

わが国投資型クラウドファンディングの現状を考える



(株)地域金融研究所 主席研究員 長谷川 清

～要旨～

日本の投資型クラウドファンディングは、貸付型、ファンド型、不動産投資型、株式投資型に大別され、貸付型が大きなシェアを占めている。

しかし、貸付型は行政処分を受けたクラウドファンディング業者が相次ぎ、最近ではファンド募集が減少傾向を辿っている。またファンド型は業者数が少なく全体的に伸び悩み状態に陥っている。近年誕生した不動産投資型は、ファンド募集が投資物件と紐付いているため取り扱いの盛り上がり感がみられない。株式投資型は新株式の募集に成功した企業が上向いており、先行きに期待を持たせている。

今後、投資型クラウドファンディングが成長を遂げるためには、審査の充実強化、経営革新等の課題を解決し、リスクに敏感な人々を取り込む包容力を拡充し多くの人々から評価されるサービスを開発する必要がある。

1 わが国投資型クラウドファンディングの概況

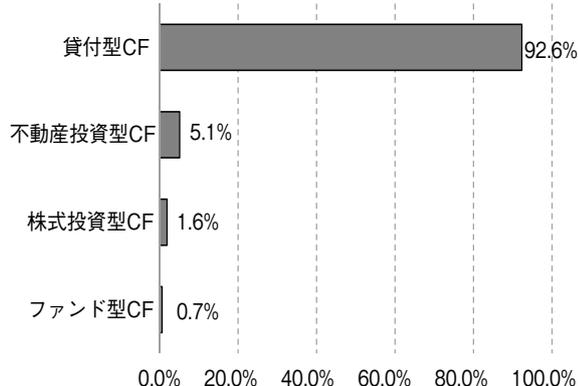
英国で世界最初のクラウドファンディング (Crowd Funding: 以下、CF)¹⁾ が登場してから20年が経過した。日本でもCFは寄付や中小零細企業の支援活動で活用され、社会的にも認知度を高めている。金融分野で活動するCFは投資型CFと呼ばれることが多いが、投資型CFは法制度や金融慣行の違いから国毎に運営方法が異なり、種類も異なることが珍しくない。

日本の投資型CFは業務を開始した時期の順に、①投資家と資金の借り手を結び付ける貸付型、②投資家とプロジェクトの運営者を結び付けるファンド型、③非上場会社が発行する新株

式への小口投資を仲介する株式投資型、④不動産特定共同事業者に登録されている不動産業者が運営する不動産投資型の4種類に大別される。

4種類の投資型CF業者が投資家に呼び掛けたCFの募集額は、2020年前半(1～6月)だけで481億円に上る。種類毎の内訳は、貸付型CFが445億円と圧倒的に多く(シェア92.6%)、続く不動産投資型CFの25億円(シェア5.1%)を大きく離している。株式投資型CF(募集額9億円、シェア1.6%)、ファンド型CF(募集額3億円、シェア0.7%)は金額・シェアともに少額である(図1)。以下、投資型CFを種類毎にそれぞれの業務特性とファンド募集の現況を概観してみたい。

図1 わが国投資型CFの種類別シェア
(2020年1~6月)



(資料) 各社HPより作成

2 貸付型クラウドファンディング

(1) 急増したローンファンド募集

日本の貸付型CFは、2005年に英国で誕生したZopa²⁾のP2P (Peer to Peer) レンディングに刺激され、3年後2008年にmaneoが個人間の資金仲介サービスをスタートさせたことに始まる。同社は自らの事業スキームをソーシャルレンディング (Social Lending: 以下、SL) と呼んで利用者を募ったが、多くの利用者を獲得するまでに至らず、採算の確保も困難となって、2012年に創業者は株式を売却して事業から手を引いた。

当時は、首都圏を中心にした中小不動産業者の資金需要や太陽光発電を中心にした再生エネルギー関連業者の資金需要が急拡大していた時期であった。maneoの新経営者は、SLの呼称を残したまま資金運用の対象を個人向けから事業者向け貸出に大きく転換、運営会社の機能を貸金業者であるmaneoと金融商品取引法上の第二種金融商品取引業者であるmaneoマーケットを切り分けた経営体制を構築し、新たな事業スキームで資金調達者と投資家を募った。

