

フィンテックの進行と 金融規制の分野横断型への転換の 関連性・必要性について

—— 各国の金融規制の思考変容とわが国の
金融規制の今後への示唆を考える ——

杉浦 宣彦

- I 序
- II フィンテックと規制問題
—— 諸外国（とりわけEU）における現状を中心に
- III わが国の金融規制における分野横断的規制
—— 「資金決済」と「金融商品仲介業」の事例からの考察
- IV 結論：機能別かつ分野横断的なアプローチの必要性

I 序

金融サービスの革新に伴い、規制が影響を受ける相互関係の問題は、金融サービスの歴史の中で頻繁に起こってきたことだが、特にこの20-30年については、金融業界のIT化などのテクノロジーに金融サービスが依拠する状況が発生してきており、「FinTech」（以後、「フィンテック」と表記）と呼ばれる新しい金融分野も登場し、金融イノベーションのサブカテゴリとなっている。フィンテックというこの言葉は、金融危機後の最初の金融サービスの革新の動きであり、金融サービスの飛躍的な広がりにつながり、新しい金融サービスが加速度的に増える状況を産み出している。

もともと、フィンテックという用語自体は、新興企業やテクノロジーをもって、新しく金融業の世界に入ってくる市場参入者が、銀行、投資会社、保険会社が従来提供していた製品、サービス、プロセス、または流通を革新し、従来の金融の代替手段を作成することを指していた。典型的な例は、クラウドファンディングのプラットフォーム、仮想通貨（現在、一般に暗号資産とされるもの）、InsurTechなどがそれに該当する。最近では、その定義・範囲は拡大しており、既存の金融サービス提供者によるテクノロジーの広範な使用（例えば、オンラインおよびモバイルテクノロジー、バイオメトリクス、さらには、ビッグデータや、クラウドコンピューティング、AIなど）のことも指している。金融安定理事会（FSB）においては、フィンテックを「金融サービスのテクノロジーに革新をもたらし、金融サービスの提供に関連する重要な影響を伴う新しいビジネスモデル、アプリケーション、プロセス、または金融商品をもたらす可能性があるもの」としており¹⁾、すでに、国際機関や各国の金融当局において、グローバルにフィンテックを通じた他産業からの新規参入のリスクやメリット・デメリットならびに、最近の動きがどのような影響を金融サービスそのものへ、また、金融市場に与えるかを議論されているのは周知のとおりである。

実際、フィンテックにより、これまでも多くの金融業への規制についての問題が提起されるようになってきている。特に、技術革新とそれに伴う新たなサービスに従来の法規制を当てはめるのが困難なケースが多く生じており、そのような規制・ルールが設定された当時には、その出現も予測もできなかったテクノロジー、規制当局が考えられなかったビジネスモデルが登場してきている（例えば、取引や管理の分野で人の代わりにできる機械やプログラム上のアルゴリズム、さらにオンライン・プラットフォームや金融商品の売買を行う金融市場の代替になりつつあるブロックチェーンを活用した新しい金融市

1) FSB, 'Financial Stability Implications from FinTech. Supervisory and Regulatory Issues that Merit Authorities' Attention', (27 June 2017), 7, www.fsb.org/wp-content/uploads/R270617.pdf

場)。その上で、新しいテクノロジーの使用により、ビジネスモデルだけでなく、新たなリスクも発生してきており、フィンテックにより従前と今の金融サービスのどこがどのように違うのか、また、潜在的なメリット、デメリットの問題、さらには、サンドボックス（つまり、実証実験の場）のような制度を整備するかどうかなどを検討する必要がある。

また、テクノロジーによる生み出された新たなビジネスモデルは、従来の金融サービスの領域や分野の境界線を超えており、規制の範囲・内容の分析を複雑にし、従来なかった金融サービスの分野横断的な問題を提示している。各業態・分野別の規制の間にある不明瞭な領域、またはルールや規制当局の権限の領域ではカバーできない部分があり、すべての金融規制当局の懸念材料となっている。

そのうえで、既存の金融規制のフレームワークとは異なるフレームワークの作成につながる動きとなり、分野・業態別とは全く違う機能・リスクベースのモデルへの変化を促しているように思われる。

本稿では、「フィンテック」による金融ビジネスの変化に伴い、どのような新たな金融規制の必要性、分野横断型への転換の可能性について、フィンテックの拡大とともに登場し、現実にある金融サービスのいくつか（欧州におけるクラウドファンディングやと暗号資産の分野について、また、わが国における資金移動や金融商品仲介業など）しつつ、このカレントな問題を海外の分析²⁾などを参考に検討を進め、一つの新たな金融規制の方向性を検討することを目標とする。

2) C Brummer and D Gorfi ne, 'FinTech: Building a 21st-Century Regulator's Toolkit', (2014), <http://asstes1c.milkeninstitute.org/assets/Publication/Viewpoint/PDF/3.14-FinTech-Reg-Toolkit-NEW.pdf>; M Fenwick, WA Kaal and EPM Vermeulen, 'Regulation Tomorrow What Happens When Technology is Faster than the Law', (2017) 6 American University Business Law Review 561.

