

デジタル・プラットフォームを巡る 金融仲介サービスの課題

東京大学大学院法学政治学研究科
特任教授

三井 秀範



1. 横断的な金融仲介サービス法制

昨春の通常国会で成立した金融サービス仲介法が今年施行される。スマホでモノ・サービスのみならず、銀行取引、保険商品の購入、証券取引も行われるようになってきている現状に対応し、利用者利便の向上に一層資する観点から、同法では登録制度のワンストップ化と、機能的に同じようなサービスであれば規制も同じになるよう、規制の横断化が図られている（注1）。

〈目 次〉

1. 横断的な金融仲介サービス法制
2. 大規模デジタル・プラットフォーム
3. デジタル・プラットフォーム・ビジネスの特徴
4. むすび

今回の金融仲介サービス法制の特色の1つ目は、デジタル・プラットフォームによるインターネット取引を念頭におくこと、すなわち、スマホやインターネット等の上に各々の事業者が創意工夫を凝らして新たなサービスを提供するというデジタル・プラットフォームのビジネスを想定していることである。2つ目は、いわゆる所属制を採用しないことである。所属制については、これまでの仲介業規制では、保険中立人制度を除けば、基本的に所属制を採用し、仲介業者は、所属する銀行、保険会社、金融商品取引業者を定め、仲介業者のガバナンスやコンプライアンス、更には利用者の損害を賠償する際の賠償資力は、これらの所属金融機関によるガバナンスや管理・監督、財務力に依拠することとされてきた。これに対し、金融仲介サービス業では、供給サイドである証券会社等に所属せず、独立し、より顧客に近いところで金融商品・サービスを仲介することを念頭において制度

が構築されていることに大きな特色がある。金融仲介サービス業では、小規模な新規起業者から大規模なプラットフォームまで様々な態様の仲介業者が想定され、新たな仲介業者と利用者・供給者との関わり方もこれまでの仲介業をめぐる関係とはかなり異なるものを想定していることになる。また、FinTech、イノベーションの促進の観点から、新規事業者がモノ・サービスに加えて金融取引もスマホ等を用いてワンストップでサービス提供することを容易にする観点から単一の登録制度とするなど、ベンチャー的なデジタル・プラットフォームを想定し、規制環境としてできるだけイノベーションを阻害しないよう、自由なビジネス環境を提供することが重要であるとの問題意識がある。

■ 2. 大規模デジタル・プラットフォーム

他方、金融仲介サービス提供者が巨大デジタル・プラットフォームであるような場合を想定すると、これまでの証券会社と仲介業者との取引関係とは状況が相当異なることに留意する必要がある。これまでも銀行が証券仲介業を行う場合には、銀行の優越的地位の濫用への懸念から銀・証分離の議論の延長線上で種々の弊害防止措置が採られている。しかし、今、いわゆるGAFA、BAT等を念頭においた大規模デジタル・プラットフォームに関し各方面で行われている議論に鑑みると、

より包括的・横断的な大きな視座での規制環境の議論が必要となっているように思われる(注2)。

例えば、昨今、FacebookがLibraというブロックチェーン技術を用いたステーブルコインを発行する構想が金融規制当局において大きな話題となっている。これは、リブラ協会という民間のガバナンス体の下で、ブロックチェーン技術を用いた通貨類似の金融商品を発行する一方で、払い込まれた資金を各国通貨建ての短期国債等の安全資産に分散投資することにより、国際的な為替や金融資産価格の変動の影響を受けにくい安定的な決済手段を提供しようとするものであるとされている。

リブラの出現の前までは、ブロックチェーン技術を用いた様々な新たな構想に対し、マネーロンダリング・テロ資金供与対策の観点からの対策を除けば、イノベーションの途上にあるブロックチェーン技術の潜在的可能性を肯定的に捉え、イノベーションを阻害しないため、できる限り自由な規制環境を提供しようとする考え方が強かったように見受けられる。各国とも、FinTechを巡っては、イノベーションの促進のため、規制のアプローチにはそれぞれ工夫を凝らしている。我が国においても、フィンテック窓口の設置や規制のサンドボックスなど、金融を巡るイノベーションの促進の観点からの規制環境の工夫がされてきている。