同社の新しい事業スキームは、調達コストが比較的高くても採算がとれる事業者に資金供給する途を提供することになり、同社には信用度

等の理由から銀行借入が困難な不動産業者を中心に資金調達の希望が寄せられた。また1口1万円で年利5.0%から8.0%のローンファンドと呼ばれる高利回りの投資ファンドを開発し、積極的なセールスプロモーションを展開した。

maneoが新たな事業スキームを開始した時期は、ICT (情報通信技術) を活用した金融サービスの革新であるFinTechが話題となっており、同社をFinTechの代表選手のような扱いをするマスコミ報道もあって同社に人々の関心が集った。市場金利がほぼゼロ状態になり、銀行の定期預金では利息収入が期待できない金融情勢の下で人々は同社が組成した高利回りのローンファンドを積極的に購入、ローンファンドは募集するとすぐに売り切れる状況が続いて同社を通じた資金供給は急激に拡大したのである。

maneoが募集したローンファンドに対する投資家の反応を見て、SL業に参入する事業者が相次ぎ、2014年から2017年の4年間に17社もの新規参入があった。多くの新規参入を可能にしたのは、2015年にローンファンドの募集会社であるmaneoマーケットが自社のプラットフォームを他社に開放したことにある。新規参入17社のうち10社がmaneoマーケットにローンファンドの募集を委託³⁾し、ここからローンファンド募集額は急増、2018年4~6月期には600億円に達した。その大半はmaneoおよびその関連のCF業者による募集であった。

(2) 相次いだ行政処分

maneoが開発した事業スキームは、貸金業者が匿名組合契約の営業者となって資金を貸出運用することからローンファンドは実質的に貸金業者に対する資金供給の役割を担っていると言える。このためローンファンドで資金運用する投資家は、最終的な借り手となる事業者の信用リ

スクだけでなく、匿名組合契約の営業者となる貸金業者の信用リスクという二重の信用リスクを抱え込むことになった。また当時募集されていたローンファンドは、貸出先が匿名化されて投資家は誰が資金を借入しているか分からない状況であった。これは匿名組合契約を通じた資金運用が貸金業法に抵触する懸念があったとした当局の指導を踏まえたもので、投資家はローンファンド資金が誰に貸出され、どの様に運用されるか判らないまま資金を投じていたのであった⁴⁾。

新規参入したSL業者の多くは金融業に対するディシプリンを欠き、貸出審査も杜撰でローンファンド資金の返済が延滞あるいは不良化する事態が多発した。中には架空の貸出を捏造してローンファンドを組成して資金を調達した悪質な業者もあって、みんなのCredit(2017年3月)、Lucky Bank(2018年3月)、Green Infra Lending(2018年7月)、maneoマーケット(2018年7月)、Trust Lending(2018年12月)など5社に行政処分が下された⁵⁾。

maneoマーケットに対して行政処分が下された2018年夏頃からは、ローンファンドの返済遅

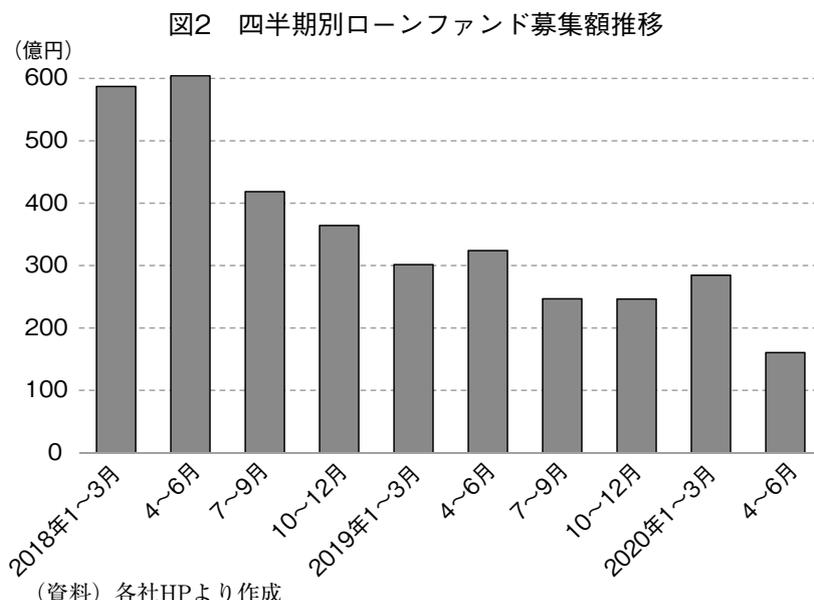
延や投資元本を毀損させた業者が目立つようになり、同年末には多くのSL業者がファンド募集を停止した。これに伴いローンファンドの募集額は減少傾向を辿るようになり、2019年7～9月期以降はピーク時(2018年4～6月期600億円)の半分300億円以下で推移している(図2)。

昨年夏場以降の減少局面にあって、金融事業大手のSBIグループのSBI Social Lendingと日本クラウド証券が運営するCrowdBankの2社が、太陽光発電事業と不動産向けを中心にした大型の貸出債権を小分けにした大量のローンファンドを組成して投資家を集めているのが目を引く。その中で2019年以降新規参入業者が散見されるようになったが、一連の行政処分で傷ついた貸付型CFの信用を彼らがどの様に修復していくかが問われている。

