

FinTechの中核を占めるマーケットプレース・レンディング

淵田 康之

■ 要 約 ■

1. いわゆる FinTech 分野の中でも、ネット上で融資の申請を受け、その融資に対する投資を多数の個人から募るマーケットプレース・レンディング（P2P レンディングやソーシャル・レンディングとも称される）が世界的に急拡大し、金融仲介の新たな形として注目を集めている。
2. グローバル金融危機後、金融規制強化もあり、既存の銀行による個人やスモール・ビジネス向けの貸出は伸び悩んでいる。こうしたなか、マーケットプレース・レンダーは、テクノロジーを駆使し、物理的な店舗を持たず、銀行としての規制も受けない強みを活かし、相対的に低い金利で迅速な融資を行うことで、借り手に支持されている。
3. 一方、マーケットプレース・レンディングを通じた融資への投資は、超低金利環境下にあることもあり、新たなアセットクラスとして位置付けられるようになってきている。
4. 英国は、銀行に過度に依存した従来の金融システムを見直すため、マーケットプレース・レンディングの振興に注力している。政府系金融機関が資金拠出をしている他、個人によるマーケットプレース・レンディングへの投資を税制優遇の対象とする新たな ISA を導入することとした。
5. 規制上も、英国は、マーケットプレース・レンディングを、投資型のクラウドファンディングとは異なる位置づけとし、使い勝手の良いものとしている。
6. 米国は、マーケットプレース・レンディングに、既存の融資関連規制と証券規制を適用しており、制約が大きい。しかし米国では、エンジェル投資家やベンチャー・キャピタルによる資金拠出も活発であり、同業界は、英国を大きく上回る規模に成長している。
7. わが国のマーケットプレース・レンディングは、規模的にも機能的にも、英米に比べて限定的なものに留まっている。わが国としても、金融システムの革新を追求していくという観点から、マーケットプレース・レンディングのあり方を検討していく必要があると考えられる。

I マーケットプレース・レンディングの拡大

1. マーケットプレース・レンディングとは

今日、テクノロジーを武器に既存の業界秩序を破壊する、Disruptor（破壊者）と呼ばれる新興企業群の台頭が各分野で注目されているが、金融分野も例外ではない¹。

金融分野の Disruptor は、金融テクノロジー、すなわち FinTech の担い手として脚光を浴びているが、その中でも、顕著な成長を遂げているのが、マーケットプレース・レンダーである²。

マーケットプレース・レンダーは、物理的な店舗を持たずパソコンやスマホを通じて融資の申し込みを受け付け、相当程度自動化された融資審査を行う。そして個々の融資案件や、そのプールの金利や期間等の情報を、ネット上に掲示する。投資家は、それらの情報を元に、投資を判断する。投資家からの資金が集まれば、機動的に融資が実行される。

マーケットプレース・レンダーは、銀行のように自己資本比率規制や流動性規制、預金準備規制等、各種の規制の対象とはならず、また多数の店舗網や行員を抱えることがない分、銀行よりも低利の融資が可能であり、また一般投資家には従来投資対象とはなっていなかった、貸出債権という新たなアセットクラスを提供している点で、マーケットプレース・レンディングの登場は、Disruptive な動きと評価されるのである。

マーケットプレース・レンディングは、多数の借り手と多数の貸し手を、Person to Person ないし Peer to Peer の形で、ネット上のプラットフォームを通じて結びつけるという意味で、P2P レンディングと呼ばれることもある。また、お金に余裕がある人が、お金を必要とする人とお金をシェアする、という社会的共助のイメージもあるため、ソーシャル・レンディングと呼ばれることもある。銀行を中心とする伝統的な金融仲介機関に代替するものとして、オルタナティブ・レンディングと呼ばれることもある。

マーケットプレース・レンディングは、融資型のクラウドファンディングと呼ばれる場合もあるが、米国等では、個々の借り手に対して、多数の貸し手が資金を直接的に貸すのではなく、マーケットプレース・レンディングの業者が貸金業者として融資する、あるいは銀行と提携し、銀行を通じて融資をオリジネートし、当該貸出債権にひも付けされた社債を発行したり、貸出債権の証券化商品等を適格投資家に発行するといった形で投資家から資金を募っている。サービシング業務も、マーケットプレース・レンディング業者が行っている。

2. マーケットプレース・レンダーとオンライン・レンダー

本稿は、マーケットプレース・レンダーとして、Zopa や Lending Club、Funding Circle

¹ 詳細は、淵田康之「金融の破壊的イノベーションと FinTech」『野村資本市場クォーターリー』2015年夏号参照。

² 「マーケットプレース」とは、「オンライン・マーケットプレース」を略した用語である。

のように、オンライン上で融資を行い、かつオンライン上で多数の個人（適格投資家を含む）からの投資を募っている業者³に焦点を当てて紹介することとする。

これに対し、オンライン上で融資を受け付け、テクノロジーを活用して迅速な与信判断と融資の実行を行う点に特徴があるものの、オンライン上で投資家を募るのではなく、融資の原資をローンの証券化商品の販売や通常の負債により、機関投資家等から調達する業者もある。本稿では、これら業者をマーケットプレース・レンダーと区別し、オンライン・レンダーと位置付けることとする。

オンライン・レンダーも、金融分野の Disruptor として注目を集めている。有力な業者としては、小売店やレストラン等のスモール・ビジネスに運転資金の融資を行う OnDeck（2007年創業、2014年ニューヨーク証券取引所上場）やオンライン上の商店に融資を行う Kabbage（2011年創業）等がある。

OnDeck の場合、通常の信用情報に加え、ビッグデータ、すなわち Yelp⁴等のソーシャル・ネットワーク上の情報や各種の公開データ等の利用、さらには QuickBooks⁵の情報等、数千の変数を活用した独自のアルゴリズムにより与信審査を行っている。Kabbage は、ネットショップの売上や信用履歴、サイトのトラフィック、顧客のレビュー、価格や在庫、配送等の情報を活用した与信判断を行っている。

この他、学生向けローンを専門とする SoFi や CommonBond、住宅ローンに特化した Lenda、Privlo、LendingHome といった業者等、様々なタイプのオンライン・レンダーが存在する。

3. 急増する融資規模

マーケットプレース・レンディングが英国に生まれてから 10 年になるが、今日、このビジネスは、世界各国に広がっている。中国には 1500 以上の業者が存在し、市場規模は米国を上回るとも言われる⁶。

英米の主要 5 社の融資実績の推移を示したのが図表 1 である。

この 5 社のうち Zopa が 2005 年、Prosper と Lending Club が 2006 年、Rate Setter と Funding Circle が 2010 年に業務を開始している。

Funding Circle は、スモール・ビジネス向け融資を専門としており、他の 4 社は個人向け融資を専門としている。ただし昨今は、他の 4 社においても、スモール・ビジネス向け融資に進出する動きが見られる。

現在、規模的には、Lending Club が最大手となっている。2015 年 3 月末までに、同社を通じて組成されたローンは、累計 92 億 5500 万ドルで、直近時点では、100 億ドルを超えていると見られる。

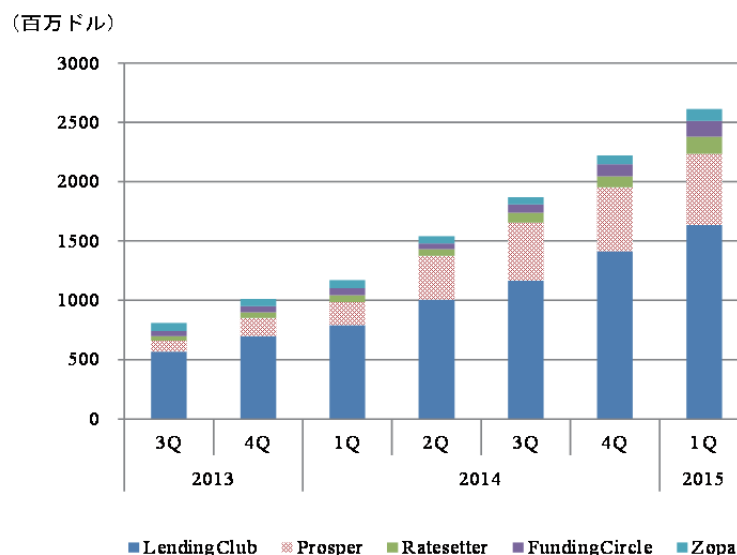
³ 少なくとも、サイト上に投資家向けのページがある業者。

⁴ 飲食店や小売店、ホテル等の口コミサイト。

⁵ Intuit 社のスモール・ビジネス向け会計ソフト。

⁶ Gabriel Wildau, "Democratising finance: China's P2P industry attracts scammers", *Financial Times*, January 28, 2015.