しかし、各国金融当局や既存の金融業界は、

Libra構想に対しては、本質的な脅威を感じ、これまでのFinTechインキュベーター論、イノベーション促進論とは真逆な対応を始めている。その理由として、リブラの資産サイドである巨額な各国通貨建て資産の出し入れや負債サイドである暗号資産を用いた決済・取引が各国為替市場や金融資本市場に大きな影響を与える懸念、国際通貨システムの攪乱要因となる懸念、各国の通貨主権を脅かす懸念、金融政策の有効性を損なう懸念、金融の不安定化を招く懸念、匿名性によるマネーロンダリング&テロ資金供与対策上の懸念、決済の確実性や消費者保護の観点からの懸念、データ保護上の懸念、競争政策上の懸念、法執行上、課税上の懸念、リブラ協会のガバナンスの不透明性などが挙げられている。

リブラを金融法の世界でどのようなものと理解すればよいであろうか。機能的に暗号資産の世界的なエコシステムの構築と法定通貨類似のものを目指しているようであるが、法形式に着目すれば、巨大かつ国際的な集団投資スキームと大規模な資金移動業とを兼ね備えたものと見ることもできる。仮に、集団投資スキームという法形式や市場に与える影響に着目すれば、資本市場機能が適切に発揮されることが重要であり、資金決済の面に着目すれば、資金移動と決済の確実性が求められることから、もし、規制が必要であるとすれば、資本市場規制と資金決済法制とが混合した規制体系が最低限必要ということとなる。

EUは、昨年9月、リブラのようなステー

ブルコインを含む各種の暗号資産に対して包括的規制案を提示した^(注3)。この提案では、リブラを例にとると、リブラの有する複合的な性質を反映し、単一又は複数の通貨（為替）での短期安全資産に運用するという集団投資スキーム的な部分に着目して、資産運用についての規律、持分の募集とディスクロージャーについての規律を設けると同時に、決済手段として用いられることを踏まえた規律も設け、更に、規模や複雑性に着目して規制主体を切り分けるといった複層構造になっている。EU規定提案では、それに加え、ディスクロージャーについて、証券の募集等におけるディスクロージャー規制に相当するものをICOに適合した形で改めて規律を設けている。こうしてみると、EUの規制提案は、迅速な規制提案やその経緯を踏まえると、クロスボーダーの法貨類似の機能や金融システムの基盤となり得る潜在的可能性を意識していると推測されるものの、規則案の構成と内容は、法形式から出発して、その複合的性格を反映し、暗号資産を巡る各種金融取引スキームを総合的な形で盛り込もうとするものである。EUでは、こうした従来型の金融規制法的なアプローチに加え、デジタル・プラットフォームに対しては、『オンライン仲介サービスのビジネス・ユーザーのための公正性と透明性の向上に関する規則』が制定され、更に、データ保護については、『一般データ保護規則（GDPR）』が適用されており、デジタル・プラットフォームの金融仲介ビジネス

について金融資本市場法制、決済法制、競争政策を含意するプラットフォーム法制及びデータ保護法制が重疊的に適用されるといった機能別かつ多面的なアプローチを採っている。こうした状況を踏まえ、プラットフォームを通じた金融仲介サービスを巡る諸問題と対応を検討するにあたり、プラットフォームビジネスの特徴とそれに対する日欧の法的なアプローチを概観する。

■ 3. デジタル・プラットフォーム・ビジネスの特徴

デジタル・プラットフォームについて、一般的に言われている経済的な特徴^(注4)として、釈迦に説法で恐縮であるが、再説すると、①ネットワーク効果、②両面（2面or複数）市場、③ユーザーにとって大きなスイッチング・コスト、④差別的・個別的な価格設定、時々刻々と価格を変化させる「ダイナミック・プライシング」、⑤先行者による膨大なデータの収集・蓄積・分析・活用から生じる先発者の優位性・先行者による強固な市場基盤の確立、⑥積極的な買収による潜在的競争者の幼少期での消去、⑦公共財的・不可欠施設的な地位を獲得、⑧デジタル広告市場の急速な発展と独占寡占化の進展といった点が挙げられている。

