同年12月26日にとりまとめられた。

#### 1 インサイダー取引規制の対象者の範囲拡大等

インサイダー取引規制の趣旨は、上場会社・公開買付者等の内部情報を知り得る特別の立場にある者が当該情報を知り得ない一般の投資者と比べて著しく有利な立場で取引を行うことを規制することで、市場の公正性・健全性に対する投資者の信頼を確保することにある。

この点、現行の公開買付け等に係るインサイダー取引規制においては、公開買付け等の対象企業（発行者）のアドバイザー等が公開買付者等の内部情報を知り得る特別の立場にある者（公開買付者等関係者）として規制対象になっておらず、その範囲が不十分ではないか等の指摘があることを踏まえ、発行者のアドバイザー等の一定の関係者について公開買付者等関係者に追加すること等が適当とされた。

#### 2 課徴金制度の見直し（算定方法の見直し）

金商法における課徴金制度は、金融・資本市場における違反行為を的確に抑止し、規制の実効性を確保する観点から、金銭的な負担を課す行政上の措置として導入されたものであり、課徴金額については、違反行為から得られた利得に着目しつつ、現実の利得額から切り離された、一般的・抽象的に想定し得る経済的利得相当額を基準としている。

##### (1) 公開買付者等関係者によるインサイダー取引等に係る課徴金の算定方法の見直し

インサイダー取引規制においては、重要事実・公開買付け等事実の公表前に行われた（規制違反の）取引の価格と、公表後の一定の期間における価格の差額を（自己の計算での）違反行為により一般的に期待し得る利得に相当する額として課徴金を課すこととしており、重要事実・公開買付け等事実の公表後の価格は当該事実の公表後2週間における最大の価格とされている。

この点、公開買付者等関係者によるインサイダー取引等の事案が多く発生している状況であることを踏まえ、課徴金の水準を実質的に引き上げるべく、公開買付け等の実施の事実の公表

1) なお、サイバーセキュリティに関する取組は、自助・共助・公助の組合せで対処すべき課題であり、特に業界共助の取組の発展が不可欠であることから、当局としてもそうした取組を後押しすべきとされた。

による市場価格への影響について過去の事例分析により算出した平均的な上昇割合を考慮した算定方法とすることが適当とされた。

(2) 大量保有・変更報告書の不提出・虚偽記載に係る課徴金の算定方法等の見直し

大量保有・変更報告書の不提出・虚偽記載に係る課徴金は時価総額の10万分の1により算定されるが、これまでの事案を踏まえると、提出遅延等を意図的に行う悪質な事案に対する十分な抑止力がはたらかないとの指摘がある一方、提出を失念した場合に、その重大性のいかに問わず、この算定方法による課徴金が一律に課されることとなり、過剰な規制となっているという指摘もある。

そこで、まず、大量保有・変更報告書の不提出については、より抑止力を高めるべき違反行為に課徴金の対象を限定することが適当とされた。その上で、大量保有・変更報告書の市場価格への影響を再調査することにより、大量保有・変更報告書の不提出・虚偽記載に係る課徴金の水準を引き上げることが適当とされた。

(3) 高速取引行為による相場操縦等に係る課徴金の算定方法等の見直し

高速取引行為はマイクロ秒単位で高速・高頻度に注文を繰り返して薄利の取引（1万円未満）を大量に行うという傾向を踏まえ、高速取引行為による相場操縦等に係る課徴金の算定方法等について、1日単位で算定する方法への見直しや端数の切捨処理の基準値の変更（1万円未満から1円未満）が適当とされた。

3 課徴金制度の見直し（対象の拡大・加算・減算）

(1) 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の引上げ

不公正取引事案においては、知人等から口座の提供を受けるなどして他人名義の口座を利用する事案が多く発生している状況にあることを踏まえ、他人の名義をもって不公正取引を行う者に対しては、違反行為への心理的障壁・抑止力を通常よりも高めるべく、課徴金の水準を引き上げることが適当とされた。

(2) 口座の提供等の協力行為を行った者に対する課徴金の創設

不公正取引を抑止するべく、不公正取引を行う者に口座の提供等の協力行為を行う者に対する課徴金を創設するとともに、不公正取引の早期発見につながるように課徴金減算制度の対象とすることが適当とされた。