図表1 主要マーケットプレース・レンダーの融資額



(注) 各四半期のオリジネーション金額

(出所) <http://www.p2p-banking.com/tag/loan-volume/>、Lending Club 社資料、Prosper は各種資料より野村資本市場研究所作成

同社は、2014年12月にニューヨーク証券取引所に上場した。公開価格は15ドル、上場初値は24.75ドル、時価総額は85億ドルと、銀行であれば全米15位の規模に相当する企業価値となった。

4. マーケットプレース・レンディングと伝統的金融仲介

Lending Club の調査によれば、顧客は伝統的な銀行から平均して21.8%の金利で融資を受けていたが、Lending Club からの融資に切り替えることで、借入金利は平均すると14.8%まで低下したという。実際、マーケットプレース・レンディングは、銀行からの既存の借入を借換える目的で利用されることが多い。

一方、同調査によれば、銀行への預金金利は0.06%であるのに対し、Lending Club の融資に対して投資を行えば、8.6%の利回りが得られるという⁷。この場合、もちろん元利返済が滞るリスクがあるが、融資への投資は、預金や通常の証券投資とも異なるリスク・リターン特性を持つ、新たなアセットクラスと位置付けられるのである。

マーケットプレース・レンディングを通じ、貯蓄者により高いリターンを提供し、調達者により低コストの資金を提供することは、低成長・低金利問題を解決し、経済成長に寄与するし、銀行のように金融危機をもたらすことも無い、とLending Club の役員でもある

⁷ 伝統的な銀行からの借入金利及びLending Club からの借入金利は、クレジットカード借入など、既存の銀行借り入れの借り換えを行った顧客へのアンケートによる。預金金利は2015年3月末の貯蓄預金金利の全国平均。Lending Club への投資の利回りは、2015年末時点における、全てのリスクグレードで期間1~1.5年の融資ポートフォリオの平均(年率)。以上、Lending Club の2015年第1四半期決算時のプレゼンテーション資料より。

元財務長官のサマーズは主張している⁸。

Lending Club が銀行よりも大幅に小さな利ザヤで運営できるのは、銀行のように支店がなく、顧客サポートもオンライン化し、融資もローン・オフィサーがマニュアルで行うのではなく、大幅に自動化されているといったことに加え、そもそも銀行ではないため、預金準備や預金保険、その他銀行に課される規制負担コストが回避できるという点がある。

もっとも借り手によって、あるいはローンのタイプによっては、マーケットプレース・レンダーの金利が、必ずしも伝統的なローンの金利に比べて常に低いとは限らない。しかし、マーケット・レンディング業者は、金利以外に、簡易な手続き、迅速な融資判断と融資の実行、隠れた手数料が存在しないなど、仕組みの利便性や透明性をメリットとして強調している⁹。この他、最短で、融資期間 1 カ月の貸出が可能といった点や、早期返済手数料が課されないことをメリットとして強調している業者もある。

実際、マーケットプレース・レンダーの融資業務に対する評価は、既存の金融機関よりも高い事例が目につく¹⁰。金利のみではなく、総合的な利便性が借り手にとってメリットとなっているものと考えられる。

II 英国におけるマーケットプレース・レンディング

1. Zopa の事例

1) 融資プロセス

Zopa は、2005 年に英国で創業した、マーケットプレース・レンダーの草分けである。

融資を申し込むことができるのは、英国に 3 年以上居住する 20 歳以上の個人で、年収 1 万 2000 ポンド以上（典型的には 3 万～4 万ポンド）、クレジット・ヒストリーに問題が無い者である。期間は、1 年、2 年、3 年、4 年、5 年で、金額は 1000 ポンド～2 万 5000 ポンドの無担保融資である。元利均等返済で、割増返済は可能、早期返済ペナルティは無い。借入目的は、車の購入、クレジットカード債務の返済、リフォーム、結婚、個人事業のための資金といった様々なものが例示されている。

融資を希望する者がオンライン上で簡単な情報を入力すると、Zopa 側は信用情報会社である Equifax を利用し、信用リスクを踏まえた借入金利の目安を提示する。その上で顧客が、より詳細な情報を入力して正式に融資を申請すると、Zopa は正式の与信審査を行い、48 時間以内（営業日ベース）に融資の可否を連絡する。融資可能とされた場合、顧客が正式に提示された貸出金利等の条件に同意し、融資を申し込む

⁸ 前掲、淵田（2015）参照。

⁹ 後述の Funding Circle U.S.A. の事例も参照されたい。

¹⁰ Lending Club によればネット・プロモーター・スコア（推奨者比率－批判者比率）は、Lending Club が 78% であるのに対し、クレジット・ユニオンが 64%、コミュニティバンクが 48%、地銀が 21%、全国銀行が 3% となっている（2015 年第 1 四半期決算時のプレゼンテーション資料より）。英国の Zopa も 2014 年の業界誌の評価で、Personal Loan Provider of the Year と Best Customer Service に選定されている（Consumer Moneyfacts Awards 2014）。

ことで、融資が実行される。追加手数料を支払うことで、より迅速な手続きを求めることもできる。

借り手に対する手数料は、提示される借入金利に含まれており、毎月の返済と共に支払われる。手数料は、管理手数料と後述する **Safeguard** ファンドの積立に充てられる。手数料の水準は、クレジット・スコアや借入期間に応じて決められる。

2) 投資プロセス

投資家、すなわち貸し手となるのは、英国に銀行口座を保有する 18 歳以上の個人である。投資家は、まずオンライン上で、投資金額を入力し、運用期間として短期（2～3 年）ないし長期（4～5 年）を選択する¹¹。短期、長期それぞれの運用期間のローンは、信用度に応じて A*、A、B、C1、S（自営業者向けの事業用ローン）に分けられる。A*、A、B はローンのサイズに応じてさらに小口から超大口まで 5 種類に分類されている。希望する金利や貸出先の信用度、一人の借り手への貸出上限も設定できる。一人の借り手には各人のポートフォリオの 2%までが投資上限となっている。

これらの条件を入力すると、条件に見合うローンのポートフォリオに自動的に貸出が実行され、毎月元利返済を受けることとなる。従って、**Zopa** においては、貸し手が特定の借入案件を選定し、貸付けを行うという仕組みではなく、多数の借り手に幅広く貸し付けるという仕組みが採用されている。ローン・ポートフォリオの対象となりうるのは、借入申し込み中の案件だけではなく、他の貸し手が売却を希望している貸出債権（後述）も含まれる。

貸出に充てる資金は予め、**Zopa** に預けるが、この資金は、銀行口座で分別管理されており、またバンク・オブ・イングランドのベース金利マイナス 0.75%（最低は 0%）の金利が付与される。投資は、最低 10 ポンドから可能である。投資家に対する手数料は、2015 年 4 月以降、廃止された。

また貸し手は、**Rapid Return** という仕組みを使うことで、貸出債権を他の貸し手に売却し、現金を得ることもできる。

なお **Zopa** は、上記の仕組みの他に、2007 年に **Listing** と呼ばれるオークション型の個別融資の仕組みを導入したが、2011 年に廃止している。**Listing** においては、借入を希望する者が、自己のプロフィール、借入希望金額、借入の目的、希望金利等をウェブ上に掲載し、これに対して投資家が投資を申し込む。提示されている金利より高い金利を要求することもできる。一定期間が経過した後、借入希望金額よりも投資希望金額の方が多い場合は、金利が低い貸出が優先して実行される。この仕組みが廃止された理由は、ニーズが小さかったためとされる。

Zopa は、2013 年 5 月、借り手がデフォルトした場合に備えた **Safeguard** ファンドという仕組みを導入し、安全性を向上させた。このファンドの積立金は、借り手の支払う手数料に含まれる。元利払いが 4 カ月遅延した時点で、**Safeguard** による補てんが

¹¹ この期間は運用期間であり、ポートフォリオを構成する個々のローンの年限とは必ずしも一致しない。

実行される。ファンドは、P2PS リミテッドという非営利会社に信託されている。

2. Rate Setter の事例

1) 融資プロセス

Rate Setter は、2010年に業務を開始した英国のマーケットプレース・レンダーである。個人の場合、融資を申し込めるのは、英国に居住し、21歳以上で信用履歴に問題が無く、定期的な収入のある者である。融資金額は1000ポンドから2万5000ポンド、期間は6カ月から5年である。

融資を希望する者は、まずネット上で簡単な情報を入力することで、借入可能金額及び想定される借入金利の情報を得ることができる。その上で実際に融資を申請すると、正式な信用調査が行われ、一営業日中に融資の可否が電子メールで連絡される。融資が可能とされた場合、2週間以内に申し込むかどうかを回答する。

