

急成長する中国の オンライン・オルタナティブ・ファイナンスと課題

李 立栄

■ 要 約 ■

1. 中国では、金融機関としての免許を持たず、規制・監督も厳格でないオンライン・オルタナティブ・ファイナンスの成長ぶりが注目されている。2015年の同市場規模（残高）は、2013年の18倍までに拡大し、アジア太平洋地域の同市場における中国のシェアは98.9%に達した。
2. オンライン・オルタナティブ・ファイナンスが中国で急速に発展した背景としては、①インターネット人口の急速な拡大とそれに伴う電子商取引から発展した金融取引プラットフォームの普及、②銀行のリスクテイク能力の限界、③低金利政策の下で旺盛な資金運用ニーズの存在、④規制の裁定機会の存在、が指摘できる。
3. オンライン・オルタナティブ・ファイナンスが急拡大を遂げる一方で、不正や詐欺行為、借り手のデフォルト、プラットフォームの閉鎖などの事例も多発するようになってきた。当初、中国規制当局はオンライン・オルタナティブ・ファイナンスの拡大に対して寛容な姿勢を見せていたが、2014年12月以降、相次いで新たな管理規則を制定し、規制監督の方向性を明確化している。
4. 規制強化の影響で、中国のオンライン・オルタナティブ・ファイナンス業界は淘汰の波に直面しており、今後は、事業者数が大幅に減少すると見られる。一部の優良プラットフォームが事業運営の規範化や評判の向上に伴い、一定の規模と実力を備えた事業者の市場へと収斂していくことが予想される。また今後、中国の金融制度が先進国型に近づけば、オンライン・オルタナティブ・ファイナンスの裁定機会の減少が予想される。その時に初めて銀行サービスの実質的な競争が生じるといえよう。

I 注目される中国のオンライン・オルタナティブ・ファイナンス

近年、フィンテックを活用したオンライン・オルタナティブ・ファイナンスが中国で成長している。オンライン・オルタナティブ・ファイナンスは、従来の資金調達と金融仲介の範疇外にあるとされ、革新的な金融ツールとチャネルを有していると特徴づけられている。こうしたオンラインでの代替貸出の多種多様な形態の内、P2P レンディングとクラウドファンディングは、2大形態となっている。

本稿では、中国のオンライン・オルタナティブ・ファイナンス、とりわけ P2P レンディングに焦点を当て、その実態と問題点を探るとともに、規制当局の対応を整理し、今後の展望を論じたい。

1. 中国のオンライン・オルタナティブ・ファイナンスの多様な形態

1) 定義と形態の多様化

オンライン・オルタナティブ・ファイナンスとは、金融機関としての免許を持たず、規制・監督も厳格でない金融仲介業である。インターネット上の P2P レンディング、クラウドファンディングなどがその典型である。もともと、中国ではオンライン・オルタナティブ・ファイナンスは、シャドーバンキング（影子銀行）の一種と考えられていたが、シャドーバンキングの名称が、脱法的・非合法的というネガティブなニュアンスを含むようになったため、銀行以外の金融仲介であるオルタナティブ・ファイナンスと呼ばれるようになった。

本稿では、オンライン・オルタナティブ・ファイナンスの定義は、銀行システム外のオンライン市場を経由して個人や事業者に資金を提供している金融仲介を指すものとし、P2P 保険、オンライン MMF、第三者決済などは含まないものとする。

中国のオンライン・オルタナティブ・ファイナンスの形態については、①消費者向けマーケットプレースレンディング/P2P レンディング、②事業向けマーケットプレースレンディング/P2P レンディング、③不動産向けマーケットプレースレンディング/P2P レンディング、④インボイス取引、⑤株式型クラウドファンディング、⑥報酬型クラウドファンディング、⑦事業向けバランスシート型レンディング、⑧寄付型クラウドファンディング、⑨消費者向けバランスシート型レンディング、⑩売上/利益分配型クラウドファンディング、の 10 種類に分類される¹（図表 1）。なかでも、①消費者向けマーケットプレースレンディング/P2P レンディング、②事業向けマーケットプレースレンディング/P2P レンディング、③不動産向けマーケットプレースレンディング/P2P レンディングの 3 分類が大部分を占めている。

¹ The Cambridge Centre for Alternative Finance et al., “Harnessing Potential : The Asia-Pacific Alternative Finance Benchmarking Report”, March 2016, p.37

図表 1 中国のオンライン・オルタナティブ・ファイナンスの定義と形態

形態	定義
①消費者向けマーケットプレースレンディング/P2Pレンディング	個人あるいは機関投資家は、借り手となる消費者に対して資金を提供する
②事業向けマーケットプレースレンディング/P2Pレンディング	個人あるいは機関投資家は、借り手となる事業者に対して資金を提供する
③不動産向けマーケットプレースレンディング/P2Pレンディング	個人あるいは機関投資家は、不動産を担保に入れた借り手となる消費者あるいは事業者に対してローンを提供する
④インボイス取引	個人あるいは機関投資家は、事業からの(割引した)インボイスあるいは受取手形を購入する
⑤株式型クラウドファンディング	個人(限定)あるいは機関投資家は、会社から発行される株式を購入する
⑥報酬型クラウドファンディング	後援者は、個人、プロジェクトあるいは会社に対して、現金以外の報酬あるいは商品を受け取る代わりに資金を提供する
⑦事業向けバランスシート型レンディング	プラットフォーム事業者は、事業用途の借り手に対して直接資金を提供する
⑧寄付型クラウドファンディング	寄付者は、個人、プロジェクトあるいは会社に対して、慈善行為あるいは市民動機から現金や物質的なリターンを求めずに資金を提供する
⑨消費者向けバランスシート型レンディング	プラットフォーム事業者は、一般消費者である借り手に対して直接資金を提供する
⑩売上/利益分配型クラウドファンディング	個人あるいは機関投資家は、事業から生まれる将来の売上もしくは収益の一部を受け取ることで、事業に対してローンを提供する