Ⅱ フィンテックと規制問題

—— 諸外国（とりわけEU）における現状を中心に

1. テクノロジーの進化によって生じる従来の法的区分け、サービスや事業者に対する規制の問題

前述のように、フィンテックにより登場してきた新たな金融サービスは現行の法規制に適合しないものも多く、規制当局の視点から見ても挑戦的なものとなる。金融イノベーションの多くは、既存の法的枠組みの中に簡単に組み込むことはできず、他のイノベーションとの相互作用によってより複雑な状況が発生する。オンライン・プラットフォーム・サービスの拡大により、個人間のつながりや契約が容易となり、また、サービス提供者と利用者との間、一般人と業者と区別などが曖昧になってきており、金融サービスにおいても少なからずこのような状況の影響を受けている³⁾。

金融サービス分野に関しては、現在のEUの金融規制では、特定の関連する業務内容、つまり銀行業務、投資サービス（金融商品指令の市場で特定された特定のサービス-MiFID- II No. 2014/65/EUおよび金融商品に関連）、決済サービス、保険活動など業務分野別に、特定の許認可を必要とするが、そのような業務に関する規制の理論的根拠は、それらを実行する業者がどのようなタイプかに関係なく、同様の特性とリスクを示す同じ規制に従うことにより、競争が維持される形になっている。また、特定の関連する体系的に重要な業務については、参入段階およびその業務遂行中でも公的機関の管理下に置かれる。

しかし、基本的な金融法概念（例えば、証券発行、証券業務、保険業務、金融市場など）は、フィンテック下で登場した新しい金融サービスにはほ

3) 欧州委員会, 'A European agenda for the collaborative economy', (Communication) COM (2016) 356 final; Id.を参照。

とんど適用できず、従来のサービスとの間には大きな違いが存在する。そのため、多くのフィンテックから派生する業務は不十分な規制しか受けておらず、つまり、発生しうるリスクに適切に対応できていない状況となっている。

例えば、一部の投資ベース (IBC) および貸出ベースのクラウドファンディング (LBC) というビジネスモデルでは、特定の投資・貸付サービスを提供しているものの、EUの金融規制が適用されない場合がある。同様に、LBCのプラットフォームは、信用仲介と同様の活動を行うが、借入人の選択、ローンの契約条件の設定、および (投資サービスの場合と同様に) クラウドレンダー型ビジネスでの大きな役割を果たしているものの、決済サービスとしての規制は受けていない。

暗号資産に関しても、ビットコインの作成 (「マイニング」) のためのシステムについては、発行者または市場マネージャーとして認識できる自然人がいなことから、これまでのところ、EUではとりわけ投資商品としての規制の適用を受けることがなかった。代わりに、基本的に暗号資産取引所とウォレットサービスオペレーターを運用しているプラットフォームについては、投資、支払い、または電子マネーサービスの提供者と見なされているが、同じ国内でも世界中でも、暗号資産はそれぞれの種類で複雑なものとなっており、中身も著しく異なる場合がある。例えば、米国内国歳入庁はビットコインを「財産」として、商品先物取引委員会は「商品」として、特定の米国の裁判所は財産として認めている。米国証券取引委員会 (SEC) の担当者によると、その分散型の性質のため、暗号資産を証券としては明確には見なしていない。ドイツの金融監督機関であるBaFinもドイツの銀行法) の下でのみ、ビットコインを金融商品、特に「口座単位」で運用されるものと見なしているが、現段階では、ドイツの裁判所はこの見解を共有していない⁴⁾。

4) The Berlin Court of Appeal denied to bitcoin the nature of financial

代わりに、イニシャルコインオファリング(ICO)で発行された特定のトークン(つまり、企業への法定通貨の交換と引き換えにトークンを提供しているもの)などは、その特性(例:譲渡可能性、既存の金融商品と類似している構造)から、多くのEU加盟国および米国当局によって金融商品と見なされ、ケースバイケースで分析されるが、それぞれ異なる判断基準が存在する⁵⁾。

instrument under German banking law: Kammergericht Berlin, 25 September 2018, reference No (4) 161 Ss 28/18 (35/18).

- 5) Maume and Fromberge, 17ff, 41ff. Because of the closed list in Art 211-1 CMF, the French AMF considers equity tokens and transferable securities only when recognising to investors a share of capital of a commercial company: AMF, 'Discussion paper on Initial Coin Offerings', (26 October 2017), www.amf-france.org/en_US/Publications/Consultations-publiques/Arc_hives?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2Fa2b267b3-2d94-4c24-acad-7fe3351dfc8a.

The British FCA considers the simple expectation of the rise in value and of profit from a resale on the secondary market not enough to qualify tokens as transferable securities but requires rights comparable to shares (profit but also voting right on relevant/strategic issues) or bonds, negotiability and presentation as investment: FCA, 'Guidance on cryptoassets', (23 January 2019), www.fca.org.uk/publication/consultation/cp19-03.pdf. The Spanish CNVM has more widely identified, as indicators, the existence of an expectation of profit or the attribution of rights equivalent to financial instruments or the presentation of the product as similar to financial instruments as regards profits or liquidity, even when utility token: CNVM, 'Considerations on cryptocurrencies and ICOs addressed to market professionals', (8 February 2018), www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t=%7b62395018-40eb-49bb-a71c-4afb5c966374%7d.

On the nature of Bitcoin in omparative perspective see also A Blandin et al, Global Cryptoasset Regulatory Landscape Study, (Cambridge, Cambridge University Press, 2019), www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/cryptoassetregulation/#.XN6vQegzbIV; Vandezande (n 27); N Vardi, 'Bit by bit: Assessing the Legal Nature of

欧州中央銀行 (ECB) はこれまでのところ、典型的な暗号資産については電子マネーとしても認めていない (特に、「資金の受け取り時に発行されるのではなく」「マイニング」されるため) だけでなく、代替の枠組みも用意していない、特定の解釈の下では、暗号通貨は決済サービス指令—PSD2 (2015/2366なし) の第4条 (25) に基づく「ファンド」として認定される可能性もあるようだが、これは現在のEU全体での共通の解釈ではなく、欧州司法裁判所はビットコインを「契約上の支払い手段」として認定しているものの、あくまでも、付加価値税法の適用に関連して、付加価値税の免除を認めることのみを目的とした判断にとどまっている。

これに対して近年、欧州銀行監督局 (EBA) と欧州証券市場監督局 (ESMA) は、暗号資産について、一般に支払サービス指令 2 (PSD2) の下での電子マネーまたはファンドではないものの、一定の特性に応じて電子マネーまたは金融商品の概念に該当する可能性があることを認めている⁶⁾。

Virtual Currencies', in G Gimigliano, Bitcoin and mobile payments; constructing a European Union Framework, (Basingstoke, Palgrave MacMillan, 2016), 61; S Shcherbak, 'How should Bitcoin be regulated?', (2014) 7 (1) European Journal of Legal Studies 45, 56.

