

証 研

レポート

No.1683

2014年4月

リーマン・ショック以降の証券決算

二上季代司（1）

海外におけるクラウドファンディングの現状

松尾 順介（8）

ティックサイズと市場構造

清水 葉子（27）

ソーシャルレンディングによる金融仲介の事例研究

坂下 晃（38）

リーマン・ショック以降の証券決算

一上季代司

一昨年冬の安倍政権発足以来、その経済政策（いわゆる「アベノミクス」）発動と軌を一にして、株式市場では株価が上昇、出来高も増加をみせ、最近一年半の証券会社決算はこれまでと様変わりである。たとえば、東証総合取引参加者（九七社）の前年度中間期（二〇一三年四月～九月）決算数値をみると、現物株券委託手数料は四三百億円強（前年同期―以下同じ―の三・二倍）、純営業収益に占める割合も二二・一％（一二・二％から約一〇ポイント上昇）になっている。これに伴い、九七社のうち黒字会社は経常利益ベースで八九社（三七社）、純利益ベースで九一社（四四社）となっている。

下期を含む年度決算はまだ公表されていないが、株価は昨年五月下旬以来、ほぼ横ばい状態ながら現物株式出来高は上期と比べ一割減にとどまっている⁽¹⁾ので、現物株委託手数料は約八〇〇億円と推察される。この数字は、リーマン・ショック直前の二〇〇八年三月期実績とほぼ同水準と見込まれる。

これをみると、リーマン・ショック以降の長い不況に耐えてさえいけば、相場の好転で証券経営は何とかなるものだ、と思う人も多いだろう。しかし、株式ブローカービジネスの収益がリーマン・ショック以前に戻ったとはいつても、まったく同じ風景というわけではなさそうである。全体を見渡せる決算数値から把握できる変化は限られているのだが、この間の証券会社決算を手掛かりに、そこから読み取れるいくつかの事実を整理してみよう。

(1)

1 低下する日本株ブローカー業務への依存度

日本株の市況は、小泉政権下で不良債権処理に目鼻がついた二〇〇三年春から上昇し、二〇〇七年夏のバリバ・ショックで頭打ちとなり、翌年のリーマン・ショックで反転、下降し、再び二〇一二年末の国会解散で好転するという循環を描いている。表1は、この一〇年間にわたる証券会社決算（東証総合取引参加者ベース）から、現物株委託手数料の実額、販売管理費に対する割合、純営業収益に占める割合、ならびに経常損益ベースの黒字（赤字）会社の数を見たものである。参考までに東証一部の一日平均取引高推移を右欄に挙げている。

これによると、二〇一三年以降の株式現物委託手数料の実額は年換算ベースでリーマン・ショック直前の〇八年度を上回るまでに回復している。ただし、純営業収益に占める割合は〇八年度よりはやや低めになる半面、販売管理費に対するカバー率は数ポイント高くなっている。すなわち、ここ数年、現物株

表1 日本株ブローカー業務の証券会社収益性に対する寄与度

決算年度	東証総合取引参加者							参考
	株券現物委託手数料(億円)	販売管理費に対する割合	純営業収益に占める割合	株券委託手数料率	参加者数	うち 経常 黒字	うち 経常 赤字	東証1部1日平均取引高(億円)
2003年度	4,387	23.2%	21.6%	0.19%	108	22	86	7,290
2004年度	7,774	37.8%	27.6%	0.19%	108	100	8	11,453
2005年度	8,443	39.1%	29.4%	0.17%	108	95	13	13,287
2006年度	12,873	49.6%	30.0%	0.15%	107	103	4	22,522
2007年度	9,292	32.9%	24.3%	0.09%	110	90	20	26,631
2008年度	7,801	27.4%	22.6%	0.08%	110	60	50	28,790
2009年度	4,980	20.2%	23.4%	0.07%	107	27	80	20,079
2010年度	4,574	18.7%	16.4%	0.08%	106	46	60	15,300
2011年度	4,107	17.4%	17.2%	0.07%	102	38	64	15,324
2012年度	3,148	15.2%	14.1%	0.06%	97	35	62	12,853
2013年度(上)	1,317	13.0%	12.2%	0.05%	93	37	56	11,237
2013年度(下)	2,583	23.8%	16.6%	0.06%	91	79	12	18,346
2014年度(上)	4,209	35.1%	22.1%	0.06%	97	89	8	28,121

(出所) 東証「総合取引参加者決算概況」および「統計資料」より作成

- (注) 1. 決算年度は前年4月～当年3月。2013年度(下)の黒字会社は算出することができないので、2013年度通年ベースの数字である。
 2. 手数料率は現物株委託手数料を受託売買代金で除したもの。
 3. 東証1部1日平均取引高は、証券決算年度に合わせて再計算している。

式のブローカー業務以外の収益源多様化が徐々に進んだこと、同時にまたコスト削減への努力が実を結びはじめたこと、これらが数字に反映されているのである。その結果、東証取引参加者の多くが経常黒字に転換、赤字会社は八社に減少している。

なお、東証一部銘柄の一日平均取引高は〇八年当時と比べほぼ同水準、しかも手数料率が〇・〇二%低い水準ながら、現物株の委託手数料の絶対額はむしろ年換算ベースで一割近く多くなっている。これをどのように考えればよいか。

ひとつは、現物株の受託売買比率が、〇八年度は六五%に対し、一四年度(上)は八三%と上昇していることがあげられる。ただ、東証一部出来高が変わっていないのに、株式の総売買代金それ自体が一日平均六・五兆円から六・九兆円と四〇〇〇億円(片道計算で二〇〇〇億円)の増加である。とすれば、東証一部以外に増加した現物株があるということである。

そこで二部銘柄や新興株銘柄とりわけマザーズ銘柄の出来高を見ると、東証一部およびマザーズの取引高は、対〇八年度比較では合計で五七八億円(片道計算)の増加である。昨年七月に大証の現物市場が東証に統合されるなど若干の異動があるが、大証銘柄や地方銘柄はむしろ同じ期間比較では減少している。そこで片道計算で一日平均一五〇〇億円も増加した現物株は日本株以外すなわち海外株ということになるのではないだろうか。⁽²⁾

海外株の執行方法としては、海外市場への注文を受託する「外国取引」と、国内で仕切り売買をおこなう「国内店頭取引」がある。香港、中国、韓国その他アセアンなどアジア株については委託手数料として計上する「外国取引」が多く、米国株については「国内店頭取引」が多いようである。とすると、アジアなど海外新興株の受託が増えているということであろうか。

いずれにせよ、日本株ブローカー業務への依存度は、最近の表面的な活況ぶりの裏側で徐々に低下しつつある。

2 主要収入費用項目の変化

次に、相場循環の始まりとなった二〇〇三年四月以降の変化をみるため、循環の始点となる二〇〇三年度を基準年として、純営業収益がピークを見せる〇六年度、日本株市況がピークを打つ〇七年度、リーマン・ショック直前の〇八年度、ボトムとなる一三年度（上期）、そして現在（一四年度上期）の五つの時点をとって主要収入費用項目がどう変化したかを見ておこう。これが表2である。

最初に主要収入項目からみてみよう。まず株券現物手数料はピークとボトムの格差が大きく収入源として非常にポラティリティが高いことが分かる。他方、募集手数料は比較的、安定的に推移しつつ増加傾向にある。ちなみに安定収益源とされる投信の代行手数料は「その他手

表2 主要収入費用項目の推移

	2006年度	2007年度	2008年度	2013年度(上)	2014年度(上)
株券現物手数料	2.93	2.12	0.60	0.60	1.92
引受手数料	1.96	1.70	0.85	0.85	1.32
募集手数料	2.49	2.89	2.44	2.44	4.10
その他手数料	1.86	2.00	0.95	0.95	1.38
(参考)					
株式投信残高	2.15	2.71	2.67	2.44	3.40
売買損益	1.92	1.48	1.02	1.24	2.05
株券など	2.87	1.37	0.64	-0.21	1.72
債券等	0.93	1.17	1.68	1.71	2.38
そのほか	4.94	3.86	-1.88	3.39	1.17
金融収入	1.79	2.43	3.16	1.24	1.37
信用取引	3.01	3.30	3.13	1.32	2.47
金融費用	1.95	2.87	3.75	1.26	1.31
信用取引	1.36	1.31	1.39	0.45	0.53
純営業収益	2.12	1.88	1.70	1.07	1.88
販売・一般管理費	1.37	1.49	1.51	1.07	1.27
うち人件費	1.40	1.46	1.40	0.98	1.16

(出所) 東証「総合取引参加者決算概況」および投信協会「統計資料」より作成
(注) 2003年3月期を基準値として算出。

数料」に含まれるが、外見上、それほど安定的には見えない。「その他手数料」には委託・引受・募集のいずれにも入らない多様な手数料収入が含まれているが、大きな項目としては、M&Aなどコーポレート・アドバイザリー関連手数料と投信代行手数料である。前者は外資系証券および大手証券による取り扱が多い。

投信代行手数料は証券会社の投信預かり残高に比例するが、料率は「株式投資」に分類される投信残高がもつとも高い。そこで、表2には投資信託協会「統計資料」の販売体別残高より、〇三年三月末一〇・五兆円を基準値として、〇六年、〇七年、〇八年の三月末、一二年、一三年の九月末の数値を算出してある。これによると株式投信預り残高は安定的に推移し、増加傾向にあることから、投信代行手数料は安定収益源に育ってきていると考えてよいだろう。⁽³⁾

次にトレーディング益を見ると、基準年の〇三年当時に既に債券売買益のウェイトは約六割近くで最大のシェアとなっている。⁽⁴⁾そして債券売買益は株式よりもボラティリティが低く増加傾向にある。この債券売買益は外債販売に伴うスプレッドによるものが多いと言われている。

目を転じて、販売管理費を見ると、純営業収益の数値よりも常に低く、この間、コスト削減に取り組んできたことが伺える。このうち最大費目の人件費を見るとリーマン・ショック以降、販売管理費一般の推移をさらに下回る数値を示している。証券人口は〇二年末当時、八・九万人（うち外務員七・二万人）だったが、これを基準年とすると〇五年末〇・九九、〇六年末一・〇四、〇七年末一・一一（九・九万人）、一二年六月末〇・九七、一三年六月末〇・九四（八・四万人）となっている。これに対し人件費はより大きく変動しているが、これは実績給の割合が大きくなっていることを反映している。

また、前掲表1を見ても、この間、総合取引参加者の数は一一〇社から九七社へと一割減少している。自主廃

業や吸収合併が進んでいるのである。コスト対策としては、ミドル・バックオフィスを分離し、これを同業者に外部委託する動きもみられる。さらに進んで、金融商品仲介業や投資顧問業に業態転換してフロント営業は維持しつつ、注文執行や受け渡し・口座管理等は他社に取り次ぐといった動きもみられる。究極のコスト対策と言つてよいだろう。

全体を俯瞰できる統計数字から言えることは、この程度であるが、これよりさらに進んで明らかにするためには個社の財務データそのほかから推測するより他にない。これは他日に委ねたい。

注

(1) 東証一部上場株式の一日平均売買代金は、二〇一三年四月～九月では二兆八二二億円に対し、一〇月～一四年二月(五ヶ月間)では一割減の二兆五三八〇億円であった。

(2) 近年、急増するETFも考えられる。もともと、この委託手数料は、別途、「受益証券委託手数料」に計上されている。

(3) ちなみに東証の決算概況によると、〇三年四月～〇六年三月までの「その他手数料」累計額は二兆五一六億円であり、このうち外国証券(東京支店)は一兆四〇四七億円すなわち五六%を占めている。外国証券東京支店は自己資本比率規制そのほかの証券会社監督の面で国内証券会社化が望ましいことから、二〇〇六年末以降、相次いで日本法に基づく子会社へと改組された。このため統計的には国内証券会社扱いとなり、外資系証券会社の決算数値の特殊性はむしろ見えなくなっている。そのため確定的なことは言えないのだが、「その他手数料」の大きな変動は外資系証券会社のビジネスの変化に左右されているのではないかと考えられる。

(4) ○三年度の東証総合取引参加者のトレーディング益は五五九億円である。このうち債券は三二七億円で五八・

六%を占める。

(にかみ きよし・客員研究員)

海外におけるクラウドファンディングの現状

松尾 順介

はじめに

二〇一三年六月に閣議決定された、政府の「日本再興戦略―JAPAN is BACK―」において、新規・成長企業への資金調達手法として、クラウドファンディングに関する検討が提案されたことから、金融審議会でもクラウドファンディングに関する検討が行われ、さらに第二種金融商品取引業協会でも検討が行われた。⁽¹⁾

このように政策課題として、クラウドファンディングが取り上げられたことの背景には、二〇一二年四月に米国でJumpstart Our Business Startups Act (通称JOBS法) が成立し、従来の証券法等の改正として、クラウドファンディングの除外規定が定められたことにより、不特定多数の投資家からインターネットを通して資金調達することが可能となったことが挙げられる。同法の主たる目的として、小規模成長企業が資金調達する可能性を高めるための改革が掲げられており、その背景としては米国IPO市場の低迷に対する懸念がある。そこで、近年市場規模を拡大させているクラウドファンディングがリスクマネーの調達手段として注目され、JOBS法でも取り上げられることになったものと思われる。⁽²⁾

したがって、本稿では、massolutionによる調査報告書をもとに、海外のクラウドファンディング市場の現状を概観し、今後の日本での課題を考察する。

1 massolutionによる調査と分類

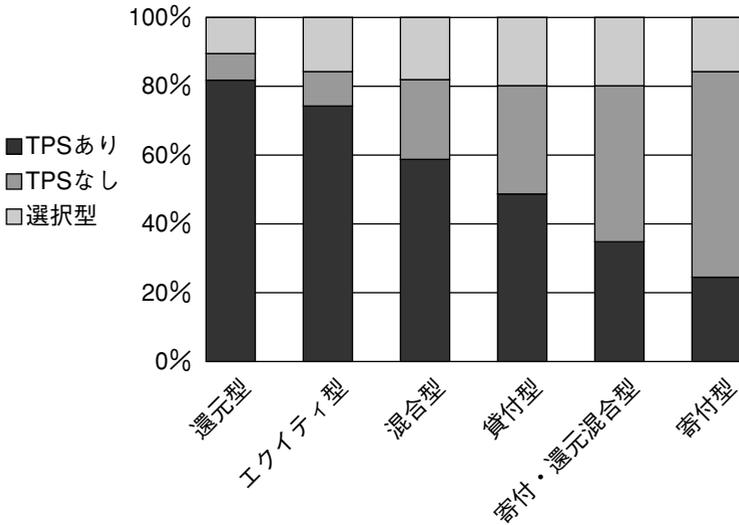
世界のクラウドファンディング市場の現状について、詳しい調査結果を公表しているのは、massolutionという組織であり、その調査レポートが“2013CF The Crowdfunding Industry Report”である。なお、同社は、政府、機関および企業のクラウドソリユーションの利用について先駆的な調査・助言会社であるという。⁽³⁾

同レポートは、いくつかのデータソースと外部調査から情報を得ている。同レポートによると、八二三と推計されるプラットフォーム（活動中と準備中を含む）のうち三六二のクラウドファンディング・プラットフォームがCrowdsourcing.orgウェブサイトを通じてこの調査に参加しており、回答率は四五%である。⁽⁴⁾以下、同レポートの主たるポイントを紹介する。

まず、クラウドファンディングの分類として、以下の四モデル、①寄付型（donation-based）、②還元型（reward-based）、⁽⁵⁾③貸付型（lending-based）、⁽⁶⁾④エクイティ型（equity-based）、および新規モデルとして、ロイヤリティ型（royalty-based）⁽⁷⁾が挙げられており、これらは取引ベースの分類である。他方、Threshold-Pledge System（TPS）をベースにした三分類も示されている。このThreshold-Pledge Systemについては、的確な訳語が見当たらないが、いわゆるall or nothing型に相当するものと思われる。通常、クラウドファンディングには、all or nothing型とkeep it all型があると言われ、前者は当該事業者（キャンペーンオーナー）の設定した資金調達目標額を下回る資金しか集まらなかった場合、資金調達者に資金が渡されず、キャンセルされるタイプであり、後者は資金調達目標額を下回った場合でも、資金が渡されるタイプとされる。⁽⁸⁾したがって、ここでは、当初公表された資金調達目標額がキャンペーンオーナーにとって達成を義務付けられているかどうかという点が分類上のポイントとなる。つまり、キャンペーンオーナーが資金目標額を達成しなければならぬ場合、そのクラウドファ

