

規制改革推進会議
投資等ワーキング・グループ ヒアリング資料

(H30.2.27)
規制改革推進会議
第16回投資等WG

Fintechの進展を踏まえた規制のあり方と クラウドファンディングに係る規制改革について

February 2018

森・濱田松本法律事務所
弁護士 増島 雅和

<視点1>

IoTであれfintechであれシェアエコであれ、現在注目されているビジネスはいずれも「いかにデータを取るか」ということに向けられている。

- より大量に(volume)、より迅速に (Velocity) 、より多様な(Variety)データを獲得することで、より大きな価値 (Value) が出るというのがBig Dataの世界
- インターネット上で展開されている各ビジネスは、ネットワーク効果が働くので、いったん先行されてしまうともはや追いつくことが困難(非可塑性)



「規制がもたらす結果がデータ獲得という観点からどのようなインパクトをもつか」という視点が重要

<視点2>

金融ビジネスがITビジネス化していくことにより、今後はIT戦略と同様のアプローチで、国家レベルでの規制戦略・競争戦略を立案・展開することが国家の金融ビジネスの実力を決めていくことになる

- いかに戦略的に、かつ素早く規制を立案して展開できるか (迅速性・柔軟性)
- ことは資本主義の根幹となる投資・金融にまつわるものであるため、国家間競争に振り落とされないためにも、常に先端の情報を仕入れ、状況に応じてフォールバックできるようにしながら、先へ先へと手を打っていく必要がある
- 特に欧米をベンチマークして追従する従来型の戦略一本でいくことの危うさ
- 国内的にも、中長期的に見て我が国の競争力の低下が避けられないなか、内向きのルーティンを墨守することで停滞している余裕はなくなっている



「欧米主導の国際金融規制クラブとは一定の折り合いをつけつつ、その一歩先の手を戦略的に講じていかないと新興国の台頭に飲み込まれてしまう」という基本認識をベースに戦略・個別施策を立案する必要