- 6) 7 'Virtual Currency' means a 'digital representation of value that is not issued or guaranteed by a central bank or a public authority, is not necessarily attached to a legally established currency and does not possess a legal status of currency or money, but is accepted by natural or legal persons as a means of exchange and which can be transferred, stored and traded electronically' (Art 3 (16) V AML/CT Directive; European Central Bank-ECB, 'Virtual Currency Schemes - A Further Analysis', ECB, Frankfurt, 2015). Cryptocurrencies are bi-directional and decentralised virtual currencies. About different types of virtual currencies, see N Vandezande, Virtual Currencies: A Legal Framework, (Cambridge, Intersentia, 2018). The term crypto-assets is more recently used to refer to both virtual currencies and tokens: see EBA, 'Report with advice for the European Commission on crypto-assets', (9 January 2019); ESMA, 'Initial Coin Offerings and CryptoAssets. Advice', (9 January 2019), ESMA50-157-1391, 1.

さらに、ロボアドバイザーについては、パーソナライズされた金融商品の推奨行為と解釈されるが、金融商品に関連する場合、MiFIDにある保険投資商品に関する保険アドバイスの部分に同様の定義が存在する（第2条(1)(15)）。ただ、問題となるのは、完全に自動化されたシステムでは、アドバイザーの一般的な裁量がどのようなもので、(実際の人でない以上)行動規則を適用することが難しいということがある。現段階は、EUでは、ロボアドバイザーに関して、人間主導のサービスとほぼ同等と見なす見解が主流を占めている。また、金融商品の比較サイトとして構成されているものについては、顧客側の好みに基づいて評価を表現しているため、単なる仲介ないしは広告と見なされる場合があるようであり、この点は、わが国(日本)でも業者間で同様の解釈の相違がある。

2. 規制上のジレンマと現在のアプローチ：新しい規制手段と裁定取引

上記の問題に直面して、世界中の規制当局は、フィンテック規制問題に対してこれまで様々な対応策を対応がとられている。

- a) フィンテックに既存の規制を適用するものの、柔軟で幅広い定義と範囲の規制環境を形成するためのインキュベーターまたはイノベーションハブを設置する(英国, シンガポール, カナダ, オーストラリア)。
- b) ガイドラインや警告を通じて、既存の法律をフィンテックの特異性やニーズに適合させる。
- c) ノーアクションレターなどを通じてケースバイケースで規制の免除を実施する(アメリカ)。
- d) サンドボックスまたは新しいアドホック規制を制定する(例:日本, 英国, オランダ, スイス, 香港, シンガポール, マレーシア, オーストラリア)。
- e) 規制の範囲外にあるものとして、合法としないままにする(中国)。
(このような複雑な状況下において、法的コストを削減するために、規制の遵守のためにRegTechを活用している企業も登場している⁷⁾。)

テクノロジーは新たなリスクの温床でもあり、リスクの抑制のために、例えば、オンラインバンキングのケースでは、従来の銀行業務と同じ業務であるものの、その手法が違うために、預金者が同じ銀行にとどまらず、サービスの優越によって容易に預金口座を移転する傾向があることから、競争が激化し、流動性リスクと安定性リスクが増大することが各国の規制当局で懸念されている。また、テクノロジー自体では金融規制の構造や原則を変更することには結びつかず、EUは、金融規制において技術中立性の観点で、その業務の内容に応じたアプローチを模索しており、そのための特定の許認可ルールを設けることが有効かということも議論されているが、既存の金融サービスをまたがっているものも多く、従来のカテゴリが複雑になっている。

ECBは、原則として技術的中立性アプローチを維持しているにもかかわらず、フィンテック銀行（例えば、銀行の商品とサービスの生産と提供を技術に対応したイノベーションに基づいている銀行）に対する最近の許認可状況から分析すると、新しい要件を課し始めており、預金額や顧客特性、統計予測・データに基づく、臨機応変な対応が取られているように見受けられる。

また、EUでは業界団体ルールとして、ロボアドバイザーに関して、適合性に関するガイドラインに、従来の投資アドバイザーと同じルールをロボアドバイザーに適用するようになっている。技術中立性アプローチがフィンテックによって出現した新たなリスクに対応できなかつたり、新しいビジネスモデルを妨げたりする場合、新たな対策が必要となるが、その内容によっては、新規参入者に対して、差別的であったり、損害を与えた

7) V Colaert, 'RegTech as a Response to Regulatory Expansion in the Financial Sector' (June 2018), <https://ssrn.com/abstract=2677116>; Arner et al. (n 2). About the need of new trainings for supervisors' staff, see BCBS (n 2) 6; L Enriques, 'Financial Supervisors and Regtech: Four Roles and Four Challenges', in (2017) RTD.