提示された金利での融資を申し込む場合は、翌営業日に入金される。追加料金で即日入金も可能である。より低い金利を設定して、マッチする貸し手が現れるのを待つことも可能である。

事業や不動産開発のための融資を申し込むこともできるが、この場合、申し込みは電話となる。3年以上の業務の実績と2年以上の正式の財務資料が必要となる。融資可能金額は2万5000ポンドから30万ポンドで、期間は3カ月～5年となる。

借り手への手数料としては、管理手数料と信用格付け手数料が課される。その水準は借入金額、期間、クレジット・プロファイルにより異なる。早期返済手数料等は不要である。この他、元利払いが実行できなかった場合に、借り手に代わって貸し手に支払いを行う Provision ファンドがあり、このファンドへの積立金の支払いも必要となる。

2) 投資プロセス

投資家となれるのは、18歳以上で英国に銀行口座を持つ者である。1カ月、1年、3年、5年の4種類の投資期間とそれぞれの金利（market rate）が提示されており、投資家はその期間、及びその時点での market rate で良ければ取引が成立する。Zopa と同様、個々の融資案件ごとに、投資を申し込む仕組みではなく、期間別のローン・ポートフォリオに投資する形となっている。

market rate より高い金利を希望する場合は、希望金利を入力することができる。借り手の需要が強くなり、market rate が上昇すれば、取引が実現する可能性がある。

Rate Setter の場合、Zopa と異なり、投資期間ごとに、借り手の信用度とそれに対応した金利を示して投資を募るのではなく、前記のように投資期間ごとに market rate を示すのみとなっている。当該投資期間に該当するローン・ポートフォリオのデフォルトリスクを考慮した利回りを、market rate に反映させているものと考えられる。

元利払いが実行されなかった場合には、先述のように Provision ファンドの範囲で補てんを受けることができる。このため、投資家の意識としては、相当程度、定期預金に近い投資対象となっている可能性がある。

実際、Rate Setter における投資は、Financial Express 社が発表する FE Risk Score（0 がキャッシュと同等のリスク、100 が FTSE100 インデックスと同等のリスク）で 1 と、キャッシュに次いでリスクが低いと評価されている。

10 ポンドから投資可能である。1 カ月と 1 年の投資期間の場合は、満期一括返済、3 年、5 年の投資期間の場合は、毎月元利均等返済である。貸出債権は、他の投資家に途中売却することも可能である（Sellout 機能）。貸し手には、手数料は課されない。

3. Funding Circle の事例

Funding Circle は、2010 年に業務を開始したスモール・ビジネス向け融資を専門とする英国のマーケットプレイス・レンダーである。後述するように、2013 年に米国にも進出した。英米では若干仕組みが異なる、ここではまず英国における仕組みを紹介する。

1) 融資プロセス

借り手となることができるのは、英国の企業で、開業から 2 年以上経過しており、売上が最低 5 万ポンド、2 年以上の財務資料がある企業である。借入可能金額は 1 件 5000 ポンドから 100 万ポンド、不動産開発の場合は 300 万ポンドまで。融資期間は 6 カ月から 5 年で、毎月元利均等返済となる。

オンラインで融資を申し込むと、業績やクレジット・ヒストリー、既存の債務の状況など、2000 以上の変数を用いて機械的に信用チェックが行われる。これをクリアした案件については、信用評価チームがレビューし、申込みから 2 営業日以内に、融資の可否が伝えられる。

融資が認められた案件には、A+、A、B、C、C- の 5 段階の信用格付け（Risk band）のいずれかが付与され、その他の投資判断に必要な情報も閲覧できる形で、マーケットプレイスのサイトに通常 1 週間掲載される。投資家はこれに対して投資額を入力して投資を申し込むことができる。投資家からの投資申し込みが満額に達した時点で、借り手はローンを受け入れるか、最終日までより低い金利のビッドがあるのを待つかを選択できる。低い金利を提示した投資家のオファーが優先される。借り手が最終的に条件に同意すると、無担保の案件の場合は 2~3 営業日で融資が実行される。有担保の案件の場合は、必要な手続きが終了してから融資が実行される。

2) 投資プロセス

前記のように融資が認められた案件はマーケットプレイスに掲載され、投資家は、

リスク、企業の所在エリア、セクター、財務状況、借入の目的等の情報をチェックし、投資する金額と希望する金利を入力して入札に参加することができる。サイトでは、現時点で、当該案件にどのような金利でいくらの投資申し込みがあるかが示される。要求する金利が高すぎれば、当然、投資の希望は実現しないことになる。

投資家は自らの希望する金利や、一件に最大ポートフォリオの何パーセントまで投資可能とするかを設定することで、条件を満たす案件の入札に自動的に参加できる **Autobid** という仕組みも利用できる。許容するリスクと金利を細かく設定することも可能である。

投資家に対しては、未返済元本に対して年間 1%がサービシング・フィーとして課される。

ローンは買い手がいれば、システム内で転売することもできる。売却を希望すると、当該ローンは、2 週間、ローン売買用の画面に掲載される。既存の金利に対して、プレミアムやディスカウントを設定することも可能である。買い手は、売りに出ているローンの一覧から、金利、Risk band、その他借り手の情報を確認し、Buy ボタンをクリックすることで希望のローンを購入できる。ローンを転売する際には、0.25%の管理手数料が課される。投資家は、他の投資家からローンを買取することで、ポートフォリオを早期に構築することができる。

4. 業界及び英国政府としての取組み

マーケットプレース・レンディングが早くから発達した英国では、業界による制度環境の整備が進んでいる。また金融危機後は、銀行に過度に依存した金融システムへの反省があることに加え、英国経済活性化策の一環で、FinTech 振興が重視されていることもあり¹²、マーケットプレース・レンディング業界の振興策や支援策が展開されている。またマーケットプレース・レンディングに関する法制度が明確化されたことも、英国の強みとして注目されよう。

1) 業界団体の設立

2011 年、マーケットプレース・レンダーの業界団体として、英国に P2P Finance Association が設立された。設立母体は、Zopa、Funding Circle 及び Rate Setter の 3 社である。現在、会員は、Funding Circle、Landbay、Lendingworks、LendInvest、Madiston Lendloaninvest、MarketInvoice、Rate Setter、ThinCats 及び Zopa である。

同団体は、P2P ファイナンスの振興と業界のベスト・プラクティスや業務上のプリンシプルを確立することを目的としている。

¹² 前掲、淵田（2015）参照。

2) 英国政府の対応

英国は国をあげて FinTech 振興策を打ち出しているが、Zopa や Funding Circle などのマーケットプレース・レンダーは、こうした FinTech 推進の動きが本格化する以前から業容を拡大させてきた。このモメンタムを維持、加速すべく、英国政府は、マーケットプレース・レンディングのさらなる拡大につながる施策を導入しつつある。

第一の施策は、British Business Bank (以下 BBB) によるマーケットプレース・レンダーの活用である。BBB は、2012 年、スモール・ビジネス金融の構造変化を目的として、それまで存在した様々な公的ファンドやスキームを統合して設立された政策金融機関である。BBB は、スモール・ビジネスに直接融資や出資をするのではなく、民間セクターをパートナーとし、スモール・ビジネスのファイナンスを支援しているが、その一環として、マーケットプレース・レンディング業者を通じたスモール・ビジネス育成を行っているのである。

2012 年 12 月には、Zopa に 1000 万ポンド、Funding Circle に 2000 万ポンド、2014 年 2 月には Funding Circle に 4000 万ポンド、2014 年 7 月に Rate Setter に 1000 万ポンドの拠出を行っている。これらを含め、これまでに 7 社のマーケットプレース・レンダーに資金を拠出している。

第二の施策は、マーケットプレース・レンディングを Individual Savings Account (少額貯蓄非課税口座、以下 ISA) の対象とすることである。この施策の導入は、2014 年 8 月にオズボーン財務大臣が表明していたが、2015 年 7 月に、その具体案が提示された。これによると新しい制度は、既存の株式型 ISA 及び預金型 ISA とは別枠の 3 番目の ISA として導入され、Innovative Finance ISA と称される。スタートは、2016 年 4 月 6 日となる。英国財務省は、この発表と同時に、Innovative Finance ISA の対象に、マーケットプレース・レンディングだけではなく、投資型のクラウドファンディングで発行される株式や債券も含めるべきかどうかについて、パブリック・コンサルテーションを開始した。

この他、FinTech 振興の立役者とも言えるオズボーン財務大臣は、英国の銀行がスモール・ビジネスから貸出の申し込みを断る場合、この情報をマーケットプレース・レンダーに渡すことを義務付ける措置を導入すると表明している。この顧客紹介の仕組みは、後述するように、RBS やサンタンデール銀行と Funding Circle との間では出来上がっている。