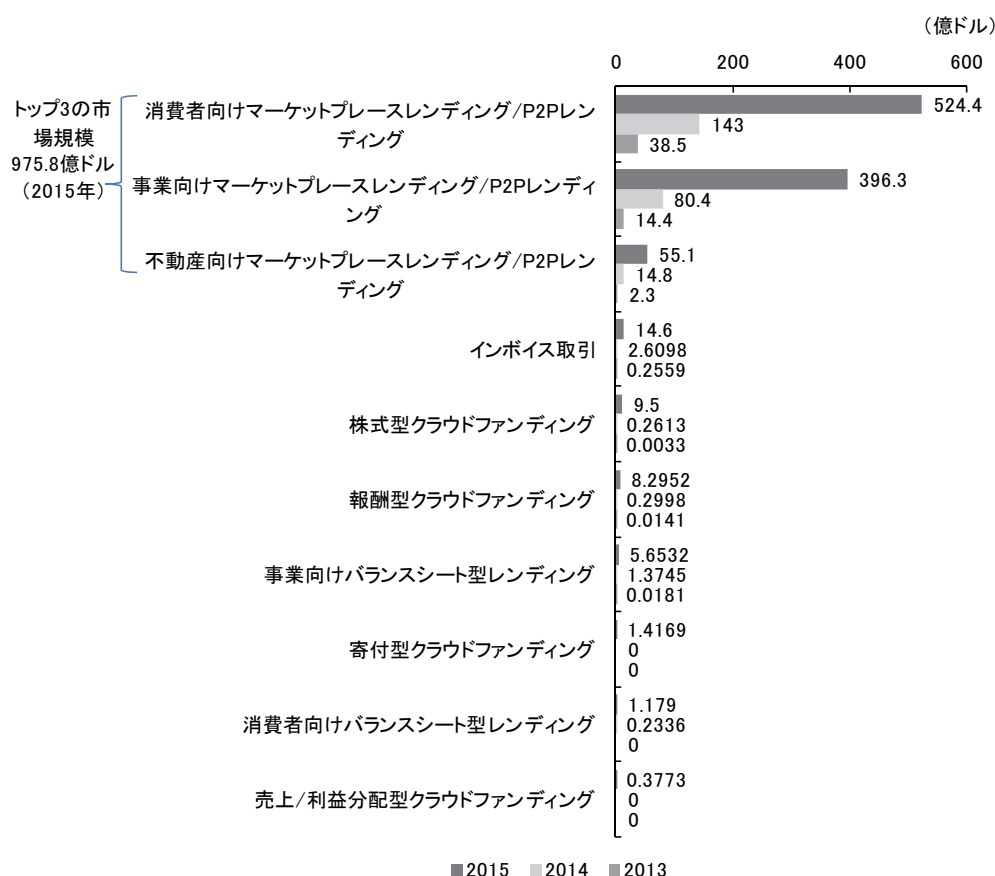
(出所) The Cambridge Centre for Alternative Finance et al., “Harnessing Potential : The Asia-Pacific Alternative Finance Benchmarking Report”, March 2016 より野村資本市場研究所作成

2015年の中国のオンライン・オルタナティブ・ファイナンスにおいて、消費者向けマーケットプレースレンディング/P2Pレンディングの市場規模は524.4億ドル(全体の約52%)と、最大のセグメントである。次いで、事業向けマーケットプレースレンディング/P2Pレンディングは396.3億ドル、不動産向けマーケットプレースレンディング/P2Pレンディングは55.1億ドルで、上位3つの市場規模は計975.8億ドル(全体の96%)となっている(図表2)。

2013年から2015年の3年間において、消費者向けマーケットプレースレンディング/P2Pレンディングの貸出合計は705.9億ドル、中小企業をターゲットとした事業向けマーケットプレースレンディング/P2Pレンディングの貸出合計は491.1億ドル、相対的に規模が小さいものの、不動産向けマーケットプレースレンディング/P2Pレンディングの貸出合計は72.2億ドル、3つを合計すると、過去3年間におけるP2Pレンディングプラットフォームを通じて提供された資金規模は1,269.2億ドルにも達する。

上記以外で注目されているものとして、株式型クラウドファンディングがある。ケンブリッジ大学オルタナティブ・ファイナンス研究センターの調査によれば、2014年の同市場規模は0.26億ドルしかなかったが、2015年には36倍の9.5億ドルまで拡大した(前掲図表2)。また、現在、中国証券業協会に登録している事業者で、株式型クラウドファンディングサービスを提供しているのは少なくとも8社であるという。今後、中国の株式型クラウドファンディングが全ての個人投資家に開放されることとなれば、創業期にあるベンチャー企業向けの資金プールの拡大に寄与するとともに、潜在力のあるベンチャー事業に投資できる、より開放的な市場の形成にも役立つと考えられる。

図表 2 中国本土のオンライン・オルタナティブ・ファイナンスの市場規模
(2013～2015年、形態別)



(出所) The Cambridge Centre for Alternative Finance et al., “Harnessing Potential : The Asia-Pacific Alternative Finance Benchmarking Report” , March 2016 より野村資本市場研究所作成

