

IMES DISCUSSION PAPER SERIES

P2レンディングの仕組みと法規制： 英国のP2レンディング規制を中心に

さみっ あつし
左光 敦

Discussion Paper No. 2017-J-3

IMES

INSTITUTE FOR MONETARY AND ECONOMIC STUDIES

BANK OF JAPAN

日本銀行金融研究所

〒103-8660 東京都中央区日本橋本石町 2-1-1

日本銀行金融研究所が刊行している論文等はホームページからダウンロードできます。

<http://www.imes.boj.or.jp>

無断での転載・複製はご遠慮下さい。

備考：日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー・シリーズは、金融研究所スタッフおよび外部研究者による研究成果をとりまとめたもので、学界、研究機関等、関連する方々から幅広くコメントを頂戴することを意図している。ただし、ディスカッション・ペーパーの内容や意見は、執筆者個人に属し、日本銀行あるいは金融研究所の公式見解を示すものではない。

P2Pレンディングの仕組みと法規制： 英国のP2Pレンディング規制を中心に

さみつ あつし
左光 敦*

要 旨

近年、FinTech と呼ばれる、IT を活用した革新的な金融サービス事業が注目されている。P2P レンディングは、FinTech の一部と位置づけられ、銀行等の金融機関を経由せずに、インターネットを経由して、個人等が貸手となって、個人や中小企業に対して、比較的小規模の融資を行うという新しい金融仲介の仕組みである。P2P レンディングは、2005年に英国のP2P レンディング業者がサービスの提供を開始して以降、英国や米国を中心に、急速に融資残高を増加させている。

P2P レンディングに関する法制度についてみると、英国では、2014年にFCAがP2P レンディング業者に対する規制を導入している。一方、米国や日本では、P2P レンディング業者固有の新たな規制は導入されておらず、既存の法規制の枠組みのなかで、そうした事業を営む業者が規制されるにとどまっている。

本稿では、まず、P2P レンディングの仕組みについて、従来の銀行等による融資と比較して整理したうえで、英国のP2P レンディングに関する法制度を概観し、日本の法制度のあり方についての示唆を探る。

キーワード：P2P レンディング、金融仲介、金融機関、銀行、融資、FCA
ハンドブック、FinTech

JEL classification: K22

* 日本銀行金融研究所企画役補佐 (E-mail:atsushi.samitsu@boj.or.jp)

本稿の作成に当たっては、有吉尚哉弁護士（西村あさひ法律事務所）、小出篤教授（学習院大学）、森田果教授（東北大学）ならびに金融研究所スタッフから有益なコメントを頂いた。ここに記して感謝したい。ただし、本稿に示されている意見は、筆者個人に属し、日本銀行の公式見解を示すものではない。また、あり得べき誤りはすべて筆者個人に属する。

目次

1. はじめに.....	1
2. P2P レンディングの概要.....	2
(1) P2P レンディングとは.....	2
(2) P2P レンディングの成長とその背景.....	4
(3) P2P レンディングの法律構成.....	7
イ. 英国の法律構成.....	7
ロ. 米国の法律構成.....	8
ハ. 日本の法律構成.....	9
3. P2P レンディングのビジネスモデルとリスク.....	10
(1) P2P レンディングのビジネスモデル.....	10
イ. 借手と貸手のベネフィット.....	10
ロ. 融資プロセスにおける相違.....	11
ハ. P2P レンディング業者の収益構造.....	12
(2) P2P レンディングのリスク.....	12
イ. 貸手のリスク.....	13
ロ. 借手やP2P レンディング業者のリスク.....	15
(3) P2P レンディングに起因するシステミック・リスク.....	17
4. 英国におけるP2P レンディングに関する法規制.....	20
(1) 英国の金融サービス市場法の概要.....	20
(2) 英国のP2P レンディング規制の概要.....	21
イ. 財務省命令に基づくP2P レンディング業者の規制対象業務.....	21
ロ. FCA ハンドブックにおけるP2P レンディング業者に関する規制.....	22
ハ. 業界団体による自主規制.....	26
5. わが国法制へのインプリケーション.....	28
(1) 英国におけるP2P レンディング業者に固有の規制の特徴.....	28
(2) 英国のP2P レンディング業者規制とわが国の規制との相違とそれを踏まえた考察.....	29
イ. わが国のP2P レンディング業者に対する規制.....	29
ロ. P2P レンディング業者が倒産した場合の取扱いに関する規制.....	30
ハ. 貸手に対する情報提供に関する規制.....	35
ニ. 資本規制.....	38
6. むすびにかえて.....	39
補論1：融資におけるビッグデータの活用事例.....	41
補論2：米国のP2P レンディング業者の足もとの動き.....	44
参考文献.....	45

1. はじめに

近年、FinTech と呼ばれる、IT (Information Technology : 情報技術) を活用した革新的な金融サービス事業が注目されている¹。本稿で取り上げる P2P (Peer-to-peer) レンディングは、FinTech の一部と位置づけられている。P2P レンディングは、銀行等の金融機関を経由せずに、インターネットを経由して、個人等が貸手となって、個人や中小企業に対して、比較的小規模の融資を行うという新しい金融仲介の仕組みである (P2P レンディングの仲介を行うものを本稿では、「P2P レンディング業者」という。) ²。P2P レンディングは、2005 年に英国の P2P レンディング業者がサービスの提供を開始して以降、英国や米国のほか中国において、急速に融資残高を増加させている³。

P2P レンディングの技術的要素としては、(i) インターネット上で、貸手と借手を結びつけることを可能とする情報通信技術、(ii) 従来の銀行の審査では活用されてこなかった情報まで分析し、融資の審査に活用することを可能とするコンピュータ技術が挙げられる。P2P レンディング業者を通じた融資残高の増加の背景として、英国では、金融危機の影響により銀行経由の資金供給が減少したことや、政府による P2P レンディング産業を支援する動きがあることが指摘されている⁴。

P2P レンディングに関する法規制についてみると、英国では、2014 年に金融行為規制機構 (Financial Conduct Authority : FCA) が P2P レンディング業者に対する規制を導入している。一方、米国や日本では、P2P レンディング業者固有の新たな規制は導入されておらず、既存の法規制の枠組みのなかで、そうした事業を営む業者が規制されるにとどまっている。

英国の規制の具体的な内容は、P2P レンディングの貸手にとってのリスクを踏まえたものとなっており、P2P レンディング業者に対して、(i) P2P レンディング業者の倒産後に融資契約が継続して管理されるための事前措置をとることを義務づけ、(ii) 融資残高に応じた資本規制を課し、(iii) 貸手への情報開示の内容を示している。

本稿では、まず、2 節で、P2P レンディングの概要について整理し、3 節で、P2P レンディングのビジネスモデルについて、従来の銀行等による融資との比較を行い、そのリスクについて確認する。次に、4 節で、英国の P2P レンディング

¹ FinTech とは、「金融 (Finance) と技術 (Technology) を掛け合わせた造語であり、主に、IT を活用した革新的な金融サービス事業を指す」とされている (金融審議会 [2015a] 1 頁、同 [2015b] 2 頁)。

² P2P レンディングの概要については、下記 2. (1) 参照。

³ P2P レンディングの融資額については、下記 2. (2) 参照。

⁴ P2P レンディングの成長の背景については、下記 2. (2) 参照。

に関する法規制を概観し、5 節で、英国の法規制からのわが国の法制度へのインプリケーションについて考察する。最後に、6 節で、本稿の議論を総括して結びに代える。

2. P2P レンディングの概要

(1) P2P レンディングとは

P2P レンディングは、2005 年に、英国のゾーパ (Zopa Limited) により世界で最初にサービスの提供が開始されたものであり⁵、その後、英国や米国を中心に同様のサービスを提供する業者がみられるようになった。英国では、2014 年に FCA が P2P レンディング業者に対する規制を導入するにあたって、規制対象を明確にするため、P2P レンディングを含むクラウドファンディング全体を類型化している⁶。そこで、FCA の類型化に基づいて、クラウドファンディングについて整理したうえで、本稿の分析対象である P2P レンディングの内容について確認したい。

クラウドファンディングとは、個人および企業（新規企業を含む）が、インターネット上のウェブサイトを経由して、資金を調達する方法である⁷。クラウドファンディングは、表 1 で掲げる以下の類型に分けられる⁸。

表 1 クラウドファンディングの類型

寄付型	活動や商品を応援するために、個人または企業に資金を寄付するもの
報酬型	報酬、サービス、商品と引き換えに、個人または企業に資金を提供するもの（例えば、イベントのチケットと引き換えに資金を提供する）
融資型	元利金の返済を見込んで、個人または企業に融資するもの
投資型	株式や社債の購入により、企業に投資するもの

⁵ Atz and Bholat [2016] p.1.

⁶ FCA [2013] p.10.

⁷ FCA [2013] p.4.

⁸ このほか、英国のクラウドファンディングには、投資家が産業共済組合 (Industrial and Provident Societies) に出資するケース等、既に法令により認められているものもある。FCA は、クラウドファンディングのうち、融資型および投資型に対して規制を行っている (FCA [2013] pp.10-11)。

本稿では、新しい金融仲介の仕組みであって、世界的にみて、近年著しい成長がみられることから、上述の類型のうち、融資型のクラウドファンディングを検討の対象とする。融資型のクラウドファンディングは、英国では、P2P レンディングと呼ばれている。P2P レンディングは、銀行のような伝統的な金融仲介機関を経由せずに、インターネットを経由して、貸手から借手に直接、融資をすることを指す⁹。

P2P レンディングの概念について、世界で初めて P2P レンディングのビジネスを開始した英国のゾーパの創業者は、個人向けの顧客を主な対象とした銀行の業務を念頭に、銀行の業務を預金者と借手を仲介し預金者の預金と借手の融資をマッチングすることであると捉えたうえで、銀行以外でこうした仲介業務を行うことであると考えている¹⁰。銀行のみがこうした仲介業務を行っていたのは、銀行以外では、仲介機能を果たすのに必要となる、情報の集積、業務システムの構築、情報処理等の技術の入手ができなかったからであると分析している¹¹。P2P レンディングでは、借手としては、信用力はあるものの、これまで銀行からの融資が受けられていない層がターゲットになり得るほか、貸手としては、(i) 借手と直接つながることによりお金の使い方にまでコミットしたい人、(ii) 新しい投資の選択肢を求める人に対してアピールできると考えている¹²。

米国では、レンディング・クラブ (LendingClub Corporation) とプロスパー (Prosper Funding LLC) が主要な P2P レンディング業者であり、インターネットで個人の貸手と個人の借手を仲介している (両者のビジネスモデルのイメージは図 1 参照)。こうした P2P レンディングは、投資家にとって預金に代替する選択肢と位置づけられ、預金と比較して高い利回りが得られる一方、借手にとっては、新たな資金調達手段と位置づけられ、銀行等の融資より低い金利で資金調達が可能となると考えられている¹³。

⁹ Atz and Bholat [2016] p.1.

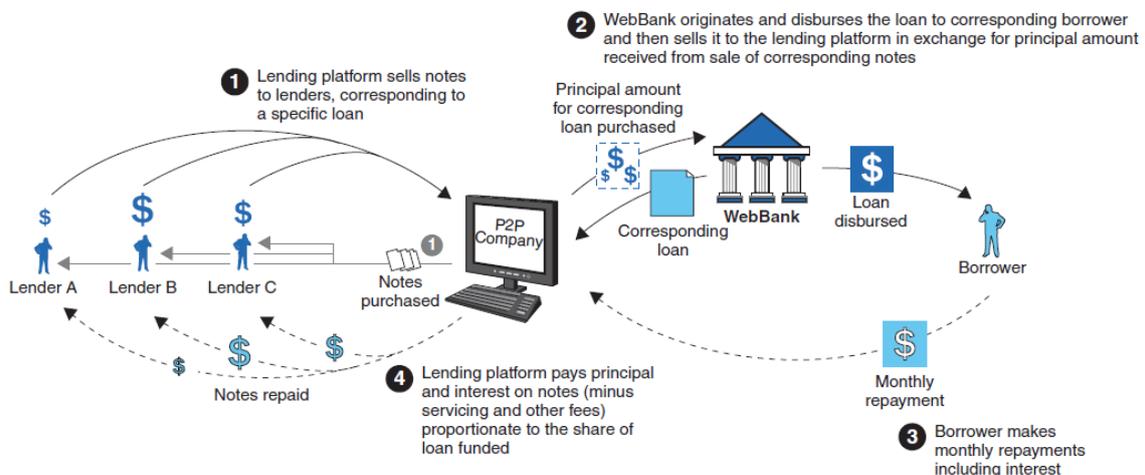
¹⁰ Atz and Bholat [2016] p.7.

¹¹ Atz and Bholat [2016] p.8.

¹² Atz and Bholat [2016] p.8.

¹³ GAO [2011] pp.8-9.

図 1 米国の P2P レンディングのイメージ



資料 : GAO [2011] p.12

貸手と借手の間に知人・親族関係など、何らかの社会的なネットワークがあることを必要としない「市場」モデルの P2P レンディング¹⁴については、それが上手く機能する限りにおいて、既存の金融仲介機関が多大なコストをかけて展開してきた活動をより低コストで実施し、それによって発生した社会的余剰を資金の拠出者と受領者との間で分配するという意味で効率的であり、社会厚生を大きく改善する可能性を持ったシステムであると評価できるとされている¹⁵。

なお、P2P レンディングの法律構成については本節（3）のとおり、英国、米国、日本それぞれ異なったものであるが、本稿では、銀行のような伝統的な金融仲介機関を経由せずに、インターネットを経由して、個人等の貸手が個人や中小企業の借手に融資をすることを広く P2P レンディングと定義する。

（2）P2P レンディングの成長とその背景

証券監督者国際機構（International Organization of Securities Commissions : IOSCO）のスタッフ・ワーキングペーパー¹⁶によると、世界全体の P2P レンディ

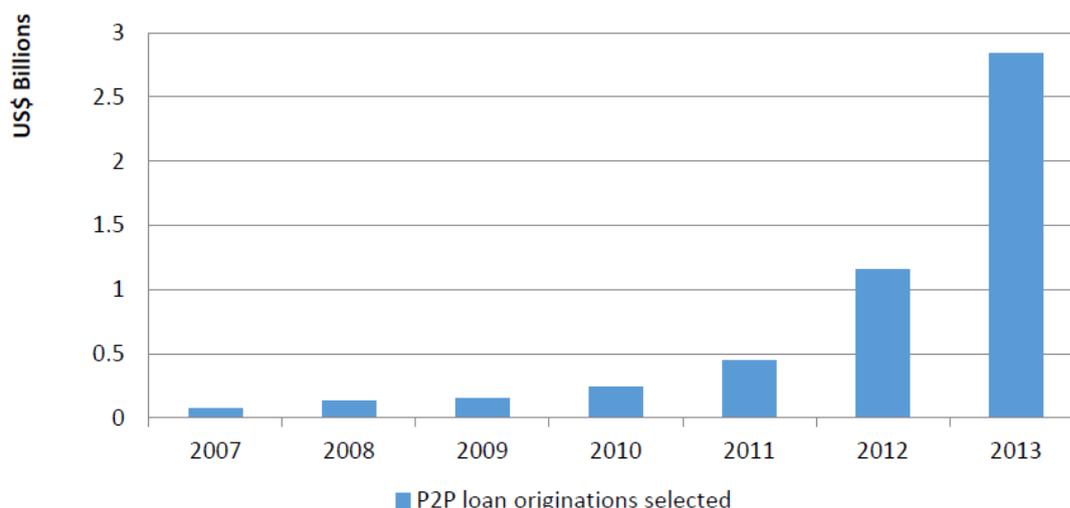
¹⁴ 森田教授は、ソーシャル・レンディング（ウェブ上の SNS（ソーシャル・ネットワーキング・サービス）を利用するなどして、余剰資金を持つ個人（貸手）と資金需要を持つ個人（借手）との間の金融仲介サービスを行う事業の総称）を「知人」モデルと「市場」モデルに分けたうえで、「市場」モデルについて、たとえば、オークション形式のウェブサイト上で、借手が借り入れ条件を提示し、それに対して貸手がビッドしていくことで、貸手と借手の間のマッチングが行われるものを想定している（森田 [2010] 50～51 頁）。

¹⁵ 森田 [2010] 67 頁。

¹⁶ Kirby and Worner [2014].

