

# フィンテックが企業の資金調達へ及ぼす影響

鈴木 健 嗣

## 要 旨

本稿の目的は、フィンテックが企業の資金調達へ及ぼす影響やその仕組みについて、フィンテックによる情報生産機能を通じて考察することにある。フィンテックは、「ソフト情報のハード化」, 「ハード情報の情報処理の高速化」, 「多様な情報を持つ主体のマッチング」を通じて新たな情報を生産し、企業の新たな資金調達機会を高めると考えられる。既存のフィンテックとして、フィンテック・レンディング、株式型クラウドファンディングを取り上げ、既存金融機関では利用されてこなかった情報、その情報のハード化、ハード化された情報の利用と経緯、ハード化された情報の問題点、既存金融機関との関係性などについて述べていく。

キーワード：フィンテック、情報の非対称性、フィンテック・レンディング、株式投資型クラウドファンディング

## 目 次

1. はじめに
2. 企業の資金調達問題と情報の種類
3. フィンテック・レンディング
4. 株式投資型クラウドファンディング (ECF)
5. まとめ

## 1. はじめに

フィンテック (FinTech) とは、金融 (Finance) と技術 (Technology) を組み合わせた造語で、金融サービスと情報技術を結びつけたさまざま

な革新的な事業・サービスといえる<sup>1</sup>。フィンテックは世界的に急速な広まりを見せており、実務界・規制当局のみならず学界からも注目を集めている。フィンテックの広がりには企業の資金調達にいかなる影響を及ぼすのか、既存の資金調達手段と比べフィンテックの優位性・問題

1 日本銀行ホームページより引用。  
(<https://www.boj.or.jp/announcements/education/oshiete/kess/i25.htm/>)

フィンテックが企業の資金調達へ及ぼす影響

点とは何か、既存の資金調達手段との関係性はどのように考えられるのか、さまざまな疑問が生じる。本稿の目的は、こうした問いに答えるべく、フィンテックが企業の資金調達へ及ぼす影響について考察を深めることにある。

本稿では、フィンテックが企業の資金調達へ及ぼす影響は、「ソフト情報のハード化」、「ハード情報の情報処理の高速化」、「多様な情報を持つ主体のマッチング（特にソフト情報を持つ主体の参加の増加による）」を通じて企業の新たな資金調達機会を増やすという考えについて紹介する。この考えを紹介する前に、企業の資金調達が困難となる理由について主に情報の非対称性の問題（逆選択問題、モラルハザード問題）を取り上げ説明する。次に、情報を2つの種類（ハード情報、ソフト情報）に分けそれぞれの特徴及びメリット・デメリットについて説明したうえで、フィンテックが企業の資金調達へ及ぼす影響について紹介する。最後に、企業の負債調達的手段としてフィンテック・レンディング（FinTech lending）、株式調達的手段としては株式型クラウドファンディング（Equity crowd funding, ECF）を取り上げ、既存金融機関では利用されてこなかった情報の面について説明し、その情報のハード化、ハード化された情報の利用と経緯、ハード化された情報の問題点、既存金融機関との関係性に焦点を当て説明していく。

## 2. 企業の資金調達問題と情報の種類

### 2.1 企業の資金調達の問題

企業の資金調達が困難なケースには、事業に

必要な資金を資金提供者から「調達することができない」、「調達はできるものの非常にコストが高い」、「必要な・迅速なタイミングで受けることができない」などがある。こうした背景には、大きく分けて2つの問題が原因にある。1つは不確実性の問題である。将来とは不確実で何が生じるか見通しが見つからない。見通しが見つからない事業・企業（不確実性が高い事業・企業）ほど資金調達しづらく、調達できても高い収益率（資金調達コスト）を要求される。もう1つの問題は、本稿で特に焦点を当てる情報の非対称性の問題である。情報の非対称性の問題とは、企業と資金提供者間で保有している情報に差があることによって生じる。極めて有望な投資機会をもつ企業であるにもかかわらず、企業と資金提供者間の情報の非対称性の問題によって資金調達できない状況を考えてみよう。企業は自らの事業の投資機会・将来性は極めて有望であると知っている。しかし、資金提供者がその事業の内容を十分に理解できない、または理解できるほどの情報量が不足している場合、資金提供者は企業から事業の将来性は有望であるとの説明を受けたとしても資金提供に対し前向きな態度をとらない。なぜならば、（資金提供者が正しい状況判断できるほどの情報を持ち合わせておらず）資金提供者は企業の説明は虚偽かもしれない、また見積もりが甘すぎるかもしれないと考えるため、資金の提供を拒む。これは資金を提供する前の情報の非対称性の問題（事前の情報非対称性の問題）で、逆選択問題とも言われている。

たとえ資金提供者は事業が有望だと判断できた場合であっても、事後的な情報非対称性の問題によって資金が提供されないこともある。提供した資金が経営者の私的便益を追求する投資

といった無駄遣いに回され、有望な事業へ適切に利用されないかもしれない。こうした疑いがある場合も、資金提供者は資金提供に前向きにはならない。これは資金提供後の情報の非対称性の問題（事後の情報の非対称性の問題）であり、モラルハザード問題と言われている。こうした事前・事後の情報の非対称性の問題が緩和されるのであれば、有望な投資機会を持つ企業は資金調達を受けやすくなる、もしくは調達コストが小さくなる（情報の問題が小さくなる）といえる。

## 2.2 情報の種類とフィンテックの役割<sup>2</sup>

それではフィンテックは情報の非対称性の問題に対し、どのような影響を及ぼすのであろうか。分かりやすくするために、情報を2つの種類の情報（ハードな情報、ソフトな情報）に大別して説明していく<sup>3</sup>。

フィンテックは、「ソフト情報のハード情報化」<sup>4</sup>、「ハード情報の情報処理の高速化」<sup>4</sup>、「多様な情報を持つ主体のマッチング」を通じて新たな金融を提供することと考えられる<sup>4</sup>。ハードな情報とは数字に還元される・されやすい情報をいう。例えば、決算書の数値、株価リターン、生産量などであり、数値でその意味が分かる情報である。ハードな情報は、数値に置き換えやすいので、情報を数値でコード化し、その情報を第三者に送信することが可能である。情報の意味は送信された数値（情報）のみであり、ハードな情報を送られた第三者は送った人

と同じ意味の数値（情報）を受け取ることができる。その情報は誰が見ても同じ数値（情報）として受け取られ、ハードな情報をもとにした契約の履行が可能となる。

ソフトな情報とは数値に置き換えにくい情報である。例えば、アイデア、噂、経営者の性格、信頼度などがそれにあたる。経営者の性格や信頼度といった情報を数値化（ハード化）することは難しい。例えば、性格や信頼度は個人的な評価や立場によって異なるため、評価する人によって、性格や信頼度の評価は異なる可能性がある。ソフトな情報は、収集した環境（性格や信頼度の例では評価する個人などに当たる）から離れると有用性が低下するという特徴も持つ。借り手が誠実であること（ソフト情報）を第三者が完全に証明することは難しく、誠実さを評価するためには多面的な観察と評価する人の個人的評価・基準に依存するためである。そのため、個人的な評価や収集した環境が再現でき難いため、ソフトな情報をもとにした契約の履行は難しい。

情報をハード化することによるメリットとデメリットについて説明する。情報をハード化することによって得られるメリットは非常に多い。まず第1に幅広い人々へ情報を低コストで伝達することができる。そして、幅広い人々がその情報をもとにした意思決定に参加しやすくなる。資金提供者に予算制約があり1人当たりの提供額に限界がある場合、多くの資金提供者が同じ情報をもとに参加することができればよ