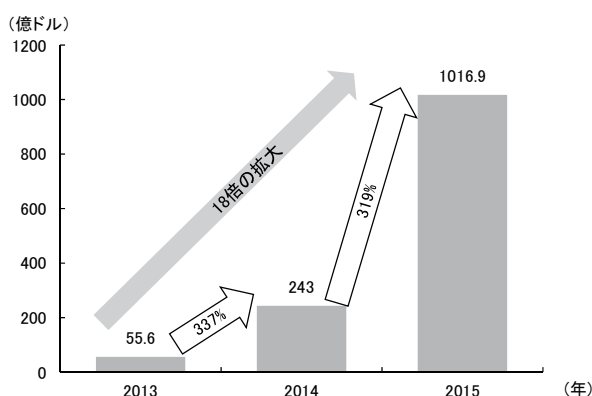
2) 市場規模で世界最大

近年、中国のオンライン・オルタナティブ・ファイナンスは急速に成長し、世界最大の市場になった。ケンブリッジ大学オルタナティブ・ファイナンス研究センターの調査によれば、アジア太平洋地域²において、一般消費者やスタートアップ・ベンチャー企業、中小企業（SMEs）、地域プロジェクトなどに融資するオンライン・オルタナティブ・ファイナンスの市場規模は、2015年に1,028.1億ドルに達した。このうち、中国本土のオルタナティブ・ファイナンス・プラットフォームを通じて行われた取引は約98.9%を占めた。

中国におけるオンライン・オルタナティブ・ファイナンスの市場規模は、2013年の55.6億ドルという比較的低位からスタートし、2014年に243億ドル（前年比

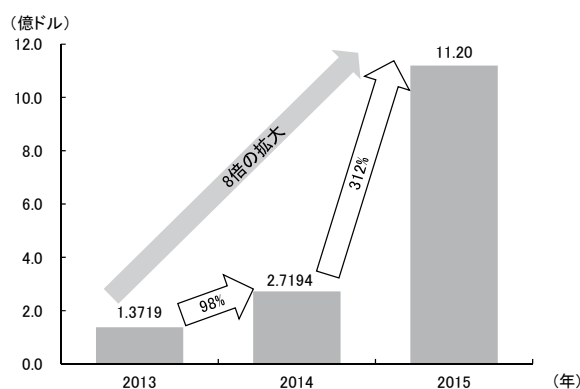
² アジア太平洋地域は、日本、オーストラリア、ニュージーランド、韓国、インド、シンガポール、台湾、香港、マレーシア、インドネシア、タイ、モンゴル、フィリピン、パキスタン、スリランカ、ベトナムを含む。

図表3 中国のオンライン・オルタナティブ・ファイナンスの市場規模（2013～2015年）



(出所) The Cambridge Centre for Alternative Finance et al., “Harnessing Potential : The Asia-Pacific Alternative Finance Benchmarking Report”, March 2016 より野村資本市場研究所作成

図表4 アジア太平洋地域におけるオンライン・オルタナティブ・ファイナンスの市場規模（2013～2015年、中国除く）



(出所) The Cambridge Centre for Alternative Finance et al., “Harnessing Potential : The Asia-Pacific Alternative Finance Benchmarking Report”, March 2016 より野村資本市場研究所作成

337%増)、2015年には更に1,016.9億ドル(前年比319%増)³へと急増し、同市場規模は2013年の18倍超まで拡大した(図表3)。

一方、アジア太平洋地域(中国を除く)のオンライン・オルタナティブ・ファイナンスの市場規模は、2013年に約1.37億ドル、2014年に2.72億ドルと小規模であったが、2015年には前年比312%増の11.20億ドルに達した(図表4)。

2. オンライン・オルタナティブ・ファイナンス拡大の背景

近年、中国のオンライン・オルタナティブ・ファイナンスが急成長した背景としては、以下の4点が指摘できる。

1) 世界最大のインターネット人口と電子商取引市場

第1は、中国は世界第2位の経済規模、および世界最大のインターネット人口と電子商取引市場を擁していることである。

中国のインターネット人口は、2000年代半ばから急増している。2016年6月末のインターネット利用者数は7億958万人(普及率51.7%)⁴で世界最大であり、アメリカ総人口の2倍超、日本総人口の5倍超に達する。また近年、スマートフォンの普及によってモバイルインターネットの利用者が急増している。2016年6月末のモバイルインターネットの利用者は6億5,637万人、インターネット利用者全体の92.5%

³ The Cambridge Centre for Alternative Finance et al., “Harnessing Potential : The Asia-Pacific Alternative Finance Benchmarking Report”, March 2016

⁴ 中国互聯網絡信息中心(CNNIC)「第38次中国互聯網絡發展狀況統計報告」(2016年7月)、http://www.cnnic.net.cn/hlwfzyj/hlwzbg/hlwtjbg/201608/t20160803_54392.htm

を占めている。さらに、eコマース（電子商取引）の拡大が顕著であり、2013年にアメリカを抜いて世界最大の電子商取引市場となった。2016年には中国の電子商取引がアメリカの2.2倍まで拡大する見通しである。中国の電子商取引は第三者決済という独自の決済インフラが利用されており、そこでも多様な金融商品が取引されている。これらすべてが、オンライン・オルタナティブ・ファイナンスを発展させる要因となっている。