ンデング・プラットフォームはTPSを有しているとされる。TPSは、しばしばクラウドファンディングにとつて必須のものと考えられているが、それは必ずしも正確ではなく、全世界の五四%のプラットフォームしかこのシステムを採用しておらず、二八%は到達目標に達するかどうかとは関係なく、キャンペーンオーナーに資金を提供している。また、プラットフォームによっては、両方のキャンペーンオーナーをターゲットにしている場合やその判断をキャンペーンオーナーに委ねている場合があり、その比率は一八%である。⁽⁹⁾さらに、タイプ別のTPSの採用状況については、図表1の通りである。ここからは、還元型やエクイテイ型の採用率が高く、逆に寄付型では低いことがわかる。これは還元型やエクイテイ型においては、目標とする資金調達が達成できない場合、イベント自体が成り立たなくなる可能性が高いのに対し、寄付型ではそのような可能性が低いことが理由として考えられる。

図表1 TPSの有無による分類



(出所) massolution [2013] p.36

2 世界のクラウドファンディング市場の成長と内訳

世界のクラウドファンディング市場の成長について、同レポートでは、二〇一二年の資金調達額は、前年比八一%増で約二七億ドルと報告している。内訳は、北米一六億六〇〇万ドル、欧州九億四五〇〇万ドル、オセアニア七六〇〇万ドル、アジア三三〇〇万ドル、南米八〇万ドル、アフリカ六・五万ドルとなっており、北米と欧州の規模が圧倒的である⁽¹⁰⁾。なお、このような二〇一二年のクラウドファンディングの市場規模の拡大は、主に貸付型と寄付型の成長に牽引されたものである。図表2に示された通り、二〇一二年貸付型は対前年比一一%で約一二億ドルに急伸し、寄付型も四五%増で九億七九〇〇万ドルに増加している。なお、貸付型の主たる増加要因として、同レポートはマイクロ・ローンや地域中小企業向けローンを挙げている。また、寄付型や還元型のような金銭的なりたんのないクラウドファンディングについては、両者合わせて前年比八五%増の約一四億ドルである。このうち顕著な増加を示しているのは還元型である。つまり、資金提供者に対して何かが還元されるようなキャンペーンが増加したことを意味している。なお、ここには寄付と還元を結合させたタイプと純粹に対価の支給を求めるもの⁽¹¹⁾とが含まれる。また、エクイティ型は法規制があり、世界的に成長が頭打ちとなっている。

さらに、同レポートは、二〇一三年の市場規模を五一億ドル、うち北米三六億

図表2 種類別のクラウドファンディングの拡大

(単位：100万ドル)

	2010年	2011年	2012年	2013年 (推計)
寄付型	460.4	675.7	979.3	1,430.3
エクイティ型	49.9	88.9	115.7	165.9
貸付型	316.5	554.9	1,169.7	2,123.4
還元型	15.7	61.5	383.3	1,344.2
混合型	—	—	12.4	74.1
合計	842.5	1,381	2,660.4	5,137.9

(出所) massolution [2013] p.25およびp.29。ただし、元の2つのグラフを表に書き換え、合計額を算出した。

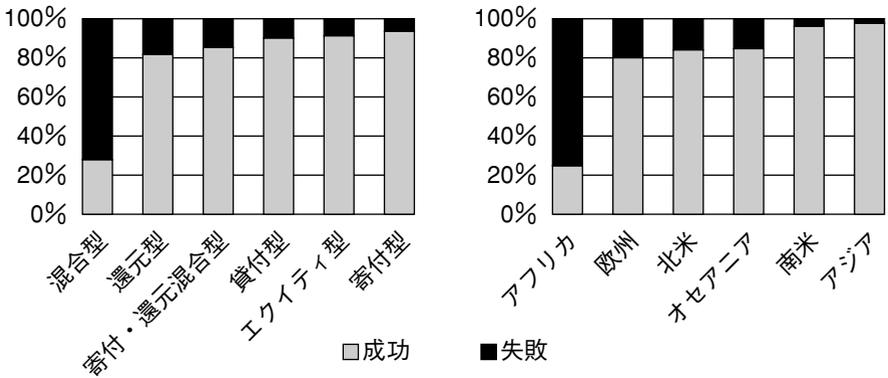
九八二〇万ドル、欧州一三億三〇〇万ドル、その他地域一億九七〇万ドルと推計している⁽¹²⁾。時に、北米のクラウドファンディングの急成長の要因として、貸付型の成長を指摘している⁽¹³⁾。逆に、エクイティ型は欧州で成長しているが、北米の貸付型に比べると市場規模は小さなものである。さらに、北米と欧州以外の地域では、今のところクラウドファンディングはまだ新規の概念であるが、今後三年以内に急成長するものと推測している⁽¹⁴⁾。

また、二〇一二年には、全世界で一〇万件的キャンペーンが実施され、その内訳は、北米六一・五万件、欧州四七・〇万件、その他地域〇・八万件であった。また、タイプ別では、寄付型六八万件、貸付型二五万件であり、その割合は寄付型六二%、貸付型二二%、寄付・還元混合型一五%、その他一%であった⁽¹⁵⁾。タイプ別のキャンペーン規模の中央値は、寄付型二四〇〇ドル、寄付・還元混合型二三〇〇ドル、還元型二三〇〇ドル、貸付型四七〇〇ドル、エクイティ型一九万ドルであった⁽¹⁶⁾。

3 キャンペーンの成功率と活発さ

キャンペーンの成功率については、図表3の通りである。前述の通り、寄付型の場合、TPSを採用していないものが多いため、資金が支払わ

図表3 キャンペーンの成功率

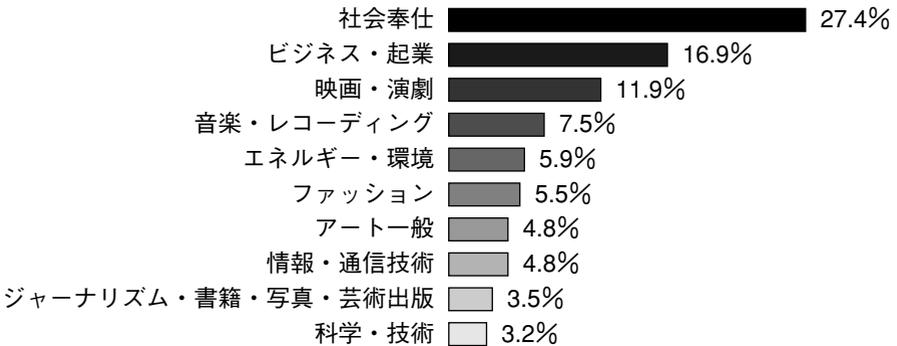


(出所) massolution [2013] p.39

れる可能性が高くなり、成功率も九四％に達している。

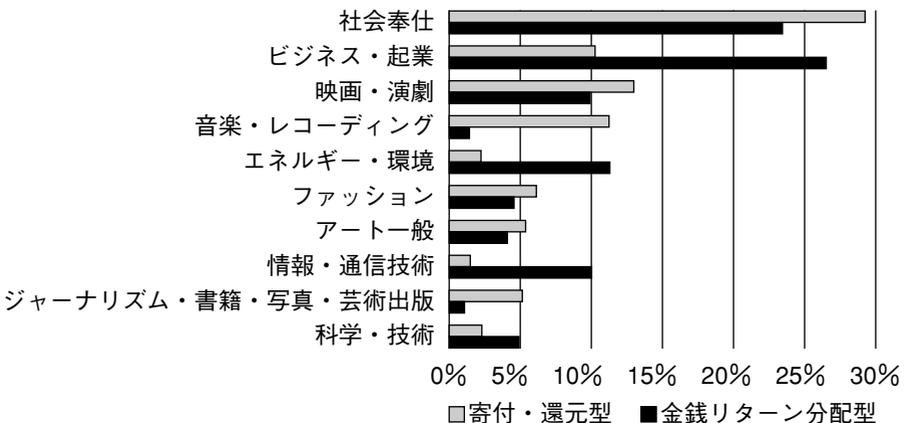
また、同レポートでは、プラットフォームの活発さ(activity)について、キャンペーンの成功件数と個々のカテゴリの資金調達額という二つのパラメータを使って測定し、一〇のカテゴリについて、図表4にその結果を示している。ただし、このデータで示されている百分率の計算根拠は示されていない。また、寄付・還元型と金銭リターン分配型という二つのタイプ別に、各カテゴリの活発さを示したものが図表5である。

図表4 プラットフォームの活発さ（各カテゴリー別）



(出所) massolution [2013] p.41

図表5 プラットフォームの活発さ（2タイプ別）



(出所) massolution [2013] p.43

る。ここでも図表4と同様に、社会奉仕が最も高い数値を示している。また、社会奉仕やアート系の分野では、寄付・還元型の活発さが比較的高いのに対し、ビジネス・起業、エネルギー・環境、情報・通信技術の分野では、逆に金銭リターン分配型の数値が高くなっている。このことは、前者のカテゴリーの資金提供者が金銭的なリターンよりも、社会貢献やあるいは趣味・趣向を動機として資金提供している割合が高く、逆に後者のカテゴリーの資金提供者は金銭的リターンを重視して資金提供していることを裏付けるものと考えられ、興味深い結果を示している。

さらに、これらのカテゴリー別の活発さについて、寄付型、還元型、貸付型、エクイティ型、ロイアリティ型という五タイプ別に示したのが、図表6である。

4 クラウドファンディングの法規制

同レポートでは、クラウドファンディングの法的枠組みについて、一五か国の現状をサーベイし、その結果が図表7として示されている。これを見ると、寄付型および還元型は、法的規制に抵触することはまれであるが、投資型、特にエクイティ型は、法的な課題に直面する機会が多い。というのは、ローンやエクイティのような投資ビークルへの勧誘は、たとえ少額であっても高度に規制されているからである。その結果、エクイティ型のクラウドファンディング

図表6 プラットフォームの活発さ（5タイプ別）

	寄付型	報酬型	貸付型	エクイティ型	ロイアリティ型
社会奉仕	32.6	17.7	12.5	23.3	15.6
映画・演劇	14.1	17.7	—	14.6	12.5
ビジネス・起業	12.8	16.3	54.2	29.1	32.3
音楽・レコーディング	9.3	11.1	4.2	—	—
アート一般	7.9	8.2	4.2	—	—
エネルギー・環境	—	—	25.0	5.1	12.5
情報・通信技術	—	—	—	14.9	—
ファッション	—	—	—	—	10.4

(注) 元の5つのグラフをひとまとめにした。

(出所) massolution [2013] p.45-49

は容易でなく、主要市場でもそのアベイラビリティは限定されている。ただし、当該プラットフォームが、適格投資家のためのブローカー・ディーラーのような、既存の販売体制下で運営されているような場合は例外である。さらに、規制上の障害のためにユーザーは直接投資先のエクイティを購入できないこともある。その場合、迂回手段として、クラウドファンディングのプラットフォームは、間接的な投資ルートとして、ファンドのような特別目的のビークルを組成することもある。あるいは、ノミニー株主という法的形式を採用する場合や、株式の代わりに、一種の疑似エクイティが提供される場合もある。¹⁷⁾

なお、これらの国々では、クラウドファンディングに関する規制・制度面の発展が見られるものの、法律、規制のギャップ、政策面の消極性などといった点で、いまだに不適切な面が残っている。しかし、政府も業界も協力して、適切なクラウドファンディング規制を見出す必要がある。なお、図表8は、各国の専門家に対して、自

図表7 クラウドファンディングに関する各国の法規制

国名	エクイティ型	報酬型	貸付型	ロイヤリティ型	寄付型
USA		○	○		○
カナダ		○	○	○	○
メキシコ		○	○		○
UK	○	○	○	○	○
オランダ	○	○	○	○	○
スペイン		○	○		○
フランス	○	○	○	○	○
オーストリア	○	○		○	○
ドイツ	○	○	○	○	○
オーストラリア	○	○	○		○
中国		○			○
香港	○	○	○	○	○
イスラエル		○			○
ロシア	○	○	○	○	○
トルコ		○			○

(注) 元の図表では、○印の箇所は、記号「✓」となっており、その記号の意味は示されていないが、法規制が障害となっていないことを示しており、空欄は何らかの法規制があり、それが障害となっていることを示していると思われる。

(出所) massolution [2013] p.59

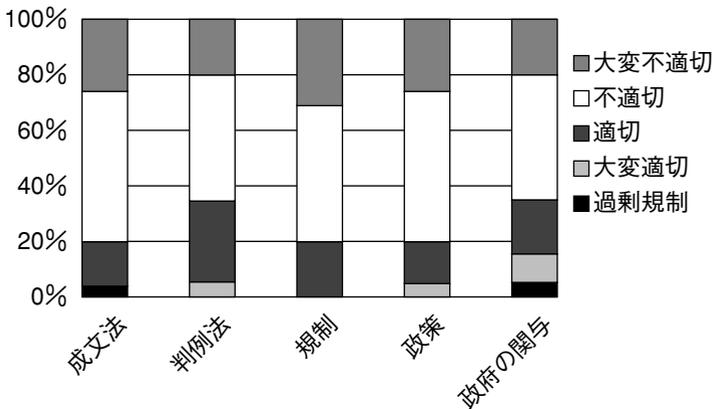
国の法的規制および政府の関与が適切かどうかを調査した結果をまとめたものである。これによると、現行法や規制に関する評価は必ずしも高くないことがわかる。

5 直接型クラウドファンディング

同レポートでは、クラウドファンディングの新しいあり方として、直接型クラウドファンディングを指摘している⁽¹⁸⁾。つまり、現状のクラウドファンディングでは、キャンペーンのオーナーには、キャンペーンが成功した場合、一定のコミッションが課せられることになるが、キャンペーンのオーナーにとって、この費用が必ずしも価値があるものと思われない場合もある。その結果、キャンペーンのオーナーは自分自身の独立のプラットフォームでキャンペーンを実施するという判断を下す場合がある。これが直接型クラウドファンディングであるという。

同レポートでは、直接型クラウドファンディングの事例として、Lockitronの事例を紹介している⁽¹⁹⁾。この事例では、同社は直接の事前オーダー制、すなわち事後に一九九ドルを支払う代わりに顧客は一四九ドルを事前に支払うという制度を提示し、大きな成功をおさめ

図表8 法的規制および政府の関与の適切さについての総合評価



(出所) massolution [2013] p.64

た。その際、資金調達者は、三〇日間で総額二二七万八八九一ドル、一万四七〇四件の事前オーダーを受け取った。このように同社は、直接型の報酬型クラウドファンディングを利用した、最初の成功事例を示すことでブレイクスルーを達成した。この事例をクラウドファンディングの進化形と理解すべきか、それともクラウドファンディングの次の段階はデイスインターミディエーションの形態をとると理解すべきなのか明らかではないと、同レポートは論評している。⁽²⁰⁾さらに、同レポートは、このような直接型クラウドファンディングについて、仲介者をバイパスすると、資金提供者にとって詐欺のリスクが高まる。つまりクラウドファンディングのプラットフォームは、各プロジェクトを事前に審査し、資金提供者が詐欺にあわないように尽力していることを指摘しつつも、その反面、大半のキャンペーンの支持者は、通常友人や家族から構成されており、キャンペーンオーナーはその人たちと強い絆を持っているため、信用保証はそれほど重要ではないという点も指摘し、そのような中で、クラウドファンディングのプラットフォームが、実際にどの程度重要なのかという疑問を提示している。その上で、同レポートでは、クラウドファンディングの基本は、キャンペーンオーナーとクラウドとの間の対話と思想の共有であり、Locationの事例は、仲介者なしにそのような相互関係が形成できることを示している⁽²¹⁾。このような事例が、今後どの程度普及するのかは、明らかではないが、クラウドファンディングの今後の展開を考える上で、興味深い事例であることは間違いないだろう。

6 最近の変化

同レポートは、最近の変化として、以下の点を指摘している。

- ① 世界的な展開…世界全体でのクラウドファンディングのプラットフォームの新規設立状況を見ると、事業開

始ベースでは、北米と欧州がともに全世界の四二・三%を占め、圧倒的な割合を占めており、アジア六・七%、南米四・三%、オセアニア二・四%、アフリカー・九%を大きく引き離しているが、事業開始前のプラットフォームを見ると、北米五一・九%で、他を圧倒している状態は変わらないが、欧州二六・〇%、アジア一〇・四%、南米七・八%、アフリカー二・六%、オセアニア一・三%となっている。なお、北米で事業開始前のプラットフォームが多いのは、金銭リターン分配型のクラウドファンディングに関する規制枠組みが定められておらず、準備段階であることを示すものと指摘している。逆に、アジア、南米、アフリカでは、規制の不確実さによって新規の事業開始が妨げられていると指摘している。⁽²²⁾

