

# 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、匿名組合員の出資分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。<sup>(3)</sup>「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<sup>(4)</sup>。

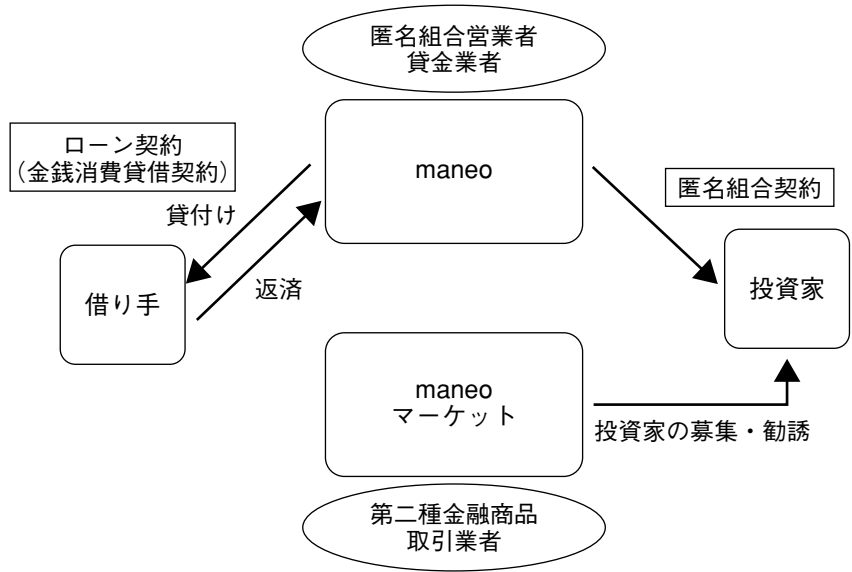
### (2) maneooの仕組み

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。<sup>(5)</sup>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<sup>6)</sup>、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、完済金額七五億九五九六万円となっている。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。<sup>(7)</sup> 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。<sup>(8)</sup> 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。<sup>(9)</sup> 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ルによれば、「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。<sup>(10)</sup>

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。<sup>(11)</sup>

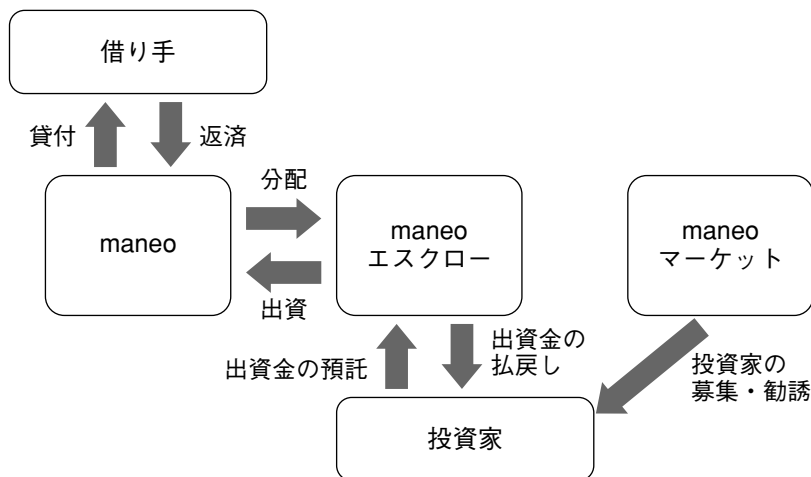
投資家は、出資金を一旦maneoエスクローに預託し、同社が改めてmaneoに出資をする形を取っている。このような形態をとるのは、当局から分別管理に対する要請があったこともあるが、主として倒産隔離のためである。つまり、maneoやmaneoマーケットが倒産した場合に、その影響が投資家の拠出金に及ばないようにしているのである。匿名組合契約では、出資金はすべて営業者の財産となり、組合員はそれに対する持分も営業者の営業への関与もできないため、こうした安全性確保の仕組みは特に重要であろう。<sup>(12)</sup>

## 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<sup>(14)</sup>。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」<sup>(15)</sup>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」<sup>(16)</sup>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。<sup>17)</sup>

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<sup>18)</sup>を用いて分析する。これに加えて、収入、現在の借入残高、毎月の出費額、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。<sup>19)</sup> 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。

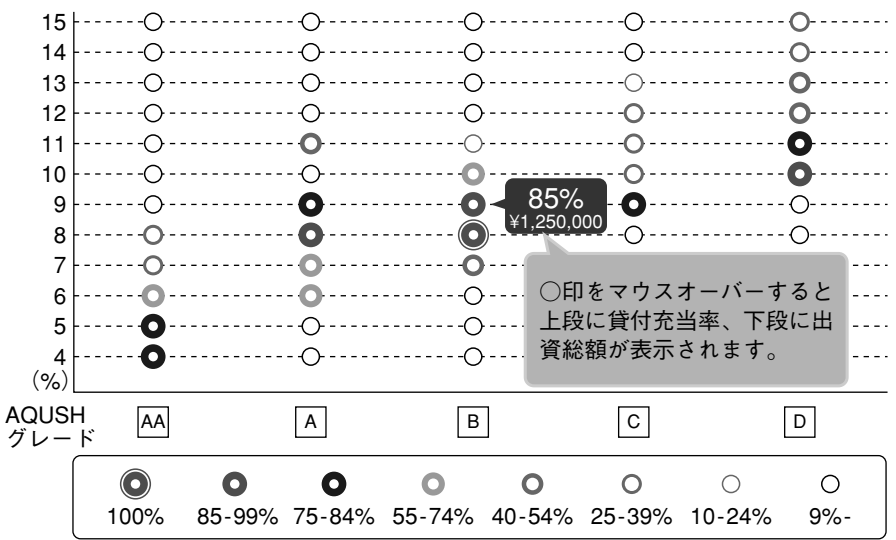
マーケット・ヒートマップは、どのA Q U S H グレードのどの金利の匿名組合から貸し付けられているのかを



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、<sup>(20)</sup> 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%であった。<sup>(21)</sup>

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。<sup>(22)</sup>

#### (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。<sup>(23)</sup> 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<sup>(24)</sup>において九〇%以上の銘柄の主幹事証券会社（代表取扱会員）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<sup>(25)</sup>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<sup>(26)</sup>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<sup>(25)</sup>）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<sup>(26)</sup>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。<sup>(27)</sup>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 Cammer）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二二〇〇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](https://www.aqush.jp/pdf/AQUSSH_Data2012.pdf)
- (21) [http://www.exchange.co.jp/pdf/ExCo\\_Press\\_Release\\_20120111.pdf](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](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](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。

(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(ミュージックセキュリティーズ、岡山県・西栗倉村、maneo、SBIソーシャルレンディング、AQUISH)」『岡山商大論叢』第四九巻第三号 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・西栗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)