ングの市場は、これまで急速に成長している。IOSCO 調査局が集計した世界の主要な P2P レンディング業者 9 社の 2013 年の融資額は、前年の 2.5 倍にあたる 28 億ドルとなっている¹⁷ (図 2 参照)。

図 2 世界の主要な P2P レンディング業者 9 社の融資額



資料 : Kirby and Worner [2014] p.34

また、P2P レンディングを含むインターネットを經由した融資¹⁸の世界的な動向について Morgan Stanley が行った調査によると、こうした融資額は、世界全体で、2020 年までに 1,500~4,900 億ドルに達すると予想されている¹⁹。主な国別にみると、米国では、2014 年の融資額は 120 億ドルで、このうち、消費者向け（無担保）が 70 億ドル、中小企業向けが 50 億ドルである²⁰。現時点では、米国の融資額は、米国の消費者向け（無担保）および中小企業向け融資の 1%に過ぎないが、2020 年までに 10%に達すると予想されている²¹。また、英国では、2014 年の融資額は 13 億ポンドであり、2020 年までに 150 億ポンドに達すると予想されている²²。

これに対して、日本の P2P レンディング業者は 9 社程度あり、P2P レンディング業者による融資額の累計は、430 億円程度（2015 年 6 月末時点）とみられている²³。

¹⁷ Kirby and Worner [2014] pp.33-34.

¹⁸ 米国で見られるように、業者が自己資金で借手に融資する形態も含まれる。

¹⁹ Morgan Stanley [2015] p.1.

²⁰ Morgan Stanley [2015] p.24.

²¹ Morgan Stanley [2015] p.1.

²² このほか、P2P レンディングの規模の大きい国として中国が挙げられる。中国の P2P レンディングについては、Morgan Stanley [2015] pp.49-58 および李 [2015] を参照。

²³ 淵田 [2015] 42~43 頁。なお、日本の P2P レンディングは、貸手から借手に直接、融資

このように、従来の銀行経由の融資に依存しない、インターネットを経由した資金調達が増加している背景として、主に以下のような点が指摘されている。

まず、インターネットの利用者の裾野が広がっている。企業がインターネットを利用して資金調達をする動きは、1990年代半ばの米国においてもみられたが²⁴、近年は、モバイル端末の普及もあって、インターネットの利用者が増加し、買い物や資産運用のツールとして定着していることが、当時の状況とは異なっていると考えられる²⁵。

次に、インターネットを利用した情報通信技術の発達により、インターネットのプラットフォームにおいて、不特定多数の貸手が、借手の必要とする資金を提供する仕組みを構築することが可能となった。こうした仕組みが構築されたことにより、多くの貸手と借手がP2Pレンディングに参加することができるようになった²⁶。また、P2Pレンディング業者は、借手の融資申込みをインターネット経由で受け付けるほか、融資審査を迅速に行うことで融資申込みから実行までを短期間で行っている。その背景には、融資審査において、コンピュータ技術を利用して、従来の銀行の審査では活用されてこなかった借手の情報を分析することが可能となったことが指摘されている²⁷。

さらに、金融危機の影響が挙げられる。英国や米国では、資金供給サイドにおいて、金融危機の影響により、伝統的な銀行経由の資金供給が減少したほか、金融危機後に、バーゼルⅢ等の規制が導入されたことにより、銀行が中小企業や個人に対して融資をすることが難しくなるなかで、P2Pレンディング業者を通じた融資が増加したと指摘されている²⁸。一方、資金調達サイドについては、伝統的な銀行経由の資金供給が減少したことにより、1つの資金調達先に依存するリスクが認識されたため、資金調達先を分散するようになっており、こうした

をする形態とはなっていない。本節(3)ハ。参照。

²⁴ 1990年代半ばの米国では、インターネットを利用して、引受業者を介さないで株式発行を行ったり、証券会社や取引所を介さないで株式取引を行ったりする動きがみられた。

1990年代半ばの米国におけるインターネットを利用したファイナンスの動きについては、播本〔1996〕を参照。

²⁵ 大崎〔2014〕は、1990年代半ばの米国におけるインターネット経由の株式公募による資金調達と最近のクラウドファンディングによる資金調達の相違点として、「①インターネットの利用者が著しく増加し、買い物や資産運用のツールとして定着していること、②仲介者の評判が高まれば、かつてのリンクを張っただけのポータル・サイトとは次元の違う信頼感が醸成される可能性があること、③インターネット経由の資金調達を考える企業の数が増加している可能性があること」を指摘している。

²⁶ Kirby and Worner〔2014〕p.10. 近年のインターネット利用者は、一方的に情報提供を受けるのではなく、自ら情報を提供し、それを共有することができるようになった。こうしたことから、P2Pレンディングでは、借手が自分のプロフィール・写真・資金用途等を掲載することにより、利用者の参加が促されると指摘されている(Kirby and Worner〔2014〕p.12)。

²⁷ Brainard〔2015〕pp.7-8. 融資におけるビッグデータの活用事例については、補論1を参照。

²⁸ Kirby and Worner〔2014〕pp.12-13.

動きは今後も続いていくだろうと考えられている²⁹。

そのうえ、国によっては、政府が P2P レンディング業者を支援する動きがみられる。英国は、政府系の金融機関（the British Business Bank）を通じて、P2P レンディング業者に総額 2 億ポンドの資金を拠出している³⁰。P2P レンディング業者は、政府から拠出された資金を、貸手の資金提供額が借手の資金調達希望額に満たない場合に、その不足額を補う形で主に利用している。また、P2P レンディング業者を通じた融資から生じる利子の税務上の取扱いについて、2016 年 4 月から、少額貯蓄非課税口座（Individual Saving Account : ISA）の対象としており、P2P レンディング業者を通じた融資は税制上の優遇措置を受けられる^{31,32}。

（3）P2P レンディングの法律構成

イ．英国の法律構成

P2P レンディングの法律構成は国によって違いがみられる。

英国では、貸手と借手が直接、融資契約を締結することにより、金銭の貸付けがなされている³³。P2P レンディング業者は、貸手と借手のマッチングを行うためのプラットフォームを提供するが、貸手・借手間で締結される契約にはほとんど関与しない。したがって、貸手と借手の資金は、P2P レンディング業者のバランスシートには計上されず、P2P レンディング業者の財産と分別管理された口座を通じて入出金され、P2P レンディング業者の倒産（プラットフォームの閉鎖）の影響を受けないものとされている³⁴（図 3）。

なお、P2P レンディング業者は、債権の管理・回収業務についても行うものとされている³⁵。

²⁹ Salmon [2015] pp.4-5.

³⁰ Atz and Bholat [2016] p.20.

³¹ HM Treasury [2015] p.3.

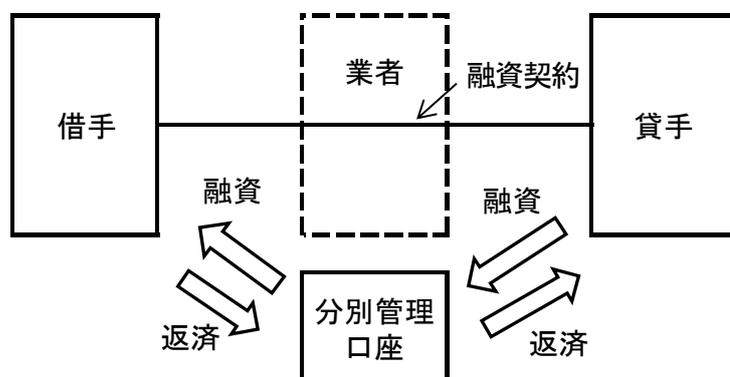
³² なお、英国の FCA は、FinTech のイノベーションや競争の促進を目的に、2014 年 10 月から Project Innovate と呼ばれる取組みを行っており、開始から 1 年で、175 社を超える事業者をサポートし、5 つの新しい事業者の許認可を行っている。それに加えて、Project Innovative の一環として、Regulatory Sandbox と呼ばれる取組みを行っている。Regulatory Sandbox は、革新的な金融商品・サービス・ビジネスモデル等について、業者が、現行法の規制を即座に適用されることなく、安全に実験するための場を提供する取組みである。詳細については、FCA [2015]を参照。

³³ 英国の P2P レンディング業者の業務は、貸手と借手をマッチングさせて、両者の間で融資契約を締結することが可能となるように電子的なシステムを運営することである。詳細については、下記 4. (2) イ. 参照。

³⁴ Kirby and Worner [2014] p.17.

³⁵ Kirby and Worner [2014] p.17.

図3 英国の P2P レンディングの仕組み

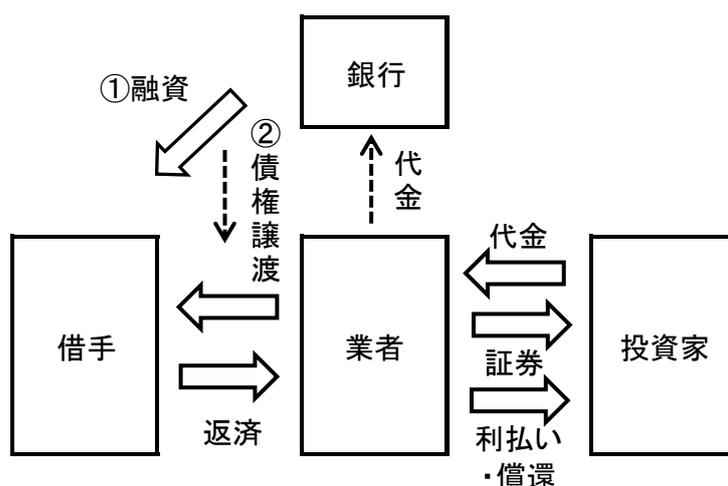


資料：Kirby and Worner [2014] p.17 を参考に筆者が作成。

ロ. 米国の法律構成

これに対して、米国では、貸手と借手が、直接、融資契約を結ぶ形とはなっていない。米国では、P2P レンディング業者は、貸手と借手のマッチングを行うが、P2P レンディング業者の提携先の銀行が、借手に対して融資を行う。そして、P2P レンディング業者は、対価を支払ってその貸付債権を買い取り、それに対応する証券 (note) を投資家に発行し、投資家に対して証券の利払い・償還を行うというスキームが一般的である³⁶ (図4)。

図4 米国の P2P レンディングの仕組み



資料：Kirby and Worner [2014] p.18 を参考に筆者が作成。

³⁶ 証券は、SEC に登録することが義務づけられる。米国の P2P レンディング業者の足もとの動きについては、補論 2 を参照。

ハ. 日本の法律構成

わが国においても、貸手と借手が直接、融資契約を締結する形とはなっていない。わが国では、P2P レンディング業者が直接、借手に融資をし、その原資は、投資家から匿名組合契約³⁷に基づく出資により調達するスキームが一般的である。

わが国では、貸金業法により、金銭の貸付けまたは金銭の貸借の媒介で業として行う者³⁸は登録を受けなければならないとされている³⁹。ここで、「業として行う」とは、反復継続し、社会通念上、事業の遂行とみることができる程度のものをいうとされている⁴⁰。そのため、貸手が複数回、P2P レンディングにおいて融資を行うことが貸金業に該当すると評価される可能性が否定できず、現行規制上、P2P レンディングにより、貸手から借手に直接融資をすることは難しい状況である⁴¹。そこで、わが国では、貸手の貸付行為が貸金業に該当しないように、貸手が、投資家として匿名組合に出資し、貸金業登録をした業者（匿名組合の営業者）が借手に融資する法律構成になっている⁴²（図5）。

なお、投資家の出資が貸金業に該当するのを避ける目的から、P2P レンディング業者は、借手を具体的に開示せず、かつ、同一の匿名組合契約により調達した資金を複数の借手に融資するように設計されているといわれている⁴³。

本稿では、米国や日本のように、資金提供者が直接の貸手とならない場合であっても、特段、法律構成を問題としない限り、以下では、資金提供者を「貸手」と記載する。

³⁷ 匿名組合契約は、「当事者の一方が相手方の営業のために出資をし、その営業から生ずる利益を分配することを約する」契約である（商法第535条）。

³⁸ 貸金業法第2条第1項。

³⁹ 貸金業法第3条第1項。

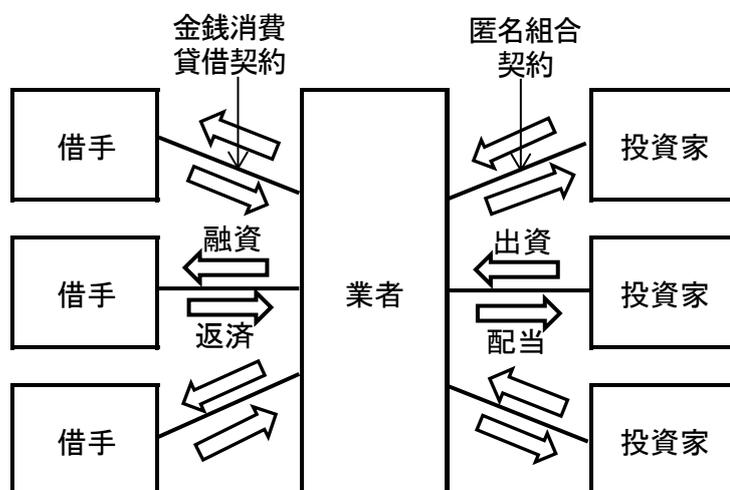
⁴⁰ 反復継続の意思をもって貸付けを行えば足り、必ずしも報酬利益を得る意思や、実際にそれを得たことは要せず、貸付けの相手方が不特定多数であることも要しないとされている（最判昭29年11月24日刑集8巻11号1860頁、最判昭30年7月22日刑集9巻9号1962頁）。

⁴¹ 有吉 [2013] 22頁。

⁴² 増島・堀 [2016] 223頁。

⁴³ 有吉ほか [2016] 71頁。

図5 日本のP2Pレンディングの仕組み



資料：有吉ほか [2016] 79 頁を参考に筆者が作成。

3. P2P レンディングのビジネスモデルとリスク

(1) P2P レンディングのビジネスモデル

P2P レンディング業者を通じた融資を銀行による融資と比較すると、以下のような特徴がある（概要をまとめたものは、表2参照）。

表2 P2P レンディングの主な特徴

	P2P レンディング	銀行による融資
店舗等にかかる運営費	低い	高い
融資に関する審査を行う主体	P2P レンディング業者	銀行
融資に関する意思決定の主体	貸手	銀行
融資実行後の融資先のモニタリングを行う主体	P2P レンディング業者	銀行
融資先のデフォルトリスクを負う主体	貸手	銀行

イ. 借手と貸手のベネフィット

借手の立場からみると、P2P レンディング業者を通じた融資は、インターネットを経由して融資の申込から実行までの手続きを行うことが可能であるほか、P2P レンディング業者の審査が迅速に行われるため、融資の申込から実行までの

期間が短い⁴⁴ことにより、利便性が高い。また、借入金利についても、従来の資金調達手段と比較して低いと言われている⁴⁵。一方、貸手の立場からは、銀行預金と比較して高い利回りが得られる可能性がある一方、融資先のデフォルトリスクを負担するため、元本保証のある銀行預金と比較するとリスクの大きい金融取引となっている⁴⁶（図6）。

図6 レンディング・クラブのビジネスモデル



備考：2015年第3四半期の投資家向け説明資料

資料：LendingClub Corporation [2015] p.7

このような違いが生じる背景としては、P2P レンディングは、インターネットを經由したサービスを提供することにより、店舗等にかかる運営費用が小さくなっていることが挙げられる。その他に、銀行業には自己資本比率規制等の規制が適用されるのに対して、P2P レンディング業者には、そうした規制が適用されないことにより、規制対応のコストが低いことも指摘されている⁴⁷。

ロ. 融資プロセスにおける相違

融資先の情報収集、融資の意思決定、融資実行後のモニタリングの主体についてみると、銀行の融資では、銀行が融資先の情報を収集したうえで、融資の意思決定をし、融資実行後のモニタリングを行う。一方、P2P レンディングにおいては、融資先の審査（情報収集に加え、多くの業者では金利設定）は P2P レ

⁴⁴ Brainard [2015] p.7.