② ニッチ・プラットフォーム・同レポートでは、二五〇を上回る事業開始前のプラットフォームに関して、そこから代表的な八五を選び出し、分析したところ、そのうち四〇のプラットフォームはニッチ、つまり特定の専門分野に焦点を当てたプラットフォームとして事業開始予定であった。⁽²³⁾ ニッチ別の内訳は、社会・個人福祉三八%、ビジネス・起業二五%、科学・技術一五%、アート一般一二%、映画・演劇五%、住宅・不動産・地域開発五%である。なお、ビジネス・起業が二五%と相対的に高い割合を占めていることは、米国のJOBS法制定以降、起業のための資金調達手段として、クラウドファンディングが注目されていることが背景となっていると指摘している。⁽²⁴⁾

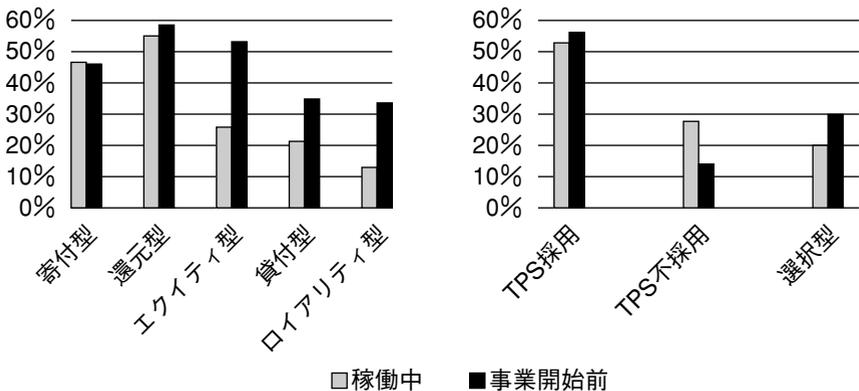
③ クラウドファンディング・モデルとTPS・同レポートが調査対象としたプラットフォームでは、現在稼働中のプラットフォームのうち五五%近くは、寄付型、還元型など五タイプのクラウドファンディングのどれか一つに分類されるが、逆に事業開始前のプラットフォームでは、三七・五%だけしかこれらのタイプに当てはまらず、より多種多様なもの、あるいはハイブリッドなものとなっている。⁽²⁵⁾ さらに、事業開始前のプラットフォーム

ホームでは、エクイティ型、貸付型、ロイヤリティ型といった金銭的リターンをとまなうクラウドファンディングのタイプの割合が現状よりも増加していることも指摘している(図表9左参照)。このことは、起業ファイナンスの分野において、伝統的な資金調達手段のオルタナティブという観点から、クラウドファンディングへの関心が高まっていることを物語っていると論評している。⁽²⁶⁾

④ プラットフォームへの資金提供…クラウドファンディングに対する関心が高まり、メディアで成功事例が報道されるにつれて、クラウドファンディングのプラットフォーム自体も専門的な投資家層から注目されるようになってきている。同レポートでは、より容易な資金調達手段を得るために、金銭的リターンをとまなうクラウドファンディングを提供するプラットフォームの出現を予想する向きもあると指摘している。⁽²⁸⁾

⑤ 資金流入…最近、クラウドソーシング(crowdsourcing)が注目されるようになっており、二〇一二年、この分野へのベンチャーキャピタルやビジネスエンジェルの投資は、一三・六億ドルを上回ったことが指摘されている。クラウドソーシングと

図表9 クラウドファンディングのタイプ：稼働中と事業開始前の比較



(注) 左の図表は、現在稼働中および事業開始前の寄付型、還元型、エクイティ型、貸付型およびロイヤリティ型のプラットフォームから得られた数値である。右の図表は、現在稼働中および事業開始前のプラットフォームから得られたPTSに関する数値である⁽²⁷⁾。

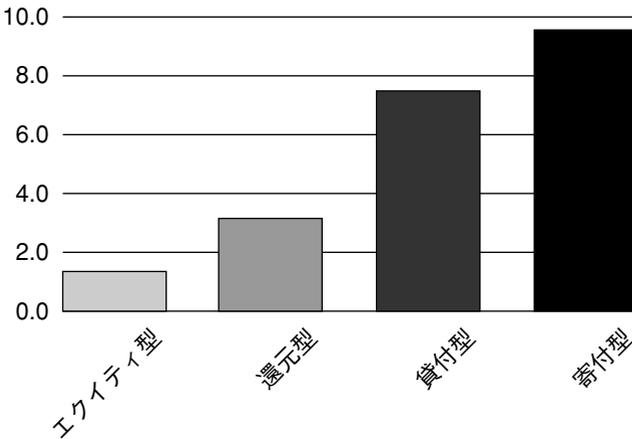
(出所) massolution [2013] p.75

は、「人材資源のクラウド化」であり、「インターネットを介して世界中の人材資源にアクセスして仕事の受発注が行われている」と説明されている。⁽²⁹⁾ただし、クラウドソーシングの範囲は、必ずしも人材だけにとどまらず、知的財産などの経営資源全般を含み、本レポートでは、クラウドファンディングもそのうちの一分野とみなされているが、ベンチャーキャピタルやビジネスエンジェルによる投資は、全体の10%に過ぎなかったと報告している。⁽³⁰⁾しかし、ベンチャーキャピタルの中には、クラウドファンディングに対して関心を持っているものもあり、その対象は主に貸付型および寄付型に特化したプラットフォームである。これらのプラットフォームはかなり普及拡大しており、その内容や成長性についても周知されている。逆に、エクイティ型は、規制の不確実性のために、資金流入は小さなものに過ぎない。プラットフォームのタイプ別に資金流入の比率を示すと、貸付型51%、寄付型29%、還元型13%、エクイティ型7%となっている。⁽³¹⁾また、タイプ別の平均投資資金額は、図表10に示された通りである。

7 クラウドファンディング市場の今後の発展

同レポートでは、クラウドファンディング市場の今後の発展について、以下の方向性を示されている。⁽³²⁾

図表10 タイプ別の平均投資額 (単位：100万ドル)



(出所) massolution [2013] p.81

① ニッチ・プラットフォーム…各プラットフォームは、特定のタイプのキャンペーンオーナーに特化する傾向を示しており、ビデオゲーム、レコード芸術、演劇、不動産、食品・飲料、情報技術、ファッション、ジャーナリズムなどが挙げられる。この傾向は、今後も根強く続いていくと指摘している。

② 地域投資／コミュニティ・プラットフォーム…地域投資 (locavesting) という用語が登場し、⁽³³⁾クラウドファンディングとともに語られるようになっており、クラウドファンディングが、地域の投資を拡大させることが指摘されている。さらに、地域での資金調達は、事業者と投資家の信頼関係を強化し、両者はそれぞれに得るところが大きいと指摘している。

③ ハイブリッド・プラットフォーム…将来的にはクラウドファンディングのプラットフォームは寄付型、報酬等に分類されることはなくなり、プラットフォームは様々なクラウドファンディング・モデルを統合し、キャンペーンのオーナーのニーズに即して、モデルを設計するようになる。

④ 企業クラウドファンディングの採用に関心を持つようになってきている。例えば、将来の製品・サービスの需要調査としてクラウドファンディングを採用すれば、市場分析などにかかるコストを低減させることを指摘している。

⑤ クラウドファンディングの経済成長…歴史的には、クラウドファンディングは慈善事業と結びついて展開しており、マイクロファイナンスと結びついている。今後の段階は、マクロレベルでの経済発展へのステップアップである。その際、クラウドファンディングが主要な開発銀行・機関の活動に組み込まれるかどうか、そこでシナジー効果が発揮されるかどうか、さらにクラウドファンディングという手法が、経済発展に寄与するか

どうか、といった点が問われるようになる。

⑥ ライブ・クラウドファンディング・最後に、ライブ・クラウドファンディング (Live Crowdfunding) が特定の投資家のニーズに合致していることが指摘されている。ここでのライブ・クラウドファンディングについては、明らかではないが、一種のイベントと結びついたものであり、イベントとクラウドファンディングとの相互関係が、特定の起業家ニーズを充足するために進化すると指摘している。

まとめ

以上、本稿では、massolutionによる調査報告書をもとに、世界のクラウドファンディング市場の成長過程と現状を概観した。それを踏まえて、今後の日本でのクラウドファンディングの拡大に関して、いくつかの示唆的な点を挙げておきたい。

まず、最近の海外でのクラウドファンディングの成長は、貸付型と還元型の増加が大きく、逆にエクイティ型の増加は、必ずしも大きいとは言えないことが示され、エクイティ型の増加のためには、制度面の工夫や改革が必要であることが指摘されている。この点は、日本の現状にも当てはまるものと思われる。

次に、クラウドファンディングの活発さなどの特性に関しては、社会奉仕やアート系の分野では、寄付・還元型のプラットフォームが活発であるのに対し、ビジネス・起業、エネルギー・環境、情報・通信技術の分野では、逆に金銭リターン分配型が活発となっており、前者のカテゴリーの資金提供者が金銭的なりターンよりも、社会貢献やあるいは趣味・趣向を動機として資金提供している割合が高く、逆に後者のカテゴリーの資金提供者は金銭的リターンを重視して資金提供していることを裏付けるものと考えられる。したがって、日本でのクラウドフ

ファンディングの今後の展開もこのような特性上の差異に即したものとなると考えられる。

第三に、法規制や政策に関して、各国の専門家の評価は、必ずしも高いものではなく、むしろ低い評価しか与えられていないという結果が示されており、今後適切な規制のあり方を考える上で示唆的なものとなっている。クラウドファンディングの領域は、金融の領域であるとともに、その出現や参加者属性から見ると、ソーシャルネットワークの領域に属している面が大きい。つまり、クラウドファンディングの領域では、通常の金融・証券市場とは、異なるカルチャーや心性を持った参加者たちが主要な担い手となっている。そのような特性を踏まえた法規制や政策が検討されるべきであろう。

なお、日本の現政権や政策当局は、新興・成長企業の資金調達手段として、クラウドファンディングの活用を検討しているが、これについては、海外の実情も踏まえた、より詳細な検討が必要である。

注

- (1) これについては、拙稿「二〇一四」参照。
- (2) JOBS法成立およびその内容については、千田「二〇一二」、岩井「二〇一二」、金融商品取引法研究会「二〇一三」、野村「二〇一三」などに詳しい。
- (3) massolutionのHP、<http://www.massolution.com/about/>による。
- (4) massolution[2013] p.12
- (5) 寄付とは異なり、資金提供者に対して、当該事業やイベント等の成果が還元されるタイプを指しており、しばしば日本

本で「購買型」と称されるタイプとほぼ同じと考えられる。

- (6) 以下、Debtとされている場合もあるが、本稿では「貸付型」と表記した。
- (7) ロイヤリティ型とは、massolution [2013] p.49にちなみ、「キャンペーンオーナーが報酬を生み出す企業の利害 (stake) を提供するのではなく、報酬 (revenue) の分配を提示する」モデルを指し、最も新しいタイプであるという。
- (8) 両タイプについては、神山哲也 [二〇一三] 一七九頁、参照。
- (9) massolution [2013] p.20
- (10) massolution [2013] p.23-24
- (11) massolution [2013] p.25
- (12) massolution [2013] p.27
- (13) massolution [2013] p.28
- (14) massolution [2013] p.28
- (15) massolution [2013] p.32-33
- (16) massolution [2013] p.34
- (17) massolution [2013] p.58-59
- (18) massolution [2013] p.66
- (19) massolution [2013] p.66-67
- (20) massolution [2013] p.66-67
- (21) massolution [2013] p.68
- (22) massolution [2013] p.73

- (23) massolution [2013] p.74
- (24) massolution [2013] p.74
- (25) massolution [2013] p.75
- (26) massolution [2013] p.76
- (27) 左の図表は、二タイプ以上にまたがっているプラットフォームがかなり含まれているので、全体の合計は一〇〇%を超えらるものと思われる。他方、右の図表は、この三分類のうちどれか一つに区分されるので、合計は一〇〇%になっ
てゐると思われる。
- (28) massolution [2013] p.77
- (29) 比嘉・井川 [二〇一三] 71-74/2649 (電子版)
- (30) massolution [2013] p.80
- (31) massolution [2013] p.80
- (32) massolution [2013] p.83-86
- (33) 下記のlocavestingという用語は、経営・金融ジャーナリストのAmy Corteseが二〇一一年に出版した著書、Cortese [2011]の中で「地域的な投資の革命」がいかにして出現するかという文脈の中で使ったとされる。

参考文献

・神山哲也 [二〇一三]「米国におけるクラウド・ファンディングの現状と課題」『野村資本市場クォータリー』第二六巻第四号、二〇一三年春、一七四～一八〇頁

- ・ 神山哲也 「二〇一三」 「欧米におけるクラウドファンディング市場の現在」 『金融財政事情』 三〇三三三号、二〇一三年七月五日、二〇～二三頁
- ・ 金融審議会 「二〇一三」 「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ報告」 二〇一三年二月二十六日、一～三三頁
- ・ 比嘉邦彦・井川甲作 「二〇一三」 『クラウドソーシングの衝撃』 二〇一三年、インプレスR&D（電子版）
- ・ 松尾順介 「二〇一四」 「投資型クラウドファンディングとリスクマネー供給」 『証研レポート』 一六八二号、二〇一四年二月、一～一九頁
- ・ Cortese, A. [2011] *Locavesting*, John Wiley & Sons, Inc., (digital version)
- ・ massolution [2013] "2013CF The Crowdfunding Industry Report", <http://research.crowdsourcing.org/2013cf-crowdfunding-industry-report>, pp1-92

（まつお じゅんすけ・客員研究員）

ティックスサイズと市場構造

清水 葉子

はじめに

前稿でも紹介したように、近年のアメリカでは、証券市場が不活性化しているという危機意識が高まっている。⁽¹⁾このような意識は、二〇一三年一〇月にSEC議長ホワイトが行ったスピーチにもあらわれている。⁽²⁾ ホワイトは、スピーチの中で、証券市場が投資家と企業を引き付けるために重要な要素となるのは市場構造であると述べている。今日のアメリカの証券市場は、上場企業の減少や個人投資家の参加率の低下などの困難に見舞われており、その背景としてハイテク、ハイスピードの取引や、大きく分散した市場構造が指摘できるとしている。高頻度取引（ハイ・フリクエンシー・トレーディング）が取引高の大半を占めていること、ダークプールでの取引が拡大し、ファンダメンタル投資家の取引の約半分がダークプールで行われていることなど、近年のアメリカ証券市場の変化を指摘している。

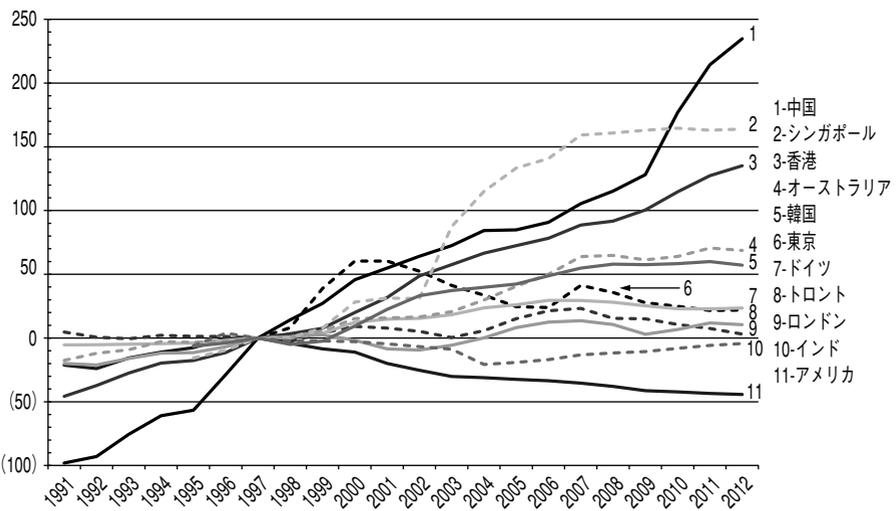
アメリカの証券市場は、複数市場が併存して市場間競争を活発に行い、市場運営ビジネスへの新規参入を広く認め（PTSなどの取引所外市場の自由化）、市場の技術革新を促進してきた。こうした革新的な市場構造は、競争を通じた売買スプレッドの低下などを通じて証券市場の取引コストを引き下げ、投資家利益に資するものだと考えられてきたが、ここに至りて市場構造に対する考え方に揺り戻しが起きているのだろうか。

1 上場企業の減少

実際に数字を見てみよう。先のスピーチでも触れているように、アメリカの上場企業数は一九九七年には八〇〇社を超えていたが、二〇一二年には四九〇〇社に減少している。この間に、中国、シンガポール、香港などの新興市場で上場企業数が大きく拡大していることはいままでもないが、デフレに見舞われて経済成長の果実が得られなかった日本と比べても大きく見劣りする状況であることがわかる。証券市場が世界で最も活発な国の一つであると考えられてきたアメリカで上場企業数が大きく減少しているのは大きな懸念であると考えられる。

アメリカの上場企業減少の背景の一つは新規公開企業数の減少にあり、二〇〇七年に二一四社あった新規公開が、二〇一二年には一二八社と半分近くに減少している。とりわけ二〇〇〇年前後以降に小型株の新規公開が大きく減少していることは特徴的である。

図表 1 各国の上場企業数の推移 (1997年をゼロとする)



(出所) Weild, D., E. Kim and L. Newport (2013) "Making Stock Markets Work to Support Economic Growth: Implications for Governments, Regulators, Stock Exchange, Corporate Issuers and their Investors" OECD Corporate Governance Working Papers, No. 10, OECD Publishing.