2 本節の議論はLiberti and Petersen (2019) をもとに行っている。より詳細な説明を求める場合にはLiberti and Petersen (2019) を参照いただきたい。

3 実際にはハード情報に近いソフト情報、ソフト情報に近いハード情報があり、情報のハード・ソフトの度合は連続的なものである。

4 Balyuk et al. (2020) は中小企業向け融資市場のデータを用い、フィンテック・レンダーと代替的な関係にあるのはソフト情報を生産せず融資を行う借り手の地域外大手銀行であることを示し、フィンテック・レンダーはソフト情報のハード化よりもハード情報の効率的な処理に優れていると述べている。

り多くの資金を調達することができる。第2のメリットは情報を維持するコストが低い点である。数値であれば情報維持にはコストはほとんどかからない。一方で、ソフトな情報の維持にはコストがかかる。例えば、融資先の経営者の誠実さや信頼性について数値化できなければ、融資担当者は融資先の経営者の誠実さを記憶しなければならないし、担当者が変わると引継ぎが十分できないためその情報を完全に維持し続けることは難しい。情報を低コストで正しく伝達・維持することができるのであれば、意思決定者の範囲が広がることを意味する。多くの事業を抱える大企業では事業部から上がってくる投資案について、経営者は事業部に直接携わっていないとも下から上がってくる情報（ハード情報、例えば正味現在価値（NPV）、内部収益率（IRR）など）をもとに意思決定する必要がある。さらに言うと、事業部内で係長、課長、次長、部長、役員と稟議書（ハード情報）が回り、それぞれが意思決定したのちに常務会、取締役会を通じて経営者・経営陣が意思決定することになる。直接、投資案を担当しない意思決定者でも、投資案のコスト・パフォーマンスが数値で表されることにより、それぞれが同様の情報をもとに評価することが可能となる。第3のメリットは、情報処理をコンピュータに委任することができることである。意思決定に必要な情報がハード情報（数値情報）で十分に賅えるのであれば、意思決定はコンピュータに任せることができ、意思決定のスピード及び正確性が向上する。将棋や囲碁のAIなどは最善手の

度合を数値で表すことで意思決定を促す。この場合、AI・コンピュータを利用することで人が考えきれない膨大な手を瞬時に分析し、最良手を判断することができる。投資においても、不動産融資のように資産価値を比較的正確に計算できるものであれば、銀行内での稟議書を回すような人を介する融資よりも同様の正確性で、より早く意思決定できるかもしれない<sup>5</sup>。

情報のハード化にはデメリットも存在する。第1に、情報の封じ込めは困難となることである。これは情報を伝達しやすいというメリットの裏返しと言える。ハード化された情報は、情報の伝達が低コストかつ正確に伝えることができるため、不特定多数に拡散されやすく、情報の漏洩を望まない場合でも瞬時に拡散してしまう可能性がある。

2つ目のデメリットは情報をハード化する過程で情報量が失われることにある。さまざまな観点で評価されるべき情報を、誰が見ても同一の情報（数値）にハード化するということは他の視点についての情報を失うことを意味している。例えば、多くの事業を抱える大企業において、事業部から必要な投資案へ投資するよう経営陣へ要望が上がってくる状況を考えてみよう。直接携わっていない経営者は投資案のコスト・パフォーマンス（ハードな情報）で投資案を評価し、採用しないという意思決定を行ったとする。しかし、事業部からは、経営陣は直接携わっていないから何も分かっていない、適切な意思決定ができていないと不満を持つ場合がある。そして、この時の不満は、投資案の価値

5 Buchak et al. (2018) や Fuster et al. (2019) は、米国の住宅ローン市場におけるローン審査の長期化、審査キャパシティー制約、非効率な借り換えといった問題を、FinTechの融資技術の進歩により、緩和されより効率的な融資が実現されていることを示している。Fuster et al. (2019) は FinTech レンダーが住宅ローンの処理時間を20%短縮するもの、FinTechで組成されたローンのデフォルト率は、従来のレンダーよりも25%低いことを示し、より効率的に住宅ローンが組成されていることを示している。

が十分にハードな情報に組み込めないことから生じている可能性がある。その投資を行えば、従業員のモチベーションの向上、離職率の低下、取引先との関係性の向上、他の事業部との関係性や将来の相乗効果などが見込めるかもしれない。しかし、将来性・関係性・モチベーション向上の効果などは人によって評価が変わり数値化（ハード化）しにくいいため、経営陣が投資を評価する際に用いる情報に盛り込みにくい。そのため、投資の価値を過小評価されていると事業部は考え、経営陣の意思決定に不満を持つかもしれない。人材雇用の現場でも履歴書の情報では点数が伸び悩み落ちた人の中にも、コミュニケーション能力や向上心が高く極めて優秀な人もいるかもしれない。融資の現場においても、極めて優良な借り手であったとしても、書類上悪い印象を与えている場合、貸し手は誤って信用を拒否してしまうことがあり得る。情報をハード化することは必然的に情報を失うことを意味しており、失われた情報の重要性が問題であり、ハード情報化の過程でこの点に十分に思いを馳せる必要がある。

3つ目のデメリットとは、ハードな情報は粉飾しやすいという点である。ハードな情報を新たに入力する際、もしくは、既にあるハード情報を修正する際にこうした粉飾が生じやすい。例えば、2008年の金融危機時のサブプライム・ローンはハード情報の粉飾がその原因の一端として指摘されている。融資担当者が住宅を購入する人に点数をつけ、その点数をもとに住宅ローンを所得の低い人向けのサブプライム・ローン、所得が高い人向けのプライム・ローン、融資しないという意思決定を行っていた。仮に80点以上の人をプライム、60点以上の人をサブプライム、60点未満を融資しないとしたと

する。当時、米国は好景気で、不動産価格は上昇傾向にあり、本当は50点の人でも審査担当者が将来の不動産価格の上昇を加味し60点と評価、同様に本来70点の人も80点と評価してしまうことが相次いで生じていた。結果として、サブプライム・ローンを受ける人の本当の点数の平均点は60点を下回り、本来ローンを組めない人達がローンを組んでいたことになる。サブプライム・ローンの利率は60点で計算されていたデフォルト確率をもとに計算されており、実態を伴わない低すぎる利率で貸していたことになるため、自ずとサブプライム・ローンは破綻するというわけである。そして、ハード情報は情報の伝達が正確、かつ低コストでできるため、粉飾されたハード情報は証券化され国際的に広まり、サブプライム・ローンの破綻は国際的な金融危機を引き起こしたといえる。これは、ハード情報の入力時の判断ミスが引き起こした粉飾といえる。日本でもシェアハウス向けの不動産融資において、ハード情報が操作されることで生じたカボチャの馬車事件があった。ここでの粉飾は銀行がシェアハウス購入者の預金の金額などを操作し、融資妥当であるという評価に結び付け、結果として安易な不動産貸し付けが横行したというものである。これは、既にあるハード情報を書き換えることで生じた粉飾といえる。

### 3. ファイテック・レンディング

フィンテック・レンディングとは、銀行などの金融機関を介さずに、インターネットを経由し、借り手が貸し手に個人もしくは企業向け融資を行う仕組みである。ピア・ツー・ピア・レンディング (P2P レンディング, Peer to peer lend-

図表1 米国の個人向け無担保ローンシェア

	Bank	Credit Union	Traditional Finance Company	FinTech
2013	40%	31%	24%	5%
2014	39%	28%	22%	11%
2015	35%	25%	19%	21%
2016	32%	23%	16%	29%
2017	30%	22%	13%	35%
2018	28%	21%	13%	38%