⁴⁵ Kirby and Worner [2014] p.21.

⁴⁶ 貸手のリスクについては、本節 (2) を参照。

⁴⁷ Morgan Stanley [2015] p.1.

ンディング業者が行うが、融資の意思決定は、貸手が行う。P2P レンディングにおける融資実行後のモニタリングは、基本的には P2P レンディング業者が行うものと考えられるが、現状、こうしたモニタリングがどの程度実施されているかは定かではない。

ハ. P2P レンディング業者の収益構造

P2P レンディング業者は、借手や貸手から手数料を徴求することでビジネスを行っている。具体的には、借手からは、融資にかかる手数料を徴求している。その他に、口座管理にかかる手数料や、返済が遅延した場合に借手が貸手に支払う遅延損害金の一部を手数料として徴求している業者もある。他方で、貸手からは、口座管理にかかる手数料を徴求したり、貸手が予め設定した条件にしたがって自動的に融資するサービスを契約している場合には、そのサービスの手数料を徴求したりしている。P2P レンディング業者は、こうした手数料と引き換えに、(i) 借手からの融資の回収および (ii) 借手の信用力の審査を行っている⁴⁸。

(2) P2P レンディングのリスク

P2P レンディングは、借手と貸手に上述のとおりベネフィットがある一方、貸手が P2P レンディング業者を通じて融資をする際にはリスクもあり、こうしたリスクを把握しておくことは投資を行ううえで重要となる。そこで、まず、IOSCO のスタッフ・ワーキングペーパーに基づいて、P2P レンディングの貸手のリスクについて整理する⁴⁹ (下記イ. 参照)。つづいて、欧州銀行監督機構 (European Banking Authority : EBA) の融資型クラウドファンディングに関する意見書⁵⁰にそって、借手および P2P レンディング業者のリスクについて整理する

⁴⁸ Kirby and Worner [2014] p.17.

⁴⁹ Kirby and Worner [2014] pp.23-28。なお、P2P レンディングおよび投資型クラウドファンディングを合わせて、FR crowd-funding (financial return crowd-funding) と定義し、FR crowd-funding のリスクについて記載しているため、以下の記述には、投資型クラウドファンディングの資金提供者のリスクも含まれる。

⁵⁰ EBA [2015]. 意見書は、クラウドファンディングを4つの類型(寄付型、報酬型、融資型、投資型)に分けたうえで、融資型のクラウドファンディング (lending-based crowdfunding) に焦点を当てて論じており、本稿の検討対象である P2P レンディングと一致する (EBA [2015] pp.8-9)。EBA は、EBA 規則 (Article 9 of Regulation (EU) No 1093/2010) に従い、新たな金融活動を監視し、市場の安全性・健全性および規制の統一を促す観点から、ガイドラインの作成や勧告を行っている (EBA [2015] p.1)。EBA は、表3で掲げるようなリスクに対処するにあたって、既存の EU 指令・規則のいずれが P2P レンディング業者に対する規制として適しているかについて検討している。その結果、決済サービス指令が P2P

(下記ロ、参照)。こうしたリスクの詳細については表 3 を参照。

イ. 貸手のリスク

(イ) デフォルトリスク

P2P レンディングでは、通常の融資の場合と同様に、貸手が借手のデフォルト（債務不履行）リスクを負っている。また、住宅取得のための融資であっても、事業性の融資であっても、P2P レンディング業者を通じた融資は、無担保であることが多く、貸手が優先的に弁済を得られる仕組みになっていない⁵¹。なお、融資のデフォルト率は、貸手が P2P レンディングに参加する際に考慮すべき重要な事項であるが、多くの P2P レンディング業者は創業からあまり時間が経過していないため、デフォルト率を算出するためのデータのサンプルが少ない状況である⁵²。

(ロ) プラットフォームの閉鎖リスク

P2P レンディング業者が運営するプラットフォームが閉鎖されるリスクがある。万一、プラットフォームが閉鎖されると、融資の回収が行われず、融資が返済されないリスクがある。このリスクが広く認識された事例として、英国の Quackle のケースが挙げられる。Quackle が運営する P2P レンディングのプラットフォームは、2011 年に、突然、閉鎖された。これに伴い、(i) 借手または貸手に関する情報が失われたため、契約に基づく債務の履行が行われなくなった結果、借手に 100%に近い債務不履行が発生したほか、(ii) 金融サービス補償制度（Financial Services Compensation Scheme : FSCS）⁵³による補償の対象でもな

レンディング業者に対する規制として適していると指摘している。それは、決済サービス指令では、決済サービス機関に対して、当初資本金（initial capital）等の資本規制が課せられるほか、顧客資産の分別管理義務や利用者に対する情報提供義務が定められているためである。もっとも、決済サービス指令によっても対処しきれていないリスクがあり、P2P レンディング業者が実施する、借手の審査や信用力の評価に関する規制や P2P レンディング業者の倒産時に顧客を保護するための措置（safeguards）が不十分であると指摘している（EBA [2015] pp.2-3）。

⁵¹ Kirby and Worner [2014] p.24.

⁵² Kirby and Worner [2014] p.5.

⁵³ 金融サービス補償制度は、英国の預金保険制度である。万一、金融機関が破綻した場合に、一定額の預金等を保護している。英国では、金融サービス補償制度により、銀行・証券・保険等の 8 業態に亘る金融サービスの消費者に対する補償を行っており、預金は 7.5 万ポンドを上限として保護される（大内・鈴木 [2016] 87～88 頁）。

いため、貸手は 100%に近い損失を被ったとされている⁵⁴。

(ハ) 詐欺等のリスク

P2P レンディング業者が運営するプラットフォームは、インターネットのウェブサイトだけで運営されていることが多く、P2P レンディング業者による借手の本人確認が不十分な場合には、貸手が詐欺にあうリスクが高まる。また、P2P レンディングには、伝統的な金融機関と同様に、なりすまし、マネーロンダリング、テロ資金供与、消費者プライバシーの侵害およびデータ流出等のリスクがある⁵⁵。

(ニ) 情報の非対称性のリスク

P2P レンディングでは、借手のクレジットスコアや収入等の定量的な情報が貸手にとって不足していることが多い。貸手が利用可能な定量的な情報は P2P レンディング業者が借手に付与した金利だけということもある。したがって、貸手は、不確かな定性的な情報⁵⁶に基づいて、投資の意思決定をしなければならないというリスクがある⁵⁷。

(ホ) 投資家の経験不足のリスク

仮に、英国のように、政府が P2P レンディング業者を通じて融資をしたり、P2P レンディングの産業の成長を促すために、法制度を整備したりする場合には、P2P レンディングが信頼できる安全なものだと認識され、投資経験の少ない個人投資家が案件を十分に精査せずに投資を行うというリスクがある⁵⁸。

(ヘ) 貸付債権を売却できないリスク

P2P レンディングの多くのプラットフォームには、貸付債権の流通市場が存在しない。こうした流通市場の不存在は、それを認識していない投資家にとって、

⁵⁴ Moore, Elaine, and Jonathan Moules, “Peer-to-peer loans company closes,” *The Financial Times*, December 7, 2011.

⁵⁵ Kirby and Worner [2014] p.26.

⁵⁶ 定性的な情報とは、借手が P2P レンディングのウェブサイトに投稿したコメントや写真等の情報。

⁵⁷ Kirby and Worner [2014] pp.26-27.

⁵⁸ Kirby and Worner [2014] p.27.

ポジションを清算したくてもできないため、リスクとなる。仮に流通市場が存在し、貸付債権を売却できる場合でも、ひとたび、貸付けを行ったときには、大幅なディスカウントなしに、貸付債権を売却できる余地はほとんどない⁵⁹。

(ト) サイバー攻撃のリスク

P2P レンディングはインターネットを利用しているため、サイバー攻撃を受けるリスクがある。サイバー攻撃には、プラットフォームに対して、過剰な負荷をかけるものから、本物に酷似したサイトを作成して、個人情報などを騙し取るものまで、さまざまな形態があり得る⁶⁰。

ロ. 借手や P2P レンディング業者のリスク

(イ) 借手のリスク

借手にとって、P2P レンディング業者が入出金や顧客資金の取扱いを適切に行うことができない場合には、貸手の資金を受領できないリスクがある。また、P2P レンディング業者が貸手から集めた資金を受領するタイミングについて取決めがなされていない場合には、融資の決定後、適切なタイミングで資金を受領することができないリスクがある。

(ロ) P2P レンディング業者のリスク

借手の信用力の低下に伴い、融資のデフォルト率が想定範囲を超えて上昇すると、P2P レンディング業者のレピュテーションが低下し、P2P レンディング業者の倒産につながるリスクがある。その他に、情報セキュリティの脆弱性をつかれて、ハッカーによるサイバー攻撃に晒されるリスクがあるほか、P2P レンディング業者に対する規制が不十分な場合には、マネーロンダリングに悪用されるリスクがある。

⁵⁹ Kirby and Worner [2014] p.27.

⁶⁰ Kirby and Worner [2014] p.28.

表3 P2P レンディングのリスクとリスクを顕現化させる事象
(貸手・借手にとってのリスク等)

	貸手にとってのリスク	借手にとってのリスク	リスクを顕現化させる要因
信用 リスク (カウ ンター パー ティ ー リ ス ク)	借手のデフォルト時に提供 した資金を失う	—	業者による、借手の信用力の評価 が不十分
	業者の倒産により損失を被 る	—	借手が返済するのに必要な記録 がない。業者の倒産時に融資を継 続して管理する等の措置が不十 分
	借手からの元利息を受領で きない	貸手から資金を受領でき ない	業者が入出金や顧客資金の取扱 いを適切に行うことができない
詐欺等 の リ ス ク	借手の詐欺により損失を被 る	—	業者による借手の情報の確認が 欠如・不十分
	個人情報の盗用・悪用	同左	業者の情報管理に関する内部手 続きが欠如・不十分
透明性 の 欠 如	業者やその関係者が、借手の 事業から利益を得るような 関係にあるか分からない	—	利益相反に関する情報開示が欠 如・不十分
	借手を評価するのに必要な 情報が提供されない	—	業者による借手の審査が欠如・不 十分、業者が借手の審査をする ことが求められていない
法的 リ ス ク	当事者の契約上の権利義務 が不明確	同左	当事者の契約上の権利義務に関 する不適切な情報
	業者に対する苦情処理の仕 組みが不適切	同左	業者とその顧客の紛争処理に関 する規制が欠如
流動性 リ ス ク	融資実行後、満期前に、資金 が必要になっても、資金を得 られない	融資決定後に、資金提供が 遅れる	満期前に資金を得る手段や資金 が利用可能となるタイミングに ついての取決めが欠如・不十分
事務 リ ス ク	業者のプラットフォームに 技術的な問題が生じて損失 を被る	同左	コーポレート・ガバナンスが欠 如・不十分、プラットフォームに 技術的な欠陥がある

資料：EBA [2015] p.13 を参考に筆者が作成。

(P2P レンディング業者にとってのリスク等)

	P2P レンディング業者にとってのリスク	リスクを顕現化させる要因
レピュテー ション リ ス ク	融資のデフォルト率が高くなると、業者 のレピュテーションが悪化し、業者の倒 産につながる可能性がある	業者による借手の審査が欠如・不十分、業者 が金融監督当局の監督下でない
事務 リ ス ク	ハッカーによるサイバー攻撃に晒される	ハッカーによるサイバー攻撃に対する対策が 欠如・不十分
マネーロン ダリングの リ ス ク	マネーロンダリングに悪用されたり、そ れにより閉鎖を余儀なくされたりする	業者による貸手および借手の審査が欠如・不 十分、業者が本人確認・マネーロンダリング・ テロ資金供与に関する規制の対象になってい ない

資料：EBA [2015] p.13 を参考に筆者が作成。

(3) P2P レンディングに起因するシステミック・リスク

システミック・リスクは、はっきりと定義することの難しい概念であるが、古典的には、「資金（流動性）不足による支払い不履行が原因となって、ひとつの銀行の破綻が他の銀行の破綻を連鎖的にもたらす事態」をいうとされている⁶¹。このようなシステミック・リスクは、「預金という短期調達資金に依存している銀行の取付けから発生する」とされている⁶²。その背景としては、「資金運用と資金調達の長短ミスマッチという脆弱なファイナンス構造」があると考えられている⁶³。

P2P レンディング業者に銀行と同様の構造に起因したシステミック・リスクがあるかについて、(i) 業者を単体でみたときに銀行と同様の財務構造上の脆弱性があるか、(ii) 業者が破綻したときに、1つの業者の破綻が他の業者の破綻を連鎖的にもたらすか、の観点から確認する。

(i) については、P2P レンディング業者には、銀行と同様の財務構造上の脆弱性はないと考えられる。すなわち、銀行は、負債サイドで要求払預金を受け入れる一方、資産サイドで長期間の貸付債権を有するため、期間のミスマッチのリスクおよび金利リスクを負っている。それに対して、P2P レンディング業者は、自身のバランスシートを使って業務を行っていないため、そうした財務構造上の脆弱性はないと考えられる⁶⁴。

(ii) については、P2P レンディング業者は、銀行のように、ある業者の破綻が他の業者の破綻を連鎖的にもたらす構造にはなっていないと考えられる。すなわち、銀行は、「網の目のように相互に絡まった債権債務関係を通じてドミノ倒しのように危機が伝播する」とされ⁶⁵、システミック・リスクが発生する際の具体的なルートとして、(i) 心理的な連想に伴う預金の取付け、(ii) インターバンク市場での直接的な与信の焦付き、(iii) 時点ネット決済システムを通じた連鎖的な波及が挙げられる⁶⁶。一方、P2P レンディング業者は、(i) 貸手から資金の返還を要求されることがないため、取付けが起こらない構造であること、