ネットワーク効果については、デジタル・プラットフォームの重要な要素であるデータ・ビジネスについて、限界費用がゼロに近く、

収益逡増構造“strong economies of scale and scope”にあり、勝者全取り“winner takes all markets”となることが指摘されている^(注5)。

両面（2面or複数）市場においては、ある事業者がAとBという複数の市場でビジネスを行っている場合に、A市場において、独占寡占の地位を有するが故にレント（競争市場で得られる利益を相当程度上回る利潤）を獲得し、A市場で得た利潤を利用して、他の市場Bにおいて、略奪的な価格（例えば無料）で商品・サービスを提供することにより、B市場において競争者を追い落とし、独占寡占を獲得し、独占利潤を享受する^(注6)^(注7)とされる。

スイッチング・コストに関し、プラットフォームが設定したデフォルト・セッティングがいわゆる“nudge”効果により消費者の行動を決定付け、慣れから生ずる乗り換えに消極的な消費者行動や乗り換えコストを通じて最初に選択したサービスにロックインされる傾向にある^(注8)とされる。

プライシングの手法として、その保有する膨大なデータを活用してユーザー別に、かつ、時々刻々変化する形で差別的・個別的な価格設定～ダイナミック・プライシング～を行うことにより、利益獲得を最大化する方法が採られ、この結果、価格情報による競争法上のエンフォースメントが難しくなっているとの指摘もある^(注9)。

GAFA、BAT等では既に圧倒的なデータ

の収集・蓄積・分析・活用が進められており、新規参入者にとって大きなハンディキャップが存在する^(注10)。欧州では、GDPRによりデータ・ポータビリティ及びデータ・オーナーシップの考え方を踏まえた取組が進められているが、巨大デジタル・プラットフォームにおけるデータの優位性から生ずる不公正取引等の問題に対処する必要があるとの指摘がある。例えば、新規参入事業者が商品サービスを消費者に提供するためにプラットフォームを利用せざるを得なくなっており、デジタル・プラットフォームを通じて提供された新規商品サービスの動向を当該デジタル・プラットフォームが先回りして把握し、アイデアや技術を借用（盗用）して自社サービスを創出することが可能になっているとの指摘^(注11)もある。

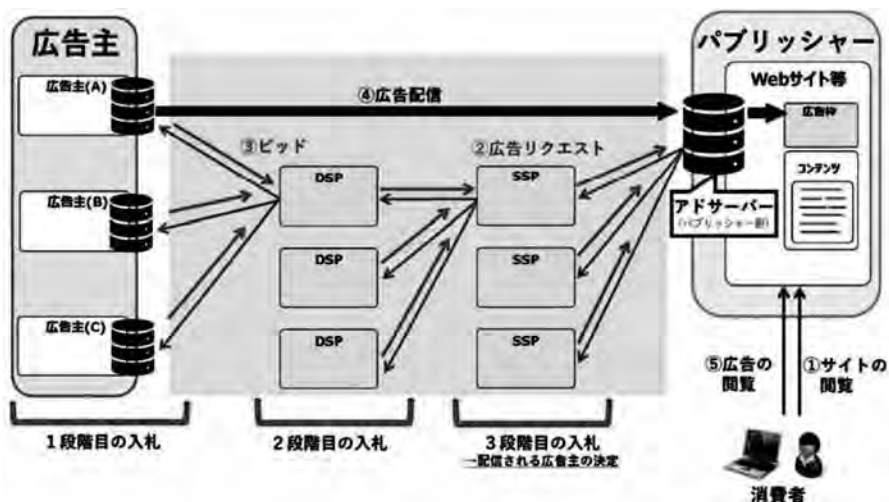
このビジネス・データや個人情報の保護上の問題は、不可欠施設的なコンテキストでユーザーが提供を余儀なくされること^(注12)のほか、個人や事業者たるユーザーは、情報の対価が意識されないまま、大量の情報を無償でデジタル・プラットフォームに提供しており、デジタル・プラットフォームがそうして得た情報を広告市場などの様々な機会に利潤化している実態があるとの由である^(注13)。更に、ここで集められたデータについてデジタル・プラットフォームにとって情報の質の低下（情報の質を維持するインセンティブが弱いこと）も指摘されている。