〔出所〕 米調査会社 TransUnion のレポート

(<https://newsroom.transunion.com/fintechs-continue-to-drive-personal-loans-to-record-levels>)

ing) やマーケットプレイス・レンディング (Marketplace lending) と呼ばれている。国際決済銀行の推定によると、世界のフィンテック・レンディングの総額は2013年から2019年にかけて170億ドルから7,690億ドルへ増加し、年成長率は87.3%で増加している。

米国では様々な分野でフィンテック・レンディングが増加している。図表1は、米調査会社 TransUnion のレポートで米個人向け無担保ローンのシェアの推移を示している。2013年個人向け無担保ローンのシェアはBankが40%、Credit Unionが31%、Traditional finance companyが24%でフィンテック・レンディングはわずか5%のシェアだったものが、2017年にはフィンテック・レンディングのシェアは銀行を抜き、2018年にはそのシェアは38%にも達する急成長を遂げている<sup>6</sup>。米国住宅ローン市場 (Fuster et al., 2019)<sup>7</sup>や中小企業融資市場 (Go-

pal and Schnabl, 2020) においても金融危機以降に劇的に増加していることが報告されている。COVID-19における企業融資においてもフィンテック・レンディングは重要な役割を果たしたことも報告されている (Griffin et al., 2022)<sup>8</sup>。

フィンテック・レンディングの形態は、プラットフォーム上で貸し手と借手をマッチングさせる方法や融資型クラウドファンディングなど多種多様である。また、信用リスクの評価においては、フィンテック・レンディングと銀行とは異なっていることが指摘されている。銀行はハード情報 (クレジットスコア、クレジットヒストリー、収入、雇用形態、持ち家等) と関係性を通じて収集したソフト情報、モニタリングなどを通じて信用リスクを判断するのに対し、フィンテック・レンディングでは、銀行で用いられるハード情報に加え銀行では用いられ

6 Buchak et al. (2018) は、金融危機後の伝統的な銀行による監視や規制が強まったことが、FinTech レンディングの台頭の主な要因であると述べている。

7 Fuster et al. (2019) によると、2010年から2016年にかけて FinTech レンダーによるシェアは2%から8%へ増加していることを明らかにしている。

8 COVID-19に対する企業向け救済プログラムである Paycheck Protection Program (PPP) は、2020年4月から2021年5月にかけて、3回の短期ラウンドで793億ドルを超える資金を急速に分配しました。Griffin et al. (2022) によると、FinTech レンダーはラウンド1では融資の5%未満とスロースタートでしたが、2021年5月には融資の80%以上にまで急増し、その重要性が高まっていることを示し、フィンテック融資はPPPへのアクセスを広げたと評価されている。

てこなかったソフト情報を用いていることが多くの研究で指摘されている<sup>9</sup>。

### 3.1 P2P レンディングにおけるソフト情報

P2P レンディングとは、金融仲介機関を介さずに、貸し手と借り手の双方が、オンラインプラットフォームを通じて直接マッチングし、個人や企業への融資がなされる仕組みである。銀行で用いられにくいのが、P2P レンディングで用いられる情報とは何であろうか。1つは借り手と貸し手の間の特殊性によって生じるソフト情報である。例えば、直接的なつながりや友人関係に基づいた情報がそれにあたる。貸し手と借り手が長年の友人関係にあれば、貸し手は借り手がどういった人間なのか、信頼できるのか判断できやすい。フィンテック・レンディングがそうした関係性の中で行われる場合、デフォルト確率が改善し、金利が低く、融資が実行される確率が高いことがいくつかの研究で明らかにされている。友人による情報生産機能は直接友人が融資を行わなくとも機能する場合がある。SNSで友人が多い人や友人からの推薦が多い人は、貸し手と借り手の間で友人関係といった直接的なつながりが無くとも、デフォルト確率・金利の低下、融資が実行される確率の増加をもたらすという指摘もある (Lin et al., 2013; Freedman and Jin, 2017)。さらにはSNSなどでのデジタルフットプリントもP2P レンディングでは利用されており、実際にデフォルト確

率や金利などに影響を及ぼしていることも報告されている (Iyer et al., 2016)<sup>10</sup>。Ravina (2019) は、貸し手と借り手が同じ人種の場合の貸出行動について検証している。黒人の借り手は、貸し手が黒人の場合ほど、融資を受けやすく、金利が低く、デフォルト確率が低いことを示している。これは、黒人の貸し手は白人よりも黒人の借り手を選別する能力があることを示している。この結果は、情報を保有する人が貸し出しを決定することで借り手はより有利な条件で借り入れることを示唆している。

その一方で、デフォルト確率は低下しないが、融資の確率を高め、金利を下げる情報についても報告されている。例えば、身体的魅力 (年齢、美貌等) の個人的特徴 (Ravina, 2019) や借り手の意気込みや成功すると主張する説明 (Herzenstein et al., 2011) などがこれにあたる。例えば、Ravina (2019) によると、美しい女性の借り手は、容姿以外同様の特性を持つ平均的な容姿の女性と比べ、P2P レンディングを通じて資金を得る可能性が11.7%高いものの、デフォルト確率が高いことを示している。そして、同じ特性を持つ平均的な容姿の申込者が、同じ確率で融資を受けるには、支払い可能な金利を0.72%上げるか、代わりに希望額を1,101ドル下げる必要があると報告している。こうした結果に対しては2通りの解釈があり得る。1つ目の解釈は、嗜好性差別 (taste based discrimination) や偏見・誤認識 (misperception model) による評価が貸し出しの意思決定に影

9 その一方で、フィンテック・レンダーが既存金融機関よりソフト情報ではなくハード情報を重視しているという研究もある。Maggio and Yao (2021) は意外なことに、フィンテック・レンダーの金利の変動は信用報告書 (credit report) の情報が大部分を説明していたのに対し、既存金融機関ではそうではないことを実証的に明らかにしている。これは、既存金融機関よりもフィンテック・レンダーが、信用報告書にといったハード情報の数値に信用の意思決定が委ねられていることを示唆している。

10 地域の社会資本 (Social capital) の評価からデフォルト確率や金利へ影響を及ぼしていることを主張する研究もある (Hasan et al., 2020)。

フィンテックが企業の資金調達へ及ぼす影響

響を及ぼす可能性である。この場合は、貸し手の評価が誤っていることが示唆される。もう1つの解釈は、リスクに対するリターンという概念とは別に貸し手の効用（意気込みを粹に感じ応援することによる満足感、好きなタイプの人にお金を貸すことによる満足感等）が貸し出しの意思決定に影響している可能性があり、貸し手の目的は金銭的効用のみならず非金銭的な効用を追求した結果といえる。既存金融機関では非金銭的な追及による貸し出し自体奨励されるわけではないので、既存金融機関には無い新たな付加価値を通じて資金調達を行っている可能性がある。

### 3.2 P2P レンディングのスケール化

デフォルト確率を下げる有用なソフト情報の選別が進み、ソフト情報をハード化し、実装される流れがおきている。フィンテック・レンダー・プラットフォーム（以下フィンテック・レンダー）がさまざまなソフト情報を集め、独自の格付けグレードを作成している。例えば、米 LendingClub の格付けグレードは2016年時点で、デフォルト率やスプレッドに対する精度は他の貸金業者を上回っており、その精度は年々向上していることが報告されている（Jagtiani and Lemieux, 2019）。米フィンテック・レンダーの OnDeck 社は、Amazon, eBay, Facebook, Twitter, LinkedIn などの e コマースや SNS データ、信用スコア情報、会計データなど2,000種類以上のデータを利用し、独自の OnDeck score を作成し、中小企業融資へのフィンテック・レンディングに利用している。