⁶¹ 白川 [2008] 299 頁。

⁶² 翁 [2010] 30 頁。

⁶³ 翁 [2010] 30 頁。

⁶⁴ ここでは、上記 2. (3) イ. の英国の P2P レンディング（貸手が借手に直接融資するもの）を念頭に記載している。なお、上記 2. (3) ロ. の米国の P2P レンディングのように、P2P レンディング業者が自身のバランスシートを使って事業を行っている場合であっても、借手のローンとそれに対応する P2P レンディング業者が発行する証券は、期間および金利が一致するため、P2P レンディング業者は、期間のミスマッチのリスクや金利リスクを負わないとされている（Verstein [2011] p.466）。

⁶⁵ 翁 [2010] 29 頁。

⁶⁶ 白川 [2008] 299 頁。

(ii) P2P レンディング業者は銀行と違って与信の焦付きにより損失を被らないこと、(iii) P2P レンディング業者は、時点ネット決済システムに参加していないことから、銀行のようなシステムック・リスクはないと考えられる。

上記のようなシステムック・リスクの定義に対し、システムック・リスクとは、金融システムに何らかの幅広い悪影響を及ぼし、それによって実体経済にも何らかの広範な悪影響を及ぼすものと、より広い概念として捉える考え方もみられる⁶⁷。そうした考え方を採用する IOSCO のスタッフ・ワーキングペーパー⁶⁸では、P2P レンディングおよび投資型クラウドファンディングのシステムック・リスクについて、現時点では、P2P レンディングの融資額が銀行等による融資額全体に占める割合は非常に小さいので、システムック・リスクが顕現化する状態ではないが、留意点があると指摘されている⁶⁹。

具体的には、(i) 市場規模について、P2P レンディングは、融資額が毎年ほぼ倍増しているため、短期間に非常に大きくなり得ること、(ii) 国際的に活動する P2P レンディング業者の取扱いに関して不明確な点があり⁷⁰、国境を越えて危機が伝播しないようにするには、基本的な最低限の基準が必要であること、(iii) 銀行、ヘッジファンド、年金基金等が、P2P レンディングに参加すること

⁶⁷ IOSCO [2011] p.13. IMF, BIS, and FSB [2009] p.2 は、金融危機を踏まえて、システムック・リスクは、金融サービスが破壊されるリスクであり、それは、金融システムの全部または一部の悪化が原因となって、実体経済に深刻な悪影響を及ぼし得るものであると定義している。

⁶⁸ IOSCO 調査局は、「証券規制の目的と原則」(Objectives and Principles of Securities Regulation : IOSCO 原則)の6(証券監督者は、システムック・リスクを監視・削減・管理すること)および7(証券監督者は、規制範囲を定期的に見直すこと)に関する調査・分析を行っている。その一環として、近年、力強く成長し、金融の技術革新のみられる分野である、P2P レンディングおよび投資型クラウドファンディングについて、P2P レンディング等が IOSCO、IOSCO メンバーとその監督範囲、実体経済に与える影響を調査している(Kirby and Worner [2014] p. 2)。

⁶⁹ Bijkerk *et al.* [2012] は、証券監督者がシステムック・リスクや市場におけるリスクの高まりを認識するための体系的な分析枠組み(systemic risk identification framework)を概説している。Kirby and Worner [2014] pp.33-46 は、その枠組みを利用して、P2P レンディングおよび投資型クラウドファンディングのシステムック・リスクの脅威について、規模(Size)、流動性(Liquidity)、集中度合い(Concentration)、透明性(Transparency and awareness)、国際性(Cross-jurisdictional)、相互連関性(Interconnectedness)および行動様式(Behaviour)等の観点から、分析している。

⁷⁰ Kirby and Worner [2014] p.42 は、P2P レンディング業者を通じて、国境を越えて融資が行われる事例がみられており、そうしたサービスを提供する P2P レンディング業者について、以下の点が問題になると指摘している。(i) P2P レンディング業者により締結された契約は、どの国の裁判所の判決により強制執行が可能となるか、(ii) そうした業者が破綻した場合に、貸手と借手が連絡をとるのに利用可能な情報は何か、(iii) そうした業者をどの国が監督するのか、また、監督を行う国の規制は業者の全ての活動に適用されるのか、それとも当該国の活動についてのみ適用されるのか、という点が不明確であると指摘している。

により⁷¹、P2P レンディング業界と他の金融セクターとの間の相互連関性が増加する可能性があること、(iv) 上記 (iii) のように、個人の投資家と比較して損失吸収力のある投資家が P2P レンディングに参加することに伴い、P2P レンディング業者が信用力の低い借手に対してサービスを提供するようになる可能性があることが指摘されている⁷²。

⁷¹ 米国では、上記 2. (3) ロ. で述べたように、P2P レンディング業者の提携先の銀行が借手に融資する。P2P レンディング業者は、銀行が融資した貸付債権を買い取り、それに対応する証券を小口化して投資家に販売する。最近、P2P レンディング業者は、小口化した証券ではなく、貸付債権そのものを販売するようになったほか、貸付債権を束ねて、それを裏づけとする資産担保証券を販売する事例がみられており、銀行、ヘッジファンド、年金基金等が P2P レンディングの市場に投資家として参加するようになったとされている (Kirby and Worner [2014] p.43)。機関投資家の参加や証券化の動きは、英国においてもみられはじめている (FCA [2016] p.14)。

⁷² Kirby and Worner [2014] p.43.

4. 英国における P2P レンディングに関する法規制

英国、米国、日本の P2P レンディング業者に対する規制についてみると、英国は、2014 年に、P2P レンディングおよび投資型クラウドファンディングに関する規制を導入している⁷³一方、米国は、新興企業の出資形態での資金調達を促進する観点から、2012 年に JOBS 法 (Jumpstart Our Business Startups Act) を制定し、投資型クラウドファンディングに関する法制度を整備しているが、P2P レンディング業者に対する規制は整備されていない。日本は、2014 年に金融商品取引法を改正し、投資型クラウドファンディングに関する法制度を整備したが⁷⁴、P2P レンディング業者に対する規制については、未整備の状況である⁷⁵。

そこで、P2P レンディング業者を導入している英国の法規制を概観する。まず、(1) 英国の金融サービス市場法の内容を確認したうえで、(2) P2P レンディングに関する法規制について確認したい。

(1) 英国の金融サービス市場法の概要

英国では、金融サービス市場法により、金融サービスが包括的に規制されている。金融サービス市場法では、規制対象業務は許認可業者または適用免除業者でなければ営んではならないと定められている。規制対象業務は、特定の投資商品について、特定の行為を業として行うことを指している。特定の投資商品および特定の行為の内容については、金融サービス市場法により概括的に規定され、その細目については、下位の法令に委任されている。規制対象となる特定の行為の具体的な範囲については、規制対象業務に関する財務省命令 (Regulated Activities Order。以下、「財務省命令」という。) により規定されている。また、規制対象業務にかかる行為規制の具体的な内容については、FCA が定めるハンドブック (FCA Handbook。以下、「FCA ハンドブック」という。)⁷⁶により規定されている。

⁷³ FCA [2014].

⁷⁴ 2014 年の金融商品取引法の改正では、投資型クラウドファンディング (電子募集取扱業務) を行う業者に対する規制整備および資金調達企業が発行する有価証券が少額の場合の電子募集取扱業務への参入規制の緩和が実施された。詳細については、小長谷ほか [2014] および田中ほか [2015] を参照。

⁷⁵ 電子募集取扱業務の規制対象となる有価証券からは、貸付型クラウドファンディング (本稿における P2P レンディング) に係る有価証券は除かれている (詳細については、下記 5. (2) ハ. 参照)。

⁷⁶ FCA ハンドブックは、すべての許認可業者が遵守すべき業務行為原則 (Principles for Business) を定め、具体的な規制内容を各種の規則 (sourcebook 等) で定めている。FCA ハンドブックは、法的拘束力があって違反した場合に行政処分等が課される規則 (rule)

(2) 英国の P2P レンディング規制の概要

P2P レンディング業者が FCA から規制対象業務を行う許可を得るためには、金融サービス市場法の入口条件（Threshold Conditions）に関する命令（The Financial Services and Markets Act 2000 (Threshold Conditions) Order 2013）で定める一般的要件を満たす必要があるほか、固有の要件として、借手の審査方法や債権の回収方法が適切であること等が定められている。一般的要件は、事務所の所在地、例えば、英国法人の場合には本店等が英国にあること、業者に対する実効的な監督を妨げるような業務・商品の複雑さや親会社等との関係がないこと、業者が規制対象業務を行ううえで十分な経営資源を有すること、業者が法令違反をしていないこと、業者のビジネスモデルが規制対象業務に該当することである。

財務省命令では P2P レンディング業者の業務範囲が規定されているほか（下記イ．参照）、FCA ハンドブックに P2P レンディング業者に対する規制が定められている（下記ロ．参照）。以下では、それぞれの内容を概観する。

イ．財務省命令に基づく P2P レンディング業者の規制対象業務

P2P レンディング業者の規制対象となる業務は、財務省命令の第 6 B に定められている。具体的には、貸手と借手をマッチングさせて、個人間で融資契約を締結することが可能となるように、電子的なシステムを運営することが P2P レンディング業者の規制対象業務とされている（36H. (1)、(2)）。

また、P2P レンディング業者の規制対象業務は、その業者を通じて法の定めるところにしたがって締結される契約（以下、「36H agreement」という。）の当事者が個人⁷⁷であるか否かによっても、その範囲が画されている。すなわち、36H agreement は、貸手が借手に信用供与⁷⁸する契約であり、借手が個人である場合には、貸手の信用供与額が 2 万 5 千ポンド以下であるものが規制対象となる。ただし、借手の資金調達が事業目的ではない場合には、信用供与額にかかわらず規制対象となる⁷⁹。これに対し、個人が貸手になる場合には、借手について、

と法的拘束力のない規則運用に関する指針（guidance）等に分けられる。本稿で FCA ハンドブックの条文を記載する際には、規則を R、指針を G と表記する。

⁷⁷ 個人には、(a) 2~3 人で構成されるパートナーシップで、その構成員が法人だけではないもの、および(b) 法人格のない社団であって、その構成員が法人だけではないものが含まれる（36H.(9)）。

⁷⁸ 信用供与には、現金の貸付けおよびその他のいかなる様式の資金融通が含まれる（60L）。

⁷⁹ 貸手が悪意であったり、業者がそれを疑う合理的な理由があったりしない限り、契約において、借手が主な目的は事業のためであると宣言すれば、そのように推定される（36H.(7)）。

特段の制限は設けられていないため、すべて規制対象となる(36H.(4)、(5)、(6))。

さらに、システムの運営者たる P2P レンディング業者が、上述の規制対象業務に伴って、以下のいずれかの行為をすることも、規制対象業務である。その行為とは、(a) 貸手および借手に契約締結の勧誘をすること、(b) 貸手が借手と契約を締結すべきか判断するのを助けるために、借手の信用力に関する情報を貸手に提供すること、(c) 返済期限の到来した債権を回収すること、(d) 貸手に代わって、契約に基づく権利行使を行うこと、(e) 信用情報機関に対して、個人の信用力に関する情報を持っているかを確認すること、(f) そうした情報の内容を確認すること、(g) そうした情報について、訂正、削除、その他の修正を行うことができるようにすること、(h) 信用情報機関に対して、そうした情報を持つのをやめさせたり、そうした情報を他の人に提供しないようにさせたりすること(36H.(3))である⁸⁰。

このほか、P2P レンディング業者の業務範囲は、貸手が規制対象業務を行っているかどうかによって影響を受けない(36H.(8))。

ロ. FCA ハンドブックにおける P2P レンディング業者に関する規制

P2P レンディング業者が財務省命令に基づく規制対象となることに伴って、P2P レンディング業者に対するより具体的な細則は FCA ハンドブックに定められている。FCA ハンドブックのなかでは、P2P レンディング業者に関する規制として、業者のコンプライアンスや内部統制に関する基準 (Senior Management Arrangements, Systems and Controls : SYSC)、業者の財務健全性に関する基準 (Interim Prudential Sourcebook for Investment Businesses : IPRU (INV))、業者の業務行為に関する基準 (Conduct of Business Sourcebook : COBS)、業者の顧客資産の取扱いに関する基準 (Client Assets : CASS)、業者の監督に関する基準 (Supervision : SUP) が定められている。各ハンドブックにおける P2P レンディング業者に対する規制の詳細は以下のとおり。

⁸⁰ 英国では、2006年消費者信用法により、信用情報サービスの提供 (the provision of credit information services) に関する事項が、補助的信用事業として、新たに規制の対象となった。信用情報サービスの提供とは、個人のために、(i) 信用情報機関が当該個人に関する情報を有しているかの確認、(ii) 当該情報の内容の確認、(iii) 当該情報の訂正等の確保、(iv) 信用情報機関が当該情報を廃棄することや第三者に渡さないようにすることの確保のための行動をとったりそのためのアドバイスをしたりすることである(小出[2009]144頁)。財務省命令における P2P レンディング業者の規制対象業務には、こうした信用情報サービスの提供に関する行為が含まれている。

(イ)SYSCにおける P2P レンディング業者の業務停止時の取扱いに関する規制

P2P レンディングのプラットフォームの運営業者は、業務を停止した場合に、融資契約が引き続き管理されるように、融資契約の管理を別の業者に引き継ぐ等の適切な措置を講じることが義務づけられている。運営業者にそうした措置を講じることが義務づけられた理由として、(i) 貸手が借手を特定する情報を持っていなかったり、(ii) 貸手の1先あたりの融資額が少ないことから、貸手が融資を回収することが経済的ではなかったりすることが挙げられる。また、借手については、運営業者の倒産時に貸手に返済をしない事例があるとされている⁸¹。

条文の順序に沿って概観すると、融資に関する電子的なシステムの運営業者⁸²（以下、「運営業者」という。）は、業務を停止した場合に、貸手と借手の間で締結された P2P レンディングに関する契約⁸³（以下、「融資契約」という。）が、引き続き管理されるように適切な措置を講じなければならない(4.1.8A R)。4.1.8A に基づいて講じた措置は、融資契約に基づいて、運営業者から貸手に通知されなければならない(4.1.8B R)。通知には、(1) そうした措置をとる時点、(2) 貸手として認識される時点、または、(3) そうした措置が変更される場合の変更時点といった情報のほか、(4) 融資契約の管理を引き継ぐ場合には、その業者を特定する情報およびその業者の顧客資金の管理方法が含まれる。

運営業者が、業務停止時に融資契約を引き続き管理するために講じる措置として、以下の事項が挙げられる(4.1.8C G)。(1) 融資契約の管理を引き継ぐ業者とその旨の取決めを結ぶ、(2) 運営業者が、融資契約の満期までの間、融資契約を管理する費用を賄うのに十分な財産を、分別管理口座に保有する、(3) 運営業者が、業務停止時に、融資契約を引き続き管理する業者の費用を賄う取決めを、他の業者と結ぶ、または、(4) 業務停止後に手数料収入が減少することを考慮したうえで、業務停止後においても、手数料収入により管理費用を賄えるように、通常時の融資残高を管理する。

運営業者は、運営業者の倒産によって、予め講じた措置の実施が妨げられないように注意する(4.1.8D G)。運営業者は、融資にかかる金銭を他に移転させてはならない(4.1.8E R)。

⁸¹ FCA [2013] p.26.