<視点3>

金融ビジネスがバックエンドのみならずフロントエンドについてもIT産業化するということの持つ意味はなにか

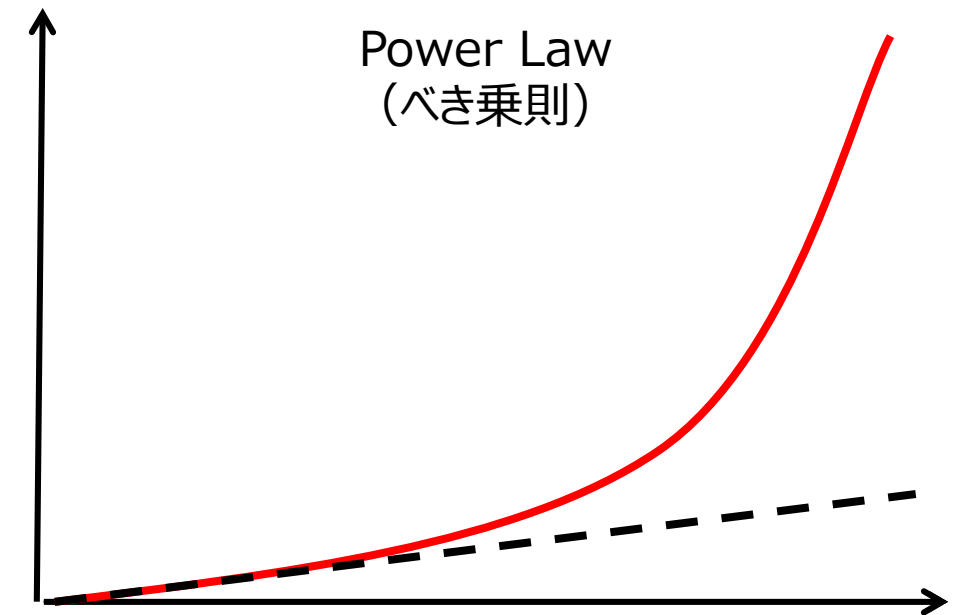
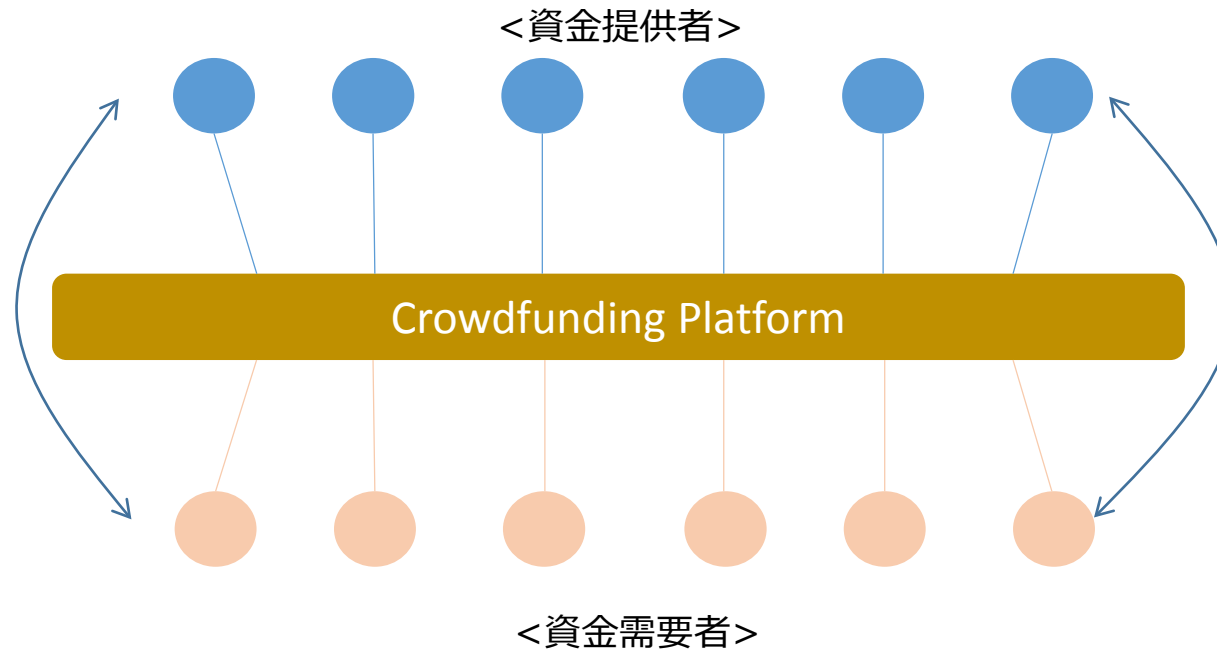
- さまざまなビジネスモデルの金融サービスが生まれる可能性があり、これを念頭に置いた規制の柔軟性を確保することが必要
(提案から改正を経て施行まで2年、3年かかるという時間軸では遅い)
- fintechであれ金融が守るべきプリンシプルは同じであり、リスクベースでの判断が重要
(守るべきは既存の規制のフレームワーク自体ではなく、よりリスクにフォーカスして、守るべき価値の保護とイノベーションとのバランスを取ることが重要)



法律レベルではプリンシプルを重視し、その具体的な内容はガイドラインや自主規制規則にゆだねる法制を推し進めていくことが必要 (シングルライセンス、コ・レギュレーション)

- 英国圏 (英、豪、シンガポール、香港) の規制スタイルが参考になる

クラウドファンディングは、購入型であれ投資型であれ貸付型であれ、インターネット上で資金需要者と資金提供者のマッチングさせることを旨とし、案件を重ねることにより蓄積されるデータによりネットワーク効果を働かせることで取引ボリュームをべき乗則にしたがって増加させていくモデル



データ蓄積によって可能になる経済厚生の向上例

<資金提供者>

- 資金提供パターンを解析することができ、これにより案件レコメンド精度を高め（CVR向上）ユーザ利便が高まる
- 投資に対する性向データ（自然エネルギーに関心、東北地方に関心、関心ある利回り帯とリスク性向等）から他のサービスへの連携につなげることができ、ユーザ利便が高まる

<資金需要者>

- 資金需要パターンと返済データを解析することができ、これにより資金需要者の信用精度を高め、ユーザ利便が高まる（資金需要者の信用力の顕在化、資金提供者にとって信用評価精度の向上）
- 信用レーティングを用いて資金需要者が他のサービスでの取引を拡大することができるようになり、ユーザ利便が高まる

