



特集 ▶ 東京大学公共政策大学院シンポジウム「新時代における金融システム・法制度の展望」

公開シンポジウム 「新時代における金融システム・法制度の 展望」における議論を通じて

金融庁企画市場局長

三井秀範 Hidenori Mitsui

東京大学大学院法学政治学研究科教授

神作裕之 Hiroyuki Kansaku

東京大学公共政策大学院特任教授

湯山智教 Tomonori Yuyama

2018年9月18日、東京大学公共政策大学院において公開シンポジウム「新時代における金融システム・法制度の展望」が開催された¹。冒頭の開会挨拶で、高原明生公共政策大学院長より産官学連携の重要性等が述べられた後、標記テーマの下、2つの基調講演（三井秀範金融庁企画市場局長、神作裕之東京大学教授）およびパネルディスカッションが行われた。本稿では、その主な議論・指摘内容等について紹介する²。

シンポジウム登壇者（五十音順）

植田健一 東京大学公共政策大学院・経済学研究科准教授（パネル）
大崎貞和 東京大学客員教授・野村総合研究所（パネル）
小野 傑 東京大学客員教授・西村あさひ法律事務所（パネル）
神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授（基調講演・パネル）
幸田博人 京都大学経営管理大学院特別教授（パネル）
三井秀範 金融庁企画市場局長（基調講演・パネル）
湯山智教 東京大学公共政策大学院 特任教授（司会）

1 本シンポジウムは、東京大学公共政策大学院における寄付講座「資本市場と公共政策」（みずほ証券寄付講座）の活動の一環として開催された。配布資料等は、東京大学公共政策大学院ウェブサイト（<http://www.pp.u-tokyo.ac.jp/CMPP/2018-09-18/index.html>）よりダウンロード可能。

2 講演内容は、それぞれの所属組織の見解ではなく、個人的見解に基づく。

1. 基調報告の主な内容

(1) 新時代を見据えた金融行政の現状と課題 ——金融規制体系を中心に(三井秀範金融 庁企画市場局長)

FinTechが進展する新時代では金融規制体系が今のままではもたないという問題意識の下、金融審議会で議論をしてきた。以下、個人的見解を交えながら考えてみたい。現状、たとえば銀行を例にとると、預金・資金供与・決済などの重要な金融機能を銀行法で規律している。しかしながら、その一部分、たとえば送金などの業務しか行わないところも出てきている。金融商品取引法は、投資家保護とともに、金融資本市場の市場メカニズムを保護するためにあるため、かなり包括的規制であるが、P2Pレンディングなど資産運用と与信の両機能が交錯する新たな課題がでてきている。

では、どのように法体系を考えていくべきか。法規制を考える際に、法律家は保護法益という言葉をよく使う。そこで、金融を4つの機能（決済、資金供与、資産運用、リスク移転）で分類した際に、それぞれの機能で何を法的に保護しているのかを考えた。金融審議会では、それを①各機能の確実な履行、②利用者に対する情報提供、③利用者資産の保護、④利用者情報の保護、⑤マネロン・テロ資金供与の防止、⑥システミックリスクの顕在化の防止、として整理したが、この中でも、たとえば資産運用と決済で、果たさなければいけない機能や保護法益は、同じではなく、それに対してどういう手段を使うかもかなり異なる。たとえば、資金決済という、お金が確実に移動して相手に届くことを確保するための規制と、資産運用において、リスクとリターン、コスト・リターンの観点から利用者が便益を最大限享受できる環境を整備するといった規制はかなり違う。

現在、これに加えて、プラットフォームの出現というさらに難しい問題が起きている。巨大な

プラットフォーム等では膨大なデータが蓄積され、それに基づいたサービスを提供することができるが、こうしたサービス提供者からみると現行金融規制はやや面倒なものとなる。たとえば、預金、決済、資産運用といった商品を何らかの形で仲介、あるいは自前ですべてを揃えようとする、関連する登録、免許をすべて取らないといけない。しかしながら、それぞれ守るべき利益がある中で、それぞれ規制内容が異なっているため、こういうプラットフォームにはどういう規制をするのが適切で効率的かという問題は避けて通れない。