3 ファンド型クラウドファンディング

(1) ソーシャルファイナンスの色彩を持つファンド型CF

ファンド型CFは、特定の事業者がファンド型専門のCFプラットフォームを通じて投資家を募るCFである。ファンド型CF業者は、自社の



審査に合格した資金ニーズを投資家向けの投資商品として資金調達目標額、投資家に対するリターン、募集期間等を事業者と調整して募集情報をプラットフォームにアップし、投資家を募集する。募集に応じて投資を承諾した投資家の出資申込み額が調達目標に達すると、投資家を組合員、事業者を営業者とする匿名組合契約の締結を支援する。これにより投資家は、事業者に直接資金を投じて経営を支援することになり、ファンド型CF業者は一般的に投資家からの取扱い手数料と資金を調達する事業者からファンド組成時の初期費用および資金調達後の運営管理費用を徴求して収益を賄うことになる。

ファンド型CFで投資家が獲得するリターンは、投資家の募集に際して期待償還率として示され、ファンド償還時に元本に合わせて支払われる。また、投資家に対して特典が用意されているファンドが多く、特典をセールスポイントにしているファンド型CFも多い。ファンド型CFの運用期間は、最短1か月から最長10年と幅広く、期待償還率は運用期間や事業者が取り組むプロジェクトの状況に応じて102%から300%前後まで多様である。投資対象の事業が計画通りに進んで売上が達成できればリターンはプラスになるが、逆に計画を下回るとリターンはマイナスとなって投資元本が毀損することになる。

投資家に提供される特典は、事業者が生産・販売する商品やサービスが殆どであるが、ファンド型CFで投資家が得られる分配金と特典の経済価値を足し合わせても投資信託等から得られる運用益に比べると少なく、事業者支援の性格が強い投資となっている。ファンド型CFの中には、投資金の一部を寄付金とする寄付型CFの性格を持ったファンドもあり、東日本大震災以降の自然災害に被災した中小零細事業者の支援に貢献して寄付型CFはソーシャルファイナ

ンスの色彩を強く持っている。

(2) 少数にとどまるファンド型CF

現在、インターネット上で確認できるファンド型CFは、セキュリテ、宙(そら)とぶペンギン、KAIKA、Sony Bank GATEの4社である。4社のうち過去1年間にファンド募集の実績があるファンド型CF業者は、セキュリテとSony Bank GATEの2社で、宙とぶペンギンは2019年3月以降、KAIKAは同年6月以降、ファンド募集を行っていない。

ファンド募集で最も多くの実績を残しているのがミュージックセキュリテーズ運営のセキュリテである。運営会社のミュージックセキュリテーズは、名称から窺われるように、元々若手ミュージシャンの支援を目的にした音楽ファンドとして名を売り、2009年に全国各地の地場産業や開発途上国の支援を目的⁶⁾にしたセキュリテを設立した。セキュリテは、東日本大震災に被災した地域の事業者を支援する被災地応援ファンドを組成して社会的に知られるようになり、その後も政府が進める地方創生政策に協力して地域金融機関や地方自治体と連携した取り組みを行っている。セキュリテは、年間40本前後のファンドを募集し、今年8月末までの募集件数累計は885本、総額は94億2,219億円に上っている。ファンドの支援対象は、食品製造、飲食店、農業・畜産等の食分野が多いが、製造業、音楽、観光など幅広い。

Sony Bank GATEは、ソニー銀行が運営するファンド型CFプラットフォームで、2017年8月からサービスを開始した。Sony Bank GATEは、「顔の見える新しい形の資産運用×挑戦企業への共感・応援」をコンセプトに、ソニー銀行の預金者に出資を募るワンストップ型のCFサービスを提供している。同社はサービスの開始から

今年7月までに21本のファンドを募集し、募集総額は6億3千万円であった。支援対象は、製造業、飲食、観光、アニメ制作など多様である。

「宙とぶペンギン」は、日本には珍しい寄付型・購入型・投資型の各種CFを一括して扱う複合型CFプラットフォームで、2014年11月から業務を開始している。宙とぶペンギンの運営会社は各種の事業支援業務を扱うデジサーチアンドアドバタイジングである。同社のファンド募集は少ないが、2019年3月に募集したファンドは、大学院生が取り組んだ開発プロジェクトの支援ファンドで目標額を大きく上回る資金（2億7千万円）が寄せられ話題となった。