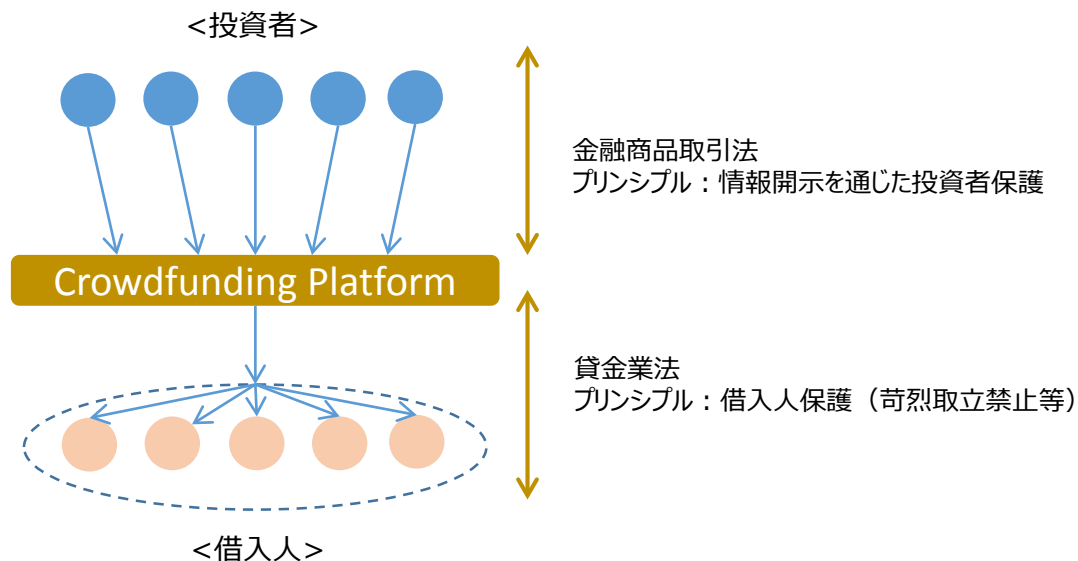
経済の厚生が高まるので、規制は、上記のモデルが効率よくまわっていくようにデザインされる必要がある

特定のサービス（アプリケーション）にアクセス（≒支払い）するために必要となる電子トークンを販売することで資金調達を行う新たなクラウドファンディングモデル（ICO）の興隆は、インターネットをベースとした直接金融モデルが既存の制度アーキテクチャが前提としているものとは大きく異なるものであることを示している

特性	従来型の金融	インターネット上の金融
世界観	紙を中心とした情報流通メディアを念頭に、情報流通に物理的な制約があることを前提とした世界観	場所を前提としない情報流通を限界費用ゼロで実現することができることを前提とした世界観
媒介者	情報流通の媒介者の存在を前提に、媒介者を規制対象として監督していくモデル	媒介者の存在は必須ではなく、プレイヤーが自ら行うことができることを前提に、取引の場（プラットフォーム＝市場）が重要に
場所性	物理的な場での活動を念頭に、活動の場（プレイヤーの所在国、勧誘先の所在国）に着目した規制	場所的な縛りは存在せず、プレイヤーも勧誘先もインターネット上で完結してしまう
情報の非対称性	情報の出口が限定されていることを前提とした情報提供の体制	ネットワークを通じて個人が入手可能な情報が事業者と遜色なくっている
情報にまつわるリスク	・情報が足りないことに対するリスク ・詐欺的な情報提供に対するリスク	・詐欺的な情報提供に対するリスク（内部者情報の恣意的な提供、SNSによる不正確な情報等）
匿名性にまつわるリスク	媒介者を通じた規制によりコントロール可能	媒介者を必ずしも前提としないためコントロールのアプローチを変える必要
システムにまつわるリスク	閉じたシステムを媒介者がコントロール	攻撃者が構造的に有利な外に開かれたシステムをどのようにコントロールするか（サイバーセキュリティ）の発想が必要



- ・ 現行のクラウドファンディングは、インターネットをベースとしながら従来型の規制のアプローチのなかに押し込める形で存在
- ・ ICOに見られるように、インターネットのアーキテクチャを前提とした金融の姿は、試行錯誤の状態であり、ICOサイドでは仮想通貨交換業の規制枠組みによる試行錯誤を行いながら、クラウドファンディングにおいて従来型の規制アプローチの試行錯誤も並行して行わなければならない



✓ 第二種金融商品取引業協会：事業型ファンドの私募の取扱等に関する規則

- ・案件審査体制
- ・ファンド報告書の作成・交付
- ・勧誘態勢
- ・モニタリング
- ・委託先管理体制
- ・記録の作成・保存

運用型（キャピタルコールをかけた資金をプラットフォームが裁量により貸付先を選定し、再投資を行うタイプ）の取扱いを制限する監督運用が開始されているが、これは何に基づくものか、またこのような扱いは適切か？

✓ 複数化・匿名化措置

- ・ 企画部門の公式見解では「そのような規制は存在しない」
- ・ 監督部門の登録審査の現場では、投資者につき貸金業法が適用されないため複数化・匿名化措置を講ずる必要があるとの指導が行われている、と各事業者が指摘