もう一つ考えなければならないのが、銀行・保険・証券等の業種にそれぞれかかる業務範囲規制の問題である。業務範囲規制の目的は何なのかというと、①本業専念による効率性発揮、②他業リスクの排除、③優越的地位の濫用防止、④利益相反取引の管理、があげられるが、特に②③④あたりは、基本的な概念としては残るとしても、どう弊害を最小化し統一的な規制をしていくかが課題になっている。今後の検討に当たっては、こうした広範な検討を、スピード感をもって行う必要がある。その際、EUにおける規制など海外の規制動向なども参考にする。

また、最近の仮想通貨に関連して、やや困った問題も起きている。現行の金融法制は、みな金銭をベースに規定されており、仮想通貨のように、金銭に当たらないものが金融商品と同じような形で使われているのは、ここから書き換えていく必要があるかもしれない。コインチェックの事件を踏まえて、仮想通貨交換業者についても、現行の法律の範囲内でできることに加えて、今後、どうしていくか仮想通貨研究会などで制度面も検討していきたい。

最後に、悩ましい課題として、人工知能の進展への法的対応をあげたい。民法も含め、意思というものが日本の法体系ではベースにあるが、意思を観念できないようなものにどう適用するか。説

明義務、適合性の原則、投資者の自己責任原則など、AIではどう適用していくべきか考えていけないといけない。

以上、多くの問題提起を行ったが、金融審議会では議論を行い、望むらくは今年度中ぐらいには、中期的な展望と、当面行うことを皆様方にご報告できればと思いながら作業を進めていきたい。

(2) 新時代における金融監督法制の課題と展望 (神作裕之東京大学大学院法学政治学研究科教授)

FinTechの進展が金融業に与える影響は無視できない。FinTechの長所は、分権化・分散化、非金融機関による金融サービスの媒介の増加、高い効率性、透明性、高い競争力などであり、これらは金融システムの強靱化に結び付き得る。他方、FinTechが破壊的・革新的技術と評される理由は、既存のビジネスモデルに終焉をもたらす可能性があるからである。たとえば、銀行は、預金・貸付・決済などを合わせて行う「バンドリング」モデルであるが、分散化モデルは「アンバンドリング」を一つの特徴としており、「バンドリング」モデルに対するアンチテーゼのような面がある。FinTech企業にとって魅力的な立地をめぐる規制者間の競争が生じており、現行の金融法制がFinTechに十分に対応できているという見方は少ない。FinTechを促進し、実務の変化に迅速に対応できるような規制上およびエンフォースメント上の枠組みを議論していく必要がある。見直しの視点は、①イノベーションの促進、②金融監督法制の目的の確保・実現、③資金洗浄やテロ資金のための悪用防止、の3つである。FinTechの促進という観点だけを前面に出して、「底辺への競争 (Race to the bottom)」が生じることを回避しつつ、金融の安定性、投資家・消費

者保護などとのバランスを図っていく必要がある。グローバルなレベルでの規制動向にも注目する必要がある。

こうした観点から、EUを中心とするヨーロッパの動向を見ると³、まず、参入・監督規制の観点からは、サンドボックス規制を金融分野でも導入して、FinTechがどのような規制上の問題点を生じさせるのかについて実験的な試みを行い、望ましい「ベストプラクティス」を探る動きがある。また、監督法制が技術に対し中立的であることの必要性が強調される。利用者保護の観点からは、金融事業者と顧客との関係が電子的になることに伴う論点、たとえば顧客認証、本人確認、遠隔地取引に伴う問題、データ保護等があげられている。暗号通貨 (仮想通貨) については、市場リスク、詐欺リスク、サイバー攻撃の可能性があることを重視しつつ、各国当局にその評価を委ねている。FinTechの促進という観点からは、ブロックチェーン・分散型台帳技術の分野での一定のルール必要性、ブロックチェーン・イニシアチブやFinTechラボ設置等の提言がなされている。

こうした中、わが国における議論は一言でいうと、「Back to the basic」すなわち、金融機能の基本に戻って考えてみるという基本的アプローチを重視している点に特徴がある。金融監督法の目的は、①機能保護、②利用者保護、③金融システムの保護、の3つに集約できる。ここで留意すべき点は、金融監督法制という利用者保護は、あくまでも一般的、抽象的な保護であって、個別具体的に害された人に請求権が当然に生じるというわけではない。権利を与えて解決するという場合には私法的な解決が必要となり、分散化された場合にはおそらく私法的な解決を導入すべき領域が広がっていくものと思われる。そして、基本的な考