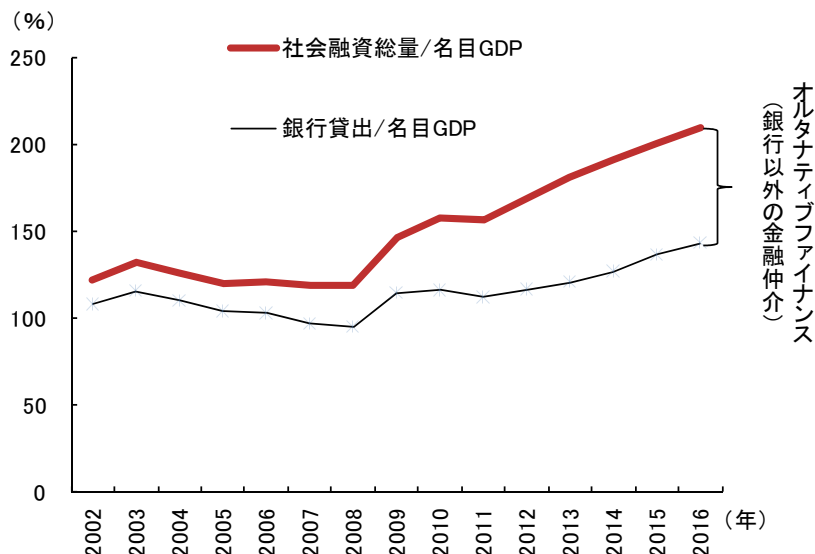
2) 銀行の貸出能力の限界と景気減速による新規貸出態度の慎重化

第2は、多様な資金調達ニーズに銀行の貸出能力が対応しきれていないことである。中国の商業銀行は一般的に大手・国有企業向けを中心として融資を行っている。一方、多くの中小企業は財務状況が不透明で、経営リスクが高いことから、銀行は審査に慎重であり、中小企業のニーズに対応するには限界があった。

近年、実体経済に供給される流動性の量を示す社会融資総量⁵の対名目GDP比率と銀行貸出残高の対名目GDP比率が大きく乖離している（図表5）。世界金融危機後に拡大した両者のギャップは、オルタナティブ・ファイナンスの成長によるものと考えられる。

さらに、近年の中国経済の減速を背景に、不良債権の増加が顕著となる中、銀行の新規貸出は慎重な姿勢に転換している。実際、2016年7～9月期の中国商業銀行の不良債権残高は1.494兆元と、前年比26%増となっている（図表6）。融資全体に占め

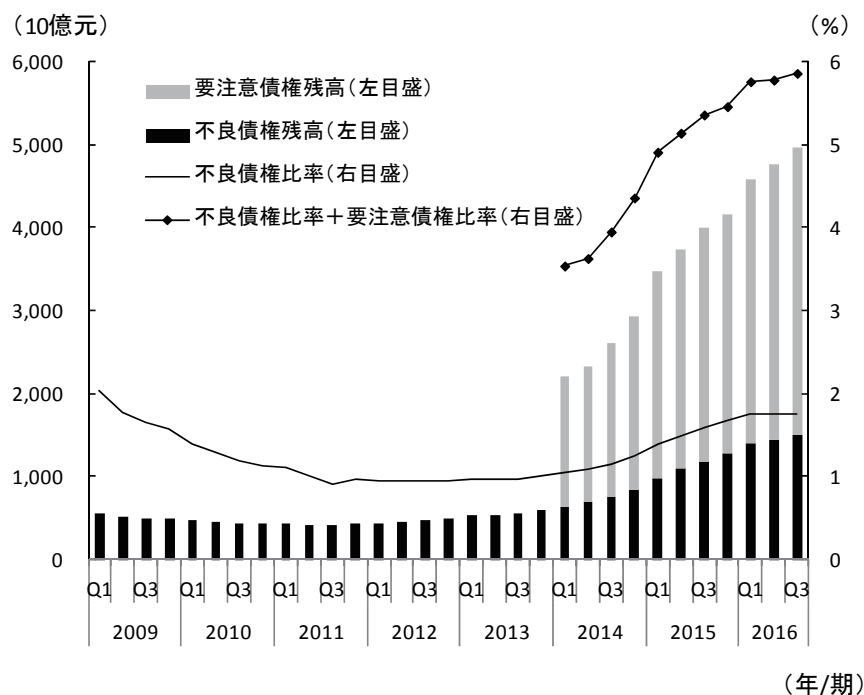
図表5 中国の銀行貸出と社会融資総量対名目GDPの推移



(出所) CEIC データベースより野村資本市場研究所作成

⁵ 社会融資総量は、人民元貸出、外貨建て貸出、委託貸付、信託貸付、銀行引受手形、社債発行、株式発行（非金融業）などが含まれている。

図表6 中国の商業銀行の不良債権の推移



(出所) CEIC データベースより野村資本市場研究所作成

る不良債権比率⁶は 1.76%と 2009 年 4~6 月期以来の高水準を記録した。ただし、商業銀行の不良債権には分類されない要注意債権（関注類）を含めると、2016 年 9 月末に 5.86%まで上昇している。銀行の貸出基準厳格化が進むなかで、正規の銀行システムを通じた資金の流れが縮小し、オルタナティブ・ファイナンスへのニーズが高まったと言える。

3) 旺盛な資金運用ニーズの存在

第3は、銀行預金金利より高いリターンを求める投資家による資金運用ニーズである。実際、中国は制度的に金利自由化しているものの、実質的に金利規制が残っている。中国の2016年9月の消費者物価上昇率は前年比プラス1.9%であり、それを下回る預金金利であれば実質的には預金の元本価値は損なわれることとなるので、一部の投資家は資産運用商品に資産をシフトするようになっている。具体的には、現在、銀行の普通預金の利率は年0.3%（2016年10月13日時点）であるのに対して、普通預金と同様に即日の引き出しが可能なアリババの投資理財商品「余额宝」⁷の利回りは年2.35%（2016年10月12日時点）と2%以上の差がある。

⁶ 中国の不良債権は、国際基準を基に①破綻懸念先（次級類）、②実質破綻先（可疑類）、③破綻先（損失類）、の3つに分類される。

⁷ アリババの第三者決済サービス「アリペイ」の利用者は同口座を通じて「余额宝」との間で資金移動が可能である。詳細については、李立栄「急成長する中国のコンシューマー向けインターネットファイナンス」『野村資本市場クォーターリー』2015年夏号を参照。