また、OnDeck や Kabbage は独自のスコア

に応じて債務を債務担保証券化し、機関投資家へ販売したり、Biz2Credit は提携する金融機関への仲介に徹するように進化している。こうした独自ソフト情報のハード化を通じて、貸し手の募集は無く、借り手企業のみ募集がなされるという意味において、フィンテック・レンディングは P2P レンディングから変容を遂げている。これはソフトな情報をハード化することで多くの投資家が意思決定を行うことを可能とし、資金提供者が個人から機関投資家や金融機関となることで、フィンテック・レンディングのスケール化に成功していることを示唆している。

### 3.3 銀行とフィンテック・レンディングの関係性<sup>11</sup>

フィンテック・レンディングが普及することで信用供給の中心的に供給を担ってきた銀行とフィンテック・レンディングの関係性についての議論が活発に行われている。特に、フィンテック・レンディングは銀行にアクセスすることができない顧客に信用を提供し銀行の補完的な役割を果たしているのか、それとも銀行と競合する代替的な役割を果たしているのかという問いが注目されている。この点について研究した論文をいくつか紹介していく。

De Roure et al. (2022) は、銀行と P2P レンディング間の競争モデルを構築し、ドイツの地方銀行とドイツ最大の P2P プラットフォームである Auxmoney の顧客信用データを用いて検証している。彼らは、銀行は預金を預かり、自己資本を融資に投じる一方、P2P はフル・エクイティ・レンダー<sup>12</sup>と仮定し、理論的枠組み

<sup>11</sup> 銀行とフィンテック・レンディングについての関係性を詳細にまとめた研究には安田・山田（2020）がある。参照いただきたい。



を構築している。彼らは、P2P レンディングと銀行の融資は負の相関を持ち、P2P 融資は最もリスクが高く収益性の低い顧客を銀行から奪い、P2P 融資者のリスク調整後金利は銀行より低い、という結果を得たことを報告している。Tang (2019) は、銀行が融資基準を厳しくする原因となった規制改革を銀行の外生的な供給ショックと定義し、外生ショックが起きた時に銀行の貸出先がフィンテック・レンディングに流れたのか、その場合どういった特徴の企業がフィンテック・レンディングを利用するのかについて検証した。Tang は銀行の与信にアクセスできる顧客がフィンテック・レンディングを利用していることを明らかにし、銀行と代替的な関係性があること、また、小口融資のビジネスにおいては銀行の与信にアクセスできない企業の融資を提供し補完していることを報告している。

Barkley and Schweitzer (2020) は、2015年FRBの中小企業信用調査データを利用しフィンテック・レンダーから資金供給を受けた人(借り手)の特徴を分析することで銀行との関係性について分析している。彼らの結果からは、銀行からの信用供与を拒否された企業がフィンテック・レンディングを利用していることを示しており、フィンテック・レンダーは銀行と競合しているというよりは補完的な関係にあることを示唆している。Balyuk (2022) も、フィンテック・レンダーが伝統的な銀行からクレジットにアクセスできない消費者のクレジット・アクセスを改善していることを明らかにしている。Jagtiani and Lemieux (2019) は、フィンテック・レンダーが普及している地域に

着目し分析を行っている。かれらは銀行の支店が少ないなど銀行サービスを受けられない可能性の高い地域においてフィンテック・レンディングが浸透していることを明らかにしている。また、Jagtiani et al. (2021) では、住宅ローン市場を対象にした分析で、伝統的な金融機関の拒否率が高い地域では、より多くの借り手が住宅ローンのフィンテック・レンダーを利用して見つけている。これらの結果はいずれもフィンテック・レンディングは銀行と競合しているというよりは、銀行が供給できていない資金需要に対しフィンテック・レンダーが資金供給を果たすといった、補完的な関係にあることを示唆している。

#### 3.4 フィンテック・レンディング普及と審査能力に対する問題点

フィンテック・レンダーは既存金融機関と競争しながら、いかに成長を遂げてきたのであろうか。フィンテック・レンダーはシェアを伸ばしているものの、問題点はないのか考えていく。

フィンテック・レンダーが、市場シェアを高めるためには2つの行動が考えられる。①銀行から融資を拒まれる信用力の低い借り手にもアクセスし、シェアを高めていくという考え方と②銀行も融資をする信用力の高い借り手に焦点を当て、従来の銀行が提供する条件よりも良い条件を提示して借り手を増やし、シェアを高めるという考え方がある。①の行動をとる場合、多くの顧客と向き合うため信用モデルを改善するためのデータがより多く集まるという点と、認知度を高める点が利点としてあげられる。しかし、データが不十分で、信用モデルが改善で

12 預金を利用せずに、貸付資金は全額株式によって調達する投資家。

フィンテックが企業の資金調達へ及ぼす影響

きなければ、ミス・バリュエーションを引き起こすという代償を伴う。②の行動をとる場合には、顧客を集めることに苦勞するため、取扱高の伸びは鈍化し、収益性も低くなる一方で、より質の高い借手を選別する技術に優れていることを市場で明らかにしブランドを構築できることが予想される。この2つの考えを用いて、無担保個人向けローンの分野でフィンテック・レンダーがシェアを伸ばしてきた背景を検証したのが、Maggio and Yao (2021) である。彼らは、フィンテック・レンダーは、はじめに信用力の低い個人からスタートし、その後、優良な借手に信用供与を行うことで市場シェアの拡大をはかる傾向があると述べている。

しかし、Maggio and Yao (2021) はフィンテックの借手の特徴の詳細な分析を通じて、フィンテック・レンダーの優良な借手を選ぶ審査能力は依然として十分ではないと主張している。彼らは、フィンテックの借手は、マッチングした非フィンテックの借手よりも、ハードな信用情報が少ない場合に、延滞やデフォルトすることを明らかにした。これは、「見えない優良借手」ではなく、特定された個人が従来の金融機関から借り入れるよりもパフォーマンスが低いことを示唆している。

Maggio and Yao (2021) の結果を詳しくみていこう。フィンテックからの借手は2つの特徴を持っていた。1つは、既存債務の整理のためにフィンテックを利用するという特徴である。フィンテックの借手は、口座数が多く、信用利用率が高い傾向にある。これは、借手がすでに十分なクレジット・アクセスを持っており、高金利のクレジットカード債務を整理するためにフィンテックを利用している可能性があることを示唆している。もう1つの特徴とし

ては、フィンテックの借手が、借り入れた資金を過剰な追加支出に充てる傾向があるというものである。具体的には、既存金融機関から借りているマッチング対象者と比べ、フィンテックの借手は総債務残高とリボルビング残高の両方が、融資実行後に増加する傾向にある。さらに、フィンテックの借手は、融資後数ヶ月の間に自動車を購入する傾向があると報告している。これらの結果は、フィンテックの借手は過剰に融資を受けるために、デフォルトしやすくなっており、フィンテック・レンダーの優良な借手を選ぶ審査能力には疑問が残るという考え方を支持している。

フィンテック・レンダーが借手を審査する能力が低くなることで生じる問題は世界的に頻発している。Wonga はイギリス発祥のオンラインの短期無担保個人向けローン (pay-day loan) であり、イギリス、オーストリア、オランダ、カナダ、スイス、スペイン、ドイツ、ポーランド、南アフリカで事業を展開していた。しかし、1日1%の利子で年率数千%に相当する利息を徴収するビジネスモデルであった。そして、同社は返済不可能な人々に対し多額のお金を貸し付けていたことが、イギリスの Financial Conduct Authority (FCA) の精査によって明らかにされ、数万人に上る顧客からの損害賠償が発生したことなどにより破綻した。