KAIKAは、山口県下の企業が出資して設立された株式会社KAIKA（旧・山口ソーシャルファイナンス株式会社）が運営する地域に特化したファンド型CFで、2015年6月に開業した。KAIKAは山口県を中心に広島県、福岡県等で活動する事業者を支援するファンドを組成して投資家を募った。業務開始から2019年6月までに約20本のファンドを募集していたが、今年6月からは購入型CFプラットフォームを開設し

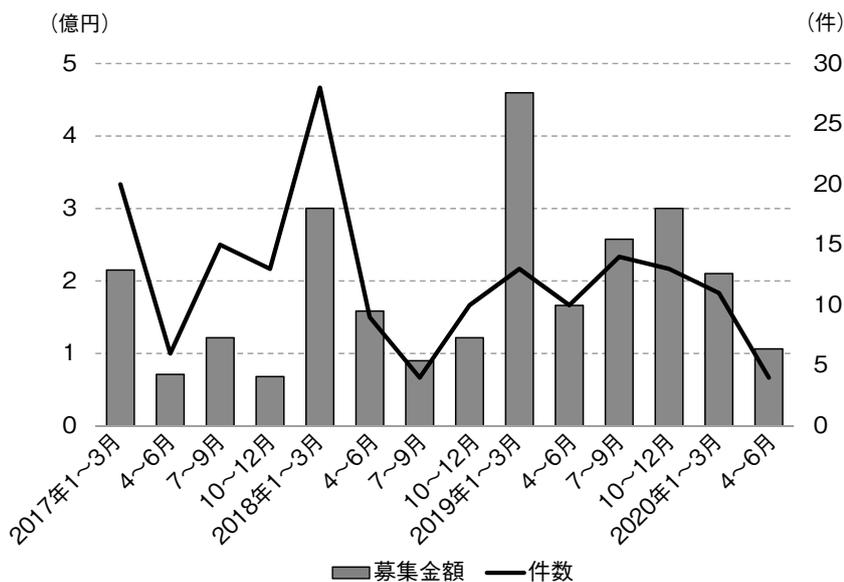
て新たな展開を図っている。

日本のファンド型CFはプレーヤー数が4社と少なく、かつ毎月の募集件数・金額は安定性を欠いて振れが大きい。近年のファンド型CFの募集件数は四半期20件以下が多く、伸び悩み状態に陥っているように見える（図3）。

ファンド型CFの募集件数が伸び悩んでいる要因として2つの要因が考えられよう。一つは、ファンド型CF自体の運営コストが投資家、事業者だけでなくCF業者にとっても負担になっていることである。ファンド型CFは、資金を調達する事業者にファンド組成時の初期手数料と投資実行後の監査・管理手数料に加えて、匿名組合契約業者としての事務負担も加わることから事業者の負担は軽くない。さらにファンド型CF業者の中には投資家にも販売手数料を徴求している向きもあって、事業者・投資家の双方とも負担を感じているものと思われる。

ファンド型CFの募集が伸び悩んでいる二つ目の要因は、ファンド型CF自体が他CFとの違いが希薄化していることである。特典を強調したファンドは購入型CFに、特典が無く償還利

図3 ファンド型CFのファンド募集額・件数の推移



(資料) 各社HPより作成

回りが高いファンドは貸付型 CF に、投資金の一部が寄付金となるファンドは寄付型 CF にそれぞれ性格が近く、ファンド型 CF に馴染みのない投資家には違いが解りにくい商品設計となっている。宙とぶペンギンの募集が少なく、KAIKA が購入型 CF に軸足を動かしたのはこうした事情があるように思われる。

4 株式投資型クラウドファンディング

(1) 平成 26 年改正金融商品取引法と株式投資型 CF

株式投資型 CF は、多数の投資家から創業企業を中心した非上場会社が発行する新株式への小口投資を仲介する金融サービスで、英米国ではエンジェル投資家向けの CF 業として認知されている。日本では、経済政策上の課題となっている成長企業へのリスクマネー供給促進策の一環として株式投資型 CF が注目され、2014（平成 26）年の改正金融商品取引法により法整備が行われた。

同改正法では、少額要件（1 社当りの新株式発行総額が年間 1 億円未満、1 人当たり年間投資額が 50 万円以下）を満たす金融取引業者について兼業規制の解除、最低資本金基準の緩和等を行って株式投資型 CF 業者の参入を促している。同改正法において株式投資型 CF 業者は、非上場株式を対象として少額要件を満たす案件を取扱う第一種少額電子募集取扱業者と事業に対する匿名組合出資持分等を対象に少額要件を満たす案件を取扱う第二種少額電子募集取扱業者⁷⁾に該当するが、現在活動している CF 業者は前者の第一種少額電子募集取扱業者のみである。また株式投資型 CF 業事業者は、日本証券業協会の会員となり、協会が定めた各種規約・自主規制の順守を求められる。