(原資料) World Federation of Exchanges

(注) 中国は上海証券取引所、深圳証券取引所の合計。インドはナショナル証券取引所、ボンベイ証券取引所の合計。数字は年末でETFを含む。

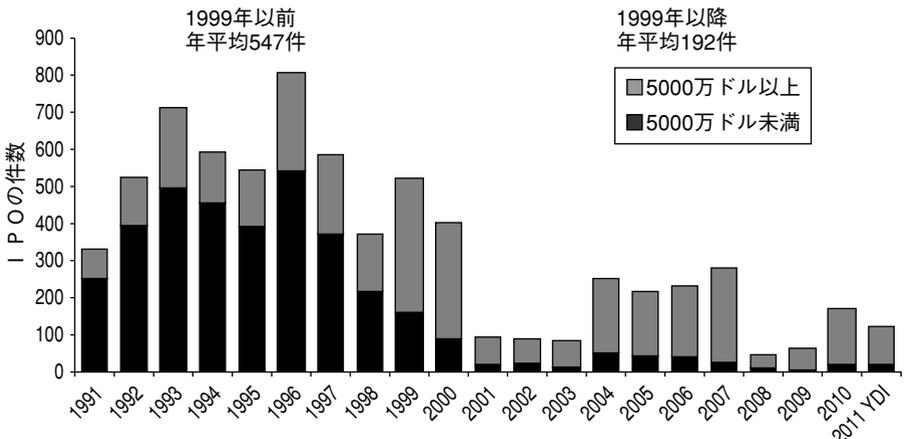
一九九九年以前には、新規公開のかなりの部分はデイルサイズが五〇〇万ドル未満の小規模ベンチャー企業が占めていたのに対し、一九九九年以降は小規模の新規公開が大きく減少し、それにともなって新規公開全体の規模が縮小している。

また、アメリカ全体の株式取引に占める個人投資家の比率も二〇〇七年の六五%から五二%に減少している。こうしたことがあいまって、アメリカ証券市場の停滞として危機意識を持って捉えられているということができる。

二〇〇〇年代以降のアメリカ証券市場の停滞の理由として、サーベンスオックスリー法による公開企業の負担増大や、金融危機の影響などさまざまな要因が指摘されているが、近年はそれに加えて、アメリカの市場構造が要因となつているとする考え方に注目が集まり始めている。

アメリカの証券市場は、積極的に市場間競争を推進してきたことが大きな特徴である。証券取引所間の競争はいうまでもなく、それに加えて取引所外の取引システム（日本のPTSに相当する）が同じ競争条件で証券取引所と流動性を競う市場構造が構築された。市場間競争の中で取引コストが低減し、投資家

図表2 規模別IPO件数



(出所) IPO Task Force (2011) "Rebuilding the IPO On-Ramp Putting Emerging Companies, Investors and the Job Market Back on the Road to Growth", October 20, 2011.

利益に資すると考えられているのである。

アメリカの証券市場は、このように取引コストを一律に引き下げることを是とする考えに基づき、二〇〇一年にデイスマライゼーション（刻み値の一セント化）が行われ、市場間でティックサイズ（株価の刻み値）が一セントに統一されている。ティックサイズは、株式取引を行う時の最小の値刻みの単位であるから、ティックサイズが大きいということは、売買スプレッドも必然的に大きくなることになる。

このことから、ティックサイズは、証券市場での取引コストに大きな影響を持つ。ティックサイズは、とりわけ短期的な値動きから利益を得ようとする市場参加者にとっては、証券を買って売る時の直接的なコストを意味する。デイスマライゼーションでティックサイズが縮小されたことは取引コストの減少を意味しており、短期的な取引を行うトレーダーにとっては大きなベネフィットである。

一方、市場参加者の中でも、長期的なファンダメンタルを重視する投資家にとっては、頻繁な売買を行うことよりも、株式を買ってファンダメンタルの変化にともなう長期の株価の変化から利益を得ようとするので、ティックサイズの縮小がもたらす利益は相対的に小さいと考えられる。

さらに、市場ディーラーとして顧客の売買を仲介するマーケット・メーカーにとっては、ティックサイズは、自らの利益である売買スプレッドの下限を意味する。したがって、ティックサイズの縮小が売買スプレッドの縮小につながると、利益の減少を意味する。

アメリカの証券市場では、ティックサイズの縮小によって流通市場での短期的な投資家の利益が相対的に重視されてきており、長期投資家や発行企業側の利害が相対的に軽視されてきたと意味付けられるのかもしれない。

2 ティックサイズと市場構造

アメリカのように、市場が複数に分散して競争を行い、小さなティックサイズを採用して取引コストを低減した市場は、短期的な利益を重視する高頻度取引業者（ハイ・フリクエンシー・トレーダー）に相対的に有利である。その結果、取引が流動性の高い大型銘柄に集中する傾向が生まれる。その結果、ティックサイズ拡大論者が主張するように、ファンダメンタルを重視する長期投資家や市場ディーラー（マーケット・メーカー）に相対的に不利な市場になり、小型株式の新規上場を支えることができなくなっている可能性はある。とりわけ、流動性の低い小型銘柄の取引インセンティブが失われると、小型の新規上場銘柄の取引が停滞する。

また、新規上場を手がける投資銀行のビジネスも、短期の売買益を重視するトレーダーに偏る結果、小型のIPO銘柄をカバーするアナリストが減少し、リサーチレポートなどの情報生産活動の妨げになっていくとされている。こうしたことが全体としてIPOを不活発にさせ、証券市場全体を停滞させている可能性は否定できないだろう。

実際のところ、アメリカのティックサイズは、諸外国に比べて小さいといえるのだろうか。もともと、ティックサイズの大小は、株価との相対的な大きさと決まるものである。株価水準の高い銘柄では同じティックサイズでも相対的に取引コストは小さいことになる。また、流動性が高い銘柄であれば、同じティックサイズでも十分な流動性供給インセンティブとなる。

このように、ティックサイズの比較が単純には行えないことに留意した上で、各国のティックサイズを株価との相対値（％）で表した図表3を見てみよう。どの国でも大型株ほど相対的なティックサイズが小さくなる傾向にあるが、これは大型株ほど一般的に流動性が高いことを考えれば自然なことだと考えられる。

図表3 株価に対する相対ティックサイズ

アメリカ

時価総額のレンジ (USD)	0.1%未満	0.1%～ 0.5%未満	0.5%～ 1%未満	1%～ 2.5%未満	2.5%～ 5%未満	5%～ 10%未満	10%～ 25%未満	25%以上	総合計
ナノ・キャップ (超極小型株)	262	435	201						898
マイクロ・キャップ (極小型株)	439	478	38						955
スモール・キャップ (小型株)	768	135	2						905
ミッド・キャップ (中型株)	691	23							714
ラージ・キャップ (大型株)	326	4							330
総合計	2,486	1,075	241						3,802

イギリス

時価総額のレンジ (GBP)	0.1%未満	0.1%～ 0.5%未満	0.5%～ 1%未満	1%～ 2.5%未満	2.5%～ 5%未満	5%～ 10%未満	10%～ 25%未満	25%以上	総合計
ナノ・キャップ (超極小型株)	363	89	85	151	16	11	8	9	732
マイクロ・キャップ (極小型株)	82	61	47	42	7	5	2		246
スモール・キャップ (小型株)	118	26	9	7	1				161
ミッド・キャップ (中型株)	109	9	1	6					125
ラージ・キャップ (大型株)	39			1					40
総合計	711	185	142	207	24	16	10	9	1,304

ドイツ

時価総額のレンジ (EUR)	0.1%未満	0.1%～ 0.5%未満	0.5%～ 1%未満	1%～ 2.5%未満	2.5%～ 5%未満	5%～ 10%未満	10%～ 25%未満	25%以上	総合計
ナノ・キャップ (超極小型株)	273	75	15	23	17	9	4	1	417
マイクロ・キャップ (極小型株)	141	1							142
スモール・キャップ (小型株)	60	1							61
ミッド・キャップ (中型株)	52								52
ラージ・キャップ (大型株)	23								23
総合計	549	77	15	23	17	9	4	1	695

フランス

時価総額のレンジ (EUR)	0.1%未満	0.1%～ 0.5%未満	0.5%～ 1%未満	1%～ 2.5%未満	2.5%～ 5%未満	5%～ 10%未満	10%～ 25%未満	25%以上	総合計
ナノ・キャップ (超極小型株)	306	43	7	6	3				365
マイクロ・キャップ (極小型株)	133	3							136
スモール・キャップ (小型株)	58								58
ミッド・キャップ (中型株)	56								56
ラージ・キャップ (大型株)	34								34
総合計	587	46	7	6	3				649

日本

時価総額のレンジ (JPY)	0.1%未満	0.1%～ 0.5%未満	0.5%～ 1%未満	1%～ 2.5%未満	2.5%～ 5%未満	5%～ 10%未満	10%～ 25%未満	25%以上	総合計
ナノ・キャップ (超極小型株)	175	1,035	282	115	10	4	3	1	1,625
マイクロ・キャップ (極小型株)	220	678	112	18	3				1,031
スモール・キャップ (小型株)	131	307	16	2					456
ミッド・キャップ (中型株)	68	160	10						238
ラージ・キャップ (大型株)	14	45	1						60
総 合 計	608	2,225	421	135	13	4	3	1	3,410

カナダ

時価総額のレンジ (CAD)	0.1%未満	0.1%～ 0.5%未満	0.5%～ 1%未満	1%～ 2.5%未満	2.5%～ 5%未満	5%～ 10%未満	10%～ 25%未満	25%以上	総合計
ナノ・キャップ (超極小型株)	5	83	72	535	399	461	397	170	2,122
マイクロ・キャップ (極小型株)	59	134	53	53	3				302
スモール・キャップ (小型株)	69	74	6	1					150
ミッド・キャップ (中型株)	73	13							86
ラージ・キャップ (大型株)	30								30
総 合 計	236	304	131	589	402	461	397	170	2,690

オーストラリア

時価総額のレンジ (AUD)	0.1%未満	0.1%～ 0.5%未満	0.5%～ 1%未満	1%～ 2.5%未満	2.5%～ 5%未満	5%～ 10%未満	10%～ 25%未満	25%以上	総合計
ナノ・キャップ (超極小型株)		11	18	490	344	108	79	53	1,103
マイクロ・キャップ (極小型株)	1	48	43	104	23				219
スモール・キャップ (小型株)	9	54	21	15					99
ミッド・キャップ (中型株)	27	22	4						53
ラージ・キャップ (大型株)	12	6							18
総 合 計	49	141	86	609	367	108	79	53	1,492

香港

時価総額のレンジ (HKD)	0.1%未満	0.1%～ 0.5%未満	0.5%～ 1%未満	1%～ 2.5%未満	2.5%～ 5%未満	5%～ 10%未満	10%～ 25%未満	25%以上	総合計
ナノ・キャップ (超極小型株)		48	121	256	7	5			437
マイクロ・キャップ (極小型株)	2	118	121	122	1				364
スモール・キャップ (小型株)		160	41	13					214
ミッド・キャップ (中型株)	6	125	4	1					136
ラージ・キャップ (大型株)	12	39							51
総 合 計	20	490	287	392	8	5			1,202

(出所) 図表1に同じ。

一方、小型株については、アメリカやヨーロッパの主要国では相対ティックサイズが比較的小さいということができる。その中でも、アメリカ証券市場のティックサイズは、1%以上の相対ティックサイズが存在せず、小さい値に収束してまとまっており、他国のように広がりが無い。これに対して、カナダ、オーストラリア、香港の市場では、最も小型の株式の相対ティックサイズは1%以上が多く、しかも相対ティックサイズが5%を超える大きな値をとるものも少なくない。日本は、両者の中間くらいであると見てよいだろう。

全体として、アメリカでは、流動性が低いと考えられる小型株の相対ティックサイズがかなり小さく、しかも銘柄によって相対ティックサイズの値が分散することがなく、一律に小さい値となっていることが分かる。このことから、流動性の低い小型株の取引インセンティブが弱められているという論者の主張には一定の根拠があると思われることができる。

3 ヨーロッパ市場でのティックサイズ

アメリカでの現状に対して、ヨーロッパの証券市場ではティックサイズはどのように扱われているのだろうか。ヨーロッパ域内の各市場では、ティックサイズの扱いは必ずしも統一されておらず、また、統一するための法律上のフレームワークも存在しない。ただし、市場どうしが過度のティックサイズ縮小競争を行わないよう、二〇〇九年にFESE (Federation of European Securities Exchanges) によって四種類の共通ティックサイズが提示されている。この共通ティックサイズは、株価に応じて定められている。

二〇一一年一〇月に欧州委員会が公表したMIFID改定案によって、ティックサイズはEUの法律によって規制されることとされている。ティックサイズ規制の方針としては、アメリカのような一律のティックサイズではな

く、株価に対する相対的な値としてティックサイズを定めることとなっている。これは前述したように、同じティックサイズでも、株価の低い銘柄にとつては相対的に大きな取引コストとなり、株価の高い銘柄にとつては相対的に小さな取引コストとなるため、ティックサイズを一律に定めるのはすぐわないと考えられているからである。

また、ヨーロッパでは、これに加えて流動性に応じたティックサイズが提唱されている。これも、流動性の高い銘柄であれば、小さいティックサイズでも市場ディーラーにとって十分な取引インセンティブになるからである。

このように、ティックサイズは、低い取引コストを望む投資家の利益と、スプレッドを流動性供給のインセンティブにしている市場ディーラー（マーケット・メーカー）やブローカー・ディーラーの利益とのトレードオフのバランスをとつて決める必要があるという考えに基づいていと考えられる。

おわりに

ティックサイズは、売買スプレッドの下限を決める刻み値であるため、ティックサイズが大きければ、投資家にとつての取引コストが大きいため取引が阻害されるが、逆に市場ディーラー（マーケット・メーカー）の取り分が大きいため流動性供給のインセンティブは増す。とくに、低流動性銘柄の取引においては、市場ディーラーのリスクをカバーし流動性供給機能を維持するために、一定のスプレッドが必要となることは当然である。

しかし、ティックサイズが直接的に売買スプレッドを決めるかどうかは必ずしもはっきりしているわけではない。実際研究の結果もさまざまである。前稿で述べたようなティックサイズに関する取引所のパイロットプログ

ラム（試験プログラム）が実現すれば⁽³⁾、ティックサイズとスプレッドの関係についても少し確実な知見が得られるかもしれないが、現状でははっきりしない点が多い。

とはいえ、アメリカでは、近年のハイ・フリクエンシー・トレーディングの拡大により、高速・高頻度の取引によって小さなスプレッドから利益を得るトレーディングが広がっている。こうした状況は、一般的なテクノロジの発達によるものでもあるが、市場構造の面からは、ディスマイゼーションがもたらした取引コストの低減にも起因している。取引コストの低減がハイ・フリクエンシー・トレーディングを拡大し、ハイ・フリクエンシー・トレーディングの拡大によつてますます売買スプレッドが縮小するという循環が生じ、短期的な投資家がますます取引を行いやすい状況につながっている。

ただ、こうした取引コストの低減が循環的に起きているのは、流動性の高い大型株に顕著であつて、逆に、流動性銘柄の取引は困難になるといふ二極化が見られるのは事実であろう。このため、長期投資を行うタイプの投資家や、市場ディーラー（マーケット・メーカー）などにとっては、近年の市場状況は必ずしも居心地の良いものではないのかもしれない。

注

- (1) 清水（二〇一三）「アメリカのティックサイズ拡大議論」『証研レポート』一六七九号、二〇一三年八月。
- (2) Securities and Exchange Commission (2013) "Focusing on Fundamentals: The Path to Address Equity Market Structure."