⁸² 財務省命令 36 H に定める P2P レンディングに関する規制対象業務を営む業者。

⁸³ 財務省命令 36 H に定める 36H agreement.

(ロ) IPRU (INV) における P2P レンディング業者の財務健全性規制

P2P レンディング業者に必要な自己資本の金額⁸⁴は、5 万ポンド⁸⁵または融資残高に応じて計算された金額のうち、いずれか高い方とされている。P2P レンディングについて、こうした資本規制を導入した理由は、P2P レンディング業者が業務を停止した時に、満期前の融資契約が残っている可能性が高く、記録の更新や他の業者への管理の移管を行うあいだに、業者が引き続きサービスの提供をできるようにするためである⁸⁶。

主な規定を条文の順序に沿って概観すると、以下のとおりである。運業者は、自己資本の金額が業者に必要とされる自己資本の金額を下回ってはならない (12.2.2 R)。運業者が融資に関する電子的なシステムの運営の他に規制対象業務を行っている場合には、その運業者の自己資本の金額は、(1) この章で定める金額、または(2) 他の規制や関係する EU の法令で定める金額のいずれか高い方とする (12.2.3 R)。

業者に必要な自己資本の金額は、5 万ポンド、または、以下の計算方法にしたがって定められた金額のうちいずれか高い方とする (12.2.6 R)。その計算方法とは、融資残高に応じて、(a) 融資残高 ≤ 5 千万ポンドの場合には、融資残高の 0.2%、(b) 5 千万ポンド < 融資残高 ≤ 2 億 5 千万ポンドの場合には、融資残高の 0.15%、(c) 2 億 5 千万ポンド < 融資残高 ≤ 5 億ポンドの場合には、融資残高の 0.1%、(d) 5 億ポンド < 融資残高の場合には、融資残高の 0.05% である。

業者に必要な自己資本の金額を直近で計算した時より、融資残高が 25% を超えて増加した場合には、増加した融資残高に基づいて必要な自己資本の金額を再計算しなければならない (12.2.9 R)。また、業者は、必要な自己資本の金額の変動時または変動が起こり得ることが分かった時のいずれか早い時点から起算して 14 日以内に、変動額または変動見込み額を FCA に通知しなければならない (12.2.10 R)。

⁸⁴ 自己資本額は、資本金、利益剰余金、劣後債等により計算される (IPRU (INV) 12.3.2 R)。

⁸⁵ 経過措置により、2014 年 4 月から 2017 年 3 月までは、2 万ポンドと定められている (IPRU (INV) 12.2.6 R)。

⁸⁶ 英国の P2P レンディング業者に対する資本規制についての考え方については、下記 5. (2) ニ、参照。

(ハ) COBS における P2P レンディング業者の情報提供に関する規制

貸手が P2P レンディングの特徴やリスクを把握したうえで、投資判断をすることが可能となるように、P2P レンディング業者が情報提供すべき内容が示されている⁸⁷。

具体的には、融資契約の特徴およびリスクについて貸手に説明するために、運営業者が提供すべき情報として、以下の事項を挙げている。(1) 予想デフォルト率および実際のデフォルト率、(2) 予想デフォルト率の算出の際に使用した想定概要、(3) 運営業者が実施する、借手の審査方法・審査基準、(4) 運営業者が実施する、借手の信用力の評価方法の詳細、(5) 担保・保証の有無とその内容、(6) 手数料、デフォルト率、税金を考慮に入れた場合の実際のリターンについての公正な説明、(7) 融資契約から生じる利子所得に対する税額の計算方法の説明、(8) 延滞債権・デフォルト債権の取扱いについての運営業者の手続きの説明、(9) 融資契約が満期を迎える前に、貸手が融資した資金の返戻を求める場合に、貸手が取り得る手続き、(10) 運営業者の倒産時の取扱いに関する説明（金融サービス補償制度⁸⁸の対象にならないことを含む）（14.3.7A G）。

(ニ) CASS における P2P レンディング業者の顧客資産にかかる規制

P2P レンディング業者は、顧客資産を銀行に預託することで、分別管理を行うことが求められる。また、P2P レンディング業者は、顧客資産について、顧客ごとに区別して記録することが求められる⁸⁹。

P2P レンディング業者が関係する CASS の主な規定を概観すると、業者は、毎年、規程上、顧客資産の規模に応じて3つのタイプのいずれかに属し⁹⁰、大・中規模業者は、毎月、顧客資産を FCA に報告する必要がある（1A.2）。業者は、顧客資産を銀行等に預託しなければならない（7.13）。業者は、顧客資産がどの顧客のものか区別できるように、記録をしなければならない（7.15）。業者は、顧客資産の管理のため、銀行に口座を開設する際には、口座の資金が業者の顧客のものであり、業者の負債を口座の資金により清算出来ないことについて、銀

⁸⁷ FCA ハンドブックの業務行為原則7において、許認可業者は、顧客の情報ニーズを適切に考慮し、明確かつ公正で誤解を招かない方法によって情報を伝達しなければならないと定められている。

⁸⁸ 前掲注53を参照。

⁸⁹ CASS7.17により、業者と顧客の関係は信任関係(a fiduciary relationship)となり、業者は、顧客の利益のために、受託者として顧客の金銭を受け入れるとされている。

⁹⁰ 業者は、規程上、その年に保有した顧客資産の最大値により、大規模(10億ポンド超)、中規模(1百万ポンド以上10億ポンド以下)、小規模(1百万ポンド未満)のいずれかの分類に属する。

行の承諾を得なければならない(7.18)。業者または業者が顧客資産を預託している銀行が倒産した場合に、顧客資産を取り扱う際の手続きを定めなければならない(7A)。業者は、倒産時に備えて、顧客資産の預託先、顧客資産の預託に関する合意事項、顧客資産の管理責任者等を記載した資料(CASS Resolution Pack)を用意しなければならない(10)。

(ホ) SUPにおけるP2Pレンディング業者に関する規定

SUPは、規制対象業務を行う業者の監督に関する手続きについて定めている。P2Pレンディング業者については、業者がFCAに提供するデータの項目、頻度、提出時期等が定められている。

ハ. 業界団体による自主規制

英国では、Peer-to-Peer Finance Association (P2PFA) というP2Pレンディングの業界団体が設立されている。P2PFAは、全ての加盟者に適用される業務上の行為に関する原則(P2PFA Operating Principles。以下、「業務原則」という。)を定めている⁹¹。これは、P2Pレンディング業者にかかるFCAの規則を補うものである。

P2PFAの業務原則についてみると、上位の原則(High-Level Principles)と個別の業務原則(Specific Operating Principles)に分かれている。個別の業務原則は、「明確性および透明性」(Clarity and Transparency)、「業者によるリスク管理」(Risk management by the platform)、「ガバナンス」(Governance and Controls)および「P2PFAへのデータ提供」(Providing data to the P2PFA)に分かれている。

このうち、情報開示について定める「明確性および透明性」の原則では、業者がインターネットを通じて公表すべき情報として、(i)不良債権比率等、(ii)収益率等、(iii)ローンの情報を挙げている^{92, 93}。具体的には、(i)については、過去5年間の実質延滞率⁹⁴、実質不良債権比率⁹⁵、予想不良債権比率を、(ii)については、過去5年間のローン残高、実現収益率・予想収益率⁹⁶、元本返済率

⁹¹ P2PFA [2015].

⁹² ローンの情報については、業者に登録した投資家に対してのみ、開示することでよいとされている(P2PFA [2015] p.2)。

⁹³ 業者が、不良債権から生じる貸手の損失を補うために、貸手から予め手数料を徴求して、基金を設けている場合には、基金の使用率、基金使用後の実現収益率の情報についても開示するように定めている(P2PFA [2015] p.3)。

⁹⁴ 45日以上延滞した債権額が全債権額に占める割合(P2PFA [2015] p.2)。

⁹⁵ 回収額を除いた不良債権額が全債権額に占める割合(P2PFA [2015] p.2)。

⁹⁶ 手数料および不良債権を除いたベース(P2PFA [2015] p.3)。

を、(iii) については、ローン ID、借手の ID、ローン実行日、ローン金額、金利、期間、担保、業種、地域、延滞・不良債権の状況等を開示しなければならないとされている。

また、「業者によるリスク管理」の原則では、業者のリスク管理の方法について、FCA ハンドブックを参照しつつ、記載している。具体的には、「信用リスク管理」(Credit risk management)、「マネーロンダリング・詐欺の防止」(Anti-money laundering and fraud prevention)、「顧客資産管理」(Client money management)、「システム管理」(IT systems and controls)、「記録・資料の管理」(Records and documents management)、「不良債権の回収」(Bad debt recovery)、「秩序立った業務の終了」(Orderly wind-down) について記載している⁹⁷。

⁹⁷ P2PFA [2015] pp.5-6.

5. わが国法制へのインプリケーション

(1) 英国における P2P レンディング業者に固有の規制の特徴

英国の P2P レンディング業者に対する規制は、P2P レンディング業者の業務を法令上特定したうえで、(i) 万一倒産した場合に備えて、P2P レンディング業者が融資契約の管理を別の業者に引き継ぐ等の措置を予め講じることや (ii) 顧客資産の分別管理、(iii) 資本規制を定めている。また、情報開示については、FCA ハンドブックの中で、業務行為原則の内容を踏まえて、貸手に対する情報提供の内容が具体的に示され、P2P レンディングの業界の自主規制において、その内容がより詳細に示されている。

英国における P2P レンディング業者に固有の規制の特徴の 1 つとして、法的拘束力のある規則、規則運用に関する指針および自主規制が組み合わされて適用されることがあげられる。情報開示は、業者と投資家の情報の非対称性に起因する逆選択の問題⁹⁸を解消する観点等から、その必要性が認められるところ、理論的には、P2P レンディング業者自身が競争上の優位を獲得するうえで自発的に情報開示を実施するインセンティブを持つと考えられる。もっとも、FCA が 2013 年 8 月に P2P レンディング業者 21 社のウェブサイトを確認した結果、業者による情報開示が適切に行われていない事例が多くみられたため⁹⁹、FCA は情報開示の規制を行っている¹⁰⁰。その際、すべてを法的拘束力のある規則で定めるのではなく、規則運用に関する指針を示したうえで、その一部が業者の自主規制によって具体化されている。

⁹⁸ 市場において、質の高い事業を行う業者とそうではない業者がいた場合に、適切な情報開示がなされないと、質の低い業者は虚偽の情報を開示したり、不都合な情報を開示しなかったりすることが可能となる。投資家は、質の低い業者により情報が適切に開示されないリスクを考慮して、すべての業者に対する評価を割り引いて考えるようになるため、質の高い業者による資金調達に阻害され、市場の機能が損なわれる（有価証券の発行市場における逆選択の問題について、黒沼 [2016] 59～60 頁を参照）。

⁹⁹ 具体的には、手数料・デフォルト率・税金を考慮せずに、高いリターンを得られることを強調していたり、リスクに言及せずに銀行預金と比較して高いリターンを得られると説明していたり、融資先のデフォルトリスク、詐欺・マネーロンダリングのリスクの説明が不十分な事例等がみられたとされている（FCA [2014] pp.28-29, 69-70）。

¹⁰⁰ 森田教授は、情報の非対称性の問題が深刻な場合には、「情報生産をより低コストで可能にするような法制度や社会制度を構築することによって、当事者にとって利用可能な選択肢の幅が広がり、より効率的な資金調達が実現できる蓋然性が高くなる」（森田 [2009] 229～231 頁）とされている。当事者による自発的な情報生産に委ねた場合よりも低コストで情報生産を促進できるのであれば、そうした制度を設けることが望ましいと考えられる。なお、ここでのコストには、情報の生産自体のコストについてのみならず、不実の情報が作成されることによって生まれる社会的コストも含まれる。

また、業者倒産時の措置、顧客資産の分別管理、資本規制は、規制を導入することによる便益（業者の倒産により投資家が損失を被らないこと等）が、こうした規制を設けて、業者にその規制を遵守させる場合に生じる費用（業者が規制を遵守するために必要となるコスト等）を上回るため、規制を導入したとされている¹⁰¹。

（２）英国の P2P レンディング業者規制とわが国の規制との相違とそれを踏まえた考察

イ．わが国の P2P レンディング業者に対する規制

わが国では、既述のとおり、P2P レンディング業者が借手に融資をし、その原資を、投資家との間で匿名組合契約を締結することにより調達するスキームが一般的である。これに伴い、P2P レンディング業者は、借手に対する融資については貸金業法の規制対象となるほか、投資家に対して匿名組合契約の締結の勧誘等を行うことについて、金融商品取引法の規制対象となる¹⁰²。具体的には、借手との関係では、貸金業法により、業者に対して、取立て行為の規制¹⁰³や各種の書面交付の規制¹⁰⁴のほか、利息、保証料等に係る制限¹⁰⁵や過剰貸付け等の禁止¹⁰⁶等の規制が課されており、英国と比較して、借手保護の観点から、手厚い規制となっていると考えられる¹⁰⁷。貸手との関係においては、金融商品取引法により、業者に対して、分別管理を確保する仕組み¹⁰⁸、販売・勧誘規制¹⁰⁹、

¹⁰¹ FCA [2013] pp.39-62.