3) 法制度上の扱いの明確化

英国では、Financial Conduct Authority (金融行為規制機構、以下 FCA) が 2014 年から Project Innovate を掲げ、プロ・イノベーションな金融行政を展開しているところであるが、マーケットプレース・レンディングについては、2010 年 5 月に新政権が発足した段階で、法制度上の位置づけを明確とすることが方向づけられていた。

すなわち当時、オズボーン財務大臣が打ち出した金融監督制度改革の一環で、2000

年金融サービス市場法が改正され、2012年金融サービス法が制定されたが、ここで消費者信用業の監督を、Office of Fair Trade（公正取引局、以下 OFT）から新たに発足する FCA の管轄下に移管することが規定された¹³。また財務省令である Regulated Activity Order により、金融サービス市場法における Regulated Activities（規制業務）として「貸出に関する電子的システムの運営」が加わった¹⁴。

2013年4月に発足した FCA は、同年10月にクラウドファンディングに対する規制上のアプローチに関するコンサルテーション・ペーパーを発表した¹⁵。この中で、FCA はローン・ベースのクラウドファンディングと、投資ベースのクラウドファンディングを分けて規制する案を提示している。前者は、貸出契約、後者は流動性が低い株や債券等¹⁶に消費者が投資するプラットフォームである。

ローン・ベースのクラウドファンディングについては、従来の OFT の規制の下では、ローンの投資家側の保護の観点がほとんどなく、また、ローン・ベースのクラウドファンディング業者の中には、そもそも消費者信用業者として OFT の認可を受けていない者もあった。

そこで新たな規制案では、ローン・ベースのクラウドファンディング業者を、FCA の認可制とし、規制業者に対する FCA の原則やコアとなる要件を適用すること、資本規制（最低5万ポンド、貸出金額に応じて増額）を導入すること、投資家からの預かり金の保護に関するルールを順守すること、業者の破綻時に備えたアレンジをすること（ローン管理の継続等）、開示ルール（投資家への全てのコミュニケーションが公正・明確であり、ミスリーディングなものではないこと。正確かつ十分な情報を提供すること）や Financial Promotion Rule（金融サービス・商品の勧誘・広告規制）を順守すること、紛争処理ルールを順守すること、財務状況、預り金、投資家や貸出の状況等について FCA に定期的に報告すること等が盛り込まれている。

一方、投資ベースのクラウドファンディングについては、既に非上場株式や債券等を取り扱う業者として、FCA の規制対象となっていたものの、コア・スタンダードを適用しつつ、個々の業者ごとにケース・バイ・ケースで参加可能なリテール投資家を制限するという対応がされてきた。このため、2013年10月のコンサルテーション・ペーパーでは、投資ベースのクラウドファンディングという特性を踏まえ、新たな規制が提案された。

具体的には、リテール顧客への流動性の低い株や債券等の販売勧誘は、洗練された

¹³ 2012年金融サービス法。詳細は、横井眞美子「海外の消費者信用規制改革等についての研究—英国2012年金融サービス法を中心に—」『金融庁金融研究センターディスカッションペーパー』DP2014-12、2015年3月参照。

¹⁴ 規制業務を行う者は、認可業者でなければならない。

¹⁵ Financial Conduct Authority, "The FCA's regulatory approach to crowdfunding (and similar activities)", Consultation Paper, CP13/13, October 2013

¹⁶ 2013年10月のコンサルテーション・ペーパーでは、"unlisted equity or debt securities"とされていたが、AIMで取引されている銘柄（法的には上場銘柄ではない）に適用されるのかといったコメントが寄せられたことから、最終ルールでは、"non-readily realisable security"との用語が用いられた。ここではその日本語訳として、「流動性が低い株や債券等」としている。

投資家、ハイネットワークスの投資家、正規の投資アドバイスを受けている投資家、これら証券への投資を投資可能ポートフォリオの 10%以内とすることを確認している投資家以外には行ってはならないとされた。このうちアドバイスを受けていない顧客に対しては、業者は顧客の適合性テストを行う必要がある。

このように、ローン・ベースのクラウドファンディングに関する規制は、投資ベースのクラウドファンディングに関する規制に比べて寛容なものとなっている。この点について、FCA は、前者は後者よりもリスクが低いと見られるためとしている¹⁷。

以上の規則案は、ほぼそのままの形で 2014 年 3 月に最終化された¹⁸。FCA は新規制適用後の実態を調査するため、2016 年にクラウドファンディングに関するレビューを行うとしている¹⁹。ルールが明確化され、投資家保護の枠組みが整備されたこと、またローン・ベースのクラウドファンディングの実態を踏まえた柔軟な規制アプローチが採用されたことは、英国におけるマーケットプレース・レンディングの今後の発展にとって、プラスと考えられよう。

III 米国におけるマーケットプレース・レンディング

1. 英国との違い

1) 融資サイドの規制

英国がマーケットプレース・レンディングを独立した規制業務と位置付け、その実態に即し、投資型クラウドファンディングよりも寛容な規制を導入したのに対し、米国の場合は、ローンのオリジネーションとローンの販売それぞれに、既存の規制を適用している。このため、米国のマーケットプレース・レンディングは、英国とは異なる運営形態となっている。

¹⁷ マーケットプレース・レンディングにおける事業向けのローンと流動性が低い社債は、事業に関する債務という点では同じであるが、2014 年 3 月に発表されたポリシー・ステートメントでは、現状、前者は借入期間が 5 年未満であり、デフォルト率も低いのに対し、後者はアーリー・ステージの企業によって発行されるより長期の債務であることが多いこと、アーリー・ステージの企業の 5 割から 7 割は破たんしており、その社債はキャピタル・ロスを被る確率が大きいこと、また、流動的市場の無い社債の発行においては、企業は自らの都合の良い条件を自由に設定した上で、これを販売しようとするが、ローン・ベースのクラウドファンディングにおいては、条件設定は、企業の自由にはならないこと、さらに、ローン・ベースのクラウドファンディングにおいては、投資家は通常、証券投資におけるよりも、多数の小口の投資を行っており、リスクが分散されていること、以上を踏まえて、両者の規制を区別することが適当とされている。その上で、これを当面の措置とし、将来、状況が変化し、両者のリスクが似てくるようであれば、FCA としてのスタンスをレビューし、追加的な消費者保護ルールの導入についてコンサルテーションを行うとしている。脚注 18 の文献参照。

¹⁸ Financial Conduct Authority, "The FCA's regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media, Feedback to CP13/13 and final rules, Policy Statement", PS14/4, March 2014

¹⁹ FCA は 2015 年 2 月に、新ルール導入後、約 1 年を踏まえたレビューを行っている。2016 年に予定されるレビューは、より本格的なものとなる。Financial Conduct Authority, "A review of the regulatory regime for crowdfunding and the promotion of non-readily realisable securities by other media", February 2015.

米国の場合、まず貸金業に関する規制が各州にあり、オンラインを通じて全米でサービスを展開するには、これら各州で異なる規制を順守する必要がある。厳格な規制を採用するいくつかの州においては、そもそも営業が困難となる場合もある。貸出金利の上限規制も州ごとに異なっているが、FDIC 加盟銀行であれば、同一の金利を全米に適用可能である。このため、各社は融資については銀行を経由して実施する形態を採用している。

また、特に個人向けのローンにおいては、連邦レベルでも各種の規制があり、これら規制は、金融危機後、ドッド・フランク法を受けて一段と強化されている。新たな監督当局として Consumer Financial Protection Bureau（消費者金融保護局、以下 CFPB）も設立されており、借り手の保護には十分配慮する必要がある。

2) 投資サイドの規制

ローンを投資家に販売する場合、米国では小口化されたローン債権を不特定多数の投資家に販売することが証券の公募とみなされ、1933年証券法に基づき SEC への登録が必要となる。そこでオンライン上でローンの申し込みを受け付け、これに対する投資家を募るマーケットプレースを運営しようとする業者は、多数の投資家の参加を求める場合には、自らがローンと関連づけられた証券の発行体となり、この証券を SEC に登録し、公募発行するという方式を採用している。

公募証券を発行するのはコスト負担が大きいと、私募として適格投資家向けのみ販売する、個々のローン債権を小口化せず転売する、あるいはローン債権に投資するリミテッド・パートナーシップを設立し、これに対する投資を募る、といったスキームを用いる業者もある。なお投資についても、別途、州への登録が要請される場合もある²⁰。