Speech by SEC Chair Mary Jo White, Security Traders Association 80th Annual Market Structure Conference, October 2, 2013.

(3) "Exchange said to prepare pilot programs for changing tick size" Bloomberg, June 14, 2013.

<http://www.bloomberg.com/news/2013-06-14/exchanges-said-to-prepare-pilot-programs-for-changing-tick-sizes.html>

(しみず ちろこ・客員研究員)

ソーシャルレンディングによる金融仲介の事例研究

坂下 晃

はじめに

クラウドファンディング (crowd funding) とは「群集 (Crowd)」からの「資金調達 (Funding)」の語を用いた造語であり、明確な定義が確立されていない。一般的には投資家と資金需要者をインターネット上で結びつけ、多数の投資家から少額ずつ資金を集める仕組みを指す。クラウドファンディングは、顔の見える相手に対する投資であり、複数の企業や事業についての平均としての投資ではなく、個別、手作りの投資であるといえる。これまでは個人投資家が投資対象に対する適切な情報を得ることは困難であったが、各種テクノロジーの進歩により、個人の資産を低コストで投資対象事業と結び付けることが可能となったものである。

クラウドファンディングを活用したローン事業は、一般にソーシャルレンディングと呼ばれている。ソーシャルレンディングは資金の貸付けを行うが、その原資を集めるには匿名組合出資など集団投資スキームによって行われることから、クラウドファンディングと同じ仕組みを指していることが多い。

ソーシャルレンディングは、銀行を通さず、借り手と貸し手をウェブ上でマッチングするサービスで、投資対象事業に対するローンという形式を取り、金銭的リターンに対する期待をインセンティブとして投資対象事業への出資を求め、一定期日に元利金の返済を行う——収益が上がらなくとも元利金の返済義務が生じ、その確保のための保全措置が講じられる——ものであり、金銭的リターンに対する期待が主であるという点がクラウドファ

ンディングと異なっている。したがって、ソーシャルレンディングにおける「ソーシャル」という言葉は、ソーシャル・ネットワーク・サービス（SNS）という語と同様に主に「人と人のつながり」ということを意味しており、社会貢献等の公共性・社会的有益性という意味づけは、資本の提供を通じた企業と社会の発展という副次的なものとなっている。

ソーシャルレンディングは、借り手と貸し手をウェブ上でマッチングするものであるが、貸し手と借り手の間に直接、金銭消費貸借契約が結ばれるわけではない。貸金業法により業として反復継続的に金銭の貸付けを行うためには登録が必要とされており、この登録を受けない貸付けは違法となる（貸金業法 二三）。そのため、日本のソーシャルレンディングでは、まず運営会社が貸金業の登録を行い、投資家はこの運営会社と匿名組合契約を結んで出資をし、運営会社はその出資金をもとに借り手に貸し付けるといった形をとる。

また、運営会社は、匿名組合の出資者として投資家を募集することになるが、この匿名組合における持分は、金融商品取引法上の「みなし有価証券」となるため、運営会社では、貸金業の登録だけでなく、この第二種金融商品取引業者としての登録も必要である。

すなわち、ソーシャルレンディングでは、貸金業者と第二種金融商品取引業者の両方の登録を受けた運営会社が、貸し手との関係では営業者として匿名組合契約を結んで出資を受け、借り手との関係では貸金業者として金銭消費貸借契約を結ぶことになる。そして、通常これらの契約の大部分は電子契約で行われ、IT技術による契約コストの引き下げを図ることで、従来の銀行やノンバンクよりも低コストでのサービスの提供が可能となっている。

ここで匿名組合契約とは、当事者の一方が相手方の営業のために出資をなし、相手方はその営業より生ずる利

益を分配することを約する商法上の契約である（商五三三条）。匿名組合契約は、特殊な諾成・有償・双務の契約であり、その事業対象については特に制限は置かれていないが、当事者間には次のような法律関係を生ずる。

第一に、匿名組合契約は、営業者と匿名組合員の間の二当事者間の契約であり、組合員相互間には法律関係は生じない。匿名組合員が複数いる場合であっても、個々の匿名組合契約として把握され、多数当事者の契約関係とはならず、団体性・共同企業性が弱いため、法人格は認められない。第二に、営業財産は、匿名組合員の出資を含めて営業者の財産となり、匿名組合員は、営業ないし営業財産に持分を持たず、営業者に対する契約上の債権のみを有する（商五三六条一項）。この契約上の債権とは、営業者から利益分配を受ける利益配分請求権と営業監視権である。利益配分は、契約により分配割合が定められるが、特に定めていない場合には出資の割合に応じて分配される（民六七四条一項）。匿名組合は、あくまで出資であり消費貸借とは異なるため、匿名組合員は確定した金額を受ける権利を有しない。第三に、匿名組合員は、営業者に対して債権を有する一方で、出資義務、損失分担義務を負うが、営業者の行為については第三者に対して権利義務を持たない（商五三六条四項）。すなわち、匿名組合員は出資の範囲で有限責任を負うことになる。第四に、匿名組合契約が終了した場合、営業者は匿名組合員に出資した金額を返還しなければならない（商五四二条）。損失が出ている場合には、特約がない限り、出資額から損失分を減額して返還すれば足りる（商五四二条但書）。損失が出資を上回っている場合、営業者は匿名組合員に追加出資を求めることはできない。

クラウドファンディングやソーシャルレンディングを含むマイクロ投資の基本構造は、以上のような匿名組合契約を利用して、事業者がウェブを通じて比較的小口で組合員を募集し、集まった資金をもとに事業を行い、契約に基づきその売上げの一部を組合員に投資家に分配するという形をとる。こうした匿名組合の組成自体は、もと

もと事業者（営業者）自身でも行いうるものである。しかし、匿名組合契約により収益の分配を受ける権利は、金融商品取引法において「みなし有価証券」とされ（金商二条二項五号）、みなし有価証券の売買、その媒介・取次ぎ・代理を行うためには、第二種金融商品取引業として、内閣総理大臣の登録を受けなければならない（金商二八条二項、二九条）。また、このような契約の募集を行う仕組みをウェブ上で構築するためには、それなり のノウハウを必要とする。こうした法律上、事実上のハードルを中小の事業者がクリアすることは困難であり、匿名組合を利用したクラウドファンディングを活用することはなかなかできない。そこで、第二種金融商品取引業の登録を受けており、ウェブ上でのファンド募集の仕組みを有するマイクロ投資プラットフォームを有する業者（例…ミュージックセキュリティーズ）が、その仕組みをプラットフォームとして提供し、事業者（営業者）から事業委託を受けて、ウェブを通じて匿名組合員の募集、契約締結等の事務を行うことによつて、中小企業においてもクラウドファンディングによる資金調達を可能としている。

本稿では、ソーシャルレンディングといわれるウェブ上で個人から少額短期の資金を募り投資を行う事例として maneo(株)（以下、「maneo」という）、SBIソーシャルレンディング(株)（以下、「SBIソーシャルレンディング」という）、(株)エクステンジコーポレーション（以下、「エクステンジコーポレーション」という）が開設するAQUISH（アクシユ）および二〇一三年に日本クラウド証券が開設したクラウドバンク業務について事例研究を行う。

1 maneooの事例

(1) maneooの企業理念と設立の経緯

現在の日本にはソーシャルレンディングを専門に運営する会社は四社あるが、二〇〇七年四月創業したmaneooは、そのパイオニアともいえるべき存在であり、投資家から小口の資金を集め、主に中小企業に対して事業性資金の貸付けを行っており、資本金は八〇〇〇万円である。

maneooの創業者は、妹尾賢俊氏である。⁽³⁾「maneoo」という名前の由来は、「money (お金)」と「neo (新しい)」を合わせた造語であるが、これにはもう一つの意味があり、ラテン語の「maneoo」は英語では「stay」という意味を持ち、借り手と投資家が一堂に集まるマーケットプレイスにいつも居続けて欲しいという願いが込められている⁽⁴⁾。

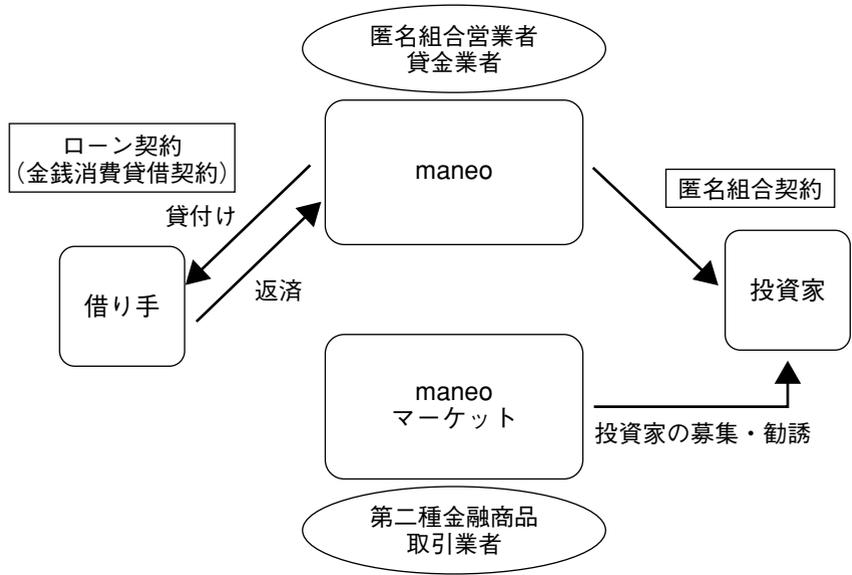
(2) maneooの仕組み

前述したように、ソーシャルレンディングを行う場合、貸金業登録と第二種金融商品取引業の登録が必要になるが、maneooの場合、運営会社を貸金業者である「maneoo」と、第二種金融商品取引業者である「maneooマーケット」に分けて、それぞれが融資と投資家の募集を行う仕組みを取っている。図表1に示したように、maneooが営業者(貸金業者)として投資家と匿名組合契約を結んで資金を調達し、ローン事業を行う主体であるが、投資家の募集や勧誘、投資家情報の登録などは第二種金融商品取引業の登録を受けたmaneooマーケットが担当している。また、後述⁽³⁾④するよう、実際に投資家から預かった出資金は、「maneooエスクロー」という別会社において分別管理されている。このように「maneooは、「maneoo」、「maneooマーケット」、「maneooエスクロー」

という三社から構成されている。

この仕組みの上で行われているローンの内容は次のようなものである。maneoのホームページには、ローンの募集案件が融資を希望する企業あるいはプロジェクト毎に募集金額や用途・金利・返済期間が募集案件一覧として掲載されており、maneoとウェブを通じて匿名組合契約を結び、投資口座を開設したユーザーは、それぞれの投資案件の内容や条件を見て、投資先を選ぶことができるようになっていいる。投資案件は、中小企業の運転資金のほか、不動産の取得や飲食店フランチャイズの開業資金、治療院の短期ローンなど、期間や利率の異なる様々な案件があり、分散投資も可能である。投資家は個人がほとんどであるが、法人からの投資も可能であり、投資家の二〇%程度が法人である。⁽⁵⁾投資額は一口一百万円で案件により一口から数口の投資ができ、運用期間も最短二ヶ月から最長三ヶ月で、少額短期での投資が可能である。また、maneoでは投資にあたり、成約手数料や取引事務手数料は取っていない

図表1 maneoのビジネス・スキーム



(出所) 妹尾賢俊『みんなと幸せになるお金の使い方』角川学芸出版 2012 30頁。

ない。投資一件当たりの運用利回りはおよそ五・〇％から八・〇％で、利息に当たる利益は毎月配当となっている（ただし、元本については、分割返済と一括返済の場合がある）。

募集期間が終了し、最低成立額以上の投資が集まれば、借り手に対する貸付けが実行され、ローンが成立する。借り手は、maneoとの金銭消費貸借契約に基づき、元本と利息を毎月maneoに返済をし、maneoは借り手からの返済金を毎月投資家に分配する。借り手に対する貸出金利は、一〇％から一五％であり、貸出金利と投資家に分配する運用利回りとの差（およそ五％程度）が、maneoの収益となる。

同社のホームページによれば⁶⁾、二〇一三年一〇月現在で、成立ローン総額は一一五億六七二七万円、登録ユーザー数は二万五八七二人である。事業性ローンの返済実績は、貸付件数八八〇件、完済実績六七一件であり、貸付金額一一二億九四二〇万円、完済金額七五億九五六万円となっている。また、投資家一人当たりの投資額は一六五万六三六九円であるが、七三・五％の投資家の投資額は一〇〇万円未満である。投資家の年齢は、三〇才代（四四％）と四〇才代（三〇・三％）が圧倒的に多く、東京（二九・五％）、神奈川（一一・三％）、大阪（七・四％）、埼玉（六・七％）、千葉（六・一％）といった大都市圏の投資家がほとんどである。

(3) maneoの特徴

① IT技術によるコストの削減

前述のように、投資一件当たりの運用利回りはおよそ五・〇％か八・〇％であり、maneoが扱うのはリスクと対比して他の金融商品よりも高い利回りの投資商品であるといえる。また、借り手側に対する貸出金利は一〇％から一五％であり、銀行の貸出金利に比べると若干高いが、それ以外のノンバンクと比較してそれほど高いわけ

ではない。また、投資家からは、成約手数料や取引事務手数料を得ておらず、貸出金利と利回りの差の5%分が maneo の収益である。

ソーシャルレンディングは、ウェブ上に借り手と貸し手をマッチングするサービスを提供するビジネスであるから基本的に店舗を持つ必要がなく、多額の広告費をかける必要もない。また、貸付原資の調達方法が匿名組合であるため利払いの必要がなく、資金調達コストは投資家との契約コストのみである。通常の紙ベースの契約では短期少額の資金については契約コストが高くつくことになるが、投資家との契約や融資の実行を自動的に処理できるシステムを構築できれば、少人数で大量の取引にも対応することが可能となるため、その契約コストも大幅に削減することができる。

maneo の場合、創業にあたり、システムを自社で内製しているが、その段階でサービスに必要な行程を綿密にチェックし、可能な限り多くの部分をコンピュータによって行うようにして、人が関わる行程を減らしたという。⁽⁷⁾ その結果、maneo は、役員を含め七名の従業員という少人数で運営されており、人件費の削減に成功している。

② 貸付けの対象

maneo は、創業当初は個人向けの貸付案件を対象にしていたが、その後、事業性ローンを手がけるようになり、二〇一一年五月からは事業性ローンに絞っている。⁽⁸⁾ そうした事業性ローンのなかでも、maneo が対象とするマーケットは従来ノンバンクが営業対象としてきた中小企業を中心とするマーケットである。

従来から、銀行は起業から三年以内の企業や少額短期の融資案件については消極的であったし、不動産担保がない案件やネガティブイメージのある業界に対する貸付けにも消極的であった。このことから結果的には、事業

性や収益性に問題のない中小企業であっても銀行からの資金調達には困難があった。また、こうした中小企業の資金調達源であったノンバンクも、過払金返還請求の増加や二〇一〇年から完全施行された貸金業法および改正出資法によるグレーゾーン金利の廃止により、収益構造の転換を迫られており、審査基準の厳格化や合併・倒産・廃業などによるマーケットの縮小が生じている。

こうした状況の中、maneoは、ノンバンクに代わり、IT技術の活用によって従来のノンバンクよりも低い金利での貸付けを実現し、中小企業の資金需要に応えるとともに、投資家に対しより高いリターンの金融商品を提供している。