金融商品取引法、証券業協会の自主規制等を

踏まえた株式投資型 CF の事業スキームは、事業者から投資家へ新株式募集の希望を受けた CF 業者が事業者の経営状態を審査することから始まる。CF 業者は審査を通過した事業者と募集取扱契約を締結し、株式時価を算定、事業者と募集する株式の価格・数量、目標募集額、募集期間等を協議して同社株式の募集情報をプラットフォームにアップして投資家の出資申込を待つことになる。

その投資家に対しても CF 業者は適合審査を行い、審査にパスした投資家を会員登録し、株式募集情報にアクセスする資格を付与する。CF 業者の会員資格を得た投資家は、投資情報にアクセスして情報を吟味し、募集に対する応募を決めると CF 業者に通知する。投資家からの応募額が期日以内に目標募集額をクリアすると、CF 業者は投資家に応募金の支払いを求め、諸手数料を差引いて応募金を事業者に送金、事業者は投資家を自社株主に登録して募集が終了する。

多くの CF 業者が活動している英米では、株式投資型 CF を通じて多くの人々がエンジェル投資家としてベンチャー企業の株式を取得して国民の総意で創業者の支援に務めている。日本と異なるのは、両国とも投資家に対する審査が厳しく、ある程度の金融資産を持つ向きしか投資家の登録が出来ないようになっていることである。その点、日本の株式投資型 CF は、エンジェル投資家を増やそうとする施策の一環であるため投資家の登録は比較的容易である。ただし、投資家が取得した株式を売却してキャピタルゲインを獲得できるのは株式公開あるいは M&A の機会に限られるのは英米と同じで、投資家には上場株式のようなキャピタルゲインの追求ではなく、株式を購入した事業者に対する支援という役割が期待されている。

(2) 株式投資型 CF の役割

株式投資型 CF は、2017 年春から投資家と新株式発行希望企業の募集を開始し、現在活動している株式投資型 CF のプラットフォームは次の 6 社である。

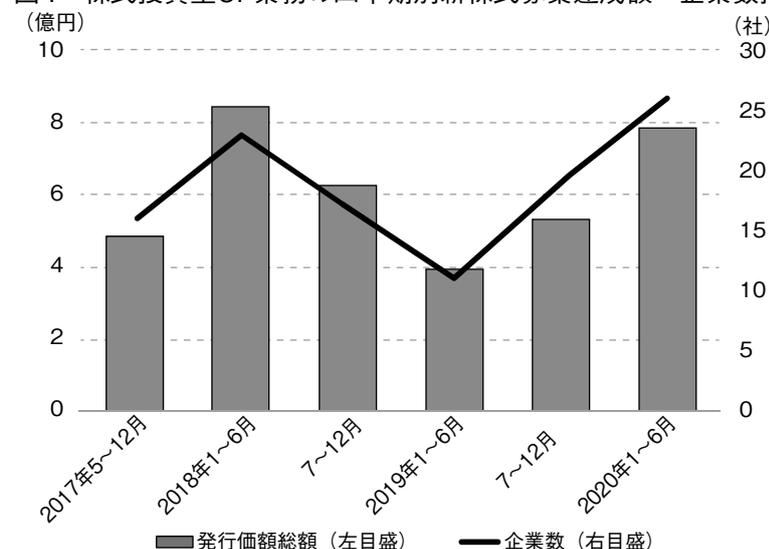
- ・ FUNDINO（業務開始：2017 年 4 月）
- ・ CAMFIRE Angels（同 2017 年 9 月、旧 GoAngel）
- ・ Angelbank（同 2018 年 11 月、エメラダを吸収）
- ・ Unicorn（同 2019 年 2 月）
- ・ GEMSEE Equity（同 2020 年 1 月）
- ・ イーククラウド（同 2020 年 8 月）

株式投資型 CF には、他の投資型 CF と同様、投資家と新株式を発行する未上場企業を引き合わせる役割があるが、投資家が実際に資金を未上場企業の新株式に投じるには他の投資型 CF とは全く異なる条件が必要となる。すなわち、投資家サイドからは未上場株式を発行する企業が株式公開や M&A など株式を売却するチャンスを提供できる企業であることが求められる。一方、新株式を発行する未上場企業サイドからは、投資家が資金余力を有して株式配当が無くても企業経営に異論を唱えずに経営を静かに見守ってくれる

ことが条件となる。これらの条件を満たして株式投資型 CF が円滑に機能するには、CF 業者自体が資金面に余裕がある良質な投資家を集める力と、株式公開が可能な成長力のある未上場企業を探り出す力を併せ持つ必要がある。また新株式の募集が成功した後も、投資家に対しては無配が続く投資先とのコミュニケーションを仲立ちする役割があるなど他の投資型 CF とは全く異なる運営が求められる。株式投資型 CF が発足した 2017 年には、FUNDINO のほかに GoAngel とエメラダも業務を開始したが、GoAngel、エメラダは新株式募集の不成立が続いて両社とも他社に再編された。これは株式投資型 CF の運営が難しいことを物語っている。