¹⁰² なお、匿名組合の出資を受け、貸付けを実行する業者（貸金業者）と、匿名組合契約の締結の勧誘等を行う業者（金融商品取引業者）を別の法人とし、P2P レンディングのビジネスを実施しているケースもみられる。

¹⁰³ 貸金業法第 21 条。

¹⁰⁴ 貸金業法第 16 条の 2、第 17 条等。

¹⁰⁵ 貸金業法第 12 条の 8。

¹⁰⁶ 貸金業法第 13 条の 2。

¹⁰⁷ 英国では金利水準に関する制限は設けられていない。ただし、FCA の消費者信用に関するハンドブック（Consumer Credit Handbook : CONC）において、2015 年 1 月より、消費者信用契約であって、高コストの短期与信（high-cost short-term credit : HCST）に当たるものについて、消費者信用事業者は、信用供与の額を超える費用を徴求する契約を締結することはできないと定められている（CONC5A.2.1 R および 5A.2.2 R。英国の HCST ローン規制の詳細については、横井 [2015] 45～46 頁を参照）。また、英国では、わが国のような総量規制（貸金業者による借手の返済能力を超える貸付けを禁止し、借手の返済能力を超えるか否かの判断基準の 1 つとして年収等の 3 分の 1 を超える貸付けを原則として禁止すること）は導入されていない。

¹⁰⁸ 金融商品取引業者は、集団投資スキーム持分について分別管理が確保されていない場合に、その販売・勧誘を禁止されており（金融商品取引法第 40 条の 3、金融商品取引業等に

資本規制¹¹⁰等が設けられており、貸手を保護するための枠組みは存在している。

以下では、特に、(i) P2P レンディング業者が倒産した場合の取扱いに関する規制、(ii) 貸手に対する情報提供に関する規制、(iii) 資本規制について、英国との相違を踏まえて、検討を行いたいと思う。

ロ. P2P レンディング業者が倒産した場合の取扱いに関する規制

(イ) 英国の倒産事例と法的手当て

英国では、P2P レンディング業者が倒産した場合には、(i) P2P レンディング業者が借手から回収した金銭が P2P レンディング業者の財産に混入するおそれがあること、および、(ii) P2P レンディング業者が有していた貸手と借手の融資に関する情報が失われることにより債権回収が出来なくなることが懸念されていると考えられる。この点、英国では、(i) について、P2P レンディング業者に対して分別管理義務を課すこと、(ii) について、P2P レンディング業者に融資契約を引き継ぐ義務を課すことにより、克服しているように考えられる。

(ロ) わが国の現状整理

わが国においては、P2P レンディング業者が倒産した場合には、貸手の保護が十分に図られない可能性がある。

すなわち、商法の匿名組合契約では、匿名組合員の出資は、匿名組合の営業者の財産に帰属するものとされている¹¹¹。そして、匿名組合の営業者について破産手続の開始決定がなされた場合には匿名組合契約は終了するものとされており¹¹²、契約が終了した場合には、匿名組合員たる投資家は出資価額返還請求権を有するものとされている¹¹³。

その結果、P2P レンディング業者が万一倒産した場合に、投資家が P2P レンディング業者に対して有する出資価額返還請求権は破産債権等の一般債権にしかならず、P2P レンディング業者に対する他の一般債権者と平等の割合でしか返

関する内閣府令 125 条)、販売業者を通じて間接的に分別管理が確保される仕組みとなっている(松尾(直) [2016] 407 頁)。

¹⁰⁹ 契約締結前交付書面の交付義務(金融商品取引法第 37 条の 3 第 1 項)等。

¹¹⁰ 金融商品取引法第 29 条の 4 第 1 項第 4 号イ。

¹¹¹ 商法第 536 条第 1 項。

¹¹² 商法第 541 条第 3 号。

¹¹³ 商法第 542 条。

還を受けることが出来なくなるおそれがあると指摘されている¹¹⁴。

(ハ) わが国における法的手当ての方向性

わが国において、貸手・借手間の融資を P2P レンディング業者の倒産リスクから隔離するための方法として、英国のように、貸手と借手が直接契約をすることが考えられる。もっとも、その場合には、わが国の貸金業法との関係で貸手が貸金業者としての登録を要しないかという問題¹¹⁵があるほか、(i) 貸手が借手に対して有する債権が、延滞・デフォルトした場合に、そうした債権の回収が適切に行われず、借手の保護が不十分になること、(ii) 貸手が回収のノウハウを持ち合わせていないこと等から、そうした債権の回収ができず、貸手の保護が不十分になることが懸念される。

こうした懸念について、英国では、P2P レンディング業者を債権の管理・回収業務の担い手と位置づけたうえで、P2P レンディング業者に対して、取立て行為に関する規制を適用することで解消することができているように見える。わが国でも、P2P レンディング業者に貸手からの委託に基づく債権の管理・回収を行わせることが考えられるが、弁護士法第 72 条により、弁護士または弁護士法人以外の者が債権者から委託を受けて、取立てのため、請求、弁済の受領等の行為を業として行うことが禁止されている¹¹⁶。このため、P2P レンディング業者に

¹¹⁴ 西村総合法律事務所 [2003] 547 頁。弥永 [2014] 173 頁は、匿名組合員の出資価額返還請求権について、匿名組合員は営業者の一般債権者と同順位で弁済を受けるとしている。

¹¹⁵ 上記 2. (3) ハ. 参照。この点、英国では、1974 年消費者信用法 (Consumer Credit Act 1974 : CCA1974)、2006 年消費者信用法 (Consumer Credit Act 2006 : CCA2006) および金融サービス市場法 (Financial Services and Markets Act 2000) により、消費者信用契約および消費者信用事業者に対する規制を行っている。

消費者信用契約は、CCA2006 において、「個人 (債務者) およびその他の者 (債権者) の間でなされる契約であり、それにより、債権者が債務者に信用を供与するもの」と規定されている (CCA §8 (1))。信用には、現金の貸付け、その他のいかなる様式の資金融通が含まれる (CCA §9 (1))。

消費者信用事業は、消費者信用契約に基づいて信用を供与することにかかる事業を指す (CCA §189 (1))。事業については、CCA §189 (2)において、“A person is not to be treated as carrying on a particular type of business merely because occasionally he enters into transactions belonging to a business of that type.”と記載されており、時折、事業に関する取引を行うだけでは、事業を行っているものとして取り扱われないとされている。また、免許が必要な事業の範囲について定めた FCA のガイダンス (Perimeter Guidance Manual : PERG) では、事業性は、継続性、営利目的の有無、活動の規模、他の活動に対する割合等のいくつかの要素を考慮したうえで最終的に判断されるとされている (PERG2.3.3)。

¹¹⁶ 弁護士法第 72 条は、弁護士または弁護士法人でない者は、報酬を得る目的で、訴訟事件、非訟事件および審査請求、再調査の請求、再審査請求等行政庁に対する不服申立事件その他一般の法律事件に関して鑑定、代理、仲裁若しくは和解その他の法律事務を取り扱い、またはこれらの周旋をすることを業とすることができないと定めている。判例は、弁

貸手の債権の管理・回収業務を行わせるためには所要の法改正が必要になると考えられる。

以上の対処方法のほかに、回収した資金が P2P レンディング業者の一般財産に混入するリスクが存在せず、また、P2P レンディング業者のその他の事業リスクから遮断されていれば、P2P レンディング業者のその他の一般債権者との関係の問題は生じないと考えられる。

この点、現行法のもとにおいても、回収した資金の混入のおそれに対する対応としては、金融商品取引業者に対する分別管理を確保する仕組み¹¹⁷は存在する。これに対して、P2P レンディング業者のその他の事務リスクの影響を限定する規制は存在しないことから、それを限定する規制を導入することが考えられる。現行法では、貸金業法において、貸金業者に対して特段、兼業を制限する規定は設けられていないほか、金融商品取引法において、金融商品取引業者は、金融商品取引業のほか、他の業務を兼業することができる¹¹⁸。P2P レンディング業者が、損失の危険の管理が困難な業務を行う場合には、倒産時に P2P レンディング業者の一般財産が減少し、貸手に対する資金の返還が難しくなる蓋然性が高まるため、そうした業務を行う場合には、事前の承認を求めることが考えられる¹¹⁹。

もともと、匿名組合契約を採用する現在の P2P レンディングのスキームを前提とする限り、貸手の資金は匿名組合の営業者の財産となるため、匿名組合の営業者が破産する可能性を完全に排除しない限り、貸手は営業者の倒産リスクから隔離されない。

そこで、匿名組合契約ではなく、それ以外の方法を利用することが考えられる。たとえば、資産の流動化、すなわち、一連の行為として、特定目的会社が

護士でない者が報酬を得る目的で、債権者が通常の状態ではその満足を得ることの出来ない債権について、債権者から債権の取立ての委任を受けて、その取立てのため、請求、弁済の受領、債務の免除等の諸種の行為をすることは、弁護士法第 72 条のその他一般の法律事件に関してその他の法律事務を取扱った場合に該当するとしている（最判昭 37 年 10 月 4 日刑集 16 卷 10 号 1418 頁）。なお、債権管理回収業に関する特別措置法により、弁護士法の特例として債権回収会社が業として特定金銭債権の管理・回収を行うことができるようになったが、特定金銭債権として債権回収会社が取り扱える債権は金融機関等有する貸付債権等に限られている（黒川 [2012] 21～71 頁）。

¹¹⁷ 前掲注 108 参照。

¹¹⁸ 金融商品取引法第 35 条の 2。

¹¹⁹ 第一種金融商品取引業または投資運用業を行う金融商品取引業者については、本来業務、付随業務、届出業務のほか、承認を受けた業務を行うことができるとされており（金融商品取引法第 35 条第 4 項）、承認申請については、当該申請に係る業務が公益に反すると認められるとき、または当該業務に係る損失の危険の管理が困難であるために投資者の保護に支障を生ずると認められるときに限り、承認しないことができるとされている（金融商品取引法第 35 条第 5 項）。

資産対応証券の発行により得られる金銭をもって資産を取得し、または信託会社もしくは信託業務を営む銀行その他の金融機関が資産の信託を受けて受益証券を発行し、これらの資産の管理・処分により得られる金銭をもって、資産対応証券および受益証券にかかる債務について、債務の履行や残余財産の分配等を行う方法¹²⁰を利用することが考えられる¹²¹。具体的には、P2P レンディング業者（オリジネーター：Originator）の保有する貸付債権を特定目的会社¹²²に譲渡し、それを見合いに投資家に対して証券を発行することが考えられる¹²³。貸付債権の管理・処分は、特定目的会社の導管性を確保するため、外部に委託することが求められる¹²⁴（図7）。また、特定目的会社を利用する代わりに、特定目的信託を利用することも考えられる。この場合は、P2P レンディング業者が保有する貸付債権について信託銀行等を受託者として信託を設定し、その信託受益権を P2P レンディング業者が投資家に販売することになる（図8）。

こうしたスキームを利用することにより、特定目的会社であれば、他業禁止規制¹²⁵や貸付債権の管理・処分の外部委託義務により、特定目的会社の導管性が確保されるし、特定目的信託であれば、信託財産は委託者の財産から切り離されるため、P2P レンディング業者が破産したとしても、特定目的会社または特定目的信託により隔離された資産は、P2P レンディング業者の破産財団を構成することはなくなると考えられる¹²⁶。

¹²⁰ 資産の流動化に関する法律第2条第2項。

¹²¹ 有吉ほか [2016] 74～75 頁は、匿名組合の営業者の信用が問題となり得るため、その適切な管理が制度上担保されていることが必要であり、「たとえば、匿名組合の営業者として SPC を活用して、プラットフォーム提供者の事業や他のローンファンダからの影響を遮断することが考えられる」と指摘している。

¹²² 資産流動化の器について、一般的に、特別目的会社（Special Purpose Company：SPC）の語が使われるが、ここでは、資産の流動化に関する法律第2章第2節の規定に基づき設立された社団をさす。

¹²³ 資産の流動化に関する法律では、典型事例として、オリジネーターが現に保有する資産を特定目的会社に譲渡し、特定目的会社はその代金債務を資産対応証券の発行等によりファイナンスするスキームであることが想定されているが、特定目的会社がまず資産対応証券の発行等により資金を調達した後にオリジネーターから特定資産を購入するようなスキームについても、あらかじめ取得すべき資産が一定の水準で確定し、かつ、オリジネーターが確定している場合には同法を利用することは可能とされている（長崎 [2009] 81～82 頁）。

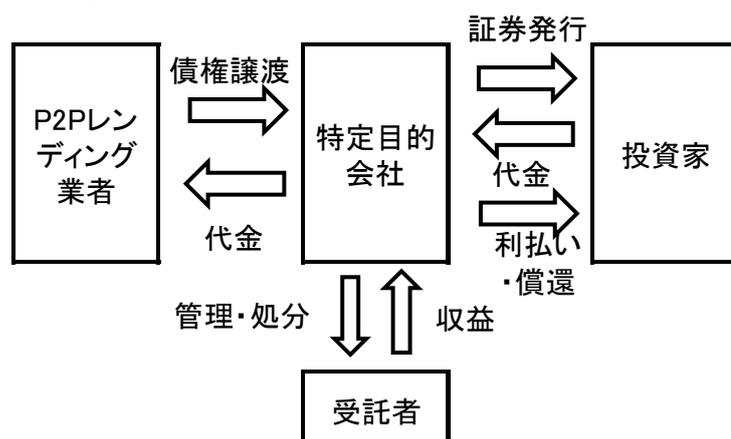
¹²⁴ 資産の流動化に関する法律第200条。

¹²⁵ 資産の流動化に関する法律第195条。

¹²⁶ 特定目的会社や特定目的信託を利用したスキームを採用することにより、投資家にとって業者破産時の引当てとなる責任財産が限定されるため、投資家の業者に対するモニタリングコストの削減に寄与すると考えられる。一方、業者にとっては、一時的とはいえ、いったん自己資金で貸付けを行うことが必要となり得るほか、特定目的会社が発行する特定社債および優先出資ならびに特定目的信託の受益証券は、金融商品取引法に基づく開示規制の対象となるため、追加的なコストが発生する（資産流動化と開示の詳細については、黒

また、資産流動化では、オリジネーター（原債権の保有者）が債権譲渡後もサービサー（Servicer：原債権の管理・回収を行う者）として回収に当たる場合が多いといわれている¹²⁷。特定目的会社や特定目的信託を利用したスキームにおいて、特定目的会社や信託会社が、貸付債権の管理・処分をP2Pレンディング業者に委託する場合¹²⁸には、P2Pレンディング業者の破産により、貸付債権の管理・回収業務が停滞するおそれがある。そうした場合に備えて、あらかじめ、債権の管理・回収を引き継ぐ者（バックアップ・サービサー：Back-up Servicer）を任命しておけば、P2Pレンディング業者の破産後も融資を継続的に行うことができると考えられる。現行の資産の流動化に関する法律には、サービサーの倒産時に、債権の管理・回収を引き継ぐ者をあらかじめ任命することを求める規制は存在しないが、融資を継続的に行うことを重視する観点から、そうした規制を導入することも検討に値するといえよう¹²⁹。

図7 特定目的会社を利用したスキーム



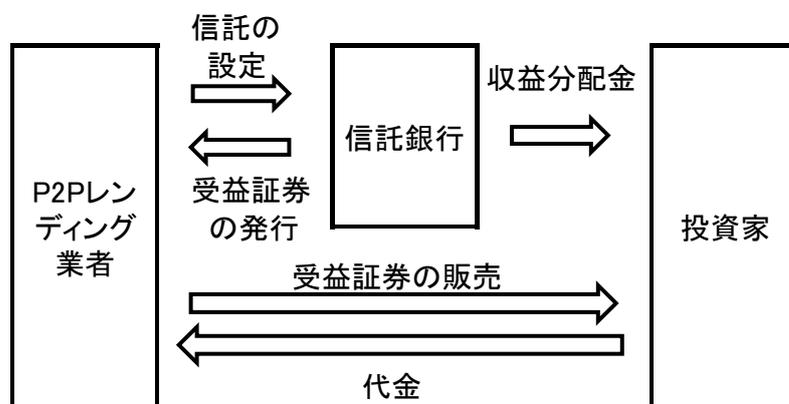
沼 [2016] 131～140 頁参照)。

¹²⁷ 青山・小川 [1996] 73 頁。

¹²⁸ 特定目的会社は指名債権について当該資産の譲渡人によるその管理および処分に係る業務を委託することができる（資産の流動化に関する法律第 200 条第 2 項）。また、特定目的信託を利用する場合において、受託信託会社等は信託財産の管理および処分に係る業務を原委託者（オリジネーター）に委託することができる（同法第 284 条第 1 項）。なお、デフォルト債権の回収については、そうした債権の回収業務を行うことを認められた者（弁護士、債権回収会社等）が行うことが必要である。

¹²⁹ 小林 [2002] 61 頁は、サービサーの倒産等の事態に備えて、バックアップ・サービサーを任命する場合には、回収業務の混乱を避けるため、いつでもサービサー業務に対応できる能力を持ち、サービサーと同様の情報を有している者をあらかじめ任命しておくことが適当であると指摘している。

図8 特定目的信託を利用したスキーム



ハ. 貸手に対する情報提供に関する規制

貸手に対する情報開示について、英国では、FCA ハンドブックの業務行為原則において、許認可業者は、顧客の情報ニーズを適切に考慮し、明確かつ公正で誤解を招かない方法によって情報を伝達しなければならないという原則（プリンシプル）を示している。その具体的な内容について、同ハンドブックのCOBSにより、P2P レンディング業者に対し、借手の審査や信用力の評価の方法、デフォルト率等の融資の仕組みに関する情報を開示することを求めている。そのうえで、P2P レンディング業者の業界団体の自主規制において、融資先について、業種、地域、延滞の状況等を開示することを求めている。