3 欧州委員会「FinTech アクションプラン：より競争力のある革新的な欧州の金融セクターのために」(2018年3月8日)等を参照。

え方は同一の機能・同一のリスクに対しては同一のルールを適用し、金融の「機能」を、「決済」「資金供与」「資産運用」「リスク移転」の4つに分類した上で、各「機能」のリスクに応じて何を保護すべきかを洗い出し規制を設けているということである。その上で、次にFinTechに特有のリスクとは何か、たとえば仮想通貨・ICO（イニシャル・コイン・オファリング）など個々の対象やビジネスモデル等についてリスクを洗い出し、基本に照らして規制のあり方を考えていくことになる。

では、FinTech一般のリスクは何かというと、個々の業者リスクとマクロレベルのリスク共有しており、サイバー・セキュリティ、顧客に対する情報提供の不十分さ、法的不明確性、スマートコントラクトの法的有効性など金融分野に限られない一般的な問題が多く含まれる。暗号通貨についても、分別管理の方法、強制執行の方法、秘密鍵の管理の法的性質など多くの論点がある。こうした論点に対してどのような考え方で対処すべきかということ、金融監督法の目的、資金洗浄・テロ資金等への利用の防止を確保しつつ、FinTechを促進し実務の発展に迅速に対応する規制およびエンフォースメントのあり方を、過不足のない規制を行うことで達成する必要がある。その際には、比較法的知見の活用、サンドボックスの実施を通じた実験的・試験的運用からの知見、ハードローとソフトローの役割分担と協調など自主規制の活用、産官学協働などの重要性を指摘できると思われる。

2. パネルディスカッションにおける主な報告内容

(1) 経済学的アプローチに基づく指摘

植田氏は、経済学的アプローチに基づく報告を行った。FinTechなどの技術革新が進展した場合であっても、銀行業は引き続き特殊性、すなわちマチュリティ変換機能を有しており、短期調達・長期資金供給という伝統的な役割は変わらないことから、引き続き銀行取付（市場の機能不全）の可

能性も残り、このため預金保険や中央銀行の「最後の貸し手」などのセーフティネットも残り、これに伴うモラルハザードを防ぐために銀行業には自己資本比率規制などの金融規制が必要である。FinTechなどの技術革新がなされた場合であっても、それは現金一括決済が電子的決済に代替されたり、借り手情報などがより容易に入手できるようになることであり、何か新しくすごいことが起こったわけではなく、一言でいえば情報コストの低減に尽きる。厚生経済学の基本定理によれば、社会的に最適な財配分がなされて市場が機能する条件は、①市場の完備性、②情報の完全性、の2つであったが、最近では情報の完全性はあまり必要がないということがわかってきた。つまり、情報が不完全でも、政府の規制が必要となる状況にはならない。ましてや、FinTechにより情報を完全にしていく方向に向かっていると、ますます規制の必要性がなくなっていく。このため、引き続きセーフティネットやブルーデンシャル規制は必要だが、必要と考えられない規制は緩和していくべきである。具体的には、異業種参入規制は緩和されるべきであるし、情報共有・プライバシーの問題については市場取引などで解決できるようにすべきであろう。ただし、FinTechベンチャーが参入するにしても、信用創造を行わない規制は必要であり、つまり銀行業とは何かというところの線引きは明確にしておくべきだと思われる。

上記指摘に対し、三井氏からは新たな事業者がシステミックリスクとどう関係があり得るか、保護すべきものとそうでないものを考えていくことが必要かもしれないとの指摘がなされた。

(2) 米国ICOの動向を踏まえた議論

大崎氏は、FinTechに関連して足元で注目されている重要テーマであるICO（イニシャル・コイン・オファリング）について、米国の動向を踏まえた報告を行った。米国SECは、2017年にダオ事件をきっかけに、仮想通貨に関して公式見解