日本のフィンテック・レンディングでも相次いで運営会社の不祥事が発覚している。発覚したフィンテック・レンダーには、元国内最大手フィンテック・レンディングのプラットフォームの運営会社 maneo、大手金融グループ SBI ホールディングスの元子会社 SBI ソーシャルレンディングが含まれている。maneo、SBI ソーシャルレンディングの不祥事は、事前の計

画とは異なる資金使途に不正利用したり、融資先企業が返済不能に陥り、借入金の横流しを続け、雪だるま式に被害が拡大したことが要因だった。いずれの場合もフィンテック・レンダーによる審査能力が十分ではなかったことがあげられる。

### 3.5 フィンテック・レンダーの今後

フィンテック・レンディングの歴史は浅く、前節の研究をもとに今後の銀行とフィンテック・レンダーとの関係性やフィンテック・レンダーの審査能力を結論付けることは早急と言える。銀行とフィンテック・レンダーとの関係やフィンテック・レンダーの審査精度は進化を続けており、将来にわたり銀行とフィンテック・レンダーは相互排他的な存在として捉えるのには無理がある。

いくつかの研究では、互いの情報を通じて信用拡大に結び付いていることを示している。Balyuk (2022) は、フィンテック・レンダーは機械学習や銀行の利用できないデータ利用などの顧客のスクリーニング技術を進歩させ情報の問題を緩和しており、銀行はフィンテック・レンディングの情報を利用して銀行による顧客の信用アクセスを拡大させていることを明らかにしている。

こうした情報スピルオーバーのみにとどまらず、実際には、銀行とフィンテック・レンダーとの合併が進んでいる。例えば、米フィンテック・レンダーの最大手の Lending Club は2020年に米銀行 Radius Bank を買収し銀行業を営み、Lending Club の最大のライバルフィンテック・レンダーである SoFi も小規模なコミュニティバンクの買収によって銀行免許を取得している。銀行のみならず、幅広い分野でフィン

テック・レンダーと関連企業との協業が進んでいる。Ghosh et al. (2022) で検証されているように、キャッシュレス決済サービス情報は、貸し出しに際しフィンテック・レンダーへ有益な借り手の情報をもたらす。上述したフィンテック・レンダーの OnDeck は借り手への決済サービスを開始し、かつて独立系決済サービス業者であった PayPal, Square, Stripe がいずれも融資業務を開始した。日本でも融資型クラウドファンディングにおいて度重なる不祥事があったものの、証券会社、小売業など幅広い分野の参入が報告されている。多くの参入により、競争・淘汰が促進され技術革新などを通じて付加価値の高い技術が生まれる。既存金融機関にとって、フィンテックへの参入やフィンテック技術の導入は、短期的には失敗した際における名声の失墜のリスクをもつ。しかしながら、長期的な視点で考える場合、当該技術の幅広い事業・サービスへの広がりを鑑みると、その導入の遅れが国内外の銀行業務・融資シェア拡大機会の致命的な逸失のみならず、現シェアを大幅に失うリスクをはらんでいる。

いずれにせよ、フィンテック・レンダーが機械学習や銀行の利用できないデータ利用などの顧客のスクリーニング技術を進歩させ情報の問題を緩和されることになれば、企業はより良い条件で多くの融資を受けることができるようになることが期待される。

## 4. 株式投資型クラウドファンディング (ECF)

ECF とは、非上場株式の発行により、インターネットを通じて多くの人から少額ずつ資金を集める仕組みである。新規・成長企業へのリ

フィンテックが企業の資金調達へ及ぼす影響

スクマナーの円滑な供給に資することを目的として、金融商品取引法等の改正及び日本証券業協会の自主規制規則の整備により、創設された非上場株式の発行を通じた資金調達を行うための制度として2015年5月に解禁された<sup>13</sup>。しかし、上場企業とは異なり、資金調達において多くの制約が設けられている。①同一の会社が資金調達を行うことができる金額は1年間に1億円未満、②勧誘・申し込みはクラウドファンディング業者のウェブサイトおよび電子メールのみ利用可（電話、訪問等は禁止）、③投資家1人あたりの個別払込額は1社につき年間50万円以下、④クラウドファンディング業者はECFで取り扱う株式やその発行企業の概要や資金調達の内容をウェブサイトで公表する、などがある<sup>14</sup>。

#### 4.1 ベンチャー企業投資と ECF

ベンチャー企業は、不確実性が高く、企業と資金提供者間の情報の非対称性の問題が深刻である。企業価値を企業が将来生み出す利益の現在価値合計と考えると、足元の利益や売上高（ハードな情報）では企業価値をほとんど説明できない。資金提供者がベンチャー企業を評価するうえで利用される情報のほとんどは、企業の将来性、経営者やトップ・マネジメント・チームの特徴（能力、意気込み等）、取引先との関係性といったソフトよりの情報である。

こうした特徴を持つベンチャー企業への主な資金供給者はビジネス・エンジェル（BA）やベンチャーキャピタル（VC）である。BA お

よび VC は様々な手段を用いて不確実性や情報の非対称性の問題に対応している。例えば、専門性を生かしたデューデリジェンスやハンズオンでは、経営の実態があるか（例えば取引先の実態はあるのか丁寧に調査など）、投資した資金を適切に利用しているか情報収集・モニタリング、アドバイスやネットワークを通じた取引先などの紹介なども行っている。さまざまな VC 契約、ステージ・ファイナンス、転換優先株（convertible preferred stock）といった種類株などの利用も、不確実性や情報の非対称性の問題の緩和を助けている（Kaplan and Strömberg, 2004）。

一方、ECF は、インターネットを通じて多くの人から少額ずつ資金を集める仕組みであり、BA や VC による資金提供方法とは大きく異なっている<sup>15</sup>。ECF でベンチャー投資を可能にする考え方の1つに群衆の知（Wisdom of crowd）がある。群衆の知とは、群衆の中の最も賢い個人や専門家による意思決定よりも、群衆全体による意思決定の方が優れているという考えである（Surowiecki, 2005）。その主な理由は、群衆の意思決定の方が意思決定時のノイズが小さいことにある。各個人の意思決定には知識・嗜好の偏りなどノイズがある。群衆の知では、群衆には多数の個人がおり、群衆の意見においてはこのノイズは相殺され優れた意思決定ができると考えている。群衆の知が機能する条件は3つ挙げられる。1つ目の条件は、多様性である。多様な専門知識や暗黙知（ソフト情報）を持つ参加者が存在すること。群衆が一方の偏った知

13 株式投資型クラウドファンディングや株式コミュニティ制度の導入経緯については森本（2015）を参照。

14 詳しくは日本証券業協会ホームページを参照

(<https://market.jsda.or.jp/shijyo/kabucrowdfunding/seido/gaiyou/index.html>)

15 松尾（2017）は BA・VC と ECF の投資モデルの違いについて詳細に説明している。

図表2 資金調達における情報の問題と ECF, BA/VC の取り組み

	ECF	BA/VC
逆選択問題 (事前の情報の非対称性の問題)	群衆の知・PFによる審査	専門的な知識・契約・投資方法
モラルハザード問題 (事後の情報の非対称性の問題)	—	モニタリング・ハンズオン・契約・投資手段

〔出所〕 筆者作成

識を持つ人のみで構成される場合、群衆の中のノイズは小さくなるものの偏った意思決定をもたらす。2つ目の条件は、独立性である。他人が犯した間違いに影響を受けないということである。例えば、人は自分より専門的な知識を持つ人の意見に影響を受けやすい。特定の専門的知識を持つ人の意見が偏っており、群衆内の他の人もその偏った意見に影響を受けるのであれば、結果として偏った意思決定となる。3つ目の条件は、分権化である。分権化とは群衆内の個々が独自に意思決定をすることを意味する。群衆内の個々が独自に意思決定できれば、個々の保有する固有の知識（暗黙知やソフト情報）が群衆の意思決定に反映され、結果としてノイズの小さな意思決定となる。