4) 規制の裁定機会の存在

第4は、貸出金利の観点でも、規制による裁定機会が存在していることである。中国のオンライン・オルタナティブ・ファイナンスは、預金取扱金融機関に対するような厳格な規制・監督を受けていない。一方で、既存の銀行は、貸出金利の自由化も進んだ⁸とは言え、貸出基準金利が政策金利と連動しており、実質上、金融当局の想定した金利の範囲でしか貸出を行うことができない。オンライン・オルタナティブ・ファイナンスにはこうした規制がないため、借り手の信用力が低くても、それに見合うリスクプレミアムを勘案して高い金利を付せばビジネスが成り立つ。中国政府・金融当局が国内市場を十分に開放せず、金利を人為的に低水準に抑えていることが、オンライン・オルタナティブ・ファイナンスの事業機会を創出しているとも言えよう。

II 中国株式市場の変調と P2P レンディングの社会問題化

1. P2P レンディングの急拡大

中国のオンライン・オルタナティブ・ファイナンスにおいて、P2P レンディングの急拡大が最も注目されている。P2P レンディングは、貸主と借主がインターネットプラットフォームを通じて直接貸借することを指す⁹。一般的に P2P レンディングは、民間貸借に属し、合同法や民法通則などの法律及び最高人民法院の関連司法解釈が適用される。

中国におけるインターネット上の P2P レンディングには、オンライン、およびオンラインとオフラインの融合モデルの 2 つのビジネスモデルがある。主要な P2P レンディングのトップ 8 社（2016 年 6 月、貸出ベース）の特徴は図表 7 の通りである。

典型的なオンラインモデルとしては、比較的早い時期に設立された紅嶺創投、拍拍貸がある。両社はオンライン審査を中心に行い、貸出期間は 1～10 ヶ月の短期が中心で貸出平均金利が 10% 台の少額貸出（9 割超は 10 万元以下）を提供している。

一方、2010 年以降は、オンライン・オフライン融合モデルが主流となった。例えば、保険大手の平安グループの傘下企業である陸金所や、パソコン大手のレノボの投資ファンドが出資した翼龍貸、中国のマイクロファイナンス最大手の宜信の傘下企業である宜人貸（2015 年 12 月 18 日にニューヨーク証券取引所上場）などが挙げられる。同モデルではオンライン審査と対面与信審査の両方を実施しており、貸出平均金利が 6～12% と幅広く、およそ 8 割～9 割が 10 万元以下の少額貸出である。さらに、一部の会社は国内外の株式市場への上場などを通じて長期資金の調達を行っていることを背景に、貸出期間が 5～35 ヶ月とオンラインモデルより長くなっている。

中国における P2P レンディングは 2015 年に大幅に残高を増加させている。その背景と

⁸ 貸出金利の下限は 2013 年 7 月 20 日に、預金金利の上限は 2015 年 10 月 24 日に撤廃された。

⁹ 詳細については、李立榮「急成長する中国のコンシューマー向けインターネットファイナンス」『野村資本市場クォーターリー』2015 年夏号を参照。

図表7 中国の主要なP2Pレンディング会社（2016年6月時点貸出残高トップ8社）

会社名	設立時期	資本金(万元)	本拠地	ビジネスモデル	登録者数(人)	貸出残高(億元)	貸出平均金利	貸出平均期間(ヶ月)	特徴
陸金所	2011年	83,667	上海	オンラインとオフラインの融合モデル	1800万強	676	6.36%	16.37	<ul style="list-style-type: none"> ・保険大手平安グループの傘下企業 ・平安傘下の担保会社による全額保証 ・少額貸出(81.7%は10万元以下) ・2016年1月、12.16億ドル調達(事業価値約185億ドル)
翼龍貸	2007年	10,000	北京	オンラインとオフラインの融合モデル	n.a	249	8.22%	12.44	<ul style="list-style-type: none"> ・パソコン大手レノボの投資ファンドが出資 ・少額貸出(89.2%は10万元以下) ・全国に営業拠点を展開 ・厳格な対面型と信審査を実施
宜人貸	2012年	3,000	北京	オンラインとオフラインの融合モデル	500万強	168	11.80%	34.54	<ul style="list-style-type: none"> ・宜信傘下企業、独自による審査と格付けを実施 ・少額貸出(83.4%は10万元以下) ・2015年12月NYSEに上場 ・時価総額:9.25億ドル(2016年7月6日時点)
紅嶺創投	2009年	6,000	深圳	オンラインモデル	100万強	145	9.05%	1.88	<ul style="list-style-type: none"> ・オンライン審査 ・少額貸出(92.8%は10万元以下) ・2014年以降、消費者中心から事業中心の貸出へとシフト ・これまで幾度の大型ローンのデフォルトを経験
PPmoney	2012年	15,000	広州	オンラインとオフラインの融合モデル	1000万強	127	8.93%	8.6	<ul style="list-style-type: none"> ・大手保険企業と協業 ・最も厳格な信用格付けのシステムを導入 ・少額貸出(97.9%は10万元以下) ・2015年、中国店頭株式市場上場
人人貸	2010年	10,000	北京	オンラインとオフラインの融合モデル	200万強	110	10.16%	34.98	<ul style="list-style-type: none"> ・オンラインによる一次と信審査 ・貸出のほとんどは対面型と信審査を実施 ・10万元貸出は全体の71.9%、10~100万元は28.1% ・2014年1月、1300万ドルを調達
拍拍貸	2007年	10,000	上海	オンラインモデル	1200万強	56	16.89%	10.3	<ul style="list-style-type: none"> ・少額貸出(99.7%は10万元以下) ・主な収益源はサービス提供料 ・オンライン審査による無担保貸出 ・ウェルスマネジメント事業にも参入
積木盒子	2013年	20,000	北京	オンラインとオフラインの融合モデル	n.a	40	7.86%	5.06	<ul style="list-style-type: none"> ・保険企業やマイクロローン企業と事業提携 ・貸し手に関する詳細な情報を開示 ・少額貸出(99.4%は10万元以下) ・2015年4月、8400万ドル調達