2006年に業務を開始し、米国初の個人向けマーケットプレース・レンダーとされる Prosper は、当初、個々のローンを小口化した Promissory Note を、オークションを通じて決まった金利で、投資家に販売するという方式を採用していたが、この Note は証券であり SEC への登録が必要であるとされ、2008年11月に SEC の差止め処分を受けている²¹。その後、Prosper はスキームを変更し、自らが発行体となる個々のローンに対応した社債を SEC 登録し、予め決められた金利で投資家に販売するようになった。Lending Club も同様の方式を採用している。

また両社の場合、投資家が保有社債の転売を希望する場合は、証券会社である FOLIOfn に証券口座を開設し、ここで買い手が現れるのを待つ必要がある。Prosper

²⁰ 例えば上場企業の証券の場合、州への登録は免除されるが、Prosper と上場前の Lending Club は、こうした免除の対象とならなかったため、各州に対して証券の発行登録を申請したものの、一部、認められない州もあった。一部の州は、SEC におけるような開示ベースの発行規制に加え、メリットベースの規制、すなわち当該証券発行が fair, just and equitable かどうか等を勘案し、投資家への投資制限も導入している。

²¹ 2008年10月に Note の販売を停止し、11月に SEC の差止め処分を受け、12月には州の規制当局と和解している。2009年7月に新たな方式で資金調達を再開した。Lending Club は 2008年4月に資金調達を一時停止し、2008年6月に SEC に登録申請を行い、10月に業務を再開している。

は当初、自ら証券会社登録を行い、Promissory Note の流通の場を提供することを意図していたが、上記のように Promissory Note 自体の発行が差し止め処分を受けたこともあり、計画を見直した。

英国の Zopa が 2007 年 12 月に米国に進出した際は、米国規制に対応するため、信用組合 6 行と提携し、Zopa ブランドの譲渡性預金を通じて資金調達する仕組みを採用した。しかし、金融危機の深刻化もあり、2008 年 10 月に米国市場から撤退している。

Funding Circle U.S.A は、本家の英国とは異なり、証券会社登録をした関連会社を通じて、小口化された Note を適格投資家向けに私募発行する方式を採用している。

3) JOBS 法との関係

米国では 2012 年に JOBS 法が成立し、投資型のクラウドファンディングの規制が緩和されることとなった²²。この結果、マーケットプレース・レンダーが、借り手が発行する債券への投資を募るクラウドファンディングのファンディング・ポータルとなることにより、SEC へ証券会社としての登録をせず、また自ら公募証券を発行しなくても、不特定多数の投資家を参加者としたマーケットプレース・レンディングを行うことができるようにも思われる。

しかし投資家の投資金額に制限がある他、資金調達者（債券発行者）に一定の開示規制が課され、業者もブローカーないしファンディング・ポータルとして SEC に登録することが義務付けられる。またファンディング・ポータルが、投資家にアドバイスを提供することも禁止されるなど²³、別途、規制負担が発生することになる。

従って、Lending Club など既に公募で不特定多数から資金調達する仕組みを確立させた業者にとっては、あえて JOBS 法が規定するクラウドファンディングを導入するインセンティブは低いと考えられる。

Funding Circle U.S.A. の場合、公募ではなく投資家を適格投資家と機関投資家に限定しているが、同社の代表も、後述する米議会のヒアリングにおいて、JOBS 法は、デットのクラウドファンディングに関して、実行可能なアプローチを提供していないと証言している。

具体的には、ファンディング・ポータルが、投資家への発行体の信用に関する評価を提供すること等、投資家へのアドバイスとみなされることを行うことが禁止されていること、発行体の情報開示がエクイティ発行の際と同等のものが要求され負担となること、適格投資家向けにオンラインのプラットフォームを用いて投資家に証券の一般的勧誘・広告を行うことを可能とする条項（201 条(c)）が盛り込まれたのはメリッ

²² 淵田康之「リスクマネーの供給促進と投資者保護」『野村資本市場クォーターリー』2013 年秋号参照。

²³ 第三者による信用格付け等の情報の提供も、アドバイスと解されている。

トであるが²⁴、そのためには、ファンディング・ポータルが発行体から報酬を得ることが禁止されること、等が JOBS 法の改善すべき点としている。

さらに JOBS 法に基づくクラウドファンディングに関する SEC ルールや FINRA のルールはまだ制定されていないが、提案されている内容では、ファンディング・ポータルに対して多大な規制が課されることになる点も批判の対象となっている。

Funding Circle U.S.A の代表は、ベンチャー・キャピタルに支援されたスタートアップ企業と異なり、ほとんどのスモール・ビジネスは、エクイティではなくローンによってファイナンスされるものであり、こうしたスモール・ビジネスは、決して（IPO 等により）「エグジット」することはないものの、安定的なキャッシュフローを生み出し、経済に付加価値をもたらす存在であるとしている。そして JOBS 法は、エクイティとこうしたローンを同列に扱った結果、スモール・ビジネスに、現状より低金利で小口の融資を受ける機会を与えることに失敗したと指摘している。

4) GAO の調査

実は米国では、2010 年に成立したドッド・フランク法の 989F 条におき、Comptroller General of the United States、すなわち Government Accountability Office（会計検査院、以下 GAO）の長に対して Person to Person レンディングについて、最適な連邦規制の構造を判断する上での調査を行い、議会に報告することを命じていた。

GAO の報告書は 2011 年 7 月に取りまとめられたが、この中で GAO は、投資サイドに証券規制を適用し、融資サイドに CFPB 等の借り手保護の規制を適用するという二元的アプローチと、CFPB のような一つの当局に規制・監督を集約する統合的なアプローチの二つのオプションを提示し、メリット、デメリットを評価している。

これによれば、ローンに関連付けた証券を SEC に登録し、証券規制の対象とすることで、投資家の保護を図るとするのは、柔軟性や効率性を欠き、業者にとって負担となっているという関係者の指摘が示されている。しかしその一方で、一部の業者からは既に現行の法規制に合わせてシステムをデザインしてきたこと、また現行の証券規制は、過去からの判例の蓄積もあり、不確実性が少ないというメリットがあると見て、あえて統合的なアプローチのような未知の枠組みへの移行を望まない状況もあることが紹介されている。

また GAO の調査では、今後の連邦規制のアプローチは議論されているが、融資、投資それぞれについて、各州の規制も遵守しなければならないという構図を評価することは、GAO への調査要請の範囲外となっている。

²⁴ レギュレーション D のルール 506 に基づき、SEC 登録免除の証券発行を行う場合についての規制緩和。もともと適格投資家のみを対象とする場合、ルール 506 に基づく私募発行は、発行額の上限がなく、簡易な開示による発行が可能で、1996 年全国証券市場改革法により州当局への登録も免除されていた。これに加え、JOBS 法により一般的勧誘・広告が可能となり、オンライン・プラットフォームによるオファー、売付け、買い付け、交渉を行う場合も、SEC への証券会社登録を免除されることとされた。同条項は、JOBS 法のクラウドファンディングに関する条項とは別の位置づけで規定されている。淵田康之「リスクマネーの供給促進と投資者保護」『野村資本市場クォーターリー』2013 年秋号参照。

この他、米国では、マーケットプレース・レンダーに対して、証券会社登録、投資会社や投資顧問会社の登録、証券化規制における 5%ルール等々が課されることはないのか、といった点は、必ずしも明確になっているわけではなく、Lending Club の開示書類においても、これらの点はリスク要因として記載されている。

5) 米議会の動き

このように米国では、英国よりもマーケットプレース・レンディングに関する規制環境は複雑であり、規制遵守コストは高いものと考えられる。米国でもマーケットプレース・レンディングへの投資は、証券投資であるため、IRA の対象となるが、英国のように、政府がマーケットプレース・レンディング業者を様々な形で支援し、代替的金融仲介を育成しようという動きが、米国で見られるわけでもない。

もっとも米議会でも、ようやくマーケットプレース・レンディングへの関心が生じているようである。すなわち 2015 年 5 月 13 日に、米議会の下院スモール・ビジネス委員会²⁵において、米議会として初めてマーケットプレース・レンディングに関する公聴会が開催された²⁶。開催趣旨を説明する文書では、小規模の商業ローンや借り手の信用度が近年回復しているものの、金融危機前の 2007 年のレベルよりも低い状況にあるとしている。そして銀行等、伝統的な貸し手によって満たされていないデット・キャピタルへのニーズを満たそうとしている P2P レンディングのプラットフォームの台頭について検証するとしている。

同委員会では、運転資金に窮した際に、マーケットプレース・レンディングで迅速かつ低利で資金調達できたことで救われたという起業家の証言があった。また Funding Circle U.S.A の共同創業者兼マネージング・ディレクターのホッジス氏も、2009 年に創業したフィットネス施設が人気となり、全米に展開しようとしたものの、融資を受けるのに非常に苦労したことから、2011 年に自らマーケットプレース・レンディング会社を創業したという経緯を語った²⁷。

彼は、スモール・ビジネスは米国の雇用の半分を担い、1995 年以降については新規雇用の 3 分の 2 を生み出しているが、特に金融危機後、銀行からの融資を受けるのが困難になっているとした²⁸。その結果、必要なのは事業拡大のための長期の資金であるにも関わらず、Merchant cash advance (以下 MCA)²⁹等、短期で高利の融資に頼らざるをえなくなっている現状があるという。この点、マーケットプレース・レン

²⁵ House Committee on Small Business.