この点に関連し、データを巡り、実業から

データビジネスがアンバンドリングされ、デジタル・プラットフォームに集積され、それが分析活用され、それによってますます巨大デジタル・プラットフォームの市場支配力が増大するという循環が生じている可能性がある。商人によって、モノの仕入れや販売、サービスの提供の過程でビジネスの相手方や取引に関する情報、更には市場環境に関する情報が商取引の過程で集められ、それがビジネスに生かされていくという、モノ・サービス取引と情報・データとが不可分なものとして入手・蓄積・分析・活用されていた世界から、膨大な情報・データが個々の商人から切り離され、デジタル・プラットフォームによって、集約・蓄積、分析、販売されるという状況が起っている。

また、広告分野においても、従来のマスコミュニケーションを前提とした広告とは大きく異なった広告市場ができつつあると聞く。具体的には、巨大プラットフォーマーは、スマホ等を通じて各ユーザーの行動や嗜好に関する膨大なデータを蓄積・分析しており、そうした膨大なデータをベースにアルゴリズムを用いて瞬時に広告主と広告欄提供者（パブリッシャー）をマッチングさせることにより、各人のスマホの利用者の行動・嗜好に応じた広告をスマホ画面等にポップアップさせるといった新たな広告市場が形成されている。こうしたデジタル広告市場においては、①アルゴリズムによる人間を介さない市場の発達、②Googleなどの一部の巨人による独占寡占

(図表) デジタル広告市場における入札の流れとイメージ (注14)



(出所)「デジタル広告市場の競争評価 中間報告」(デジタル市場競争会議2020年6月16日15ページより抜粋)

化の進展、③ターゲティング広告の形で従来は「勧誘」と捉えられえてきた状況が広告において実現されるようになったなどの指摘がされている。また、データ保有の優位性をこのように実物取引や金融取引から独立して大きな商業的な価値を持ちつつあるデータビジネスについて、金融を含めた横断的な形でどう捉え、対応していくかが重要な課題になると思われる。

デジタル・プラットフォームに関する実態調査において、先発のプラットフォームが既に市場において大きなシェアを獲得し優越的地位あることを利用した行動があるとされ、例えば、プラットフォーム利用者に対して、一方的に取引条件を変更する事例や、自社の他のサービスを束ねて提供する“タイイング”、第三者の提供するサービスより自社（自

グループ）によるサービスを優遇する差別的取扱い、競争相手のサービスがプラットフォームを利用することを排除ないし不利益扱いするといった“最恵国条項”などの問題事例があると指摘されている（注15）。これに加え、巨大な既存デジタル・プラットフォーム事業者は、先行者として確立した市場支配力を維持するため、将来、競争上脅威になりそうな新規事業者をアグレッシブに買収し、潜在的競争者を消去するという行動をとっていること（注16）が既に指摘されているが、こうした過去の買収は必ずしも現行の競争法上の枠組みでは捉えきれないとの指摘もある（注17）。