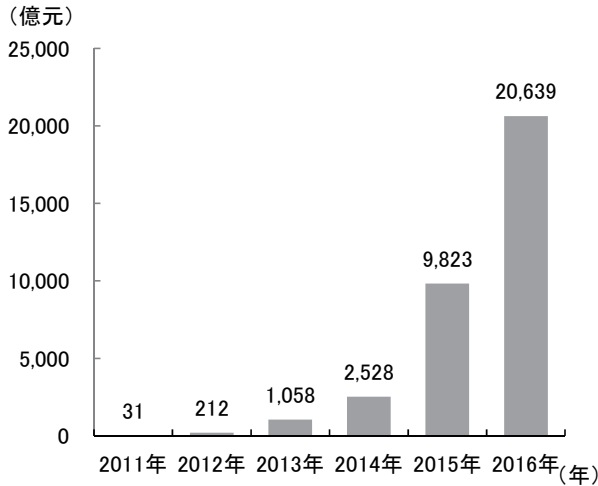
(注) 貸出残高、貸出平均金利、貸出平均期間のデータは、2016年6月時点の「網貸之家」の公表データ。登録者数(2016年6月時点)は、各社公表資料と新聞記事等による。

(出所) 各資料及び「網貸之家」より野村資本市場研究所作成

しては、後述の2015年夏の株式市場の急落により一部資金がP2Pレンディング市場へ流入したことが考えられる。中国の民間企業により設立されたP2Pレンディングの専門ポータルサイト「網貸之家」¹⁰の統計データによると、中国のインターネット上のP2P事業者の取扱高(フローベース)は、2011年には31億元に過ぎなかったが、中小企業や個人の強い資金ニーズを背景に、2013年の1,058億元から2014年の2,528億元(前年比139%増)、2015年の9,823億元(前年比289%増)に急増し、2016年には2兆639億元と日本円で33兆円超の急増加を記録した(図表8)。同事業者数は、2013年末時点で800社、2014年末には2,276社、2015年末には更に3,433社まで増加した(図表9)。なお、2016年の同事業者数は後述の社会問題の影響で減少している。

¹⁰ 2011年10月、民間企業である上海盈灿(YingCan)投資管理株式有限公司により設立されたP2Pレンディングに関する専門ポータルサイトである。同サイト上では、P2P業界に関するニュースや貸出データのほか、借り手向けのコミュニティサービスなども提供している。<http://shuju.wdaj.com/industry-list.html?tmpl=hy-qyfb>

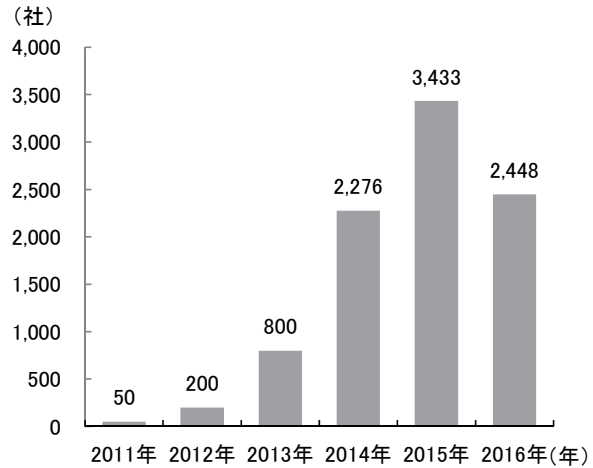
図表 8 中国の P2P 事業者の取扱高



(注) 取扱高はフローベース。

(出所) 「網貸之家」より野村資本市場研究所作成

図表 9 中国の P2P 事業者数



(注) 年末値。

(出所) 「網貸之家」より野村資本市場研究所作成

2. 株式市場の変調とインターネット上の P2P レンディング市場への影響

ところが最近、P2P レンディングの急拡大の弊害が生じており、一部で社会問題化している。

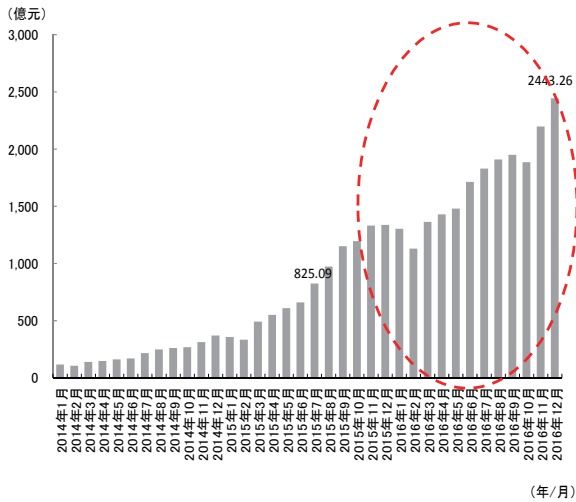
まず、2015年7月の株式市場の下落により、行き場を失った個人投資家の資金が P2P レンディング市場に流れ、過熱な状況を生み出したとの見方がある。実際、2015年7月の P2P レンディングの取扱高（フローベース）は 825.09 億元と前年同月比 3.8 倍（2014年7月は 216.73 億元）、貸出残高は 2236.7 億元で前年同月比 4.3 倍（2014年7月は 522.93 億元）に急増した。中国の P2P レンディングが個人投資家の資産運用の手段として利用されている実態から考えると、今後も株価が下落すると P2P レンディング市場に資金が流入するという状況は続く可能性もある。2016年12月の取扱高は 2,443.3 億元と、直近では毎月過去最高記録を更新しており、大量な資金が P2P レンディング市場に流れ込んでいることが伺える（図表 10）。

また、P2P レンディングの貸出残高を見ても、2013年末の 268 億元から、2014年末の 1,036 億元、2015年末の 4,061 億元と、2年連続で約 4 倍まで増加している（図表 11）。2016年末の P2P レンディングの貸出残高は 8,162 億元と、2015年末時点より 4,101 億元の増加となった。