日本証券業協会が取りまとめている株式投資型 CF 業者の業務取扱状況によると、業務が開始された 2017 年に 17 社が新株式の募集が成功し、翌 2018 年前半にその数は 23 社と拡大した。しかし、2018 年後半から 2019 年前半にかけて新株式の募集が成功した企業数は伸び悩み、株式の発行総額も減少した。2019 年後半からは新株式の募集に成功した企業が上向き、2020 年前半には募集達成企業は 26 社となってこの先に期待を

図4 株式投資型CF業務の四半期別新株式募集達成額・企業数推移



(資料) 日本証券業協会データより作成

抱かせている（図4）。

株式投資型CFを通じて新株式の募集が達成した未公開企業は、今年6月までに112社に及ぶが、新株の募集を取り扱ったCF業者は8割近く（78%）がFUNDINOであった。もっとも、新株式の募集達成額・企業数が増加した今年前半は同社以外に、Unicorn、CAMFIRE Angels、GEMSEE Equity等の新顔が実績をあげており、FUNDINO独り勝ちの状況に変化が生まれる気配が感じられる。

5 不動産投資型クラウドファンディング

(1) 不動産特定共同事業

不動産投資型CFは、貸付型CFやファンド型CFの運営業者が金融商品取引法の第二種金融商品取引業者として活動しているのと異なり、2017（平成29）年の改正不動産特定共同事業法で創設された不動産特定共同事業者（以下、不特業者）に登録されている不動産業者が運営⁸⁾するCF事業である。不動産投資型CF業者が行っている業務は、不動産特定共同事業法が定める小規模不動産特定共同事業の第1号事業に該当し、投資家との間で取り結ぶ不動産特定共同事業契約に基づく権利は集団投資スキームの適用外とされて第二種金融商品取引業の登録が不要⁹⁾となっている。

第1号事業の不動産投資型CF事業スキームは各社毎に若干の違いがあるが、多くは物件の運営に必要な資金調達について投資家からの出資を7～8割に押さえ、残り2～3割は不動産業者自らが出資する構造となっている。不動産業者自らが拠出する部分は劣後出資とし、運用が失敗した際には最初に劣後出資部分で損失を吸収して投資家が被る損失を出来るだけ軽減している。こうした投資家の損失を軽減する措置が講じられたのは、不動産投資型CFが立案された

時期に貸付型CF業界で投資家が損失を被る事故が相次いだことを意識し、運用が失敗した際の投資家への影響を食い止める工夫として考案されたものであろう。事実、不動産投資型CFのHPを見ると、多くが投資の安全性を強調し、その根拠として投資家の損失を最小限に食い止める優先出資と劣後出資で構成される資金調達構造をあげている。

第1号事業である不動産投資型CFは、各投資家の出資額の上限を百万円、全投資家の出資額の合計は1億円を超えないこと¹⁰⁾とされている。CF業者が投資家に対して支払うリターンは、現物不動産を売却して得られるキャピタルゲインを原資にするタイプと不動産物件を賃貸して得られるインカムゲインを原資にするタイプに分けられる。販売不動産の場合は販売までの繋ぎ資金を、賃貸不動産の場合は運営資金をそれぞれCF資金で賄うことになる。

(2) 盛り上がり感を欠くファンド募集

今年6月末までにインターネット上で活動を確認できた不動産投資型CF業者は13社であった。各社の業務開始時期は、改正不動産特定共同事業法が施行された2018年に4社、2019年に7社、2020年に2社と、大部分が2018年から19年の2年間に集中している。不動産投資型CF業者が募集するファンドは、ほとんどが賃貸マンションを主体にした資金運用で投資収益を稼ぐインカムゲイン型のファンドで、賃貸マンション以外への資金運用を行っている不特業者は3社だけである。

不動産投資型CFでインカムゲイン型の運用対象となる賃貸マンションは、ほとんどが東京都内に立地し、現在募集されているファンドの運用期間は1年以内、運用利回りは年利4%半ばが大宗となっている。また同時期に募集された