こうしたデジタル・プラットフォームを巡る様々な問題に対処するため、欧州では、「オンライン仲介サービスのビジネスユーザーに対する公正性と透明性の促進に関する規則」

が制定され^(注18)、また、我が国においても「特定デジタル・プラットフォームの透明性・公正性の向上に関する法律」が成立している。これらの法律は、財・サービスの種類を問わず、インターネットを使ったデジタル化された情報のやりとりの「場」を包括的に規制するものである。すなわち、金融や証券取引に関連する情報か、財・サービス関連情報か、思想表現か、といった縦割りの発想ではなく、インターネット上の「場」の機能に着目した規制体系であり、広義の競争政策を含意するものの、独禁法違反に至る前の段階で、競争的な市場を歪め、事業ユーザーを不当に害するとなる行為について、契約条件の事前開示を義務付けることにより、ユーザーによる選択を可能にし、市場メカニズムが円滑に機能するようにしようとするとともに、デジタル・プラットフォーム事業者の自己評価と監督官庁によるモニタリングレビューと評価の公表といったプロセスにより事業者による自主的な取組を促しながら改善を図ろうとするものである。同法におけるデジタル・プラットフォーム事業者とは、その機能に着目し、商業、金融、検索サービス、SNSを含め、ネットワーク効果を持つ、かつ、利用されればされるほど利便性が高まり利用者が増加する性格を有する者として非常に広く定義され、その上で、規制の必要性のある事業者を「特定デジタル・プラットフォーム事業者」として政令指定し、実際の規制対象とするという柔軟構造化した仕組みとなっている。

これらの法律や規則は、モノの販売、情報検索やSNSなど、これまで金融分野のように、投資者保護、市場の透明性公正性確保（Market Integrity）のための体系的な規制環境がなく、いわば自由放任であった分野において新たにライト・タッチな規制を導入する取組であり、従前、厳格な規制に服してきた金融保険証券分野に比べ、その規制の手法や深度において大きな格差があるのが現状である。デジタル・プラットフォーム上、モノの販売や情報検索等と金融保険証券取引が融合しつつある現状の下で、このような規制環境上のギャップをどう考え、将来的にどのような姿を構想していくかを議論していく必要があるのではなかろうか。

■ 4. むすび

デジタル・プラットフォームの出現と成長は、モノの販売、検索、SNSといった分野のみならず、オンライン証券と通じた証券取引の増加、ロボアドバイザーなどのFinTechの発展、更には、キャッシュレス決済やP2Pレンディング、エスクローやポイント制度とも結びついて、一つの金融証券取引のエコシステムを形成し、生成発展し続けている。既存の金融事業者にとっても、新たに創業・発展しつつある事業者にとっても、人口減少経済下で飽和状態にあるマーケットにおいて新たな可能性をもたらす機会でもあり、FinTechの担い手と既存の金融業界、更には

他業種との間でWin－Winの関係を如何に構築していくかが課題である。

金融事業者がデジタル・プラットフォームとWin－Winの関係での発展していくためには、両者の間で前述のような懸念や問題が生じることなく、よりよいサービスを競い合う適正な競争環境が確立していることが前提である。このため、デジタル・プラットフォームを想定した横断的金融仲介法制の今後を展望すると、金融法体系において競争政策の観点を含めた新たな視座での制度設計と運用が必要となっている。デジタル・プラットフォームは、これまで述べたように、証券仲介業（金融商品仲介業）のイメージと異なり、極めてライトタッチな規制が適するイノベーション途上の新規事業から巨大プラットフォームに至るまで様々なものを包含し、規模のみならず、事業形態、ビジネスモデルも多種多様であることを踏まえる必要がある。こうした多様性に応じて規制やモニタリングの在り方も極めて柔構造化した体系の下で弾力的かつクリエイティビティのあるものにしていく必要があろう。更に、プラットフォームのユーザーを不公正な取引条件から保護し、公正な競争状況を確保することに加え、金融資本市場の健全な発展及び金融システムの安定性の観点からの考慮も必要である。リーマンショックにおいて、金融危機は、銀行システムのみならず、証券取引を含む市場構造全体を俯瞰しなければ防げないことが明らかになった。この観点から、世上、マクロブルーデン

ス政策の重要性と言われているが、今後のブルーデンス政策は、デジタル・プラットフォームが既に金融システムと結びつき、その関係が更に密接化しつつある中で、むしろ、銀行・証券・保険を横断的に見るだけでは足りず、これら金融資本市場とデジタル・プラットフォームを含むデジタル市場をも含めた大きな視点での制度設計と市場の再構築が必要である。このためには、大小様々なビジネスの当事者と規制当局や自主規制機関との建設的かつフォワードルッキングな対話と改革努力がますます重要になっていくものと考えられる。