しかし、P2P 事業者の数は、ここに来て減少に転じ始めた。「網貸之家」によれば、2015年12月末時点で、正常に事業を運営している P2P プラットフォーム数は 3,433 社であったが、2016年末には 2,448 社となっており、1年間で 985 社が減少した（前掲図表 9）。

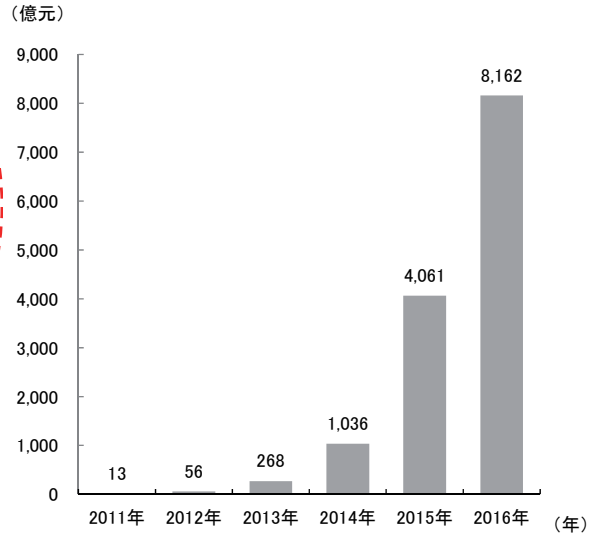
また、「網貸之家」の調査では、P2P レンディングの営業停止・問題プラットフォーム数は、2013年の 76 件から、2014年に 301 件、2015年に 1,294 件、2016年には更に 1,741

図表 10 中国の P2P 事業者の取扱高
(2014 年 1 月～2016 年 12 月)



(出所) CEIC データベースより野村資本市場研究所作成

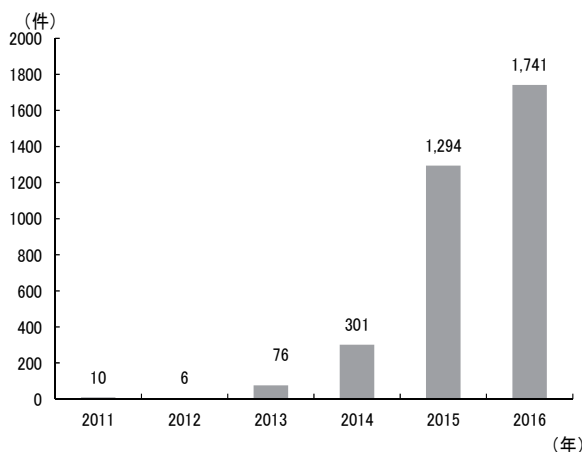
図表 11 中国の P2P レンディングの貸出残高



(注) 年末値。
(出所) 「網貸之家」より野村資本市場研究所作成

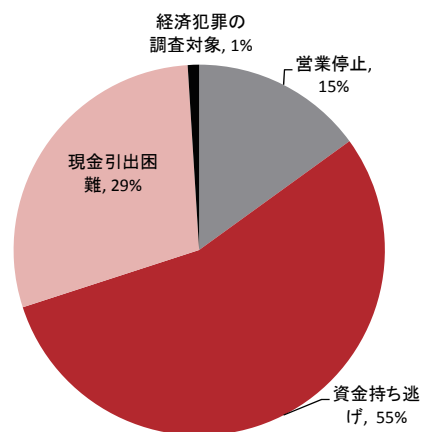
件へと急増した(図表 12)。営業停止・問題プラットフォームとは、営業停止のほか、資金持ち逃げなど経済犯罪の調査対象となったプラットフォームのことである。2015 年の問題プラットフォームの内訳をみると、資金持ち逃げ 55%、現金引出困難 29%、営業停止 15%、経済犯罪の調査対象 1%を占めている¹¹(図表 13)。さらに、2016 年上半期に業務停止及び問題となったプラットフォーム事業者は合計 515 社に達した。このうち、営業中止、事業転換などで自主的に P2P 事業から撤退したのは 247 社、夜逃げや現金引出困難、経済犯罪の調査対象など悪質な事業者は 268 社となっている¹²。

図表 12 中国の P2P レンディングの問題プラットフォーム数の推移



(出所) 「網貸之家」より野村資本市場研究所作成

図表 13 中国の P2P レンディングの問題プラットフォームの分類 (2015 年)



(出所) 「網貸之家」より野村資本市場研究所作成

¹¹ 網貸之家「2015 年中国ネット貸借業界年報」(完全版)(2016 年 1 月 7 日)、
<http://www.wdzj.com/news/baogao/25661.html>

¹² 網貸之家「インターネット上の P2P レンディング 2016 年上半期報告」(2016 年 7 月 4 日)、
<http://bbs.wdzj.com/thread-836507-1-1.html>

3. 不正や詐欺行為が横行する P2P レンディング

インターネット上の P2P レンディングが新しい仕組みであり、店舗を持たないため規制当局や投資家にとっては、プラットフォームの基本的な財務体質、あるいは信用リスク管理能力を確認するのが往々にして困難である。近年、増加している経済事件とプラットフォーム閉鎖案件は、一部は未熟な経営管理によるものだが、大半は詐欺に直接起因するものであった。さらに、一部の P2P レンディング事業者は、自己融資やネズミ講などの違法行為に手を出すところまで現れた。