一方、わが国では、情報開示について、英国のようなプリンシプルベースの規制とはなっておらず、P2P レンディング業者に対しては、金融商品取引法の規制が適用される。すなわち、匿名組合契約に基づく権利について、原則として開示規制は適用されない¹³⁰が、金融商品取引業者等に対する行為規制のなかで、契約締結前交付書面の交付義務が定められている¹³¹。契約締結前交付書面の記載事項についてみると、顧客が行う金融商品取引行為について当該金融商品取引業者等その他の者の業務または財産の状況の変化を直接の原因として損失が生じるおそれがある場合にはそうした事項を記載する必要があるとされている

¹³⁰ 金融商品取引法第3条第3項。

¹³¹ 金融商品取引法第37条の3第1項。なお、匿名組合契約に代えて、特定目的会社または特定目的信託を用いる場合においても、資産対応証券の募集等を行う特定目的会社およびその取扱いを行う特定譲渡人については、契約締結前交付書面の交付等の情報開示義務が（資産の流動化に関する法律第209条第1項）、また、特定目的信託を利用する場合の原委託者が行う受益証券の募集等についても、同様の情報開示義務が課せられている（同法第286条第1項）。

ため、融資先の信用リスクや P2P レンディング業者の倒産リスクについて、契約締結前交付書面の交付に伴って、投資家に説明されることになると考えられる。

このように、わが国では、融資の仕組みに関する情報や融資先の情報を開示することは法制度上、求められていない。貸手が十分な情報に基づく意思決定を行う等、貸手保護の観点から、そうした情報が P2P レンディング業者により貸手に開示されることを担保するように制度を設計することが検討されてもよいように思われる¹³²。このような情報開示は、業者・貸手間の信頼醸成にもつながり、P2P レンディング業者にとっては、更なる貸手の獲得にも資するものであるといえる。

なお、融資先の情報を貸手に開示することにより、P2P レンディングの貸手が実質的に融資を行っていることとなり、もって、貸金業を営んでいることにならないかという点が問題となり得る。この点、借手の匿名性が担保されたうえで、P2P レンディング業者が、貸金業の規制の対象となるような行為を行っており、貸手の行為が貸金業の設定している規制を適用すべきものではない場合には、P2P レンディングにおける貸手の資金提供が貸金業の規制を潜脱しているとの評価は下されないと考えることもできる¹³³。英国の事例を参考にすると、借手の名称の開示は求めないが、P2P レンディング業者の借手の審査や信用力の評価の方法、デフォルト率等の情報や融資先の業種、地域、延滞状況等の情報を開示することが考えられる。

さらに、P2P レンディング業者の貸手に対する情報開示の方法について、ウェブサイトによる情報開示を拡充することが考えられる。投資型クラウドファンディングについては、2014 年の金融商品取引法改正に伴い¹³⁴、ウェブサイトによる情報開示が拡充された。すなわち、ウェブサイトを開覧させる方法等¹³⁵に

¹³² なお、融資先の情報について、具体的な開示内容は、債務者の属性（債務者が消費者か事業会社か）により異なることが考えられる。

¹³³ 貸金業該当性は、形式的基準のみによってではなく、実質的にみて貸金業法が設定している規制を適用すべきか否かによって決するべきとの考え方として、森田 [2010] 56～59 頁を参照。事業者に対する融資を前提として、P2P レンディング業者が貸金業者として、一定の与信判断、契約の締結、金銭の交付、貸付債権の保有、貸付債権の管理および回収を行っている限り、資金需要者の事業の内容や資金需要者名を開示したとしても、貸金業に該当しないと解されるべきとの見解もみられる（田中 [2016] 66 頁）。

¹³⁴ 「金融商品取引法等の一部を改正する法律」（平成 26 年法律第 44 号）。この法律では、(i) 新規・成長企業へのリスクマネー供給促進等、(ii) 新規上場の促進や資金調達の円滑化等、(iii) 市場の信頼性確保に係る施策が盛り込まれており、(i) では、投資型クラウドファンディングに係る制度整備、新たな非上場株式の取引制度の創設、金融商品取引業者の事業年度規制の見直しが行われた（小長谷ほか [2014]）。

¹³⁵ 金融商品取引業者等のウェブサイトを開覧させる方法およびそれとあわせて、電子メールやそれに類似するインターネット上でのメッセージ授受サービスを用いる方法（金融商

より、有価証券の募集の取扱い等¹³⁶を業として行うことを電子募集取扱業務¹³⁷とし、金融商品取引業者が一定の有価証券¹³⁸について電子募集取扱業務を行うときは、有価証券の発行者の商号等、事業計画の内容および資金使途、事業計画等の審査を行うための措置の概要および当該措置の実施結果の概要等についてウェブサイト上で情報提供する義務を定めた¹³⁹。こうした規制が設けられた趣旨についてみると、開示規制が適用されない有価証券について、インターネットの特性¹⁴⁰により、「投資者が十分な情報を得ないまま安易に投資の意思決定をしてしまうことを回避するため、仲介者である金融商品取引業者等のウェブサイトにおいて、投資の意思決定に影響を与える情報を投資者が閲覧できる状態に置くことの必要性が高い」とされている¹⁴¹。

わが国の P2P レンディング業者は、有価証券の開示規制が適用されない匿名組合契約出資持分の募集の取扱いをインターネット経由で行っているケースがみられるが、P2P レンディング業者が行う匿名組合契約出資持分の募集の取扱いについては、ウェブサイト上で情報提供する義務は定められていない¹⁴²。投資型クラウドファンディングについてウェブサイト上での情報提供義務が課された趣旨にかんがみると、インターネットを経由した資金調達であり、インターネットの特性により、十分な情報を得ないまま安易に意思決定をしてしまう可能性があるため、P2P レンディング業者が行う匿名組合契約出資の募集の取扱い

品取引業等に関する内閣府令第 6 条の 2 第 1 号および 2 号)。

¹³⁶ 有価証券の募集若しくは売出しの取扱い又は私募若しくは特定投資家向け売付け勧誘等の取扱い（金融商品取引法第 2 条第 8 項第 9 号）。

¹³⁷ 金融商品取引法第 29 条の 2 では、電子募集取扱業務について、「電子情報処理組織を使用する方法その他の情報通信の技術を利用する方法であって内閣府令で定めるものにより第 2 条第 8 項第 9 号に掲げる行為を業として行うこと」と定めている。

¹³⁸ 一定の有価証券とは、開示規制の適用対象から除外されている有価証券または非上場の有価証券のうち、政令で定める有価証券を除いたもの（金融商品取引法第 43 条の 5）。

¹³⁹ 金融商品取引法第 43 条の 5、金融商品取引業等に関する内閣府令第 146 条の 2 第 3 項、同第 83 条第 1 項第 3～6 号。

¹⁴⁰ 小長谷ほか [2014] 29 頁では、「インターネットは、不特定多数の者に対して開かれた情報通信手段であり、利用するために多額のコストを要しない。また、インターネットはどこからでも手軽にアクセスできるものであるため、そこで取引を行おうとする者にとって意思決定の心理的障壁が低いという特性もあるものと考えられる」と指摘されている。

¹⁴¹ 田中ほか [2015] 7 頁。

¹⁴² 前掲注 138 の政令で定める有価証券は、(i) 国債・地方債・政府保証債など、発行者等の信用度が高く安全性が高いと考えられるもの（金融商品取引法施行令 15 条の 4 の 2 第 1～3 号）、(ii) 非上場の有価証券であっても、有価証券届出書が提出されている場合など公衆縦覧型の開示またはそれに準ずる情報開示がなされているものと認められるもの（同条 4～6 号）、(iii) 出資・拠出を受けた金銭その他の財産のうち、100 分の 50 を超える額を充てて金銭の貸付けを行う事業に係るもの（同条 7 号）である。このうち、(iii) が貸付型クラウドファンディング（本稿における P2P レンディング）に係る有価証券である（田中ほか [2015] 5 頁）。

についても、ウェブサイト上での情報提供義務を金融商品取引業者に課すことが考えられる。

二. 資本規制

わが国の P2P レンディング業者のビジネスモデルにかんがみると、借手との関係では貸金業法が、投資家との関係では金融商品取引法が、それぞれ、P2P レンディング業者に対する規制として問題となり得る。こうした観点から、わが国の P2P レンディング業者の資本規制についてみると、貸金業法により、最低純資産額として 5,000 万円が定められている¹⁴³ほか、金融商品取引法により、第二種金融商品取引業者の最低資本金の額として 1,000 万円が定められている¹⁴⁴。一方、英国では、P2P レンディング業者に対して、IPRU (INV) により、5 万ポンドまたは融資残高に応じて算出した金額のいずれか高い方の金額を自己資本¹⁴⁵として確保することが定められている。

わが国の貸金業者に対する資本規制は、貸金業の業務を適正に営むに足る財産的基礎を有しない者を排除するために設けられている。また、金融商品取引業者に対する資本規制は、金融商品取引業者の財産的健全性を確保するための規制とされており、業者の規模に関わらず一律に必要な最低純資産額または資本金の額が定められている。一方、英国では、P2P レンディング業者の破綻時の対応余力を確保するために、P2P レンディング業者に対する資本規制が導入されている¹⁴⁶。また、P2P レンディング業者の資本規制は、消費者保護と競争の促進とのバランスを考慮したものであるといわれている¹⁴⁷。すなわち、(i) P2P レンディング業者が顧客資産を一時的に預かる可能性があること、(ii) P2P レンディング業者の融資残高や顧客数の増加に伴って業者の業務が複雑になること、(iii) 規模の大きい業者の倒産が市場に与えるインパクト等を考慮し、消費者保護の観点から、貸金業者と比較して高い自己資本の金額を求める一方¹⁴⁸、競争促進の観点から、一律の資本規制を設定するのではなく、最低限必要な自己資本の金額と融資残高に応じて追加的に必要となる自己資本の金額を定めている

¹⁴³ 貸金業法第 6 条第 3 項および貸金業法施行令第 3 条の 2。

¹⁴⁴ 金融商品取引法第 29 条の 4 第 1 項第 4 号イおよび金融商品取引法施行令第 15 条の 7 第 1 項。

¹⁴⁵ 自己資本の内訳について、前掲注 84 参照。

¹⁴⁶ 上記 4. (2) ロ. (ロ) 参照。

¹⁴⁷ FCA [2013] p.19.

¹⁴⁸ 英国では、貸金業者に対して、特段、資本要件は設けられていないが、CONC では、債務者の債務管理を行う業者に対して、最低資本要件 (5 千ポンド) と取り扱う金額に応じた資本要件が定められている。

と考えられる¹⁴⁹。

わが国では、現在、貸金業法による最低純資産額 5,000 万円という資本規制が存在している。わが国の P2P レンディング業者が貸金業を行う限りは、当該最低純資産額が求められることになる。わが国の P2P レンディング業者に対する固有の資本規制の導入について検討する場合には、英国の規制を参考にすると、投資家保護の観点等から、資本規制の必要性が認められる。この場合、競争促進の観点等も考慮すると、最低限必要な自己資本額を設定しつつ、融資残高に応じた自己資本額を組み合わせた規制とすることも考えられる¹⁵⁰。

6. むすびにかえて

本稿では、FinTech の一部と位置づけられている P2P レンディングについて、はじめに、その概念、国による法律構成の違い等を整理し、次に、銀行等との対比でビジネスモデルやそのリスクについて確認した。そして、P2P レンディングに固有の新たな規制を導入した英国の法規制をとりあげ、その概要を紹介した。なかでも、英国の法規制では、P2P レンディング業者に対して、倒産時に備えて予め必要な措置をとることを義務づけ、P2P レンディングのリスク特性に応じて投資家に開示すべき情報を具体的に示し、必要な自己資本の金額を P2P レンディング業者の規模に応じて定めていることが特徴的であることが明らかになった。英国では、こうした法規制の導入により、P2P レンディングという新しい金融取引が投資家から信頼を得て、P2P レンディングの成長が後押しされているように思われる¹⁵¹。

英国とは法制度も P2P レンディングの法律構成も異なったものとなっているわが国において、英国の P2P レンディングに関する法規制を単純に当てはめられるわけではないが、英国とわが国の P2P レンディング業者に対する法規制の

¹⁴⁹ 英国の P2P レンディング業者の新規参入については、2014 年 4 月に規制が導入されてから、9 社が FCA の正式な許認可を受け、88 社が許認可を申請中。なお、88 社の中には旧制度のもとで営業していた業者の制度変更に伴う許認可申請も含まれている（2016 年 7 月現在。FCA [2016] p.8）。

¹⁵⁰ なお、金融商品取引法との関係では、2014 年の金融商品取引法の改正により、リスクマネーの供給促進を図るため、投資型クラウドファンディングの仲介者になろうとする者にとってできるだけ参入が容易な制度とする観点から、第二種金融商品取引業の特例として、第二種少額電子募集取扱業務が設けられ、そうした業務を行う業者の登録に必要な最低資本金の額が 1,000 万円から 500 万円に引き下げられている（小長谷ほか[2014]36 頁注 23、金融商品取引法施行令 15 条の 7 第 1 項）。

¹⁵¹ 英国では、2014 年 4 月に規制が導入されて以降も、P2P レンディングの融資額は増加している（英国の P2P レンディングの融資額は、2013 年に 480 百万ポンド、2014 年に 1,296 百万ポンド、2015 年に 2,399 百万ポンドと推移している。FCA [2016] p.8）。

間には、業者倒産時の投資家の取扱い、投資家に対する情報提供の範囲、業者に対する資本規制において相違がみられることが明らかとなった。そこで、わが国の法制度を前提に、これらの点において、英国で認識された問題がどのように対処され得るかにつき検討を行い、わが国において考えられる手当ての方向性等を示した。

わが国と英国とは P2P レンディングの規模・成長速度等が異なるため¹⁵²、わが国において、P2P レンディングに固有の新たな規制が必要かどうかは、既存の法規制のもとでの融資の実態や投資家保護の状況等を踏まえて検討すべきと考えられる。わが国の P2P レンディングに固有の法規制について検討する必要がある場合には、P2P レンディングのリスクを踏まえた規制となるよう留意が必要である。金融技術の発達に伴って、P2P レンディングのような新しい金融取引が今後も生まれる可能性があり、そうした金融取引について、そのリスクに着目しつつ、投資家保護の観点等から適切な規制・監督を行っていくことが重要である。

¹⁵² 松尾（順） [2016] 40 頁は、わが国の 2015 年の P2P レンディングの融資額は、英国のその 5%程度に過ぎず、このような差異が生じる背景として、法規制の違いのほか、わが国では消費者金融など既存の小口金融手段が普及しており、P2P レンディングの拡大する余地が制約されていること等を指摘している。

補論 1：融資におけるビッグデータの活用事例

近年、情報処理技術の発達により、多種多様かつ膨大なデータ（いわゆるビッグデータ）を短時間で分析することが可能となったことに伴い、融資の分野では、決済情報等の多様なデータを活用して、融資を行う動きがみられる。