規制改革の議論の場では出てくるのは企画部門であり、公式見解を繰り返すばかりで監督部門における指導（貸金業においては都道府県）に改善が見られない



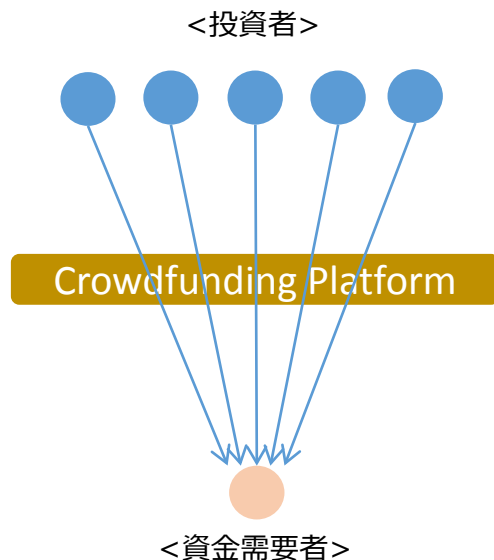
規制改革の議論を監督部門における指導に反映させるための方法としてどのような方法があるか？

- 貸金業者向け監督指針に貸付型クラウドファンディングにおける非匿名・個別型の案件が可能であることを前提とした監督上の留意事項を記載してはどうか

※ そのほかにも明文上の根拠はないものの従前からの取扱いを根拠として監督部門における許認可権限を背景にプロダクトの組成が阻害されている事例が存在

- 典型事例として保険商品の審査体制
- 当局の審査を経なければプロダクトをリリースできないが、審査基準の詳細が明確化されておらず、従前の取扱いをベースに審査を行うため、革新的な商品をタイムリーにマーケットに出すことができない
- 少額短期保険では上記の問題にアドレスするため審査付届出制度を導入したが、実際の運用は通常の許認可制度と同じような運用になっている

✓ 豪州では、新たなfintechのビジネスモデルに対し、それぞれのビジネスモデルに応じたリスクベースでの留意事項を取りまとめたガイダンスが当局（ASIC）から発出される仕組みとなっている。



□ 50万円規制の引上げについて

- ✓ 規制上限にかからない投資者カテゴリーの検討
 - 特定投資家
 - 適格機関投資家等特例業務の対象投資家
 - ベンチャーキャピタルエグゼンプションの対象投資家（未公開株式を対象とするファンドに金額制限なく投資できるのであれば、個別株式に投資する際にも金額制限は不要）
 - 各国においても「retail investorsについて」投資額上限を設けるという仕組みになっている
- ✓ 上限額の引上げの検討
 - 50万円は審議会で出た腰だめの金額で、まだ米国くらいしか例がない時期に出てきた単なる「目線」
 - その後各国で投資型クラウドファンディングの法整備が行われており、諸外国の規制を踏まえて金額の見直しを行うことは規制のPDCAを回す観点から重要
 - たとえば豪州では\$ 10,000で線引きをしている

□ 1億円規制の引上げについて

- ✓ 有価証券届出書の少額免除の引上げが必要
 - 金商法改正時に1億円に引き下げられたが、当時はクラウドファンディングは存在せず、少額募集のニーズが顕在化していなかったため、たいした議論もなく引き下げられたと記憶
 - 改正前の5億円に戻すことまではできるのではないか
- ✓ クラウドファンディングの少額規制の引上げの検討
 - 1億円は、当時米国くらいしか例がない中で米国の100万USドル上限に引きずられて出てきた金額であり、根拠があって決めたものではない
 - その後各国で投資型クラウドファンディングの法整備が行われており、諸外国の規制を踏まえて金額の見直しを行うことは規制のPDCAを回す観点から重要
 - 諸外国の投資型クラウドファンディングの金額規制を調査してみて引上げにつき検討してみてはどうか
 - たとえば豪州は上限額は引かれていない模様

□ 金額規制と投資者保護基金との関係について

- ✓ 少額電子募集の金額制限をいくらとするかは決めの問題、現行の1億円・50万円であれば保護基金加入不要である統計的・理論的な根拠もなければ、上限金額を引き上げる場合に保護基金加入が必要になるとする統計的・理論的根拠もない
- ✓ 規制のPDCAを回すことの重要性、一度決めた規制であっても、「事なかれ主義」「省益優先」を廃し、イノベーションと顧客保護のバランスを取りながら、国益の観点から不断の見直しをいとわないというのが金融行政方針が金融庁職員に求める組織文化との理解