(注1) 金融審議会市場ワーキンググループ報告書「顧客本位の業務運営の進展に向けて」(令和2年8月5日)に基づき、一般投資者にとって分かりやすい情報を的確に提供する観点から「重要情報シート」提供及び一定の場合の目論見書交付の免除といったデジタル時代に即応した仕組みが導入されつつあることも注目に値する。

(注2) 現状、日本国内には、いわゆるGAFA、BATと呼ばれるような巨大プラットフォーム事業者が存在しないことから、我が国の証券仲介業の文脈では未だ考える必要がないとの声も聞かれる。他方で、他業態から金融商品取引業や金融商品仲介業への参入は、既存の証券会社の株式取得による事実上の支配権取得等、様々な方法があることに留意が必要である。

(注3) Proposal for “Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Crypt-assets (MiCA),” (2020 September 24)

(注4) John Kwoka, “Controlling Mergers and Market Power: A Program for Reviving Antitrust in America, (2020) 109頁～, George J. Stigler

Center for the study of the Economy and the State, “Stigler Committee on Digital Platforms Policy Brief (2019),” Lina M. Khan, “Amazon’s Antitrust Paradox, The Yale Law Journal,” 746頁

(注5) “Comparative Competition Law and Economics”, by Roger J. Van Den Bergh 196頁

(注6) Khan前掲772頁、Khan前掲746頁、Bergh前掲576頁

(注7) 2面市場、多面市場の経済理論は、クレジットカード市場の分析に見られるとおり、デジタル・プラットフォームのみの問題ではなく、金融サービス市場の様々な局面で問題となり得る。

(注8) Stigler “Policy brief,” 7項、Bergh前掲200頁

(注9) Khan前掲762頁 現行の競争当局による独占寡占の弊害の測定の出発点は、マーケットの範囲及び商品の範囲を画定した後、当該マーケットにおいて当該商品の価格が上昇するか否かの観察を行うが、その観察が困難になっているとの指摘、時々刻々と価格が変化するため、価格上昇の証拠を押さえにくく、独禁法の法執行が難しいとの指摘もある。他方、最終的な独占寡占の懸念の判定には、価格のみならず、商品サービスの質の低下や消費者の選択可能性を含め総合的な判断を行うこととされていることから、現行の競合法の枠組みの下で巨大DPFの問題にも対応できるとの専門家の指摘がある。

(注10) Khan前掲773頁

(注11) Khan前掲782頁

(注12) Khan前掲774頁。Amazonのケースでは、商品の配達について支配的な地位を有しており、新規参入者は配送の面でAmazonに対抗できないとされる。

(注13) Stigler “Policy brief,” 4項

(注14) 同報告書によれば、下記のような流れでスマホ画面等の中に広告が提示されるとされる。

「Open Display 広告においては、…消費者が何らかのサイトを訪れた際に、そのサイトの画面にある広告枠に出稿すべき広告のリクエストが、パブリッシャーサイドから流れ、広告主がそのリクエ

ストに対してビッドを行い、配信される広告が決まって、広告が配信されることになる。こうした需給のマッチングが、リアルタイムで大量に処理されることになる。具体的には、広告のリクエストがパブリッシャー・アドサーバーから各SSPに流れ（中略）、そのリクエストは各SSPから各DSPに流れ、各DSPから各広告主に流れることになる。これを受けて、①各DSPにおいて広告主間のビッドが行われ、②勝ち抜いた広告主のビッドをもって、各SSPにおいてDSP間のビッドが行われ、③勝ち抜いたDSPのビッドをもって、SSP間のビッドが行われることになる。すなわち、3段階でのビッドが瞬時に行われることになる。」（同報告書13頁）

(注15) 公正取引委員会「デジタル・プラットフォームの取引慣行等に関する実態調査について（中間報告）」（2019年4月17日）、総務省「デジタル・プラットフォームのデータの取扱い等に関する調査について（概要）」（2019年11月5日）

(注16) Kwoka前掲109頁、Khan前掲770頁

(注17) Khan前掲768頁

(注18) 2020年12月15日 Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on contestable and fair markets in the digital sector (Digital Market Act)