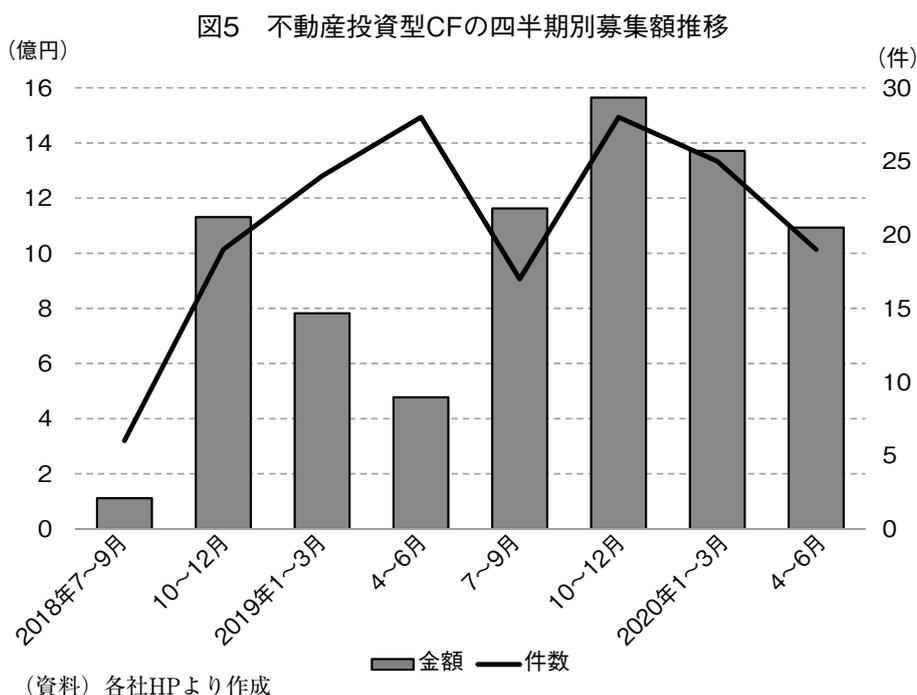
キャピタルゲイン型の運用期間は12か月から18か月と長いものの、運用利回りは年利3～6%程度とばらつきが大きい。現在のところいずれのタイプも、運用期間が短いものの高利回りで投資家の人気が高く、ファンド募集が開始されて早々に売り切れてしまうCF業者が多いようである。

13社の不動産投資型CF業者が2018年の業務解禁から今年6月までに募集したファンドの累計は、ファンド本数が179本、募集額累計は78億8,565万円であった。ファンド募集額は、業務が解禁されて1年程は業者数も少なく月々の振れが大きかった。2019年夏場からは募集額が上向いたが、2020年に入ると再び減少傾向となっており、募集されるファンドは投資家の人気を集めているものの、不動産投資型CFは総じて盛り上がり感が見られない(図5)。

これは不動産投資型CFが投資物件とファンドが紐付けられているため、貸付型CFと異なり、無闇にファンドを組成することが出来ないことが背景にある。13社のうち開始以降ほぼ毎

月ファンドを募集している不特業者は、中古物件の販売を主体にするFANTAS fundingと賃貸マンションへの投資物件が多いCREALの2社に止まり、残りの各社はファンドの募集が不定期で、中には2～3回しか募集していない業者も散見される。小規模な不動産業者にとって不動産特定共同事業法に基づく不動産投資型CF事業の運営は負担が大きく、毎月ファンドを募集するのは難しいようである。

それにも関わらず新規参入する不動産投資型CFが相次いでおり、今年だけでもa funding、Rimple、PARTNERS Fundingの3社がファンド募集を開始した。金融緩和の長期化から不動産会社も事業資金を金融機関からの借入で賄うのが容易になっている状況下、不動産業者が不動産投資型CF業務を運営する狙いは、事業資金の調達よりも新規顧客の開拓手段として不動産投資型CFを活用しているような印象も与えている。



6 わが国投資型クラウドファンディングの課題

改めて言う必要は無いが、投資型CFは資金を必要とする事業者や個人がインターネットを通じて多くの投資家から少額の投資金を集める仕組みで、両者を取り結ぶ投資型CFは情報の仲介と資金の取次ぎを行う新たな金融サービスである。本稿で概観した4種類の投資型CFは、それぞれ別々の事業スキームで運営されて相互の関係はほとんどない。共通するのは、インターネット上で投資情報を取得した投資家が高い運用利回りに引き寄せられ、リスクを覚悟しながらも資金を投じていることであろう。

もともとのCFが同じ目的を持った人々が形成するネットワークが基盤になって生まれたことを考えると、投資家にとって投資型CFは投資行動で同じ価値観を持つ人々が集う資金運用のコミュニティと捉えられているのかも知れない。しかし、彼らが形成しているコミュニティの外側にいる人々からすると、投資型CFはリスクが高く容易に参加できない独特な資金運用と映っているだろう。これらを考えると、今後、投資型CFが成長を遂げるためには、リスクに敏感な人々を取り込む包容力を拡充し、多くの人々から評価されるサービスを開発していく必要がある。本稿の結びとして、先行した貸付型CFを中心に、投資型CF業者が取り組むべき経営課題2点を指摘しておきたい。