#### 4.2 ECF と資金調達の問題についての考察

図表2は資金調達の問題と ECF, BA/VC の問題に対する取り組みをまとめたものである。逆選択問題（資金提供する前の情報の非対称性の問題）に対し、ECF は群衆の知やプラットフォームによる審査によって、BA/VC は専門的知識・契約・投資方法を通じて問題に対応する。

群衆の知が機能する条件が整っているのであれば、資金調達時における情報の問題は緩和されることが見込まれる。しかし、現状の ECF が群衆の知が機能するような条件が整ってお

り、逆選択問題が緩和できるかについては議論の余地がある。例えば、① ECF のキャンペーン期間が短く、投資家は実質的にデューデリジェンス (DD) の機会がほとんどない。② 小額投資のため ECF 投資家がコストをかけ DD するインセンティブは低い。ベンチャー企業の価値の源泉は機密情報であり、不特定多数の投資家への公開を拒みがちである。そのため③ ECF 投資家たちは機密情報へのアクセスなしに意思決定せざるを得なくなる。群衆の知であっても、①、②、③の理由から群衆の中に情報を保有する人がいなければ必ず意思決定の質は低下する可能性がある。つまり、質の高い情報をもとにした多様性が満たされにくくする可能性がある。これに対し、BA/VC はまとまった金額を投資するため投資前に DD するインセンティブは高く、秘密保持契約のもと機密情報に触れ、情報の非対称性の問題を緩和したうえで意思決定をしている。ECF はプラットフォームによる審査があるものの、ECF では様々な分野の企業が存在し、常に BA/VC ほどの当該分野のスペシャリストが審査に携わっているわけではない。プラットフォームの審査能力にはおのずと限界がある。さらに、ECF へ参加する投資家の目的は必ずしも金銭的なものとは限らない。この場合、1つの回答を求めるための群衆の知は、目的に応じて歪んだ結果となりやすいと考えられる。

フィンテックが企業の資金調達へ及ぼす影響

モラルハザードの問題（出資後の情報の非対称性の問題）についてもいくつか論点がある。BA/VCの場合、比較的持ち株比率が高くなるほどの投資をする。そのため、投資後のモニタリングやハンズオンを行うインセンティブを持つ。これに対し、個々のEFC投資家は持株比率が低いため、彼らがコストをかけてモニタリングするインセンティブは低く、持ち分も小さいため経営者の解任といった権利行使能力も低い。この場合、現状のECFは、事後的な情報の非対称性の問題を緩和する機能が低い可能性がある。

株主間のエージェンシー問題においても疑問が残る。ECFの場合、株主が分散・複雑化することで調整コストやエージェンシー・コストが増加する可能性がある。例えば、多様な目的を持つ株主数が増加することで株主間契約の期間が大きくなりVCの追加投資が難しくなる場合もあれば、株主総会の開催にコストがかかることが予想される。

### 4.3 ECFの実証研究

前節ではECFの論点を取り上げて説明してきたが、いくつか実証研究を紹介しつつ論点を見ていこう。はじめに紹介するのは、群衆の知はベンチャー投資においてより適切な意思決定をもたらしているかという疑問についての研究である。群衆の知が支持されるのであれば、より多くの投資家が参加、賛同した募集は、その後の成長がより見込まれると予想される。Signori and Vismara (2018)は英Crowdcubeのデータを用いてこの仮説を検証した。検証結果からは、多くの投資家が参加（賛同）した募集は、その後、M&Aや追加投資などで成功を収める可能性が低いことが明らかになっている。これは群衆の知が機能する場合の予想と逆の結果で

ある。Vismara (2018)は、ECF投資家の投資行動について分析を行っている。ECF投資家は前に申し込んだ人の意思決定にフリーライドする傾向にあり、序盤に投資額の多く集まるプロジェクトに入札する傾向にあることを示し、この結果は情報カスケード問題（自ら保有する情報ではなく他人の情報に依存して意思決定する）であると解釈している。Vismaraの主張するように、ECFで情報カスケード問題が生じているのであれば、群衆の知が機能する条件である独立性・分権化に問題があることを示唆している。

Walthoff-Borm et al. (2018)は、英国のECF利用企業とECF企業と同様の特徴を持つECF非利用企業の財務パフォーマンスや失敗率について分析している。彼らの結果によると、ECF利用企業はECF非利用企業と比較して財務パフォーマンスは低く、失敗率は高いことを明らかにしている。Cholakova and Clarysse (2015)は、ECF投資家のインセンティブに注目している。彼らの結果は、ECF投資家は金銭的なインセンティブに加え、非金銭的なインセンティブを持っていることを明らかにしている。そもそも投資家間の目的が違えば、群衆の知の意思決定は、さまざまな目的が反映された結果と言える。この場合、純粋に経済的リターンを追求した意思決定とは異なる可能性を示唆している。これらの結果は、いずれもベンチャー企業の経済的リターンを追求する投資という意味においては、群衆の知は機能しているとは言い難いといえる。

BA/VC、機関投資家がECFへ頻繁に参加していることが指摘されている。英Crowdcubeは同社のECFプラットフォームで9つのVCが投資していることを報告している。英国政府

も London Co-Investment Fund を通じて125万ポンドを、ECF プラットフォームを通じて投資したことを明らかにしている。Signori and Vismara (2018) は ECF プラットフォームで BA/VC、機関投資家を集めた企業のパフォーマンスについて検証している。彼らは ECF で機関投資家を集めることができた企業は、失敗率が低く、プライベート・チャネルを通じた追加的な資金調達能力が高いことを明らかにしている。これは、ECF の経済的な成功に対し、BA や VC の審査能力などが生かされることを示唆している。

ECF の場合、株主が分散・複雑化することで調整コストやエージェンシー・コストが増加する可能性もあるという考えに対し、ノミニー構造の影響を検証する研究も存在する。Butticè et al. (2020) は、英国の Seedrs と Crowdcube のデータを用い、ノミニー構造の影響を検証している。日本などで一般に利用される ECF の株主構造は、直接株主構造である。直接株主構造とは、クラウド投資家が企業の直接株主になるもので、ECF 投資家は起業家が設定した所定の閾値以上の投資を行うと議決権株式を受取ることができる。これに対し、ノミニー構造とは、プラットフォームを企業の株主名簿に記載されている唯一の法定株主（ノミニー）とする構造である。ECF 企業はプラットフォームと契約を結び、プラットフォームが個々の投資家に代わって投票や同意書の発行を行う。ノミニーは、清算、普通株・優先株発行、会社資産の譲渡、融資の申請など、様々な事項を総会で決定する権限を持っている。彼らの結果は、ノミニー構造を採用する企業の方が直接株主構造を採用している企業より、VC の追加投資を受けやすいことを明らかにしている。この結果

は、ECF の問題の1つである株主間調整時に生じる問題を緩和することで追加資金調達に良い影響を及ぼしていることを示唆する結果である。

#### 4.4 ECF の動向

初期の ECF は群衆の知を引き出すため、プロの投資家を完全に排除することを前提に設計された。しかし、情報の問題・株主間利害対立問題が深刻で、スケール化しにくく、成長投資の呼び込みが困難という問題に直面した。そうした問題に対応するべく、多様な ECF の形態が生まれている。