③借り手の顔が見える投資

maneoのホームページには、ローン募集案件一覧が掲載されており、タイトルとして借り手の実社名と資金用途が示され、募集金額、利回り、期間、返済方式、最低投資額、投資状況、担保の有無、完済実績の有無などの情報が分かるようになっていいる。さらに、タイトルをクリックすると、会社の業態や事業内容、募集する資金の具体的用途などの借り手企業が記載したPR情報が参照でき、事業者自らが挨拶やメッセージを伝える動画を掲載している場合もある。また、投資案件の全てではないが、融資実行後の借り手の様子を伝えるブログも開設されている。すなわち、投資家にとっては個別に借り手の顔が見える形での募集形式であり、自分の投資が、どのような借り手のどのような事業に役立つのかを理解した上で投資できるようになっており、これがmaneoの大きな特徴である。

maneo創業時の理念は、「金融を人の手に取り戻す」というものであった。⁽⁹⁾ 従来の銀行などの間接金融では自己

の預金がどのように貸し出され、何に役立つているのかは知ることができなかった。そこで資金の出し手と受け手の間の情報の非対称性を取り払い、金融を通じて人と人の繋がりを作り出すというのがmaneoの理念である。妹尾氏へのインタビューによれば、「少なくとも自分の出したお金がどのような属性のマーケットに流れていき、中小企業に資金を供給するというミッションの下にお金が使われているということが大事」であるという。maneoの場合は、投資家の主たるインセンティブはあくまで金銭的リターンにあるといえるが、資金の出し手が受け手のことを理解することで、金銭的リターン以外の満足感を得たり、リスクに対する許容度が高まる可能性があり、投資をしやすくなる。また、資金の受け手にとっても、自分達の事業を知った人々からの投資が集まることで、事業に対するモチベーションが高まる可能性がある。そこにmaneoの仕組みが「ソーシャル」と呼ばれる所以があるといえよう。

④安全性の確保

maneoは、「投資家に損をさせない」、「投資家に毎月決まったリターンと分配する」の二点を基本方針としており、投資家が安心して投資できるインフラの構築に努めている。

まず、商品自体の安全性を確保するため、借り手に対する審査は、一件ごとに時間をかけてきめ細かく行っている。

事業性資金の借入の申込みを受けた場合、すでに実績のある会社であれば財務諸表や事業計画書等の提出を受け定量面の審査を行った上で、当該企業を訪問し、社長と面談を行うなどし、必要に応じて預金通帳をチェックしたり、在庫量の確認、従業員へのインタビュー等を行う等、きめ細かく実際の財務状態の確認や実態調査を行

っている。そうした調査から得られた情報を精査して問題がなければ、安全性確保のためのスキームの構築が検討される。そこでは不動産担保だけでなく、売掛債権や在庫に対する譲渡担保、担保手形の徴求、代表者の連帯保証、回収専用口座の管理など様々な保全手段が活用されている点が特徴的である。スキームの構築後、社外取締役の承認を受けて、案件として承認される。maneoでは、このようなプロセスをたどって投資案件が作り込まれており、審査の申込みから案件承認まで、おおむね一ヶ月から六ヶ月かかるという。このようにmaneoでは、投資家との匿名組合契約や投資案件に関する情報提供は、ほぼウェブ上で行われ徹底したコスト削減が行われているが、他方で借り手との契約は紙ベースで、かなり手間をかけた投資案件の作成が行われ、安全性ないしリスクの評価について配慮がされているといえる。事業性ローンについては、現在のところデフォルトや延滞は生じていないという。⁽¹⁰⁾

第二に、図表2に示したように、出資金は、主たる営業者であるmaneoやmaneoマーケットとは別のmaneoエスクローという会社で分別管理されている。maneoエスクローは、大手銀行が提供する決済サービスを利用して、一つの口座の中に大量のバーチャル口座を持つ特殊な口座を持っている。そのバーチャル口座の一つ一つがそれぞれの投資家と対応しており、出資金や分配金は投資家ごとに別個の口座で管理されるようになっていく。⁽¹¹⁾

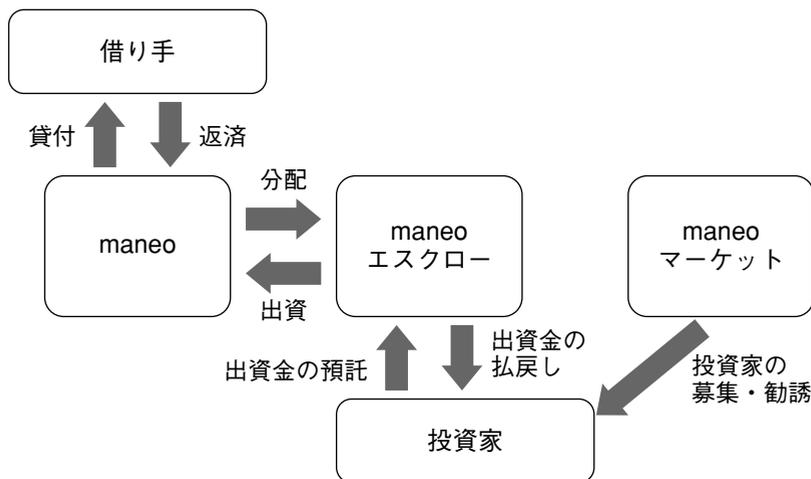
投資家は、出資金を一旦maneoエスクローに預託し、同社が改めてmaneoに出資をする形を取っている。このような形態をとるのは、当局から分別管理に対する要請があったこともあるが、主として倒産隔離のためである。つまり、maneoやmaneoマーケットが倒産した場合に、その影響が投資家の拠出金に及ばないようにしているのである。匿名組合契約では、出資金はすべて営業者の財産となり、組合員はそれに対する持分も営業者の営業への関与もできないため、こうした安全性確保の仕組みは特に重要であろう。⁽¹²⁾

2 SBIソーシャルレンディングの事例

(1) 企業理念と設立の経緯

SBIソーシャルレンディングは、大手金融グループであるSBIグループの中でソーシャルレンディング事業を行う会社であり、もともと、二〇〇七年にアメリカのソーシャルレンディングの大手プロスパー（Prosper）とSBIホールディングス（株）が提携して作ったSBIプロスパーという合弁会社を出発点としている。この合弁会社の目的は、プロスパーの提供するウェブ上での個人間の融資仲介のプラットフォームを日本で展開するための調査、準備を行うことであった。しかし、アメリカと日本の法制度上の違いにより、貸し手と借り手が直接につながるプロスパーの仕組みを導入することが困難であったため、その後提携関係を解消し、二〇〇八年に社名を、SBIソーシャルレンディング株式会社に変更し、二〇一一年三月にソーシャルレンディング事業の営業を開始した。同社の資本金は七四九万九五〇〇円で、構成は二〇一三年三月のインタビューの時点において、役員三名、従業員三名、派遣社員四名である。営業の当初は、無担保・無保証の個人向けローンファンド

図表2 maneoにおける分別管理の仕組み



(出所) 妹尾賢俊『みんなと幸せになるお金の使い方』角川学芸出版 2012 172頁。

(SBI S L借換ファンドおよびSBI S Lフリーローンファンド)を扱っていたが、現在は無担保・無保証のローンの取扱いは終了し、法人を主体とする担保付きのローンファンドを扱っている。

SBIソーシャルレンディングの基本的な仕組みは、他のソーシャルレンディングと共通しており、同社が貸金業と第二種金融商品取引業の両方の登録を受け、投資家との匿名組合契約により貸付原資を調達し、それを個人または法人に貸し付ける形を取っている。

同社は、インターネットを最大限に活用することで、「借り手に対しては低金利での借入、投資家に対しては資産運用と社会貢献の両立」を実現できる新たな金融マーケットを創りあげていくことを理念としている。

(2) SBIソーシャルレンディングの商品と特徴

現在、SBIソーシャルレンディングの扱う商品には、投資を常時募集して出資金を集めておき、借入の申込みに対し随時貸付けを実行する随時募集型の商品と借り手を募集してから利回りを決めて投資を募集するオーダーメイド型の商品がある。

随時募集型の商品には、不動産担保ローン事業を行う事業者に対してSBIソーシャルレンディングが行う融資に対する投資を募集する「SBI S L不動産担保ローン事業者ファンド(貸付期間一四ヶ月、予定運用利回り三・〇%～五・五%、貸出金利五・五%～八・〇%、管理手数料二・五%)」と、グループ企業のSBI証券に株式を預けている顧客(個人)向けに株式を担保として貸付けを行う事業に対する投資を募集する「SBI S L証券担保ローンファンド(貸付期間約一年間、予定運用利回り二・〇%、貸出金利三・五%、管理手数料一・五%)」がある。これらの商品については、一口あたり最低一万円から一万円単位で投資できる。

オーダーメイド型の商品である「SBI S Lオーダーメイド型ローンファンド」は、事業資金や不動産取得など明確な資金用途を持つ事業者に対する貸付事業に対する投資を募集するものであり、投資案件により、運用期間、予定運用利回り、担保の種類等が異なっている。このオーダーメイド型ファンドの主力となっているのは、コーポラティブハウスの建築のためのつなぎ融資や土地取得費用、建設費用等への融資事業に投資を行う「コーポラティブハウスローンファンド（募集期間四ヶ月から二ヶ月、予定運用利回り四・〇％～六・〇％、貸出金利六％～七％）」である。このファンドの募集額は、数千円から二億円近くと大きいのが、人気商品であり、一日から一週間程度で投資が集まるといふ。オーダーメイド型ファンドでは、案件毎に最低投資額は異なっているが、最近の募集案件では、一口あたり最低五万円以上、五万円単位の投資となっている。

これらの商品では、投資先の選定はSBIソーシャルレンディングに委ねられている。ファンド資金の借り手が複数となるように投資が行われており、投資家に対しては貸付先企業の属性やその資金の用途などの出資対象の情報は開示されるものの、具体的に貸付先が特定できる情報は開示されない⁽¹⁴⁾。したがって、投資家は特定の企業や個人への貸付けを想定して投資をすることはできない。すなわち、同社の展開するソーシャルレンディングは、完全なファンド型となっているといえる。

また、同社の扱う商品は、グループ会社であるSBI証券の預託株式を担保とするローンを除いて、不動産を担保とする商品となっており、安全性が比較的高い商品となっているが、その分運用利回りも低く設定されている。同社に対するインタビュールによれば、将来的にはベンチャー企業への資金提供やより公共性の高いファンドなども手がけてみたいと考えているが、ローンという形態を取る場合にはリスクのコントロールが重要であり、公共性を追求する一方で、リスクを抑え元利金の返済を確保できるローン性商品の開発は難しいという。

3 エクスチェンジコーポレーション (AQUUSH) の事例

(1) 企業理念と設立の経緯

エクスチェンジコーポレーションも、ソーシャルレンディング事業を手がける会社である。代表取締役のラッセル・カマー (Russell Cammer) 氏は、アメリカの大手証券会社勤務を経て、二〇〇八年三月に同社を設立した。同社の事業の中心は、二〇〇九年二月にサービスを開始した「AQUUSH (アクシユ)」と呼ばれるウェブ上のソーシャル・レンディング・マーケットの運営である。AQUUSHは、アメリカの大手ソーシャルレンディング企業として成長しているレンディング・クラブ (Lending Club) をモデルとするもので、個人間 (以下「P2P」という) のファイナンス取引においてより効率的な投資を追求し、資金の借り手には信用力に見合ったフェアな金利を、投資家にはより魅力的な利回りを提供するマーケットを目指している。

エクスチェンジコーポレーションのホームページによれば、同社のミッションは、「革新的手法と世界のベストプラクティスに基づき、ソーシャルファイナンスの新しいサービスを開発していくこと」⁽¹⁵⁾にあるとされ、「安全かつ法令に則ったP2P取引を可能とすることによって、これまで流動性が乏しく、不透明で、自由のなかったマーケットや金融商品に透明性と自由な選択の機会をもたらすこと」⁽¹⁶⁾を目的として掲げている。

(2) AQUUSHの仕組み

AQUUSHの場合も、その法的な基本構造は前述の二社と同じであり、運営会社であるエクスチェンジコーポレーションが、貸金業と第二種金融商品取引業の登録をしており、匿名組合契約を通じて投資家からの出資を受け、それを借入希望者に対して貸し付けるという形をとっている。

しかし、A Q U S H が前述の二社と異なるのは、主として無担保・無保証の個人対象のローン（借入可能額一〇万円〜三〇〇万円、貸付期間三年、実質金利六・七四％〜一七・九二％）を扱っており、貸し手と借り手のマッチングに特有のシステムを用いて、投資と貸付けの効率化を図っている点である¹⁷⁾。

個人対象ローンを例にとると、A Q U S H を通じた投資と貸付けは次のようなプロセスを通じて行われている。まず、資金の借入希望者から借入の申込みを受けると、個人信用情報機関（株）シー・アイ・シー（C I C）および（株）日本信用情報機構（J I C C）のデータベースに照会し、過去の取引履歴や現在の取引状況の情報を取得し、F I C O（ファイコ）社の信用スコアリング技術¹⁸⁾を用いて分析する。これに加えて、収入、現在の借入残高、毎月のお支払額、勤務状況などの借入希望者の属性情報を基に独自の指標で現在の経済状況を評価する。このF I C Oスコアと現在の経済状況から、借入可能な借り手に対して、その信用度合いに応じてA A、A、B、C、Dという五段階の「A Q U S H グレード」が付与される。

一方、投資希望者は、A Q U S H に投資口座を開設し、匿名組合契約に基づき出資金（最低出資額五万円）を振り込むことになるが、この匿名組合の構成が、A Q U S H と他のソーシャルレンディング事業者と大きく異なっている。通常は営業者が運営する匿名組合は一つであるが、A Q U S H の場合、匿名組合はA Q U S H グレードと四％から一五％の貸出金利で特定されたグループ毎に細かく分かれている¹⁹⁾。投資家は、自分の希望するグレードと金利の匿名組合を一つまたは複数選択し、それぞれ投資額を決めて投資を行うことになる。

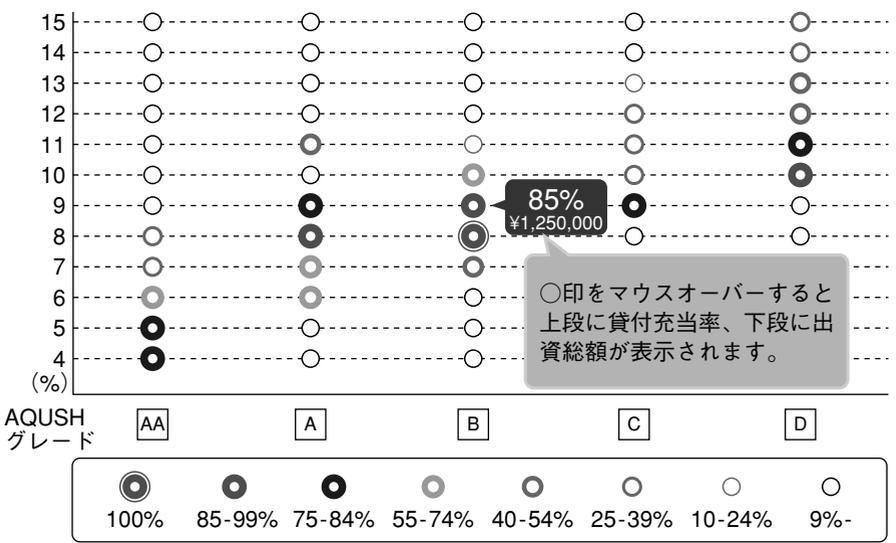
ここで投資先の匿名組合の選択のために参照されるのが、図表3の「A Q U S H マーケット・ヒートマップ」である。

マーケット・ヒートマップは、どのA Q U S H グレードのどの金利の匿名組合から貸し付けられているのかを

リアルタイムで図表に表したものである。このマーケット・ヒートマップの丸印のそれぞれが一つの匿名組合を表している。丸印は一定の貸付充当率ごとに色分けがされており、より多く貸し付けられている匿名組合が視覚的に理解でき、さらに丸印にポインタを当てることで、その匿名組合の貸付充当率と出資総額が表示される仕組みとなっている。投資家は、貸付充当率の高い匿名組合に出資することで、早く出資金を貸し付けることができる。なお、匿名組合の投資の募集は、一ヶ月毎に行われており、当月分の募集が終了し、貸付けが行われなかった出資金は翌月の匿名組合に自動的に振り換えられる。