りするケースもあるだろう。ただ、それでも、機能とリスクの点で特定のフィンテックによりもたらされた新たなビジネスモデルと従来のビジネスとの大きな違い、および顧客を保護しながら財務上の包摂を進めるための代替的な施策の必要性を考慮して、新たなビジネスモデルを正当化していく方向を検討すべきというのが、主要な金融規制当局の共通したスタンスであるように見受けられる。

その中で、一部の国（英国、シンガポール、日本など）は規制サンドボックス制度を導入し、企業が管理された環境で実際の顧客と新しい製品やサービスを試すことができる場所を提供するようにしている。既存の規制の適用除外または適用停止の範囲は、サンドボックスのタイプ、活動のタイプ、そのビジネスモデルの公序良俗などに依拠しているが、革新的なビジネスをよりよく理解し、それを規制する前にその開発を可能にし、市場参入の障壁を取り除き、同時にサービス利用者への潜在的なリスクを抑えるための施策作りの教訓を得ることができる。（ただし、サンドボックスには欠点がないわけではなく、平等なフィールドの欠如、リソース集約型であることや、モデルの収束のリスク、透明性の欠如など、および設定された制限内でのサンドボックスのセットアップと実施の難しさも指摘されている。）

3. クロスボーダー活動に関連する規制上の問題

インターネットやそのほかのテクノロジーの発展・普及により、金融サービスや金融商品を利用者・投資家がサービス提供者との距離を意識せず、国境をまたいだ形で利用したり、売買したりすることが可能になっている。反面、様々な国の利害が関連し、複数の国の規制が適用される可能性が出てくるという、法的に複雑な状況が生まれている。実際、サイバー空間での取引と考えた場合、国際私法の問題と捉えるべきか、また、国内法で処理できる問題なのか等の問題は、プロバイダーと利用者・投資家がどこに居住しているのかという問題と相まって適用可能なルールがどれになるのかを理解すること自体が困難となる。

銀行や投資会社の場合、特定の要件を除いて、国をまたいだ相互承認が認められ、自国で承認された活動に関しては、支店を通じて自国の規制と監督の対象として、カバーすることが可能であり、適用される行為と金融商品等に関連するルールについては、銀行の場合はホスト国の、また投資会社の場合は本社が設置されている国のルールを中心にその適用方法が決められている。また、利用者が居住地の国の法律が認める保護を害することはない。

反面、取引がデジタル化されると、どの国の領域でサービスがいつ提供されたのかなどが明確でなくなるケースがある。原則として、特定の国で「特徴的な行為」（つまり、資金決済行為など）が行われた場合、その国で取引が行われたと見なすことは可能だが、そのような一般的な原則は、銀行部門に関してのみ各国で共通した認識となっており、保険部門ではその商品性などによって異なる基準が導入されている。

また、譲渡可能証券の場合、発行者が登記された事務所が存在するの国の規則が適用されるものの、投資の勧誘などの局面で、他国の規則が適用される場合がある。この状況、デイスクロージャー制度がグローバルベースで不統一なことも相まって、状況が複雑になっており、発行者の問題だけでなく、投資会社などに関して、他国の規制・ルールが適用される場合がある。

一見、ある程度統一性があるように見えるEUにおける規制でも「金融商品」、「投資サービス」、「ファンド」などのEU法の適用可能性に関する基本的な概念の解釈と消費者保護指令の実施には、EU加盟国間で大きな違いが存在し、適用される国内規制によっても、非常に異なる規制上の扱いが発生している。

このように、国をまたがる投資家保護、国境を越えた監督には困難が生じるだけでなく、国境を越えたビジネス展開の阻害要因となり、調和ができていない状況が発生している。また、それが、決済分野において複数の管轄区域で事業を行っているフィンテック企業が比較的少数にとどまる要

因となっている⁸⁾。

4. 金融規制および監督における現在のアプローチの隙間に由来する問題

繰り返し述べてきたように、既存の金融規制は個別の分野別規制で構成される傾向があり、銀行、投資会社、保険会社に適用される規制には様々な違いがある。それらのいくつかは、伝統的な仲介機能の多様性に由来しているものの、フィンテックにより、機能の違いが小さくなり、分野別ではない形が、今後は主流になるかもしれず、複合的な新たな機能を持った新しいビジネスモデルが登場してくると考えられる。

EUは最近、分野横断的なイノベーションに対応するためのいくつかの施策を実施している。例えば、従来のMiFIDによる投資家保護のような行為規則と商品介入力を通じて、投資家を危険にさらしていると考えられる新しい投資商品と提供方法の存在を確認することを始めているが、まだ首尾一貫した方法とはなっていない。個人投資家保護の枠組みを活用した総合的なアプローチでも、最も複雑でリスクが高いと見なされている特定の製品にのみに限定されている。

フィンテックは、そのような分野別規制の弊害をより鮮明にしている。特に、実際には、異なる領域に同じテクノロジーを導入しているために、分野間でリスクが顕在化する可能性がある（例えば、AIおよびアルゴリズム財務管理、年金、貸付および保険に適用されるロボアドバイザーなど）。そのうえで、フィンテックを支えるデジタルプラットフォームは、ネットワーク障害、相互運用トラブル、ブラックボックス化、データの無許可利用など、多様な問題が発生するリスクを抱えており、これらの部分だけでも金融

8) Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), 'Sound Practices: implications of Fintech developments for banks and bank supervisors', (February 2018), 13-14, www.bis.org/bcbs/publ/d431.pdf; Commission, 'FinTech Action Plan: For a more competitive and innovative European financial sector', (Communication) (8 March 2018), COM (2018) 109 final.