²⁶ 公聴会のタイトルは、Bridging the Small Business Capital Gap: Peer-to-Peer Lending であった。

²⁷ 後述の Endurance Lending Network。2013 年に Funding Circle が買収し、Funding Circle U.S.A となった。

²⁸ この主張のベースとなっている分析は、以下の論文である。Karen Gordon Mills & Brayden McCarthy, "The State of Small Business Lending: Credit Access during the Recovery and How Technology May Change the Game", Harvard Business School, Working Paper, 15-004, July 22, 2014.

²⁹ MCA は、事業者の将来予想されるカード売上金額の一定割合に相当する金額を、まとめて融資する仕組みを指す。返済は実際のカード売上から、毎日自動的に行われる。通常の銀行ローンより満期が短く、返済が毎日といった短期の頻度で行われる融資を、一般的に MCA と呼ぶこともある。

ディングが解決策を提供しているが、先述の通り、JOBS 法はマーケットプレース・レンディングに対する規制環境の改善につながっていないと批判したわけである。

今回の米議会委員会のヒアリングは、議員にとっては情報収集の段階に留まり、具体的に何らかの政治的な動きが現状、表面化しているわけではない。

このように現状、米国のマーケットプレース・レンディングは、英国に比べて政治や法制面の環境が良好とは言えないものの、短期間で英国を大きく上回る規模に成長し、Lending Clubのように上場まで果たす業者も登場している。この背景としては、米国ではマーケットプレース・レンダーへのエンジェル投資家やベンチャー・キャピタルによる資金拠出が活発であることも指摘できよう。

2. Lending Club の事例

Lending Club を例に、まず米国の個人間のマーケットプレース・レンディングの仕組みを見てみよう³⁰。

1) 融資プロセス

融資を申し込むことができるのは、18 歳以上の米国の個人で、借入可能金額は 1000 ドルから 3 万 5000 ドルとなっている³¹。与信判断に必要な情報を入力すると、借入の可否は数分で判明し、融資は数日で実行される。

借入に対し、Lending Club は、FICO³²のスコアと独自のスコアリングモデルを元に、A から G までの大区分、さらに各区分に 1 から 5 までの小区分、合計 35 段階の中から、グレードを割り当て、それに見合う金利を設定する。

実際の融資は、ユタ州の産業銀行³³である WebBank が、Lending Club からの情報を元に実行する。Lending Club は、投資家から集めた資金を WebBank に提供し、WebBank はこの資金を実際の貸出に充てる。

2) 投資プロセス

グレードや金利が設定されると、投資家は Lending Club のウェブサイト上でこの借入の情報を見ることができる。借り手の所得（自己申告あるいは Lending Club が証明書で確認したもの）、資金使途（自己申告）、現時点での投資家からの投資総額といった情報も示される。借り手が提供していれば、持ち家かどうか、勤務先、勤務年数、所得・負債比率、FICO のスコア（どのレンジか）等の情報も確認できる。借入

³⁰ Prosper の仕組みも、Lending Club とほぼ同じである。

³¹ 州により別途規制が課される場合がある。

³² FICO 社が算出し、米国で広く利用されている消費者の信用リスク指標。FICO という社名は、創業者の 2 名の名を冠した Fair, Isaac, and Company という旧社名による。

³³ Industrial bank。ユタ州の金融機関法で認められている金融業者で、要求払い預金を取り扱うことができないといった制約があるが、銀行法や銀行持株会社法の適用を免除されつつ、一定程度、銀行と同様の業務が可能となっている。

の情報は 14 日間掲載される。

Lending Club は、当該貸出に対応する形で、額面 25 ドルの社債をオンライン上で貸出に相当する金額分を募集し、希望する投資家がこれを購入する。社債は毎月元利均等払いで、満期は 3 年である。3 年目に完済されていない場合は、最長 5 年まで満期が延長される。

同社は、SEC にまとまった金額の公募社債発行を一括登録しており、一件の貸出ごとに一つのシリーズの社債が、登録した枠内で発行される形となっている。

投資家となるには、通常、年収 7 万ドル以上であり、かつ、家、家財、自動車以外の純資産が 7 万ドル以上であること、あるいは年収が 7 万ドルに満たない場合は、家、家財、自動車以外の純資産が 25 万ドル以上である必要がある。カリフォルニア州の投資家の場合、所得、純資産の要件が若干厳しい。ケンタッキー州においては、投資家が適格投資家であることが求められている。

投資家が、購入した社債を満期前に現金化したい場合には、FOLIO^{fn} を通じて売却することが可能である。社債は、401 k や IRA の投資対象としても認められている。

Lending Club にとっての収入は、借り手が借入に際して払うアップフロントの手数料（借入金額の 1.1%~5%。1.1%は A1 グレードの借り手の場合。C グレード以下の借り手の場合は 5%）と、投資家に対する元利払いの 1%である。

3. Funding Circle U.S.A の事例

1) 融資プロセス

2010 年に英国で創業した Funding Circle は、2013 年 10 月、カリフォルニアのマーケットプレイス・レンダーであった Endurance Lending Network を買収し、Funding Circle U.S.A として、サンフランシスコを拠点に米国での業務を開始した。

融資を申し込むことができるのは、売り上げを伴う業務の実績が 2 年以上あり、年間売上が最低 15 万ドル、過去 7 年以内に倒産の記録が無く、重大な税金の滞納や犯罪など法的な問題も抱えていない、といった条件を満たすスモール・ビジネスである。融資金額は、2 万 5000 ドル~50 万ドル、期間は 1 年~5 年の元利均等返済、担保及び個人保証が求められる。オリジネーション・フィーは 2.99%、ローン・ブローカー等を通じて申し込む場合は最大 4.5%である。

融資の申し込みに対して Funding Circle U.S.A は、企業の業績や信用履歴、既存の債務等、数百の変数を用い、独自のクレジットモデルで、初期的な判断を行う。これをクリアした案件については、専門の審査担当者が審査を行う。融資可能とされた案件については、A+、A、B、C のいずれかのリスク格付けとそれに応じた金利が決定される。

米国のスモール・ビジネスにとっては、SBA ローン³⁴や銀行ローン、あるいは MCA やファクタリングを通じた融資もあるが、Funding Circle U.S.A は、図表 2 に示す通り、SBA や銀行のローンより迅速で、またより小口の融資が受けられること、また MCA 等に比べ、担当者による親身な対応が受けられること等がメリットとされている。この図表には示されていないが MCA の場合、金利は平均で年率 50%前後となり、クレジットカードでの売上から、毎日、金利分が差し引かれる。Funding Circle U.S.A におけるローンは、形態としては通常の銀行ローンと同様であり、通常、MCA よりも低金利である。

2) 投資プロセス

ローンに投資できるのは、適格投資家である個人と機関投資家に限定される。IRA を通じた投資も可能である。投資の手法としては、小口ローン市場 (Fractional Loan Marketplace) で小口化された Note を購入する他、Limited Partnership (以下 LP) を通じてローンのプールに投資することもできる。

小口ローン市場は、関連会社の Funding Circle Securities, LLC が Note を販売する形態をとっている。同社は証券会社として SEC に登録し、FINRA 及び Securities Investor Protection Corporation (証券投資家保護公社、以下 SIPC) のメンバーとなっている。

ウェブ上に開設されたマーケットプレースのページでは、一件ごとのローンに対応した小口の Note (Borrower Payment Dependent Notes, BDNs) ³⁵がリストされており、ここから投資先を選択できる。一つの案件は最長 1 週間掲載され、満額の投資申し込みがあった時点で募集は完了する。Note の額面は 1000 ドルである。

マーケットプレースでは、融資を希望している会社の業種、所在都市名、リスク格付け、融資希望金額 (及びその何パーセントの投資申し込みが既にあるか)、期間、金利、入札締め切りまでの残り日数が示され、Buy ボタンを押すことでローンを購入で

図表 2 マーケットプレース・レンディングと伝統的借入手段との比較 (米国の例)

	Funding Circle	SBAや銀行のローン	MCAやファクタリング
申請手続きに要する時間	10分未満	数時間	10分未満
結果通知までの時間	2週間以内	2~8週間	1両日
担当者による対応	有り	場合による	無し
個人が貸し手	Yes	No	No
融資判断	個人(格付けを参考)	銀行等の組織	コンピュータ・アルゴリズム
借入可能金額	2万5000ドル~50万ドル	通常10万ドル以上	10万ドル未満
期間	1~5年	7年未満	6カ月未満
早期返済ペナルティ	無し	場合による	場合による
手数料	2.99%	案件により異なる	案件により異なる

(出所) Funding Circle U.S.A のウェブサイトより

³⁴ 米国の政府機関である Small Business Administration が保証を付ける、スモール・ビジネス向けの融資。実際の申し込みは、地元の金融機関を通す。

³⁵ 発行体は Funding Circle Notes Program, LLC.