を出し、トークンとかコインとか呼ばれているものの多くは、1946年連邦最高裁判決で確立されたHowey基準を援用し、証券法の規制を受ける有価証券に該当するとの判断を示した。この方針に基づき、SECは詐欺的な案件の積極的な取り締まりを行ってきた一方で、技術革新の成果としてのICOを否定したいわけでもないような動きもみられる。すなわち、公募届け出のいらない形で、私募に関するセーフハーバー・ルールであるレギュレーションDに依拠して、適格投資家に販売対象を限定する手法でトークンを販売するケースが増加しており、SECはこれを容認している。では、日本についてどう考えるべきかという、日本にも同様の私募制度（集団投資スキーム）があるが、非常に固いものであって柔軟な適用ができない。たとえば、①プロ概念には富裕層個人が除かれ機関投資家に限定されている、②仮に仮想通貨、トークンがみなし有価証券に該当するとなるとICOのたびに第二種金融商品取引業の登録を受けなければいけない、といった問題が生じかねない。また、現在のビットコインのややネガティブなイメージにひきずられて、規制が厳しすぎるようになるリスクもあるかもしれない。

上記指摘に対して三井氏からは、金商法と米国Howey基準の一つの違いは、入り口が金銭と書いてあることであり、これがなければほぼ同様と思われるが、今後、実態をよく見て、どういう制度が良いかよく考えていく必要があるといった指摘があった。

(3) 私法レベルにおける課題や論点

小野氏は、ファイナンスローヤーとしての立場から、私法レベルにおける課題や論点を中心に報告を行った。公法たる金融規制は、私法における扱いを前提に考えるべきであるが、私法レベルの議論もしっかりとした規律ができていない状況であり、具体的には仮想通貨交換業者における顧客資産の分別管理義務が良い事例である。仮想通貨

の分別管理は、仮想通貨交換業者と利用者の関係であって、本来は民事上レベルの議論であるが、この議論が当初から不十分ではなかったかの指摘があった。仮想通貨交換業者による顧客資産の分別管理が達成しようとしている実体法上効果は、①倒産隔離、②ハッキングやシステム障害からの顧客資産の保護、である。倒産隔離については、仮想通貨が債権に区分されずに物権と性格づけられれば問題ないが、現状はこの解釈に議論がある以上、信託法理の利用など他の方策を検討する必要がある。顧客資産の保護のための法律構成については、劣後特約、合有構成、信託法理、混蔵寄託法理、証券振替法理等の利用の可能性が考えられ、固有財産との明確な分別を強調するだけでは顧客資産保護には十分ではなく、民事上の目的達成のために業者による創意工夫を促すような柔軟性のある規律でもよいのではないか。また、こうした私法レベルでの議論の不足のところについては、思い切って踏み込んで、公法レベルでも私法上の扱いをある程度規律していくということも必要ではないか。

上記指摘を踏まえ、三井氏からできるだけプリンシプルベースの法規制にしたいが、現状はパブリックコメントなどを受けて政省令等による規制が多く、これらのバランスは考えていくべき課題である、また、神作氏からも、信託の活用や端的に実現したい効果を表すルールの明確化という視点も重要との指摘があった。

(4) 金融機関を取り巻く環境変化を踏まえたビジネスモデル

幸田氏は、金融機関を取り巻く環境変化を踏まえたビジネスモデル等について報告を行った。FinTechは、既存の金融サービスを代替し、同時に金融と非金融の垣根を低くするものであり、こうした動きを視野に入れたビジネスモデルとそれを踏まえた金融規制の再設計が必要である。既存金融機関の業務のかなりの部分はFinTechと

関係し、それが補完関係にあるか、代替・競合関係にあるか、といった側面に加えて、新たな金融手段・金融インフラの側面も持つと思われる。その際、既存金融機関によるFinTechに対する取組みにおける大きな論点は、伝統的金融機関の業務スタイル・運営スタイルでは、なかなかイノベーションを取り込めないということである。つまり、FinTechを活用したイノベーション創出の最大の難所は、「企業文化・企業体質」の改革であり、伝統的金融機関での「自前主義的」な取組みでは、金融サービスの枠を超えた競争環境に迅速な対応が困難となりかねない。旧来型の取組み手法を抜本的に見直し、オープンイノベーショ

ンを取り込む体質への転換が求められる。また、金融規制の再設計に際しての重要な論点は、セーフティネットのバランス、すなわちセーフティネットをどういうレベル感で考えるか、そして既存金融機関と新規参入者に対する競争の条件、事業会社と銀行グループとの競争の条件というのをどう整えるかということだろう。

上記指摘を踏まえて、大崎氏から、業務範囲規制については、単に銀行の問題として考えるのではなく、取引所や清算機関、仮想通貨交換業者を含め広く業規制を受けているいろいろな業態について、どこまで業規制を厳しく課すべきかというふうに議論すべきとの指摘があった。🏢