サービスと関連がなくても、近い将来に、独自の規制措置を受ける可能性もある。さらに、金融サービスならではのビックデータビジネスについても、データ内容や量により競争上の優位性を背景に、広範囲の金融サービスを提供することには寄与しているものの、個人情報やプライバシーに関する法規制、さらには、そのデータの保護についての情報セキュリティの側面からの法規制の問題もあり、金融規制の枠組みを超えた様々な法規制のグレーゾーンにはまり込む可能性がある。

Ⅲ わが国の金融規制における分野横断的規制

——「資金決済」と「金融商品仲介業」の事例からの考察

わが国においてもフィンテックの登場により、とりわけ資金決済の分野ならびにオンラインでの金融商品の売買（仲介）ビジネスが飛躍的に伸びた。特に、前者に関しては、これまでの銀行主体で展開されていたサービスについては、現金からコード決済や電子マネー等が主流となり、わが国の決済シーンは大きく変貌した。また、後者についても、銀行や証券会社の窓口で展開していた業務から、各金融機関が提供する比較サイトやロボアドバイザーまで巻き込んだネット販売が主流になりつつある。フィンテックを通じて投資家がより適切な判断ができる環境づくりには成功しているものの、反面、どこからが金融機関の業務範囲であるかが利用者・投資家側からはわかりにくくなるなど、トラブル・損害発生時の責任関係をどのように推し量るかが難しい状況となってきた。

1. 「資金決済」をめぐる論点

わが国の金融に関する規制も欧州同様に金融サービスの機能別になっており⁹⁾、伝統的な体系として、「銀行」、「証券」、「保険」の金融の主要3

9) わが国の場合、さらに特徴的なのは、ユニバーサルバンキング形式を金融サー

分野別の規制となっており、金融サービスの横断化とともに、機能的な分類による法規制の導入が考えられてきた。特に、以下の2018年に公表された金融庁の金融スタディ・グループによる機能分類による整理が大きき一歩と考えられるが、この時は、資金決済法の改正に軸足を置いた検討であったために、基本、「資金決済」を一つの分野として整理したものになっている。資金決済の部分は従来、銀行が銀行法上の為替取引（銀行法2条2項2号）の部分で、銀行の固有業務とされ、規定されていた。しかし、現在では、資金決済法における前払式支払手段（同法3条）、資金移動業（同法2条2項）、暗号資産交換業（同条7項）、電子決済手段等取引業（同条10項）、さらには、割賦販売法上の包括信用購入あっせん（同条3項）など、様々な決済手段や関連する業務が銀行以外にも認められており、従前は銀行の主要業務であった「資金決済業務」も今や銀行だけのものではなく、特に、2009年の資金決済法改正で認められた「銀行等以外の者が為替取引を業として営む」資金移動業が認められたことで、飛躍的に参入企業数が拡大している。また、電子マネーやコード決済といったような新しい支払い手段も拡大しており、これらの間では、非金融分野から参入してくる業者も多くなっている。

このような新しいタイプの業者の出現が、資金決済法により認められたことは、銀行法の枠組みから逸脱したまた別個の業態が出現したことを提示しており、また、資金の預け入れ＝預金等の預け入れが銀行法3条に銀行の固有業務として認められてきた理論的な正当性が崩れていることを意味している¹⁰⁾。さらに、現在の資金決済法上では資金決済業者にある一時

ビスがとられていないこともあり、体系的な「金融法」が確立しておらず、「金融法」と題して刊行されている体系書などを見ても、いまだにそのほとんどは基本銀行法を中心に扱っているものが大半である。証券関連法制や保険法は全く別物の取り扱いであり、銀行での投資信託や保険の販売など、急拡大している金融サービスの現場での機能横断化の進歩に追いついていない状況にあると言える。

的な預り金の法的性格も明確でない状況だが、その預り金を要求払いの預金であると考えれば銀行法3条の預金と同様であり、欧米のDeposit-taking Companyのように準銀行として、銀行に準じた規制を課すことは、そのリスクに比して、資金決済業者の経営安定性や利用者保護の観点からも将来的にありうるオプションであろう。

反面、他産業からの参入に関しては、本業が抱えるリスクがどのような影響を資金移動業のパートに与えるかについては未だ、事案が少なく、今後、さらに検討を進める必要がある。

2. 金融商品仲介業をめぐる論点

さらに、2021年からは、情報通信技術の発展により、オンラインでの金融サービスの提供が広範囲に可能になっていることを受けて、日常生活上の金融取引ニーズに応える新たなビジネスが展開されることも想定され、銀行・証券・保険すべてのサービスをワンストップで利用者に提供する仲介業務必要性から、そして、イノベーションの促進等という観点から、利便性のより高い金融仲介サービスを実現していくため、複数業種かつ多数の金融機関が提供する多種多様な商品・サービスをワンストップで提供する仲介業者に適した業種として、「金融サービス仲介業」が創設された。

従来、銀行・証券・保険すべてのサービスをワンストップで利用者に提

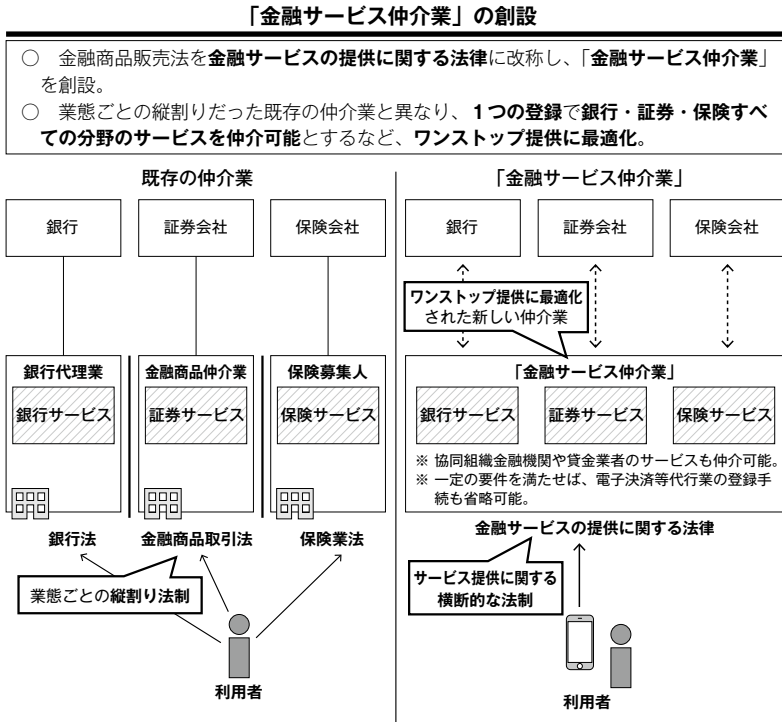
-
- 10) 長きにわたり銀行が貸付業務に加え、決済サービスを専門的に提供するという従前からの金融論における銀行論からすれば、預金サービスを提供している銀行が倒産した場合に、決済システムを通じて他の銀行も倒産する可能性があるという「システムリスク」の論点から、為替、預金、貸付の3つの固有業務をセットでの銀行業務が成り立っており、法的にもそのように構成されていた。しかし、現在では、それぞれの業務のリスクが関連性なく発生することが明らかであり、また、資金決済業の登場により、該当する金融機関を破綻させないという共通した目的をのぞけば、業務ごとに発生するシステムリスクはそれぞれ異なるものであり、資金決済と与信・受信を兼営している金融機関とそれ以外を同じ規律で規制する必要はないだろう。