以上のプロセスにより、ローン申込者と投資家が出揃うと、ファンドに入金されている出資金の範囲でローン申込者への貸付けが一ヶ月の間に随時行われることになる。貸付けは、同じAQUUSHグレード内の金利が低いファンドから順に貸し付けられていき、資金が不足した場合、同一グレードのより上位の金利のファンドから不足分が充当される。同じグレードに複数のローン申込者がいる場合は、

図表3 AQUUSHマーケット・ヒートマップ (サンプル)



(出所) AQUUSH投資スタート・アップガイド

申込みの順番に金利が確定していくことになる。なお、貸付けにあたり、それぞれの匿名組合は、特定されたA QUSHグレードに合致する借り手に小口分散化して貸し付けることでリスクの分散を図っており、投資家と借り手が一對一となる貸付けは実行されない。ローン申込者への貸付金利は、割り当てられた出資金の金利で加重平均して算出され、提示される。ローン申込者は提示された金利に納得すればローン契約を成立させ、そうでない場合にはローンの申込みをキャンセルすることができる。

(3) 利用者の状況

A QUSHが公表しているデータによれば、⁽²⁰⁾ サービス開始三年を経過した二〇一二年末の段階で、登録ユーザー数が一人を超え、ローン申込総額は約四二億円となっている。ローン成約率は大体一五%～一七%程度であり、他の消費者金融と比べるとやや成約率は低いが、貸倒率も全体の〇・四四%と低く抑えられている。平均ローン実行額は四六万四三六〇円で、借り手の平均年齢は二九歳である。また、ローン一件当たりの平均投資家数は一一人である。商品別の貸付実行割合（金額ベース）としては、個人向けローンが五五・一%と過半数を占め、そのほか法人向けローンが三五・三%、保証付不動産担保ローンが九・六%となっている。平均ローン金利は二〇一一年度では年利で一一%であった。⁽²¹⁾

一方で、投資家の方を見ると、平均出資金額は四九万九〇〇六円で、平均年齢は三九歳となっており、投資家の居住地域としては首都圏が多い。投資家の平均運用利回りは四・二六%で、約四〇%の投資家が二%～四%の運用利回りを得、約四〇%が四%～六%、約一五%の投資家が六%以上の運用利回りとなっている。⁽²²⁾

(4) AQUUSHの特徴

AQUUSHの特徴は次の点にある。

第一に、投資家が自己のリスク許容度に応じて借り手の信用度と金利を選択して投資をすることができ、また借り手も自己の信用度を基準として、その時々マーケットレートで借入れができることである。従来の銀行を中心とする間接金融ではもちろん、その他の金融商品においても、預金者や個人投資家は提示された金融商品を購入するかどうかの選択をすることはできても、みずから主体として金利を設定して投資を行うことはできなかった。また、借り手の側（特に個人の場合）も貸し手が提示する金利を受け入れるかどうかという選択はできず、その選択の幅も限られており、みずから借入金利を主体的に決定することはできなかった。AQUUSHは、ウェブ上で投資家と借り手をマッチングできる仕組みを提供することにより、個人がマーケットメカニズムに基づく金利選択をすることを可能にしており、金融の新たな方向として注目される。

第二に、AQUUSHが他の二社のソーシャルレンディング事業と異なるのは、借り手の個人情報投資家には提供されず、借り手の匿名性が維持されており、資金の使用用途も明示されない点である。他社では、少なくとも借り手の属性や資金の使用用途は投資家に明示されており、投資家は自己の投資がどのような事業の役に立つのかを理解することが可能となっているが、AQUUSHの仕組みではこの点が捨象されており、投資家は借り手の信用度と金利のみ指標として投資を行うことになる。すなわち、AQUUSHの目的は、投資の効率化に向けられており、ソーシャルレンディングのソーシャルという側面はウェブを通じた個人の繋がりとという意味を持つにすぎないものとなっている。

第三に、事業者による借り手の選別方法に特徴がある。前述したように、AQUUSHではFICOスコアと現

在の経済状況の判断により、借入可能かどうかと信用グレードが決定されている。FICOスコアを算出するためには、クレジットカードの利用状況などの個人情報機関の提供する情報が必要となるが、AQUUSHの個人対象ローンでは、「二年以上の信用履歴があること」や「クレジットカードまたはローンの取引実績があること」といった独自の借入条件が付けられている。AQUUSHのビジネスモデルの鍵となるのはこの信用評価手法の信頼性にあるといえるが、エクステンジコポーレーション社が公表している二〇一一年のデータ・レポートによれば、ローンを実際に受けられたのはローン申込者の一六・九%であり、貸倒率も〇・四四%とのことである。⁽²³⁾ これらの数字を見る限り、上記の審査の仕組みはいまのところ有効に機能しているといつてよいと思われる。

第四に、小口の分散投資によるリスク回避が可能となっていることである。AQUUSHでは、無担保・無保証の個人向けローンを扱っており、その分、他のソーシャルレンディングよりもリスクが高い投資商品を提供しているといえる。実際、これまでに見た二社のソーシャルレンディングも当初は個人向けローンを扱っていたが、リスクコントロールの困難さと事業性の観点から、個人向けローンからは撤退している。これに対し、AQUUSHは、この問題に対して、厳正な借り手の審査、システムによる分散投資および投資家自身による異なるグレードへの分散投資の推奨を組み合わせることで、リスクをコントロールし、個人向けローンを可能にしている点に特徴があり、個人投資家に自己責任による一定のリスクの引受を求める一方で、個人の選択に基づくより自由な投資という選択を与えるものといえる。

4 日本クラウド証券が運営するクラウドバンクの事例

(1) 企業理念と設立の経緯

日本クラウド証券株式会社（以下「クラウド証券」という）の前身は、一九九七年七月に公認会計士の出縄良人氏が設立した未公開株専門に特化したディー・ブレイン証券株式会社である。ディー・ブレイン証券株式会社は日本証券業協会が開設するグリーンシート銘柄制度⁽²⁴⁾において九〇%以上の銘柄の主幹事証券会社（代表取締役員）としてグリーンシート銘柄制度における中心的な取扱い証券会社でグリーンシート銘柄制度をリードしていた証券会社であった。取扱銘柄数一四八社のうち一六社は新興株式市場に上場、公募資金調達額は九五億円に⁽²⁵⁾ぼった。

同氏は、二〇一〇年一〇月にディー・ブレイン証券株式会社の代表取締役を辞任するとともに同社は同年一月に商号をみどり証券株式会社に変更した。その後、同氏は(株)出縄&カンパニーを設立し、日本企業の海外向け発信ポータル⁽²⁶⁾の創設など中小企業の支援を行っていた。

一方、みどり証券は、FX業務への転換が予定通りに進まず、ソーシャルレンディング事業を準備中であった大前和徳氏（現代代表取締役社長⁽²⁵⁾）の提案で商号を日本クラウド証券株式会社に変更し、出縄氏は同社の取締役会長に就任した。同社は資本金八三一七万円⁽²⁶⁾で、株式型、公募社債（未上場・無格付け）、事業ファンド型、貸付型（ソーシャルレンディング）など総合クラウドファンディングを目指している。同社は我が国で初めて証券会社が運営するソーシャルレンディングである。

(2) クラウド証券の仕組み

クラウド証券の場合も、その法的な基本構造は他の三社と同じであり、貸金業と第一種金融商品取引業の登録をしており、匿名組合契約を通じて投資家からの出資を受け、それを借入希望者に対して貸し付けるとい形をとっている。

クラウド証券は二〇一三年一二月に貸付型クラウドファンディングサービス「クラウドバンク」を開始した。クラウドバンクは、創業期で銀行の融資を受けられない優良なベンチャー企業や中小企業、経済成長率の高い東南アジアの企業などに資金を融資し、その金利を個人投資家に還元するソーシャルレンディングである。

投資家は、クラウド証券の口座を通じてクラウドバンクが提供する多種多様なテーマのファンドに投資する。最低投資金額は三万円、投資期間は六ヶ月～一年未満と短期間である。

(3) クラウドバンクの商品

クラウドバンクの商品には、不動産担保型ローンファンド（税引前予想投資利回り五・〇％）、中小企業支援型ローンファンド（同五・〇％）、代替エネルギー特化型ローンファンド（同五・〇％）、中小企業向け担保型ローンファンド（同六・〇％）、新興国不動産担保型ローンファンド（同六・〇％）があるが、同社のホームページで詳述されているのがクラウドバンクの第一号として開始した「新興国マイクロファイナンスファンド」である。その内容は次の通りである。

このファンドは、ソーシャルファンドを通じて集めた資金を、世界の貧困問題に取り組みマイクロファイナンス機関に融資するもので、募集総額は五五四八万円、税引前予想投資利回りは五・〇％、最低投資額三万円、期

間六ヶ月。分配金支払月三ヶ月ごと、募集期間は二〇一三年一月二十五日～二月一八日、運用期間は二〇一三年二月一日～二〇一四年五月二〇日、配当日は二〇一四年三月五日、償還日は二〇一四年五月三〇日である。

おわりに

図表4は事例研究を試みた四社の比較表である。これを見ると投資単位は小さいことからマイクロファイナンスの範疇であること、投資期間も比較的短期であること、貸金業登録だけでなく匿名組合契約を使用することから第二種金融商品取引業の登録を行っていることは各社共通である。しかし商品、金利（銀行の定期預金金利の〇・〇二五％に比較すると二％から一五％と相対的に高金利であるが、各社により中心的な商品の金利に開きがある）、貸付期間は各社まちまちで大きな開きがある。今後この業界が発展するについては、投資者である顧客にすればソーシャルレンディング業界について一定の共通イメージがつかめるような工夫も必要ではないだろうか。もちろん、世界的に見ても世界で初めてソーシャルレンディングが誕生したのは二〇〇五年の英国のゾーパ（ZOPA）であり、続いて二〇〇六年の米国プロスペア（Prosper）、二〇〇七年の米国レンディング・クラブ（Lending Club）である。⁽²⁷⁾これに対し我が国においては、老舗に相当するmaneoの場合が二〇〇七年の創業であり、直近に新規参入したクラウドバンクは二〇一三年である。我が国におけるソーシャルレンディングの立ち上げが決して遅いわけではない。世界的に見ても立ち上がりは早い部類に属するが、立ち上げてからの経過年数が短いところから将来的に金融の革新を目指すという展望からは、新規参入の業者が増加することとあわせて、今のうちに業界各社が足並みを揃えてクラウドファンディング業界の特徴、メリット等のアピールを行うことも必要であろう。さらには自主規制機関である第二金融商品取引業協会への参加も少ないところから当然ながら業

図表4 ソーシャルレンディング4社比較表

	maneo	SBIソーシャルレンディング	AQUSH	クラウドバンク
創業年	2007年	2011年	2009年	2013年
国への登録関係	①第二種金融商品取引業 ②貸金業	①第二種金融商品取引業 ②貸金業	①第二種金融商品取引業 ②貸金業	①第一種金融商品取引業 ②第二種金融商品取引業 ③貸金業
ファンドの形態	匿名組合	匿名組合	匿名組合	匿名組合
主な商品	事業性ローン	①随時募集型（投資を常時募集して出資金を集め、借入の申し込みに対し、随時貸付を行う）であるSBISL不動産担保ローン事業者ファンド ②随時募集型のSBISL証券担保ローンファンド ③オーダーメイド型（借り手を募集してから利回りを決めて投資を募集する）であるコーポラティブハウスローンファンド	①保証会社不動産担保ローンファンド ②AQUSHグローバルファンド ③Ecoエネルギーファンド ④AQUSHマーケット	①不動産担保型ローンファンド ②中小企業向け支援型ローンファンド ③新興国マイクロファイナンスファンド ④代替エネルギー特化型ローンファンド支援 ⑤中小企業向け担保型ローンファンド ⑥新興国不動産担保型ローンファンド
金利（予定）	4.0～15.0%（中心は5.0～15.0%）	①3.0%～5.5% ②2.0% ③2.0% 平均利回り2～3%	①4.0% ②6.5% ③4.0～15.0% ④原則（5%案件により異なる）	①5.4% ②5% ③5% ④5% ⑤6% ⑥6%
投資単位	1万円から	①1万円から1万円単位 ②1万円から1万円単位 ③5万円から5万円単位	5万円から	①3万円から1万円単位 ②3万円から1万円単位 ③3万円から1万円単位
投資期間	2ヶ月～36ヶ月			①6ヶ月 ②3ヶ月 ③6ヶ月 ④～⑥未定
手数料	制約手数料、事務手数料は無	①管理手数料 2.5% ②管理手数料 1.5%	毎月、サービス会社に手数料を支払う	営業者報酬 1.5%
貸付対象	創業当時は個人も対象にしていたが、現在は事業性ローン	創業当時は個人向け無担保・無保証も対象にしていたが、現在は事業性ローン		事業者向けローン
貸付期間		①14ヶ月 ②1年 ③4ヶ月～22ヶ月	36ヶ月（④のみ案件により異なる）	案件による
デフォルト発生率	0%	不明	0.44%	0%（設立後間もないためもある）
特徴			・無担保・無保証の個人対象のローンを取り扱っている ・借り手の個人情報は投資家には提供されない ・個人が金利選択ができる	証券口座を介して複数のファンドに投資できる。マイクロファイナンス、不動産担保ローンなど、自分に興味ある分野に投資できる

（出所）2014年2月28日段階で、各社資料から筆者作成

界共通の自主ルールも存在しないわけであり早急な検討が望まれる。

しかしながらソーシャルファンディングを含めたクラウドファンディングが与える影響は大きい。我が国の「金融」では、「リスク」に対する過度の回避が行われており、間接金融に過度に偏重しているのはよく指摘されているところである。間接金融に依存する金融システムの欠陥がバブル以降の日本経済停滞の原因の一つともいえるが、一九九〇年代からのインターネット革命は、今まさに「金融」の世界を変革する可能性を示している。それがクラウドファンディングである。

クラウドファンディングは、ローンの効率化、中小企業の資金繰り、ものづくりの支援、ベンチャーの育成、地域活性化、被災地の復興などに利用されており、きわめて応用範囲の広い手法であるといえる。クラウドファンディングがこうした多様性を持ちうるのは、その手法においてこれまでの金融における投資とリターンという関係を越えた共感性をもった関係を個人投資家と資金需要者に持ち込むことができるためである。その意味で、クラウドファンディングは金融の世界に新たな視角を持ち込むものといえよう。

我が国においては、個人投資家はリスクマネーの供給には消極的であり、個人資産の多くは貯蓄に回されてきたことは周知の通りである。しかし、本稿で見た各事例では、ソーシャルレンディングを含めたクラウドファンディングを利用する個人投資家は、従来よりも大きなリスクを比較的容易に負担しているように思われる。これは前述のようにクラウドファンディングが、投資の単位が小さいこと、投資に対し単に金銭的リターンだけではなく、金銭を通じた支援や共感性から生じる非金銭的な満足を提供していることに加え、投資を行おうとする個人が、自律的・主体的に資金の提供先を選択することができるようになっていたためであると思われる。

また、他方でこうした関係性は資金の受け手の側にも影響を与えるものであり、クラウドファンディングによ

って資金を調達することは、自己の事業やものづくりへの姿勢に対する共感者がいることや資金受け手への投資家からの期待・信頼を意味する。こうした金融を通じた新たな関係性の構築は、資金需要者がより一層の努力を事業に傾けるインセンティブとなる。また、こうした継続的關係性の中で、制度化されない形でのモニタリングの機能も働くのである。

さらに、こうした関係性を除外して考えたとしても、クラウドファンディングは、ウェブを通じて多数の者をマッチングさせることによって成立する仕組みとなっている。この仕組みが金融機関の金融仲介機能に及ぼす影響について考えてみると、資産転換機能についてはこれまで以上に、ウェブを通じて小口資金がたやすく大口の資金に、短期資金が長期資金にマッチングされる。また、情報生産機能については、借り手の情報はウェブを通じて見える形で公開され直接に投資者に伝わる。貸付けが行われた後の情報伝達には工夫を要するが、少なくとも貸付けの段階では情報の非対称性は少ないと考えられる。ファンディング・ポータルでは情報の生産をすることなく貸し手は借り手の情報をそのまま見えることで、情報生産機能はこれまでの金融仲介者とは内容的に少し変化することになるのではないだろうか。リスク負担機能についても前述のように投資家が従来よりも大きなリスクを比較的容易に負担しているのではないか、さらに、従来の金融にかかっていたコストを削減し、金融サービスの効率化を図ることを可能とする。例えば、これまでの金融機関と異なり販売のための「支店」網が不要になり、多くの従業員を置く必要がなくなることから仲介者のコストは低くなる。こうしたコスト削減により、ひいては投資家に対するより多くのリターンと資金需要者により有利な金利を提供することを可能とする。クラウドファンディングのこうした性質も、ベンチャー資金の調達や中小企業の資金繰りの手段としては有益であるといえるので、今後大きな可能性を持っているといえよう。それだけに「金融」の新しい時代を切り開くものと期