英 Seedrs や英 Crowdcube は ECF プラットフォームによるノミニー構造を利用している。上述したようにノミニー方式は株主間のエージェンシー問題（株主間対立）を緩和するうえで一定の効果があると考えられるものの、逆選択問題の緩和という点においては問題が残っている。ECF 企業はあらゆる分野にまたがって存在しているが、ECF プラットフォームの経営資源（専門領域）から情報の問題を解決する能力には限界がある。また、DD には手間と時間がかかるため、どれほど機能するのか非常に難しい課題である。

これに対し米 AngelList などは VC 等の専門家がノミニー構造となる ECF プラットフォームも存在する。この場合、ノミニーを担当する BA/VC が成功報酬20%をもらい、ECF 企業の DD を行い、質を保証し、ECF のノミニー構造を通じて出資を仰ぐ。VC の場合、成功報酬と名声の失墜があるため、適切な DD を行うインセンティブを持つ。ECF 調達後、VC による追加出資も受けやすくなる（しかし、名声効果が機能しなければ利益相反問題へ）。

フィンテックが企業の資金調達へ及ぼす影響

ECF という制度は世界的にみても出来て間もない仕組みであり、現状発展途上にある。そのため、現状の仕組みが続いていくのか変化していくのか不透明である。フィンテック・レンディングで見られたように、既存の金融システムとフィンテック・レンディングの良いところを集めた形態が生まれてくる可能性がある。上述したように、英米では VC や既存金融機関が ECF プラットフォームと協業、買収し、進化していく流れが進んでいる。日本でも2021年5月には ECF プラットフォーマーのイークラウドと群馬銀行が連携することや2022年4月には常陽銀行とソニー銀行が ECF において連携することなどが報道されており、この流れができつつある。ECF の今後の成長に期待したい。

## 4.5 規制緩和の流れ

### 4.5.1 ECF 企業への1人当たりの投資額の見直し

2021年6月15日日本証券業協会「非上場株式の発行・流通市場の活性化に関する検討懇談会」報告書、2021年6月28日：金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」第二次報告では、投資家の投資額の見直しに言及している。これまで投資額の上限を50万円としていたところを、プロ投資家である特定投資家については、自身でリスクを踏まえた適切な投資額を判断できると考えられることから、投資上限額を見直す<sup>16</sup>。

投資額の見直しについて望ましい効果、望ましくない効果について考察する。はじめに望ましい効果であるが、① ECF 企業の資金調達額が増加する可能性がある。単純に資金供給量が

増加することで企業にとってはより資金を集めやすい環境となる可能性がある。② ECF 投資家がコストをかけて事前の DD・投資後監視するインセンティブが増加する。投資額があまりに小さいとコストに見合うリターンが得られないため、投資後企業を DD したり、投資後モニタリングするインセンティブは低い。その結果、逆選択問題やモラルハザード問題が深刻となる。規模が大きくなることで DD やモニタリングコストを上回るメリットが得られやすくなる。しかし理論的には考えられるものの、実際には ECF 企業に対し価値のある DD のコストやモニタリングするコストを回収できるほど投資額の上限の緩和がなされていない可能性が高い。③ 情報優位な投資家が参加しやすく、シグナリング効果・保証効果による逆選択問題が緩和する可能性がある。情報優位な投資家は、コストに合わない規模の投資を行わない。投資額の上限が撤廃されることで情報優位な投資家が比較的に参加しやすくなる可能性がある。情報優位な投資家は保有する情報をもとに投資を行う。そうした投資家の行動を観察することで他の投資家の投資が促される可能性がある。②で指摘したように情報優位な投資家が進んで参加するほど投資額の上限の緩和がなされないのであればこの効果は限定的と言える。

その一方で望ましくない効果、いわゆる群衆の知の効果が弱まる可能性が考えられる。第1に情報カスケードの問題が深刻になる恐れがある。情報カスケードの問題は申込期間の序盤に投資が集まった企業に投資をする傾向にあり、群衆の知の条件である独立性・分権化が損なわれる可能性がある。第2に、額が多くなること

16 斎藤・吉川 (2018) によると、欧米共に ECF における銘柄ごとの投資額の上限は無い。



で参加者数が少なくてもよい状況が生じる。こうした状況はいずれも群衆の知が機能する条件の多様性、独立性、分権化を満たしにくくし、結果としてノイズの大きな意思決定をもたらす可能性がある。

#### 4.5.2 非上場企業株式の発行・流通市場の活性化

日本では米国と比べ非上場企業のセカンダリー取引が活発ではない。その背景の一つに、日本証券業協会の自主規制規則で証券会社等による非上場株式の投資勧誘が一部例外を除き原則禁止されていることがあげられる。非上場企業のセカンダリー取引を活性化させることでベンチャー投資を促すべきだという意見が高まっている。こうした状況をふまえ、日本証券業協会は2021年5月25日の「非上場株式等の発行・流通市場の活性化」の議論において非上場株式などの流通市場を活性化させる規制緩和を行う動きがみられている。

非上場企業の流通市場が活性化することによってECFにどういった影響が予想されるかを考察する。望ましい効果として、まず株式の流動性プレミアムが低下することにより企業の価値評価は高まり、ECFへの参加の増加が見込まれる。自らが売却したいタイミングで売却できなければ要求する投資収益率は高くなり（流動性プレミアム）、ディスカウント幅が大きくなければ投資家は出資しにくい。流通市場での流通量がある程度見込まれるのであればこうしたディスカウントは小さくなることで企業の価値評価は高まる、もしくは投資家の参加が増加すること見込まれる。2つ目の効果とすれば、市場による規律付けが働くことで、ECF企業のモラルハザード問題が緩和する可能性があ

る。株主の売却が続くことは望ましいことではなく、買収による規律付けとまでは言えないが企業に対し経営に規律を与える効果があると考えられる。また、流通市場があることで、発行体が継続的に自社の将来についての情報をシグナルし続けるインセンティブを持つようになる可能性がある。情報をシグナルし続けることで経営の規律付けをもたらす可能性もある。

一方で、望ましくない効果も考えられる。1つは非上場企業の株主構造が複雑化することに伴う問題がある。企業の成長にはVC等からの追加出資が必要な場合が多い。上述した通り、VCなどは株主間契約を投資の際求める傾向にあるため、複雑な株主構成を持つ企業へ新たに投資することを嫌う傾向にある。非上場企業の株式の場合、情報の取り扱いが難しく、投資家をミスリードすることもありうる。特にベンチャー企業の場合、直近の売上や会計情報といったハード情報よりも将来の見通しといったソフト情報の方が投資家に有用である場合もあり、その情報を正確に伝達には工夫が必要となり、コスト高となる可能性もある。

## 5. まとめ

本稿では企業の資金調達におけるフィンテックの役割について説明したものである。初めに、フィンテックが企業の資金調達時における情報の問題に対し、「ソフト情報のハード化」、「ハード情報処理の高速化」、「多様な情報を持つ主体のマッチング（特にソフト情報を持つ主体の参加が増加）」を通じて新たな金融を提供する可能性について説明した。

次に、フィンテックが企業の資金調達に及ぼす影響について、融資の面からはフィンテック

フィンテックが企業の資金調達へ及ぼす影響

ク・レンディング、株式の面からはECFを取り上げ、説明している。フィンテック・レンディングについては、情報がハード化することでP2Pレンディングが変容し、スケール化していること、その一方で、フィンテック・レンディングにおける審査能力が十分ではないケースが生じていること、フィンテック・レンディングと既存金融機関関係性と今後の動向について説明した。ECFについては、ECFと既存BA/VCの情報の問題の緩和手段の比較、およびECFの群衆の知に関連する実証研究の結果をまとめ、ECFの規制緩和に対する考察を行った。