(3) 課徴金減算制度の見直し

現行法における課徴金減算制度は、一定の違反行為について、違反者が証券取引等監視委員会による調査開始前に違反行為を報告した場合に課徴金の額を50%減額する制度であるが、実際の課徴金減算制度の運用においては、調査開始前に違反行為を報告した違反者が課徴金の額の50%の減額を受けつつ、自ら申告した違反を否認する事案が発生している。

そこで、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べく、独占禁止法を参考に、調査開始後における協力度合いに応じて減算する制度を導入することが適当とされた。

4 調査権限等の拡充等

外国規制当局からの行政上の調査に関する協力要請に応じて行う調査等に関し出頭を求める権限を追加することや、金融商品取引業の無登録業等の罪に係る事件を証券取引等監視委員会による犯則調査の対象となる犯則事件に追加することが適当とされた。

その他、犯則調査手続のデジタル化に係る規定の整備を行うことや、近年の金融商品取引業者の登録取消事案において常勤役員が長期にわたり不在となるなどの事案が発生したことを踏まえ、金融商品取引業者の退出時における顧客財産管理に関する制度を創設することが適当とされた。

Ⅳ 資産運用立国の推進に向けた取組

政府においては、資産運用立国の実現に向け、2023年12月に策定された「資産運用立国実現プラン」に基づき、インベストメント・チェーン<sup>2)</sup>を構成する各主体をターゲットと

2) 顧客・受益者から投資先企業へ投資がなされ、その価値向上に伴う配当等が家計に還元される一連の流れを指す。

した以下のような施策を講じてきた<sup>3)</sup>。

## 1 家計の安定的な資産形成の支援

2024年1月に新しいNISAが開始され、足下では、18歳以上の国民の4人に1人がNISA口座を保有する状況に至っている。また、NISAの普及・活用促進とともに、金融経済教育の充実を図ることも重要であり、2024年8月より金融経済教育推進機構(J-FLEC<sup>4)</sup>)が本格稼働した。

## 2 顧客本位の業務運営の確保

金融商品の販売・運用等を行う金融事業者が、顧客本位の業務運営を確保する観点から、プロダクトガバナンス<sup>5)</sup>に関する補充原則の追加に係る「顧客本位の業務運営に関する原則」の改訂(2024年9月)、最善利益勘案義務の法定化(同年11月施行)、利益相反の可能性の情報提供のルール化(2025年12月施行)などの取組を行ってきた。

## 3 資産運用サービスの高度化、アセットオーナーの機能向上

家計やアセットオーナーから資金運用を委託される資産運用会社の運用力の向上を図る観点から、大手金融グループに運用力向上等を図るためのプランの策定・公表を要請し、プランを公表した17の大手金融グループのフォローアップを行うなどの取組を行ってきた。

また、受益者等のために資金を管理・運用するアセットオーナーの機能強化を図る観点から、アセットオーナーの運用・ガバナンス・リスク管理に係る共通の原則である「アセットオーナー・プリンシプル」が内閣官房において策定され(2024年8月)、2025年11月時点で320機関が受入れを表明している。

今後、資産運用立国に向けたこれまでの取組の成果を活かし、その実現に向け、さらに推進・発展させることが重要である。このため、2025年12月に策定した「地域金融力強化プラン」も包含した新戦略を策定し、金融を通じて、資

金・人材・知見を企業や地域に集結させ、それらの価値向上とともに、家計の所得向上を目指すこととしている。

## V スタートアップへの成長資金の供給の促進

### 1 特定投資家の要件明確化

2025年3月、個人が特定投資家になるための要件の明確化を図るため、「金融商品取引業等に関するQ & A」の改訂を実施した。この改訂は、特定投資家として取り扱われるために必要な「特定の知識経験」の内容を例示し、その範囲を明確化することにより、投資判断能力やリスク許容度の高い個人投資家によるスタートアップ投資への参加を促進することを企図したものである。これにより、特定投資家制度がより一層活用され、非上場株式の発行市場および流通市場が活性化することが期待される。

### 2 非上場有価証券特例仲介等業務に関する特例の創設

2025年5月、プロ投資家を対象として非上場株式等の仲介業務に特化する事業者について、自己資本規制比率や兼業規制等の除外、資本金要件の引下げ等の緩和が図られた。こうした事業者は取引規模が限定的な場合には、金融商品取引業の登録に加えた認可までは要せず、非上場株式等の電子取引の場の提供を行うことも可能となっている。こうした参入規制の柔軟化により、非上場株式の仲介業務の新たな担い手が参入することが期待される。