供する仲介業者はいたものの、①「業態ごとの縦割り規制」と②「所属制」が存在し、2019年の段階ではわずか5社程度に過ぎなかった。実際、従前の制度下で複数業種（銀行・証券・保険）にまたがって多数の金融機関が提供する金融サービスを仲介しようとした場合、銀行法における銀行代理業者、金融商品取引法における金融商品仲介業者、保険業法における保険募集人や保険仲立人といった業種ごとの規制が存在し、仲介しようとする分野に応じて複数の登録等が求められ、さらに、特定の金融機関の系列上所属することが求められており、多数の金融機関が提供する商品・サービスを仲介しようとする場合、所属金融機関それぞれから行われる指導に対応する必要があった。（銀行代理業者、金融商品仲介業者、保険募集人等は、制度上、特定の金融機関に「所属」することとされており、所属制の下では、所属先の金融機関は、例えば、仲介業者の指導等の義務や、仲介業者が顧客に加えた損害の賠償責任を負うこととされていた。）このような制度は、複数業種（銀行・証券・保険）にまたがった仲介や多数の金融機関を相手方とする仲介を必ずしも念頭に置いていない側面があり、事業者にとっての負担も大きいという指摘もあった。そこで、新たな「金融サービス仲介業」では、下記の点等に留意した形で新たなモデルが作られた（図1）。

まず、①業種ごとの複数の登録等を受けずとも、新たな仲介業への参入により、複数業種をまたいだ商品・サービスの仲介を行うことを可能とすること（つまり、「業態ごとの縦割り規制」をとらない）、②新たな仲介業者には所属制を採用せず、取扱可能な商品・サービスの限定、利用者資金の受入れの制限、財務面の規制の適用等により利用者保護を図る（「所属制」はとらないが、「所属制」でないことで利用者保護が疎かになるおそれがあることから、別の利用者保護の規制を行う）ことである。

ただし、フィンテックが関連したビジネスモデルには常に共通した課題となるが、金融に関連するサービスを提供する以上、セキュリティの強化が必須であり、2021年11月、金融サービス仲介業の制度開始時に参入企業が数社に留まった大きな理由として、「セキュリティ面のハードルの高さ」

図1 金融サービスの利用者の利便の向上及び保護を図るための金融商品の販売等に関する法律等の一部を改正する法律案説明資料 | 2020年3月 金融庁より



<https://www.fsa.go.jp/common/diet/201/01/setsumeimei.pdf>

があるといえる。また、セキュリティの高いWebサービスを構築できたとしても、万一、セキュリティが破られた場合に、どの程度の責任とリスクを負担するののかという問題については、なかなか難しい判断になる。また、すべての金融サービスの仲介を行うことでワンストップになっているのは良いとしても、各金融商品の抱えるリスクは違うはずで、仲介業者がリスクウエートの判断ができるのか、損害に対するリスク負担の問題と相

まって、このままの状況だと、参入企業側にとっても参入リスクは相当あり、むしろ、もともとの金融サービス・商品を提供している金融機関の抱えるリスクの一部負担をしている状況ともいえる。

IV 結論：機能別かつ分野横断的なアプローチの必要性

1. 拡大している金融サービスへの規制の方向性

上述のように、フィンテックが起爆剤になって急拡大した金融サービスにより、従来の金融規制の枠組みを超えたあらゆる種類の金融商品やサービスが登場してきているなか、サービスが登場するたびに新たな規制をするには限界がある。すでに、欧州では、既存の指揮性の枠組みから、段階的（つまり、活動/機能に応じて要件が段階的に増加する）、機能的（要件、特に慎重な要件をオペレーターの機能に合わせて調整する）、および¹¹⁾（リスクに対して）比例的なシステムが必要であることが指摘されている¹¹⁾。

また、分野横断的なアプローチをとることで、分野別に存在する免許・許認可の違いを減らし、現在の分野別規制による金融サービス利用者や投資家の保護における抜け穴や重複を回避するために、標準的で総合的な情報提供を行う仕組みを導入して、金融サービス利用者への説明レベルを向上させることも考えられる。そこでは、コスト、リスク、サービス提供者の役割、および利用者・投資家の救済手段に重点を置いた内容の情報が、明確かつシンプルで誤解を招かない方法で記載されている必要があるだろう。また、サービス・商品の分野、規制されている内容、さらには、サービス提供者のタイプや業務なども明確にされている必要がある。このような形態を保つことで、一部のフィンテックにより登場してきた「グレーな

11) European Commission 'Summary of contributions to the Public Consultation on FinTech: a more competitive and innovative European financial sector', (2017), https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2017-fintech-summary-of-responses_en.pdf.