きる³⁶。個々の融資案件の詳細を開示するページもあり、営業年数や従業員数、財務データ、倒産の経歴、クレジット・スコア、デット・カバレッジ・レシオ等の情報を入手できる。予め業種、リスク、期間等の選好を設定し、自動的に条件に合うローンに投資することもできる。

LP への投資は、Funding Circle Diversified Income Fund, LP を通じるもので、最低 50 万ドルを出資し、同 LP が Funding Circle から購入したローンのポートフォリオに投資する形となる。投資家に対しては、未回収ローン残高の 0.083% 相当のサービシング・フィーが毎月課される。

IV 注目される動き

マーケットプレース・レンディングは、従来、クレジットカード・ローン等、高利のローンを抱えた個人が、金利負担を軽減する手段として頻繁に使われてきた経緯があるが、以下に見るように、昨今、機関投資家による投資の増大や、事業会社や銀行との提携といった動きがある。こうした発展段階を経つつ、今後とも、マーケットプレース・レンディングは、金融システムにおける存在感を高めていく可能性があるろう。

1. 機関投資家の参加

当初、個人間のお金の貸し借りの場としてスタートしたマーケットプレース・レンディングであるが、昨今、機関投資家の参加が拡大しているという指摘がある³⁷。

先述の通り、米国の場合、Lending Club と Prosper は、公募証券を発行し、これを主として個人投資家に販売してきたが、他の多くの業者は SEC 登録のコストを回避するため、Funding Circle のように適格投資者や機関投資家への私募による資金調達に依存している。

近年、Prosper も、個人投資家のみならずに依存したビジネスのコストや今後の成長機会を考慮し、機関投資家からの資金調達を増大させており、現状、機関投資家比率は 3 分の 2 に達しているとされる³⁸。

一方、Lending Club の場合、2015 年第 1 四半期の時点で、機関投資家比率は 25% であった。2014 年第 2 四半期～第 4 四半期の場合、同比率は 3 割強であったが、2014 年 12 月のニューヨーク証券取引所上場により、同社の知名度が向上し、個人投資家の資金流入が拡大したとされる³⁹。また同社においては、個人投資家がクラウドアウトされないよう、機

³⁶ 英国の Funding Circle のシステムと異なり、投資家が、表示された金利よりも低い金利を提示して投資を確実にしようとしたり、逆に投資の集まりが悪い場合により高めの金利を提示するといった機能は、見当たらない。リスクと期間に応じて、Funding Circle が設定した金利で投資家が十分集まるかどうか、そして最終的に借り手が条件と金額を受け入れるかどうかで、金利が妥当だったかどうか判断されることとなる。

³⁷ Amy Cortese, "Loans that avoid banks? Maybe Not", *New York Times*, May 4, 2014.

³⁸ Kevin Wack and Bailey Reutzell, "How P-to-P Lending Evolved into Different Animals in U.S., U.K.", *American Banker*, June 5, 2015.

³⁹ 同社、決算資料より。

関投資家が毎月購入できる金額に上限を設けているという⁴⁰。

2015年6月に発表された、米国における機関投資家のマーケットプレイス・レンディングへの関心についてのサーベイでは、85%の機関投資家がマーケットプレイス・レンディングに関心があると回答しているが、実際に投資していると回答したのは29%に留まった。このことから、マーケットプレイス・レンディングへの機関投資家マネーの流入は、今後、一層増大する可能性があるとの見方がある⁴¹。

英国においても、例えば Zopa は、ヘッジファンドを含む複数の機関投資家と提携している。また欧州最大手のヘッジファンド・マネジャーである Marshall Wace LLP は、2014年5月、Zopa や Rate Setter、Funding Circle などの小口ローンに投資を行うクロズドエンド・ファンド、P2P Global Investments をロンドン証券取引所に上場させている。

もともと、現状の低金利環境の下では、マーケットプレイス・レンディングは機関投資家にとって注目される投資対象となりうるが、今後、金利が上昇した場合は、他にも投資機会が拡大するため、相対的な注目度は低下するとの観測もある⁴²。

2. 事業会社との提携

マーケットプレイス・レンディングの機能に注目し、借り手としてではなく、事業展開の一環でこれを活用しようという事業会社も相次いでいる。グーグルは、2015年1月、Lending Club と提携してパートナー企業向けの低利ファンドプログラムを導入すると発表した。グーグルが資金の出し手となり、Lending Club のシステムを通じて、1万社以上存在するグーグルのパートナー企業向けの融資を迅速に実行する。Lending Club を利用することで、グーグルとしては、融資とそのサービシング関連の事務コストを節約しつつ、パートナー企業をサポートできる。パートナー企業は、通常よりも低利の融資に手数料なしでアクセスできることとなる。

2015年2月には、アリババが Lending Club との提携を発表している。これは、アリババの米国サイトを利用する在米の中小企業が、同サイトから物品を購入する際の運転資金を、Lending Club が独占的に供給するというものである。グーグルとの提携と異なり、ここでは、資金の出し手は、通常の Lending Club の投資家となる。

英国では、2015年5月、タクシー業界の Disruptor として有名な Uber が Zopa との提携を発表した。Uber のドライバーが、Uber のプラットフォームから、Zopa を利用して車を購入する資金を調達できるというものである。借り手となるドライバーの収入等、信用評価に利用できる情報は、Uber が把握しており、Zopa はこれを与信判断に活用できる。

⁴⁰ Steven Bertoni, "No, Hedge Funds Aren't Hijacking Peer To Peer Loans, Says Lending Club CEO", Forbes.com, May 12, 2014.

⁴¹ Richards Kibbe & Orbe LLP and Wharton FinTech, 2015 Survey of U.S. Marketplace Lending.

⁴² Katie Gilbert, "Institutions bank on Peer-to-Peer, but for how long?", Institutionalinvestor.com, November 6, 2014.

3. 銀行との提携

マーケットプレース・レンダーは、金融の Disruptor として既存の銀行に挑戦する存在であるが、銀行と共存する動きもある。

2015年2月には、BancAllianceとLending Clubの提携が発表された。BancAllianceは、2011年に設立された約200の中小・地域銀行の集まりであり、大口のローンに対するローン・パーティシペーションをアレンジすること等により、規模の経済を追求している。

Lending Clubとの提携においては、参加銀行が、顧客情報をTransUnionという信用情報会社に送ると、ここで匿名化等の処理が行われた上で、Lending Clubに情報が送られる。Lending Clubは、融資可能性を分析し、融資可能と判断された顧客について、追加的な情報も入手しつつ共同ブランドのローンの勧誘を行う。参加銀行は、一定金額をLending Clubを通じて投資することをコミットする。この場合の投資先は上記のプロセスによって実行されたローンの他、Lending Clubの通常のローンも対象となる。

2015年4月には、シティバンクが、Lending Clubを地域再生向け貸出を行う上でのプラットフォームとして利用することを発表している。

Prosperも、2015年2月に、サンフランシスコをベースとする約160の銀行が会員となっているWestern Independent Bankersとの提携を発表した。これは銀行が自ら貸しにくい顧客についてProsperのプラットフォームにつなぐという仕組みである。

英国においても、RBSやサンタンデール銀行がFunding Circleと提携し、自らが融資を断った顧客を紹介している。前記のように、英国では、こうしたマーケットプレース・レンダーへの顧客紹介は、政府のマーケットプレース・レンダー振興策の一環として、銀行に義務付けていく方針が示されている。

一方、2015年5月には、2010年に設立され顧客本位のユニークな経営で注目されているメトロバンクが、Zopaとの提携を発表しているが、こちらはメトロバンク自身が、融資をZopaを通じて行うというものである。メトロバンクは約30億ポンドの預金を持つが、その半分程度しか貸出に回せていないため、マーケットプレース・レンダーを運用先に加えたわけである。

今後は、銀行自身によるマーケットプレース・レンディング事業も登場する可能性がある。すなわち、2015年6月、ゴールドマン・サックスが、同事業に進出することを計画中との報道がある⁴³。

V わが国の現状と今後

1. 現状とその背景

わが国には、融資案件に対し、ネット上で個人投資家から資金を募る業者は9社ほど存

⁴³ Michael Corkery and Nathaniel Popper, "Goldman plans online lending for consumers", *New York Times*, June 15, 2015.