1. 金流・商流データを活用した融資

電子商取引（Electronic Commerce：EC）の決済業者や運営業者が、EC サイトの出店者の売上動向や決済情報を活用して、EC サイトの出店者に対して、運転資金等を融資する動きがみられる。

例えば、Paypal¹⁵³は、インターネットオークションサイトの eBay の決済サービスを提供しており、eBay 加盟店の決済情報を把握していることから、それを活用して、eBay 加盟店の融資審査を行い、Paypal が提携する銀行から eBay 加盟店に融資している¹⁵⁴。融資の返済については、eBay 加盟店の売上高の 10～30% を自動的に徴求することにより、実施している¹⁵⁵。

また、アリババグループ¹⁵⁶は、中国のインターネットショッピングサイト（「タオパオ（淘宝）」）の運営業者であるが、インターネットショッピングの出店者の取引履歴を把握しているため、それを分析して出店者の与信判断を行う等、融資においてビッグデータを戦略的に活用することを明らかにしている¹⁵⁷。

2. その他のデータを活用した融資

FRB のブレイナード理事は、講演で、P2P レンディングを含むインターネットを利用した融資で使用される技術について、「インターネットを利用した融資は、短期間の融資判断を可能とするアルゴリズムを利用している。銀行の融資審査では通常使用されない情報が利用されており、例えば、小規模事業（small business）の融資審査では、オンラインバンキングの情報、会計情報、クレジットカードの情報、配送等の物流情報、ソーシャルメディアの情報が利用されて

¹⁵³ Paypal は、1998 年創業の米国の決済サービス業者。

¹⁵⁴ 金融審議会 [2014] 16 頁。

¹⁵⁵ 金融審議会 [2014] 資料 4 の 28 頁。

¹⁵⁶ アリババグループは 1999 年創業の中国の電子商取引業者。インターネットショッピングサイト「タオパオ（淘宝）」等を運営しており、2003 年から決済サービス「アリペイ（支付宝）」を提供している。

¹⁵⁷ 藤田 [2015] 32 頁。

いる」としている¹⁵⁸。

米国では、個人向け融資について、クレジットスコアに基づく審査が一般的であるが、Social Finance Inc.¹⁵⁹では、多くの融資案件において、クレジットスコアを使用しない自社モデルによる融資を2015年9月から開始している。このモデルでは、借手の毎月の銀行口座の残高、債務の返済履歴、学歴、職歴等の情報を分析している。これにより、従来と比較して、10%多くの融資申請者に融資が可能となることを見込んでいる¹⁶⁰。

また、小規模事業に対する融資について、「従来の貸手は一般的に小規模事業の経営者個人の信用情報を融資判断に利用していたのに対して、インターネットを利用した融資を行う新興企業は、それに加えて、足許のキャッシュフローや事業業績を融資判断に利用している。例えば、銀行口座やQuick Books¹⁶¹への入力情報というキャッシュフローの情報にアクセスすることにより、小規模事業の信用力を評価している」と指摘する文献がある¹⁶²。

図：米国のビッグデータの活用事例

		Rationale	Sources	Users	
				Alternatives	Banks
More Predictive ↑	Cash Flow	Best measure of firm fundamentals, gauging ability to repay and managing risk repayment cycle during life of loan	intuit, QUICKBOOKS, Bill.com	×	
	Credit Bureau	Useful for consumer risk profile, but limited business risk profile information and weak predictor of creditworthiness	FICO, YODLEE, EQUIFAX, TransUnion	×	×
Less Predictive ↓	Firmographic	Risk correlates to revenue and profit level, firm size, age, industry, geography, customer size, owner ed.	United States Census Bureau, BEA, valifyfree	×	
	Social	Highly volatile day to day, but viewed holistically can be a predictor of riskiness, esp. in retail / restaurant	yelp, foursquare, twitter, Angie's list	×	

資料：Mills and McCarthy [2014] p.47

もともと、インターネットを利用した融資を行う業者の融資審査の精度につ

¹⁵⁸ Brainard [2015] pp.7-8.

¹⁵⁹ Social Finance Inc.は、2011年創業の、米国における、インターネット経由で融資を行う業者。

¹⁶⁰ Rudegeair, Peter, “Startups Give FICO Low Scores – Silicon Valley’s new lenders challenge traditional metric of creditworthiness,” *The Wall Street Journal*, January 12, 2016.

¹⁶¹ 会計ソフトウェア。

¹⁶² Mills and McCarthy [2014] p.46.

いて、懐疑的な見方もみられる。それは、景気後退により信用が収縮する局面における成果をまだ確認できていないためであり、「過去数年間は、金融環境が比較的緩やかであったため、インターネットを利用して融資を行う業者の融資審査の精度を評価することが難しい。そうした業者は、伝統的な金融機関で融資経験のある人を雇っているが、銀行業界では、こうした業者が、融資において既存の金融機関を上回るパフォーマンスを発揮できるかについて依然として懐疑的である」とされている¹⁶³。

¹⁶³ Morgan Stanley [2015] p.11.

補論 2 : 米国の P2P レンディング業者の足もとの動き

2015 年 5 月 22 日、米国の第 2 巡回区合衆国控訴裁判所¹⁶⁴は、国法銀行¹⁶⁵から債権譲渡を受けた主体は、当該債権の金利が州法の上限金利を超過していた場合に、州法の上限金利規制違反であるとの主張から逃れられないとの判断を示した¹⁶⁶。

本判決の事案は、国法銀行からクレジットカード債権を譲渡された業者が、国法銀行が設定した金利（年率 27%）に基づき顧客に対して支払いを要求したところ、ニューヨーク州法が定める上限金利（年率 25%）を超過しているとして、顧客から提訴されたものである。控訴裁は、まず、国法銀行の設定した金利が州法の上限金利を超過する場合において、国法銀行の設定した金利が優先して適用されるのは、州法の上限金利を適用することにより国法銀行法により認められた国法銀行の活動が著しく制約（*significantly interfere*）されるときのみであることを確認した。そのうえ、本件では、国法銀行から債権譲渡を受けた業者は、国法銀行の子会社や代理人ではなく、債権者として自らの利益のために行動しており、そうした業者に対して州法の上限金利を適用しても国法銀行の活動は著しく制約されないとした。

本判決は、P2P レンディング業者に関するものではないものの、米国の P2P レンディングの仕組みは、国法銀行が貸し付けた債権を買い取り、国法銀行が設定した金利に基づき債権の回収を行うものであるため、同じく、州法の上限金利規制に違反するかが問題となる局面が生じかねない。

米国の主要な P2P レンディング業者であるレンディング・クラブは、本判決を踏まえて、貸付債権の売却後も国法銀行が引き続き貸付債権に関与するように、自社とウェブ・バンク（*Web Bank*）との間の契約書を改訂している。具体的には、(i) 国法銀行（ウェブ・バンク）が借手に対する融資を実行した後も、借手との間に口座を維持すること、(ii) 国法銀行が受け取る手数料について、これまでの融資手数料（*Loan Origination Fee*）に加えて、融資実行後の利払いに応じて支払われる手数料（*Loan Trailing Fee*）を新たに設定している。

こうした提携先の銀行との契約変更により、本判決の影響を完全に回避できるかは定かではない。仮に、州法の上限金利規制に抵触しないようにするための追加的な費用が発生する場合には、それにより、P2P レンディング業者の銀行に対する競争上の優位性が失われる可能性があるとの見解もみられている¹⁶⁷。

¹⁶⁴ *Saliha Madden v. Midland Funding, LLC*, 786 F.3d 246 (2d Cir. 2015).

¹⁶⁵ 国法銀行は、通貨監督局（OCC: the Office of the Comptroller of the Currency）から銀行免許を付与される。

¹⁶⁶ 本件の最高裁への上告は、2016 年 6 月 27 日に棄却されている（136 S. Ct. 2505 (2016)）。

¹⁶⁷ *Marvin* [2016] p.1842.

参考文献

- 青山善充・小川万里絵、「債権流動化におけるサービサー・リスクについて」、
『金融研究』第15巻第2号、日本銀行金融研究所、1996年、45～77頁
- 有吉尚哉、「クラウドファンディングの類型と規制の適用関係」、『NBL』1009号、2013年、15～24頁
- ・本柳祐介・水島 淳・谷澤 進編、『FinTech ビジネスと法 25 講—黎明期の今とこれから—』、商事法務、2016年
- 大内 聡・鈴木敬之、「EU 諸国の預金保険制度の最近の動向について—イギリス、フランス、スペイン—」、『預金保険研究』19号、2016年、85～112頁
- 大崎貞和、「投資型クラウドファンディングの意義と課題」、『Financial Information Technology Focus』2014年、8～9頁
- 翁 百合、『金融危機とプルーデンス政策』、日本経済新聞出版社、2010年
- 金融審議会、「決済業務等の高度化に関するスタディ・グループ」（第1回）議事録、金融審議会、2014年
- 、「金融グループを巡る制度のあり方に関するワーキング・グループ報告～金融グループを巡る制度のあり方について～」、金融審議会、2015年 a
- 、「決済業務等の高度化に関するワーキング・グループ報告～決済高度化に向けた戦略的取組み～」、金融審議会、2015年 b
- 黒川弘務、『逐条解説 サービス法（4訂版）』、金融財政事情研究会、2012年
- 黒沼悦郎、『金融商品取引法』、有斐閣、2016年
- 小出 篤、「英国における消費者信用法制改革—2006年消費者信用法を中心に」、『ジュリスト』1372号、2009年、138～146頁
- 小長谷章人・山辺紘太郎・伊東成海・佐々木 豪・原 昌宏、「新規・成長企業へのリスクマネー供給促進等」、『商事法務』2039号、2014年、28～36頁
- 小林秀之、『資産流動化の仕組みと実務—倒産隔離と近時の立法—』、新日本法規、2002年
- 白川方明、『現代の金融政策——理論と実際』、日本経済新聞出版社、2008年
- 田中貴一、「FinTech にみる融資取引とその法的課題」、『NBL』1075号、2016年、62～69頁
- 田中智之・小川恵輔・善家啓文・林 雄亮・塚本晃浩、「金融商品取引法施行令等改正についての解説—平成二十六年金商法等改正（一年以内施行部

- 分) 関連一」、『商事法務』2071号、2015年、4～14頁
- 長崎幸太郎編、『逐条解説 資産流動化法(改訂版)』、金融財政事情研究会、2009年
- 西村総合法律事務所編、『ファイナンス法大全(下)』、商事法務、2003年
- 播本慶子、「米国における「インターネットファイナンス」を巡る動きについて」、金融研究所ディスカッション・ペーパーNo.1996-J-20、日本銀行金融研究所、1996年
- 藤田哲雄、「急成長する中国のインターネット金融」、『環太平洋ビジネス情報』15巻56号、2015年、26～48頁
- 淵田康之、「FinTechの中核を占めるマーケットプレイス・レンディング」、『野村資本市場クォーターリー』2015年夏号、2015年、21～45頁
- 増島雅和・堀 天子編、『FinTechの法律』、日経BP社、2016年
- 松尾順介、「英国のクラウドファンディング市場—FCAによる新規制導入後の市場動向—」、『証券経済研究』第96号、日本証券経済研究所、2016年、21～41頁
- 松尾直彦、『金融商品取引法(第4版)』、商事法務、2016年
- 森田 果、『金融取引における情報と法』、商事法務、2009年
- 、「ソーシャル・レンディングの機能—maneoの事例を題材に—」、『GEMC journal』、No.3、2010年、50～71頁
- 弥永真生、『リーガルマインド商法総則・商行為法(第2版補訂版)』、有斐閣、2014年
- 横井眞美子、「海外の消費者信用規制改革等についての研究—英国2012年金融サービス法を中心に—」、FSA Institute Discussion Paper Series 2014-12、2015年
- 李 立栄、「急成長する中国のコンシューマー向けインターネットファイナンス」、『野村資本市場クォーターリー』2015年夏号、2015年、82～106頁
- Atz, Ulrich, and David Bholat, “Peer-to-peer lending and financial innovation in the United Kingdom,” Staff Working Paper No.598, Bank of England, 2016.
- Bijkerk, Werner, Rohini Tendulkar, Samad Uddin, and Shane Worner, “Systemic Risk Identification in Securities Markets,” Staff Working Paper 1, International Organization of Securities Commissions, 2012.
- Brainard, Lael, “Community Banks, Small Business Credit, and Online Lending,” Remarks at the Third Annual Community Banking Research and Policy Conference, Federal Reserve Bank of St. Louis, September 30, 2015.
- EBA (European Banking Authority), “Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding,” European Banking Authority, 2015.

- FCA (Financial Conduct Authority), “Consultation Paper 13/13 The FCA’s regulatory approach to crowdfunding (and similar activities),” Financial Conduct Authority, 2013.
- , “Policy Statement 14/4 The FCA’s regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media - feedback to CP13/13 and final rules,” Financial Conduct Authority, 2014.
- , “Regulatory sandbox,” Financial Conduct Authority, 2015.
- , “Call for input to the post-implementation review of the FCA’s crowdfunding rules,” Financial Conduct Authority, 2016.
- GAO (Government Accountability Office), “Person-to-Person Lending New Regulatory Challenges Could Emerge as the Industry Grows,” GAO-11-613, Government Accountability Office, 2011.
- HM Treasury, “ISA qualifying investments: response to the consultation on including peer-to-peer loans,” HM Treasury, 2015.
- IMF (International Monetary Fund), BIS (Bank for International Settlements) and FSB (Financial Stability Board), “Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations,” International Monetary Fund, Bank for International Settlement, and Financial Stability Board, 2009.
- IOSCO (International Organization of Securities Commissions), “Mitigating Systemic Risk: A Role for Securities Regulators,” Discussion Paper, International Organization of Securities Commissions, 2011.
- Kirby, Eleanor, and Shane Worner, “Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast,” Staff Working Paper 3, International Organization of Securities Commissions, 2014.
- LendingClub Corporation, “Third Quarter 2015 Results,” LendingClub Corporation, 2015 (available at <http://ir.lendingclub.com/Cache/1500077328.PDF?Y=&O=PDF&D=&fid=1500077328&T=&iid=4213397>, last visited January 27, 2017).
- Marvin, Michael, “Interest Exportation and Preemption: Maddnen’s Impact on National Banks, the Secondary Credit Market, and P2P Lending” *Columbia Law Review*, Vol. 116, 2016, pp.1807-1848.
- Mills, Karen Gordon, and Brayden McCarthy, “The State of Small Business Lending: Credit Access during the Recovery and How Technology May Change the Game,” Working Paper, 15-004, Harvard Business School, 2014.

Morgan Stanley, “Global Marketplace Lending: Disruptive Innovation in Financials,” Morgan Stanley, 2015 (available at <http://bebeez.it/wp-content/blogs.dir/5825/files/2015/06/GlobalMarketplaceLending.pdf>, last visited January 27, 2017).

P2PFA (Peer-to-Peer Finance Association), “Peer-to-Peer Finance Association Operating Principles,” Peer-to-Peer Finance Association, 2015 (available at <http://p2pfa.info/wp-content/uploads/2016/06/Operating-Principals-vupdate2016.pdf>, last visited January 27, 2017).

Salmon, Chris, “Speech: Investing in capital markets,” Speech at the Association of Corporate Treasurers Corporate Funding Conference, London, October 28, 2015.

Verstein, Andrew, “The Misregulation of Person-to-Person Lending,” *UC Davis Law Review*, Vol. 45, 2011, pp.445-530.