領域」をカバーできるようになり、既存の規制を回避していても、最低レベルのクライアント保護を確保でき、かつ、特定のテクノロジーが提起する分野横断的な問題への対応としての規制を簡素化できる可能性がある¹²⁾。

また、フィンテックならでの多様性とその結果として生じる問題について、個別の問題にかかわるフィンテックの中身の違いやそのようなリスクと機能に対する規制についても検討する必要がある。オンラインバンキング、特定のロボアドバイザーとInsurTechなどを例にとっても、従来のサービスを電子化、ネット化したものと、従来はなかったもの（考えられなかったもの）もあり、特定の要件の中で、使用される技術もまた規制の対象になりうるものもあるだろう。

そのうえで、機能とサービス内容などは、従来のものに近いものであっても、フィンテックにより、リスク、構造、利用者・投資家の受け止め方や信頼性の点で大きな違いがあるような場合、サンドボックス制度でまず検証すべきものの、特別な規制の策定が検討されるべきだろう。

例えば、金融市場での貸出/投資行為（FRC）は、従来の活動の真の仲介者ではなく、フィンテックにより革新的な仲介者が登場につながり、市場投資（またはIBC）などのFRCの一部の機能は、従来の仲介業に類似しており、規制の単純な免除/円滑化は受け入れられないものの、代替的な役割を果たしており、これまでの伝統的なスキームとは分離されている。また、その形態は、投資家の信頼を含む体系的な影響を含まないものの、企業の評価、および投資家の決定過程や方向性、ベンチャーキャピタリストまたはビジネスエンジェルとの共同投資などに関しては、革新的なものであり、リスクは高いが比較的単純な市場を形成し、より多くの財政的包摂（例えば、中小企業のためのより多くの資金調達）の多様化につながってくる。それは、市場を通じた上場や銀行による投資とは大きく異なるものでもあ

12) “European Financial Regulation: Levelling the Cross-Sectoral Playing Field”
4. FinTech Regulation from a Cross-Sectoral Perspective (Eugenia Macchiavello) P81.

る。このような新たなプラットフォームは、投資の側面を備えた新しい形態の信用仲介（個人を結び付け、関連する情報サービスを提供する）となり、これまでの特定の金融ビジネスモデル、証券会社、金融市場、ポートフォリオ管理の仕組みや理論なども同様の機能を果たし、金融商品の情報の非対称性の削減に貢献すると考えられる。したがって、投資活動の従来の規制モデルに従うが、（さまざまな種類の資産およびビジネスモデルを考慮して）簡素化され、SMEおよび消費者といったのクラウド借入者も保護する必要性を考慮した規制（たとえば、透明性の義務、過度の債務とその他のリスクへの対応策、撤回権）を設定することは合理的であると言えるだろう。欧州のクラウドファンディングサービスプロバイダー規則（ECSP）に関する数年前の委員会提案¹³⁾は、これらの指針となる原則を部分的にしか反映していない。その提案は、IBCとLBCの両方（分野横断的）のために、MiFIDを免除して、単純な承認、開示、テストの実施をする（一種の妥当性テストを含んでいるが、一般的なクラウドファンディングおよびクラウドファンディングサービスのみに関するものであり、それに派生する投資商品についてはない）一方で、特定の商品（譲渡可能証券以外の消費者ローンや金融商品）については反映されておらず、MiFIDの形を継承している部分も多く、現状の金融市場に登場しつつある、機能的かつ比例的なフレームワークにはなっていない。その結果、クラウドファンディングサービスの定義は、現在「パッチワーク」的な規制の枠組みになってしまっており、投資家や投資を受ける側にとっても十分な保護対策が存在しない状況になっている。近年の欧州議会決議（前に同様のECON委員会の報告書が発行されている）では¹⁴⁾、価値評価の義務付けはしつつも、「パッチワーク」効果のために潜在的な投資家

13) Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business', (8 March 2018), COM (2018) 113.

14) 欧州議会 Legislative resolution of 27 March 2019 on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on European

の混乱を招いており、国を超えた金融監督を実行するための監督を相殺するためのより革新的なセーフガードを導入する機会を逃しているとも言える¹⁵⁾。

このような状況下で、フィンテックのサブグループには、特定のトークンのICO（投資トークンやハイブリッドトークンなど）が該当すると考えられ、それらは金融商品のIPOに似たものだが、これまでにない（分散型および中間型システム）構造と新たなタイプの権利が付随しているため、既存の金融規制には適合しないものになっている。金融市場や決済（伝統的な機能および予約された機能）に対する特定のルールの適用、その体系を維持することの重要性から、どのようなタイプのもので会ったとしても、ブロックチェーン・プラットフォームがトークンを発行するにあたり、その発行と流通のために一定の法律的枠組みをどのように適応させるか検討する必要がある。（中心的な管理者が存在することを前提としている）従来の規制の適用はふさわしいものではなく、規制するのにふさわしくなく、適切な設計によるコンプライアンス、または「コードによる規制」形式の導入へと転換していく必要があるだろう。

2. わが国の法規制への示唆

上記のような諸外国のアプローチに対して、わが国の金融サービス規制の形態は未だ、新しいサービスが出てくるたびに規制を追加していく追加

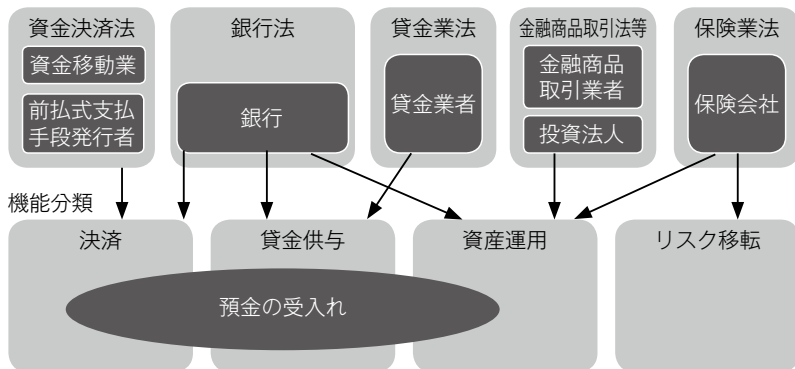
Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business', (COM (2018) 0113-C8-0103/2018-2018/0048 (COD)),; European Parliament-Committee on Economic and Monetary Affairs, 'Report on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business', (9 November 2018).