待したい。

*1 本稿の基になった研究は、岡山商科大学経営学部教授 坂下晃および山梨学院大学法学部准教授 成澤寛（前岡山商科大学法学部准教授）による共同研究としてスタートした。本稿は二〇一三年三月にはミュージックセキユリティーズ(株)、maneo(株)、SBIソーシャルレンディング(株)、(株)エクステンジコーポレーションを、さらに二〇一四年三月には日本クラウド証券を訪問して取りまとめたものである。

*2 本稿を作成するに際し、maneo取締役ファウンダー妹尾賢俊氏（当時代表取締役社長）、SBIソーシャルレンディング(株)取締役佐藤聡氏、(株)エクステンジコーポレーション代表取締役ラッセル・カマー（Russell Camner）およびバイスプレジデント谷崎淑氏、クラウド証券(株)代表取締役社長大前和徳氏、(株)出縄&カンパニー代表取締役・公認会計士出縄良人氏（前(株)クラウド証券取締役会長・現経営顧問）から有益なご教示とコメントをいただきました。ここに厚く御礼申し上げます。

注

- (1) P2P (Peer to Peer)またはPerson to Person(略) ファイナンスともいう。
- (2) 内閣総理大臣または都道府県知事の登録が必要である。
- (3) なお、二〇一三年九月から代表者は交代しており、妹尾氏は、同社の取締役ファウンダーとなっている。現在の社長は瀧本憲治氏である。
- (4) 妹尾賢俊『みんなと幸せになるお金の使い方』二二八頁 角川学芸出版、二〇一二年。

- (5) 二〇一二年一〇月末現在 妹尾賢俊前掲書一二五頁。
- (6) <https://www.maneo.jp/api/information/marketplace>
- (7) 慎泰俊 前掲書九三頁。
- (8) その理由は、事業性のローンの方が、デフォルト・延滞のリスクがコントロールしやすく、貸付上限もないためより大きな収益が望めることである。妹尾賢俊前掲書八一頁。
- (9) 現在の maneo のビジョンは、「熱い思いを持つ事業者に、投資家が安心して投資できるインフラの提供」である (maneo ホームページ <https://www.maneo.jp/aboutus?page=vision>)。二〇一三年九月の代表者の交代に伴い、これまで の理念を 発展させたものと思われる。
- (10) 二〇一三年六月一四日のインタビュー時点での結果である。
- (11) なお、この口座は、決済性預金口座であり、銀行が倒産しても全額が保護される仕組みになっている。慎泰俊前掲書 一九一頁。
- (12) もっとも、maneo は貸し手と借り手を結びつけるサービスを提供しているのであり、借り手のデフォルトのリスクは最終的には投資家が負担する形になるため、倒産の可能性は低いといえる。
- (13) コーポラティブハウスとは、入居希望者が集まって組合 (建設組合) を結成し、その建設組合が主体となって土地の取得、設計依頼および建設発注までの一連の建物建設に必要な行為の全てを行って建設される集合住宅をいう。コーポラティブハウスでは、複数の世帯が共同で集合住宅を建築するため、一般的な購入住宅と比べ割安で、かつ、入居者の好みに応じた住居が手に入る。近年になって、民間のプロデュース会社が大都市圏でこうした形で住宅供給を行っている。

- (14) これらの点については、貸金業法との関係で監督官庁の指導があったようである。
- (15) <http://www.exchange.co.jp/>
- (16) 同上。
- (17) なお、AQUSSHの中心は現在も個人向けローンであるが、二〇一二年八月から保証会社と提携した保証付きの不動産担保ローンも開始し、さらに太陽光発電事業への融資を目的とするファンドも企画されているなど事業性ローンに進出している。
- (18) FICOスコアリングとは、信用リスク分析のリーディングカンパニーである米国FICO社が提供するスコアリング技術であり、アメリカで一般に用いられている。
- (19) 代表者に対するインタビューによれば、二〇一三年三月現在で二三〇〇の匿名組合があるとのことである。
- (20) 「AQUSSH ニ〇一二年データ・レポート」 https://www.aqush.jp/pdf/AQUSSH_Data2012.pdf
- (21) http://www.exchange.co.jp/pdf/ExCo_Press_Release_20120111.pdf
- (22) 「AQUSSH ニ〇一二年データ・レポート」 https://www.aqush.jp/pdf/AQUSSH_Data2012.pdf
- (23) 「AQUSSH ニ〇一二年データ・レポート」 http://www.exchange.co.jp/pdf/AQUSSH_Data2011.pdf
- (24) 日本証券業協会が、非上場企業の株式を売買するために一九九七年七月に開始した制度である。詳しくは拙稿「厳しい状況下のグリーンシート銘柄制度」『証研レポート』No. 一六五〇 日本証券経済研究所大阪研究所 二〇〇八年一〇月。
- (25) 大前社長はメガバンク出身で、前職はAQUSSHの運営を行うエクステンジ・コーポレーションの副社長であった。二〇一四年二月、出縄氏は取締役会長を辞任し、同社の経営顧問に就任した。
- (26)

(27) 妹尾賢俊前掲書三二頁、慎泰俊前掲書一五四頁。

参考文献

- ・赤井厚雄・小松真実・松尾順介『ふるさと投資のすべて』 きんざい 二〇一三年
- ・吉野直行・塩澤修平・嘉治佐保子『ふるさと投資ファンド～意欲ある中小企業が資金を得る仕組み』慶応義塾大学出版会 二〇一三年
- ・妹尾賢俊『みんなと幸せになるお金の使い方』角川フォレスト 二〇一二年
- ・慎泰俊『ソーシャルファイナンス革命～世界を変えるお金の集め方～』技術評論社 二〇一二年
- ・ブレット・キング著、(株)電通国際情報サービス監訳「リテール金融のチャネル革命」金融財政事情研究会 二〇一三年
- ・松尾順介「日本のダブル・ボトムライン投資ファンド(下)」『証券経済研究』第七九号 日本証券経済研究所 二〇一二年
- ・坂下晃、成澤寛、海宝賢一郎「クラウドファンディングによる資金調達事例研究(ミュージックセキユリティーズ、岡山県・西粟倉村、maneo、SBIソーシャルレンディング、AQUISH)」『岡山商大論叢』第四九卷第三号 岡山商科大学学会 二〇一四年
- ・坂下晃「クラウドファンディングによる岡山県・西粟倉村の地域活性化の取組み」『証研レポート』No. 一六八〇 日本証券経済研究所大阪研究所 二〇一三年
- ・金融庁ホームページ <http://www.fsa.go.jp>
- ・第二金融商品取引業協会ホームページ <http://www.t2ffa.or.jp>

(さ)かした あきら・客員研究員)

証研レポート既刊目録

No.1669 (2011.12) 執筆者
 なぜ欧州の国債相場は急落し日米相場は安定しているか 中島
 市場機能のパフォーマンス評価 二上
 ドイツ版フラッシュ・クラッシュ 吉川
 ーフラッシュ・クラッシュとは何かー
 証券市場の新しいテクノロジーをどう考えるか 清水

No.1670 (2012. 2)
 ソーシャル・ビジネスと証券市場 松尾
 欧州中央銀行の危機対策 伊豆
 ドイツ取引所とNYSEユーロネクストの合併撤回 吉川
 レバレッジETFを巡る議論 志馬
 ーデリバティブを組みこんだETFの紹介とSECの動きー

No.1671 (2012. 4)
 国債取引の決済期間の短縮化とレポ市場の整備 中島
 ー二つのワーキング・グループの最終報告書と工程表ー
 外務員資格試験制度の改革と課題について 坂下
 米国のダブル・ボトムライン投資ファンド 松尾
 高頻度取引をめぐる規制動向 清水
 株式マーケット・ニュートラル戦略のリスク・リターン比較 坂本

No.1672 (2012. 6)
 投資勧誘規制の在り方をめぐる論点 二上
 ユーロ危機とECB 伊豆
 ダーク・プールの陥落 吉川
 ーSECによるバイブライン処分ー
 香港取引所のグローバルIPO市場 志馬
 新たな注目を集めるカバード・ボンドの特徴と市場急拡大の背景 築田

No.1673 (2012. 8)
 FMI (金融市場インフラ)の強化によるアジア債券市場の活性化 宿輪
 ー資金決済(PVP)と証券決済(DVP)のリンクが大事ー
 日本の国債相場を支えているものは何か 中島
 アメリカのダークプール規制のその後 清水
 インドの金融システムの構造は変化したのか? 西尾
 日本の地方債制度とその格付け 江夏
 ー地方債市場の持続可能性に焦点を当ててー

No.1674 (2012.10)
 日銀の「危機対策」と「最後の貸し手」機能 伊豆
 ナイト・キャピタルのアルゴ暴走 吉川
 ー超高速コンピューター取引のリスクー
 米国ボラティリティ商品市場の拡大とトラブル 志馬
 ークレディ・スイス発行のETNを巡る問題ー
 米国投資顧問業(RIA)の自主規制機関(SRO)をめぐる論議 坂下

No.1675 (2012.12)
 繰り返される国債日銀引受発行の議論 中島
 地域再生ファンドの取組と課題 松尾
 統合取引追跡システムに関するSEC最終提案 清水
 アジア債券市場育成の取り組みと成長過程 西尾
 イギリス金融規制改革のゆくえ 築田

No.1676 (2013. 2) 執筆者
 取引所再編成の背景と意義 二上
 日本銀行法と「最後の貸し手」機能 伊豆
 ICEによるNYSEユーロネクスト買収合意 吉川
 独自性を発揮するNYSE Arca取引所 志馬
 ー米国で拡大するETP市場の開拓者ー
 SECのフォームF4に関連する問題 福本

No.1677 (2013. 4)
 アベノミクスは国債相場に如何なる影響を与えるか 中島
 社会的責任投資とその評価手法 松尾
 欧州証券市場はどの程度分裂しているか 清水
 中国の合会と日本の無尽の銀行化 西尾
 ー中国の中小企業金融への示唆としてー
 韓国のカバードボンド法制案と住宅金融市場 築田
 米国における受託者責任(Fiduciary Duty)のRRへの適用と証券業界の見解 坂下

No.1678 (2013. 6)
 リテール・ビジネスのバリュー・チェーンとアンパンドリング 二上
 金融危機と日本銀行 伊豆
 ー特融・預金保険機構向け貸付・出資ー
 ツイッター・クラッシュ 吉川
 ーハッカーの誤情報による米国株急急変動ー
 米国株式オプション市場の拡大とその背景 志馬

No.1679 (2013. 8)
 長期金利の変動はなぜ生じたか 中島
 ソーシャルインパクト債と社会貢献型投資 松尾
 アメリカのティックサイズ拡大議論 清水
 アベノミクスと機関投資家行動 志馬
 投資家保有構造から考える日本国債の安定性 西尾
 イギリスの個人貯蓄口座(ISA)の現状と展開 築田

No.1680 (2013.10)
 世界の「上場」取引所の収益動向 二上
 東日本大震災復興におけるファンドの取組 松尾
 ベイルアウトとベイルイン 伊豆
 BATSとダイレクトエッジの合併合意 吉川
 ー米国株式市場の再編ー
 五月二三日の株式市場クラッシュと先物市場 志馬
 クラウドファンディングによる岡山県・西栗倉村の地域活性化の取組み 坂下

No.1681 (2013.12)
 国債危機の回避は財政再建か経済成長か 中島
 デリバティブ市場統合における論点 二上
 ATSでのNMS証券の取引状況 清水
 新規公開株の価格形成 岡村

No.1682 (2014. 2)
 投資型クラウドファンディングとリスクマネー供給 松尾
 ベイルイン債とは何か 伊豆
 米国HFTの実情 吉川
 ーSECのMIDASデーター
 取引所再編の動きとデリバティブ取引の収益性 志馬

公益財団法人 日本証券経済研究所

ホームページのご案内

<http://www.jsri.or.jp/>

(YAHOO、Googleなどの検索サイトで、「証券経済研究所」、「jsri」ですぐ検索できます。)

I. 研究所の紹介等

- | | |
|-------------|---|
| J S R Iについて | 当研究所の概要や事業活動を紹介しています。 |
| 出版物案内 | 『証券レビュー』『証研レポート』『金融商品取引法研究会研究記録』の全文、『証券経済研究』の各論文要旨を掲載しています。また、定期刊行物のバックナンバー一覧、単行本の内容紹介と目次もご覧いただけます。 |
| 証券図書館 | 証券図書館の概要や利用の手引きを紹介しています。 |
| 講演会録 | 「資本市場を考える会」「証券セミナー」の講演会録（全文）をお読みいただけます。 |
| 研究会 | 当研究所が主催する研究会の概要と活動状況を紹介しています。また、金融商品取引法研究会研究記録（全文）をご覧いただけます。 |
| 株式投資収益率 | 株式投資収益率（東証第一部、第二部）の年別・月別のデータ（概要）や産業別・銘柄によるランキングを掲載しています。 |
| トピックス | 海外の論文の翻訳・紹介や証券経済関係の小論文を掲載しています。 |

II. データベース検索

- | | |
|------------|---|
| 研究所出版物 | 出版物案内に掲載している出版物を書名・論文名または著者名等により検索できます。 |
| 証券図書館の蔵書 | 証券図書館（東京）所蔵の蔵書を書名、著者名等により検索できます。また、新規受け入れ図書を紹介する新着資料案内もあります。 |
| 証券関係の論文・記事 | 証券図書館（東京）が受け入れている国内雑誌に掲載された証券関係の論文・記事を論文名、著者名及びキーワードにより検索できます。 |
| 証券年表 | 新聞、雑誌等の記事を「証券」「金融」「一般」に3分類し、月単位で更新しています。日付ごとに記事を一覧することができるとともに、探したい用語を含む記事の検索もできます。 |

証券図書館

証券・金融・経済関係の資料をご覧になりたい方はどなたでも、ご利用いただけます。

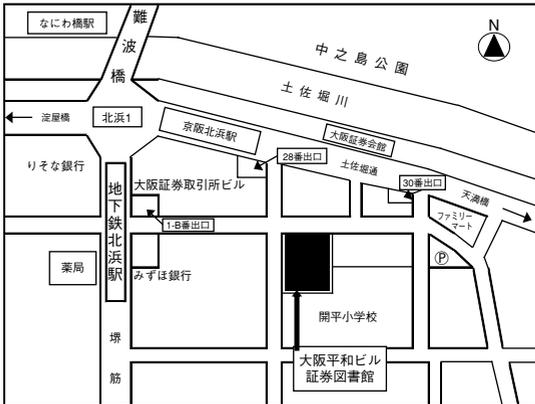
所在地 大阪市中央区北浜1-5-5 大阪平和ビル地下1階
TEL (06) 6201-0062

開館時間 午前9:30 ~ 午後5:30
土曜、日曜、祝日、年末、年始および館内整理の日は休館します。

図書 証券(経済、制度、取引法)関係の専門書をはじめ、金融、財政、経済、経営、会計関係の図書および、年報、年鑑、上場会社の社史等を集めております。

雑誌 取引所、協会、証券会社、銀行、官庁、大学等の刊行物、一般雑誌、産業関係資料ほか、海外の新聞、雑誌等を集めております。

(みなさんのご利用をお待ちしております。)



道順
地下鉄堺筋線・京阪本線
北浜駅1-B番出口又は
28番出口より徒歩2分

日本証券経済研究所のホームページ (<http://www.jsri.or.jp>) から図書の検索ができます。ご利用ください。

証研レポート第一六八三号
二〇一四年四月十四日発行
(偶数月第二月曜日発行)

2014年4月号

発行所

公益財団法人 **日本証券経済研究所**
大阪研究所

〒541-0041 大阪市中央区北浜 1-5-5 大阪平和ビル
電話 (06) 6201 0061 (代表) Fax (06) 6204 1048
<http://www.jsri.or.jp>

定価(本体380円+税)