第一の課題は、投資家から集めた資金運用の審査強化である。貸付型CF業界がCF業者の経営破綻、ファンド不良化等により損失を被った人々を生み出し、貸付型だけでなく投資型CFに対する不信感も広げてしまったことは上述した。現在活動している投資型CF業者は、各社別に厳格な貸出審査を行った上で個別の貸出先を明らかにしてファンドを募集していると思わ

れるが、各社の貸出審査を評価する声は聞こえてこない。今後、この事態を引き起こした貸付型CFでは、何らかの方策で貸出運用を補強する手立て（例えば、専門機関による審査等）を講じ、投資家に提供する情報に反映させることが望ましい。他の投資型CFも、これに並行して人々から安心感を得られるよう審査態勢の強化が求められよう。

二つ目の課題は、投資型CF業者自身の経営革新である。2010年前後に相次いで登場した貸付型CFとファンド型CFは、マスコミがFinTechの代表として扱い、人々はインターネット時代の金融サービス機関として評価した時期もあった。しかし、ICTは進化が早い。インターネットが社会に浸透するにつれて両者の新鮮さが薄らぎ、今や多くの人々は投資型CFをインターネットを使った普通の金融サービスと受け止めているのが実情だろう。投資型CFがこの先も活動を続けて社会的な評価を確保しようとするならば、資金調達者・投資家双方にICTの進化を取り込んだ新たな付加価値を提供するための経営革新が不可欠である。P2Pレンディングで先行した英国のZOPAや米国のLendingClubが銀行業に参入したのも経営革新の一例であろう。

これまで投資型CFは、ニッチなマーケットで活動する限界的な役割を演じてきた。しかし、既存金融機関が時代の役割を終えようとしている今、投資型CFには経済社会の表舞台で活躍できる可能性も否定できない。投資型CF各社が上記の課題に挑戦し、新たな成長を遂げることを期待する。

【注】

- 1) 組織化され継続性のあるクラウドファンディングは、2000年に発足した英国の寄付型クラウド

ファンディングである JustGiving が最初と言われている。

- 2) Zopa は、Zone of possible agreement からの造語。同社は、2020 年、銀行業に進出して ZOPA BANK を開業。
- 3) 彼ら 10 社は maneo ファミリーと呼ばれた。そのうち貸金業と第二種金融商品取引業の資格を有していたのは 1 社だけで、残り 9 社は第二種金融商品取引業の資格を持たない貸金業者や何れの資格も持たない一般事業者であった。
- 4) SL 業者の違法行為が生まれた一つの要因として、ローンファンド資金の貸出先が匿名化されて貸金業者には第三者からのガバナンスが機能していなかったことが指摘されていた。これに対して金融庁は、2019 年 3 月にノーアクションレターに答える「金融庁における法令適用事前確認手続（回答書）」を公開し、借手の匿名化・複数化が不要となるための要件を示した。その後、各 SL 業者はローンファンドの貸出先に関する情報の開示を進め、現在ではローンファンドの主軸となる貸出債権について借入事業者名、資金運用対象のプロジェクトの概要、借入者の財務データおよびローンファンド全体に占める割合等が投資家に開示されている。
- 5) 行政処分を受けた幾つかの SL 業者に対しては投資家が集団訴訟を起し、損失の回復と経営責任の明確化を求めている。
- 6) セキュリテは、自社をインパクト投資プラットフォームと称している。
- 7) 平成 26 年改正金融商品取引法第 29 条の 4
- 8) 不動産投資型 CF 業の業務は、国土交通省「電子取引業務ガイドライン」に基づいて行われている。
- 9) 金融商品取引法第 2 条第 2 項第 5 号ハ
- 10) 不動産特定共同事業法施行令第 2 条第 1 項第 1 号

はせがわ きよし

明治大学大学院政治経済研究科経済学専攻修士課程修了。全国地方銀行協会、松蔭大学経営文化学部教授を経て 2018 年 4 月から株式会社地域金融研究所主席研究員。

【著書】

長谷川清・唐木宏一「わが国ソーシャルファイナンスの実態的研究」一般財団法人ゆうちょ財団、2017 年 3 月

【論文】

「ソーシャルレンディングの現状と課題」『成城大学経済研究所研究報告』No. 86, 成城大学経済研究所、2019 年 3 月

「猿払村の挑戦」『月刊地方財務令和 2 年 4 月号』株式会社ぎょうせい、2020 年 4 月 5 日、
「コロナ禍を超えて」『月刊ニューファイナンス 2020 年 8 月号』株式会社地域金融研究所、2020 年 8 月 1 日 他多数