フィンテック・レンディングとECFを比べた場合、ECFはソフト情報のハード化がなされるに比べてスケール化も十分ではない状況にある。その一つの理由としては、株式と負債への資金提供に必要な情報量が異なることが考えられる。融資と株式では、融資はデフォルトするか否かについての情報がメインであるのに対し、株式では将来得られる利益の現在価値合計の情報が必要となる。自ずと必要な情報（特にソフト情報）は株式の方が大きくなる（情報の非対称性の問題が深刻になる）。そのため、既存金融機関を上回るほどの情報を集めた意思決定がなされておらず（少なくとも検証されていない）、融資でみられるほどスケール化されていない可能性がある。

その一方で、フィンテック・レンディング、ECFのいずれにおいても共通した流れも見られる。それは既存のプレーヤー（金融機関等）との融合・協業である。フィンテック企業が銀行を買収したり、VCがECFと協業する案件が数多くみられている。こうした流れは、既存プレーヤーとフィンテックとの機能補完がなさ

れ、結果として企業の資金調達問題を改善する方向に向かうことが予想される。

フィンテックの詐欺事件が相次いで生じており、フィンテックの負の側面や十分に機能していない状況も見受けられる。しかし、依然として発展途上の状況にあり、負の側面を解消し、良い側面を延ばすことが企業にとっても望ましいと考えられる。今後の健全な成長を期待している。

## 参 考 文 献

- 斎藤芳充・吉川浩史（2018）「英国の株式投資型クラウドファンディング—拡大の背景にある政府・業者の取り組み—」野村資本市場クォーターリー Winter, 92-106頁。
- 松尾健一（2017）「株式投資型クラウドファンディングのビジネスモデルと規制の方向性」第2期 JSDA キャピタルマーケットフォーラム, 185-196頁。
- 森本健一（2015）。「新たな非上場株式の制度について—株式投資型クラウドファンディング及び株主コミュニティ」『月刊 資本市場』, No.362, 48-59頁。
- 安田行宏・山田佳美（2020）「フィンテックと銀行貸出に関する論点整理：P2Pレンディングとの比較の観点から」『東京経大会誌』, 第306号, 15-38頁。
- Balyuk, T. (2022), “FinTech Lending and Bank Credit Access for Consumers,” *Management Science*, forthcoming.
- Balyuk T., Berger, A.N., and Hackney, J. (2020), “What is Fueling FinTech Lending? The Role of Banking Market Structure.” Available at SSRN. ([https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3633907](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3633907))

- Barkley, B., and Schweitzer, M.E. (2020), "The Rise of Fintech Lending to Small Businesses: Businesses' Perspectives on Borrowing." Available at SSRN. ([https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3568130](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3568130))
- Buchak, G., Matvos, G., Piskorski, T., and Seru, A. (2018), "Fintech, Regulatory Arbitrage, and the Rise of Shadow Banks." *Journal of Financial Economics*, Vol.130, Issue.3, pp.453-483.
- Butticè, V., Di Pietro, F., and Tenca, F. (2020), "Is Equity Crowdfunding always Good? Deal Structure and the Attraction of Venture Capital Investors." *Journal of Corporate Finance*, Vol.65, pp.101773.
- Cholakova, M., and Clarysse, B. (2015), "Does the Possibility to Make Equity Investments in Crowdfunding Projects Crowd Out Reward-based Investments?" *Entrepreneurship theory and practice*, Vol.39, Issue.1, pp.145-172.
- De Roure, C., Pelizzon, L., and Thakor, A. (2022), "P2P Lenders versus Banks: Cream Skimming or Bottom Fishing?" *The Review of Corporate Finance Studies*, Vol.11, Issue.2, pp.213-262.
- Freedman, S., and Jin, G.Z. (2017), "The Information Value of Online Social Networks: Lessons from Peer-to-peer Lending." *International Journal of Industrial Organization*, Vol.51, pp.185-222.
- Fuster, A., Plosser, M., Schnabl, P., and Vickery, J. (2019), "The Role of Technology in Mortgage Lending." *The Review of Financial Studies*, Vol.32, Issue.5, pp.1854-1899.
- Ghosh, P., Vallee, B., and Zeng, Y. (2022), "FinTech Lending and Cashless Payments." Available at SSRN 3766250.
- Gopal, M., and Schnabl, P. (2020), "The Rise of Finance Companies and Fintech Lenders in Small Business Lending." Available at SSRN. ([https://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract\\_id=3600068](https://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_id=3600068))
- Griffin, J. M., Kruger, S., and Mahajan, P. (2022), "Did FinTech Lenders Facilitate PPP Fraud?" Available at SSRN 3906395.
- Hasan, I., He, Q., and Lu, H. (2020), "The Impact of Social Capital on Economic Attitudes and Outcomes." *Journal of International Money and Finance*, Vol.108, 102162.
- Herzenstein, M., Sonenshein, S., and Dholakia, U.M. (2011), "Tell Me a Good Story and I may Lend You Money: The Role of Narratives in Peer-to-peer Lending Decisions." *Journal of Marketing Research*, Vol.48, Issue.SPL, pp.S138-S149.
- Iyer, R., Khwaja, A. I., Luttmer, E. F., and Shue, K. (2016), "Screening Peers Softly: Inferring the Quality of Small Borrowers." *Management Science*, Vol.62, Issue.6, pp.1554-1577.
- Jagtiani, J., Lambie-Hanson, L., and Lambie-Hanson, T. (2021), "Fintech Lending and Mortgage Credit Access." *The Journal of FinTech*, Vol.1, Issue.1, 2050004.
- Jagtiani, J., and Lemieux, C. (2019), "The Roles of Alternative Data and Machine Learning in Fintech Lending: Evidence from the LendingClub Consumer Platform." *Financial Management*, Vol.48, Issue.4, pp.1009-1029.
- Kaplan, S. N., and Strömberg, P. E. (2004), "Characteristics, Contracts, and Actions: Evidence from Venture Capitalist Analyses." *The Journal of Finance*, Vol.59, Issue.5, pp.2177-2210.
- Liberti, J. M., and Petersen, M. A. (2019), "Information: Hard and Soft." *Review of Corporate Finance Studies*, Vol.8, Issue.1, pp.1-41.
- Lin, M., Prabhala, N. R., and Viswanathan, S. (2013), "Judging Borrowers by the Company They Keep: Friendship Networks and Information Asymmetry in Online Peer-to-peer Lending." *Management science*, Vol.59, Issue.1, pp.17-35.
- Maggio, D.M., and Yao, V. (2021), "FinTech Borrowers: Lax Screening or Cream-skimming?" *The Review of Financial Studies*, Vol.34, Issue.10,

pp.4565-4618.

- Ravina, E. (2019). "Love & Loans: The Effect of Beauty and Personal Characteristics in Credit Markets," Available at SSRN. ([https://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract\\_id=1107307](https://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_id=1107307))
- Signori, A., and Vismara, S. (2018), "Does Success Bring Success? The Post-offering Lives of Equity-crowdfunded Firms," *Journal of Corporate Finance*, Vol.50, pp.575-591.
- Surowiecki, J. (2005), *The wisdom of crowds*. Anchor.
- Tang, H. (2019), "Peer-to-peer Lenders versus Banks: Substitutes or Complements?" *The Review of Financial Studies*, Vol.32, Issue.5, pp.1900-1938.
- Vismara, S. (2018), "Information Cascades among Investors in Equity Crowdfunding," *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol.42, Issue.3, pp.467-497.
- Walthoff - Borm, X., Vanacker, T.R., and Collewaert, V. (2018), "Equity Crowdfunding, Shareholder Structures, and Firm Performance," *Corporate Governance: An International Review*, Vol.26, Issue.5, pp.314-330.

(一橋大学大学院経営管理研究科教授・  
当研究所客員研究員)