在する⁴⁴。融資の累計額は2015年6月末時点で430億円程度と見られ、英米に比べると規模はまだ限定的であるが、昨今、メディア等で紹介される機会が増え、関心は高まりつつある。わが国の場合、マーケットプレース・レンディングは、ソーシャル・レンディングと呼ばれることが多いが、融資の内容は、不動産関連が多い⁴⁵。

わが国の場合、マーケットプレース・レンディングの融資サイド及び投資サイドは、それぞれ貸金業法と金融商品取引法によって規制されている。すなわち多くの業者は貸金業と第二種金融商品取引業の登録を行い、融資の原資を、匿名組合持分への投資をネット上で募る形で調達している⁴⁶。匿名組合持分の募集は、投資家数が500名未満であれば、私募の扱いとなる⁴⁷。

匿名組合を利用する理由の一つとして、投資家が融資に直接資金を拠出する仕組みとすると、投資家が貸金業者とみなされかねない点がある。また匿名組合を利用しても、融資先が一件であれば、投資家が特定の貸し手に融資をしているのと変わらないということから、匿名組合は2件以上の融資案件を含む形となっている⁴⁸。

2. 英米との違い

すなわちわが国では、米国で一般的であるように、個々の融資案件ごとに、投資家が資金を提供することは、上記の通り、貸金業法に抵触するとされ、融資先の複数化を余儀なくされている。また公募規制を回避するために500名以上の投資家が参加できず、また同じ理由から持分の転売も規制される。

先述の通り、英国の場合、マーケットプレース・レンディングは、投資型のクラウドファンディングとは異なる別個の業務として、独自の規制が整備された。マーケットプレース・レンディングは、金利の決定のあり方やリスクのあり方が、社債による資金調達・運用とは異なっているという判断が、この背景にある。

米国の場合は、既存の州・及び連邦の融資関連の規制と、証券法枠内のマーケットプレース・レンディング業務が行われており、投資サイドは一件ごとの融資にひも付けら

⁴⁴ 筆者が確認した業者として、maneo、クラウドバンク、SBI ソーシャルレンディング、AQUSH、クラウドクレジット、ラッキーバンク、オーナーズブック、スマートエクイティ、LC レンディングがある。以下、各社のサイトの他、<http://quadstormferret.blog.fc2.com/>、<http://kennygorou931.blog84.fc2.com/>、<http://oshowa.blog.jp/>、<http://fudousanloanwatch.blog.fc2.com/>等の情報を参考とした。

⁴⁵ ある業者の場合、当初は個人がプロフィールや借入目的等をネット上に掲示して融資を募り、投資家が金利を入札する仕組みを提供していたが、貸し倒れが頻発したことや、業者としても審査等に手間とコストがかかりすぎ、割に合わないということから、中止に至った経緯がある。別の業者では、融資の申し込みを受け付け、リスクグレードを付与し、これに対して投資家が金利やリスクグレードを選択して投資を行う仕組みが現時点でも提供されているが、活発な取引は確認できない。

⁴⁶ 2社は第一種金融商品取引業者である。海外の小口ローン債権に投資するファンドの国内販売を専門とする業者、及び自社グループの不動産事業の資金調達を専門とする業者は、貸金業登録を行わず第二種金融取引業登録のみである。第二種金融商品取引業者として登録せず、投資家への販売は他の業者に委託する業者が1社ある。

⁴⁷ 投資家数が500名以上とならないよう、1回の募集金額や最低投資金額等を工夫している。

⁴⁸ この場合、募集金額が未達となり、全ての借り手が融資を受けられなくなる事態を回避するため、メインの融資案件とごく少額の融資案件をセットとすることで、形式的な複数化が行われる場合が多いようである。

れた社債を公募するか、適格投資家や機関投資家に参加者を限定した私募形態で行われている。クラウドファンディングの法規制の整備も進むが、英国と異なり、融資型のクラウドファンディングを、投資型クラウドファンディングとは区別して扱う発想は無いため、マーケットプレース・レンディングの規制緩和にはつながらないと見られている。

この点、わが国の状況は米国と似ており、マーケットプレース・レンディングを既存の融資関連と投資関連の二つの法制の枠内で規制している。クラウドファンディングも、米国同様、融資型と投資型を区別しない仕組みが導入されており、マーケットプレース・レンディングには活用しにくい⁴⁹。

一方、米国との違いもある。まずわが国の貸金業規制は、過去の様々な問題を背景として強化されてきた経緯もあり、米国とは異なる厳格さがある。また米国のようにベンチャー・キャピタル等の潤沢な支援を受け、公募証券の発行によって資金調達をできるほどの業容に達している業者はわが国では見当たらない。米国の場合、適格投資家の人数も多く、レギュレーション D のルール 506 に準拠すれば、公募の形態をとらずとも金額上限無しで資金調達が可能であるが、わが国はそうした状況にない。

こうした制度上の相違の他、わが国のマーケットプレース・レンディングのプラットフォームは、基本的に投資家募集のための仕組みとなっており、不特定多数の融資の希望者が融資の可能性を打診したり、正式に融資を申し込むための場としての性格は持ち合わせていないという違いもある。すなわち融資の分野においては、業者は通常の貸金業者と同様であり、特段、テクノロジーを活用した迅速かつ的確な与信判断を行う、といった特徴を打ち出していない。

また本稿で紹介した米国のマーケットプレース・レンディング、及び英国でも Funding Circle 等では、融資案件ごとの信用格付け情報が投資家に提示され、投資家がリスクに見合った金利かどうかを確認したり、自ら適切と考える金利を設定することができる仕組みとなっているが、わが国では、基本的に、信用格付けの類は提示されず、業者が提示する金利や期間、案件の概要、担保や保証に関する情報を元に、投資家が投資するか否かを判断する形となっている⁵⁰。

3. 今後のあり方

わが国のマーケットプレース・レンディングは、英米と比べて以上のような特徴があるわけであるが、今後、個々の制度や仕組みがどうあるべきかを論ずる以前に、まず、わが国の金融システムにおける、マーケットプレース・レンディングの意義を考えることが必

⁴⁹ 投資型クラウドファンディングを解禁した今般の金商法改正においては、出資総額のうち 50%超を第三者への金銭の貸付事業に充てる集団投資スキームの取扱いは、少額電子募集取扱業務より除外されており、匿名組合方式のマーケットプレース・レンディングは明確に規制緩和の対象外とされている。金融商品取引法施行令第十五条の四の二第七号、同第十五条の十の二第二項参照。

⁵⁰ 前記のように、オンライン上で融資申請を受け、リスク格付けを付与する仕組みを提供している業者はあるが、取引は限定的である。

要であろう。

英国では、本稿で紹介してきたように、伝統的な銀行に大きく依存し続けるのではなく、こうした代替的な金融仲介を発展させることが英国経済にとって重要であるという認識が、政・官・民に共有されている。またマーケットプレイス・レンディング業者は、FinTechの代表的な成功例として、英国の金融及びITの競争力向上を担っていると認識され、政策的な支援も受けている。

米国でも、米国経済において重要な位置を占めるスモール・ビジネスへの融資が、既存の銀行では不十分となっていることが問題視されているが、マーケットプレイス・レンディングが、この状況の解決に寄与するとの主張が展開され、議会でもヒアリングが開催されている。

わが国では、IPOを目指すようなITベンチャー企業への支援が強調されることが多く、そのエクイティ・ファイナンスや上場基準等の規制緩和への関心は高いが、通常のスモール・ビジネスへの融資は、政府系金融機関や既存の銀行の取組みに任されたままであり、当該分野をITの活用によって革新しようという動きは目立っていない。

また個人向けローンについては、過去の各種の問題を背景に、一時期より規模を大きく縮小させつつ、その多くが既存の銀行ビジネスの一部に取り込まれた形となっている。融資への投資を、個人投資家のアセットクラスに位置付けるという発想も聞かれない。

英米のみならず、中国を含めた世界のトレンドを踏まえると、今後の金融システムは、マーケットプレイス・レンディング抜きには語れなくなっていくと考えられる。わが国としても、金融システムの革新を追求していくという観点から、マーケットプレイス・レンディングの活用を検討していく必要があると考えられる。