### 3 「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」の開催

2025年1月より金融庁は日本証券業協会と共催で「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」を開催し、非上場株式の取引制度の課題等に関する検討を行い、同年9月に報告書を公表した。報告書では、特定投資家

3) 上場企業等のガバナンスに関する施策については、小長谷章人「ディスクロージャー・企業会計をめぐる最近の動向」(本号62頁)においてコーポレートガバナンス改革等を紹介しているため、本稿では割愛する。

4) Japan Financial Literacy and Education Corporationの略称である。

5) 顧客の最善の利益に適った商品提供等を確保するためのガバナンスのことである。

の移行要件の見直し等を含むリスク許容度・投資判断能力のある投資者等による投資推進に向けた施策や、非上場株式を組み入れる投資信託の利活用促進等について取りまとめられた。

報告書で示された提言については、金融庁および関係する業界団体等で具体的な検討が行われているところである。

#### 4 「スタートアップへの成長資金供給に関するラウンドテーブル」の開催

スタートアップへの資金供給を活性化し、成長を後押しするとともに、関係する各主体にも裨益するエコシステムを創出していくため、2025年12月にスタートアップへの資金供給を支える各主体と政府が一堂に会する場として、「スタートアップへの成長資金供給に関するラウンドテーブル」を金融庁および経済産業省の共催で開催した。当日はスタートアップへの成長資金供給に向けた各主体の取組や今後の方針等について議論が行われ、目指すべきエコシステムの方向性等について、認識共有が図られた。

今後、スタートアップ・エコシステムの創出に向けて、官民連携してそれぞれの取組を深化させていくことが期待される。

## Ⅵ 取引所等をめぐる動き

### 1 市場区分見直しに関するフォローアップ

東京証券取引所（以下「東証」という）は、2022年の市場区分見直し以降、継続的なフォローアップを行うとともに、当該見直しに伴う上場維持基準の経過措置終了（2025年3月）に併せた対応として、対象上場会社の他市場への区分変更機会の提供や株主・投資家向けの周知など、その円滑な終了に向け努めてきた。

また、プライム市場・スタンダード市場上場会社に対し、自社の資本コストや資本収益性等の現状分析、改善計画の策定・開示等の対応を要請し、開示企業一覧や機関投資家からコンタクトを希望する企業の公表、好事例集等のアップデートなどにより上場会社の取組を支援している。

### 2 グロース市場改革

東証は、グロース市場上場会社が機関投資家

の投資対象となり得る規模へ早期成長できるよう、上場維持基準を、現行の「上場10年後から時価総額40億円以上」から「上場5年後から時価総額100億円以上」へと2030年に引き上げる規程改正を2025年12月に行った。併せて、高い成長を目指す上での上場企業の対応のポイントや好事例の提供、機関投資家との接点づくり等を推進するなど、企業支援の取組を強化している。

また、新基準の適用開始に向けて十分な助走期間を確保するとともに、猶予期間に係る特例措置やスタンダード市場への区分変更を可能とするなど、激変緩和措置を併せて講じている。

### 3 投資しやすい環境の整備

これまで東証は、投資単位の水準が高い上場会社に対し、投資単位引下げを要請してきた。2024年7月には、「少額投資の在り方に関する勉強会」を設置し、個人投資家がより投資しやすい環境の実現に向けた課題や方策等について検討を進め、2025年4月に報告書を公表している。併せて、個人投資家が求める投資単位の水準（約10万円）も踏まえたさらなる投資単位引下げに向けた検討を上場会社に要請した。

### 4 株式決済期間の短縮（T+1化）

国際的にT+1化の実施・検討が進む中、金融庁は2024年9月に「T+1化に関する勉強会」を設置した。当該勉強会において議論を行い、2025年7月に中間整理を公表している。引き続き市場関係者と連携し、検討を進めていく。

## Ⅶ 終わりに

以上、金融・資本市場をめぐる課題について、金融庁等の取組と今後の展望について申し述べた。金融審議会の各ワーキング・グループの報告書で提言された事項をはじめ、必要な制度整備については今後速やかに対応を講じていく予定である。これらの点も含め、本年も透明・公正かつ活力のある金融・資本市場の実現に向けた取組を進めていく所存であり、関係者の皆様のご理解とご協力を引き続きお願い申し上げます。

（さいとう・まさひこ）