15) 欧州連合理事会, 「欧州議会および理事会の以下の規則の提案 事業のための欧州クラウドファンディングサービスプロバイダー (ECSP), および規則 (EU) No 2017/1129の改正—Mandate for negotiations with the European Parliament-Compromise proposal」, (24 June 2019).

型と言ってよい状況にあり、また、参入要件も（提供者の規模とは関係なく）各サービスが提供するサービス機能が抱えるリスクが配慮された形には十分になっておらず、非常時においても問題となる各サービス提供者の財産的基盤などについては必ずしも十分な配慮がなされていない（図2参照）。金融商品仲介業者のような事例でも、考えるワーストケースが法規制には十分に反映され（例えば、投資家や金融サービス利用者に何らかの損害が発生したケースにおける仲介業者と金融商品提供者との損害の負担率等の問題は基本、業界ルールで決められてはいるものの、利用者や投資家側からはわかりにくい仕組みになっている）ているとはいえない。

金融機関への規制を機能別・分野横断型にしていくことは、既存の分野別規制をとっているわが国にとっては、特に、銀行法・金融商品取引法、さらには保険業法での規制の再考につながり、については、各金融サービス提供者の免許・認可基準を大きく変化させる可能性があるのは確かだが、現行の枠組みは現状の金融サービスの拡がり、ならびに利用者のリスク認識ともマッチングしていないために規制の隙間が生じている。銀行法をはじめとする業法が金融規制と監督の根幹である以上、行政の目線からすれ

図2 現行法の金融規制の基本的枠組み

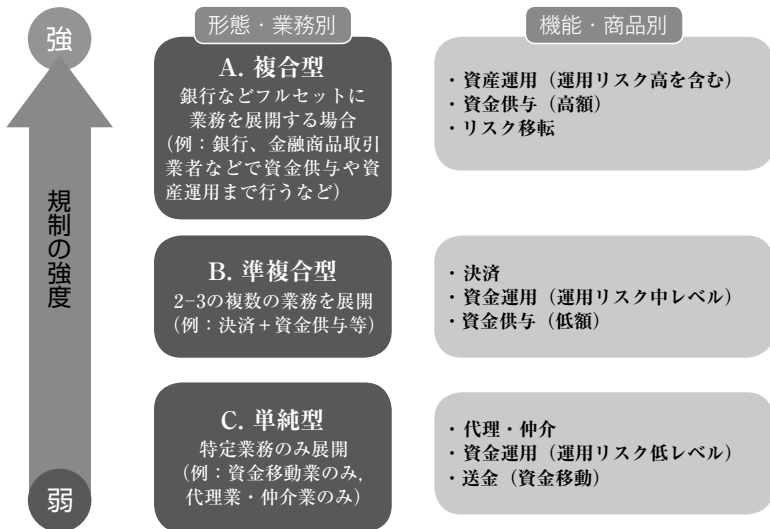


(金融審議会「金融制度スタディ・グループ中間整理」(平成30年6月)等を参考に作図)

ばこれらの抜本的な改正は従来の金融行政を抜本的にひっくり返す話でもあり、規制当局も含め、抵抗感はあると推察できるが、分野横断型、ないしは機能別金融規制を行い、これまでの縦型の考え方ではなく、機能別に分かれた横串型の重層的な規制に変化させることで、金融サービスを受ける側も各社がサービス提供範囲や抱えるリスクがわかりやすい形となるだろう。

今後もテクノロジーのさらなる進歩により、金融サービスのクロスボーダー化はさらに進行する中、それに伴う金融サービスの利用や金融商品の売買の現場でも国を意識する局面がすくなくなり、各国ともに、各金融機関の最近のビジネスモデルの中では分野・業態の違いが、特に、顧客と金融機関間のフロントラインの現場で、わかりにくくなっている。そのような局面においては、図3でも示したように金融サービスや金融商品は、サービスの機能や商品性で分ける方が、リスクに伴う規制・ルール・利用

図3 規制の強度と機能・リスクに依拠した規制の考え方



者・投資家保護の見地からもグローバルレベルで各国と共通化した施策を考えるうえでも有効な施策となるはずだ。

本稿はフィンテックにより、さらに加速度的に進んできている金融サービスの多様化・クロスボーダー化の中で、分野横断型規制の議論を改めて整理し、あるべき将来の規制のあり方を提示した。決済分野では急速にキャッシュレスが進む中、この分野横断型規制の議論もまた国内、かつグローバルレベルで進展していけらう。

【参考文献・論文】

- ・“European Financial Regulation: Levelling the Cross-Sectoral Playing Field”
(Veerle Colaert (編集), Danny Busch (編集), Thomas Incalza (編集)) Hart Publishing 2019/12/26
- ・堀天子「決済と送金をめぐる概況と一考察」金融法務事情 2215号 (2023年8月)
- ・得津晶「金融法の体系の中の「資金決済法」」金融法務事情 2216号 (2023年9月)
(本学大学院教授)