直近では、かつて中国 P2P 業界のトップ 4 の一角を占めていた e 租宝 (Ezubo) が、違法融資したことで摘発され、2016 年 1 月に破産に追い込まれた。同社は、2014 年 7 月のオンライン取引開始以来、1 年半の間で 90 万人前後の投資家から約 500 億元 (8,000 億円相当) を調達していたが、実態はポンジ・スキームそのものであったとされている¹³。すなわち、賄賂で企業を買収し、プラットフォーム上で架空の会社を設立して、虚偽のプログラムを通じて実現不可能なハイリターンを投資家に約束していたことが明らかになっている。e 租宝の破産は、P2P レンディング市場に衝撃を与え、パニックが広がった。他にも、P2P レンディングを悪用した詐欺などの事件は後を絶たず、P2P レンディング市場に対する規制・監督の強化が喫緊の課題と指摘されている。

III インターネット上の P2P レンディングの規制監督の明確化

1. 当局の対応

現在、中国政府はオンライン・オルタナティブ・ファイナンス業界に対して二つの側面から規制に取り組んでいる。一つは、「穏健で寛容的な規制政策」を導入しながら、イギリスの Regulation Sandbox の手法¹⁴に似た規制の実験を行うというスタンスである。もう一つは、オンライン・オルタナティブ・ファイナンスのプラットフォームを公式に認定するとともに規制監督の強化を明確化するという方向性である。具体的には、2015 年 7 月 18 日、中国人民銀行が主導し、財政部、中国銀行業監督管理委員会 (銀监会)、中国証券監督管理委員会 (証监会)、中国保険監督管理委員会 (保监会) など 10 の関連監督省庁が連名で、インターネットファイナンスの規制方針となる「インターネットファイナンスの健全な発展促進に関する指導意見 (銀発 [2015] 221 号、以下、指導意見)」¹⁵を公表し、規制の大枠を示した。

¹³ “China's \$7.6 billion Ponzi scam highlights growing online risks”, Feb 2, 2016.

<http://www.reuters.com/article/us-china-fraud-idUSKCN0VB201>

¹⁴ イギリスの FCA (金融行為規制機関) では、「Project Innovate」というプロジェクトを立ち上げて、消費者の利益にかなう金融サービス分野におけるイノベーションを奨励している。安全面を確保しながら、一定の範囲内で実験的な取り組みを許容する「Sandbox」制度を提案している。Financial Conduct Authority “Regulation Sandbox”, November 2015. <https://www.fca.org.uk/your-fca/documents/regulatory-sandbox>

¹⁵ http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/zhengcefabu/201507/t20150720_1332370.htm

さらに、銀监会などの4機関は、「指導意見」の基本原則・監督責務に従い、連名で、2015年12月28日に「ネット貸借情報仲介機関業務活動管理暫定弁法」（パブリックコメント募集稿）¹⁶を公表した後、2016年8月17日に「ネット貸借情報仲介機関業務活動管理暫定弁法」¹⁷（2016年第1号）（以下では、弁法）を公布し、インターネット上のP2Pレンディングに対する規制・監督管理の通達を正式に公表した。同弁法では、インターネット上のP2Pプラットフォームの情報仲介としての性質を明確にするとともに、ネット貸借情報の仲介業務を展開する機関に対して、①機関の名称には「ネット貸借情報仲介」のような文字を含むこと、②客観、真実、全面かつリアルタイムの情報開示責任を負うこと、③融資デフォルトのリスクを保証しないこと、④信用保証サービスを提供しないこと、⑤資金プールを設立しないこと、⑥国家利益や社会公共利益を害さないこと、などを求めた。

同弁法は、消費者の権利を保護するとともに、インターネット上のP2Pレンディングを情報仲介という本質に回帰させることを目的としている。

2. 規制監督とルールの明確化

同弁法は、インターネット上のP2Pレンディングを健全に発展させ、零細・中小企業、三農（農村、農業、農民）、新興企業と個人の資金ニーズに応えるために、①安定的なインターネットファイナンスの維持、②消費者保護、③インターネットファイナンスの効率の向上という三大監督目標の下で策定されたものである。全部で8章47条から成り、その特徴は以下の通りである（図表14）。

第1は、インターネット上のP2Pレンディングの定義、適用範囲及び業務活動の基本原則の明確化である。ネット貸借情報仲介機関（以下、ネット貸借仲介機関）は、法に基づいて設立し、ネット貸借情報仲介業務を専門的に手掛ける金融情報を仲介する機関のことを指す。弁法では、ネット貸借仲介機関に対し、法令や誠実、自発、公平の原則を遵守し、貸し手と関係者の合法的権益を保護するよう求めた。

第2は、規制・監督体制の確立である。インターネット上のP2Pレンディングの業務活動に関する制度策定及び監督管理の責任は、銀监会及びその関連機関にあり、各地域にあるネット貸借仲介機関に対する具体的な監督管理の責任は、地方の金融監督当局にあると定めた。このほか、工業情報化部、公安部、国家インターネット情報弁公室などの関係主管部署の責任主体及び監督責任も規定した。

第3は、業務規則とルールの明確化である。弁法は、ネット貸借仲介機関に発展と革新のための十分な余地を残し、市場においてその活力を発揮させ、情報仲介や貸出金額の小口化、実体経済に役立つサービス及び「金融包摂」の本質に回帰するよう、ネガティブリ

¹⁶ 中国銀行業監督管理委員会「ネット貸借情報仲介機関業務活動管理暫定弁法」（パブリックコメント募集稿）、http://www.gov.cn/xinwen/2015-12/28/content_5028564.htm

¹⁷ 中国銀行業監督管理委員会「ネット貸借情報仲介機関業務活動管理暫定弁法」（2016年第1号）、http://www.cbrc.gov.cn/chinese/home/docDOC_ReadView/D934AAE7E05849D185CD497936D767CF.html

図表 14 ネット貸借情報仲介機関業務活動管理暫定弁法（2016年8月17日）の主な内容

主な項目	2016年8月17日付けの修正版(2015年12月28日パブリックコメント版に対して)
定義 (第二条)	<ul style="list-style-type: none"> 「ネット貸借」:個人と個人がインターネットプラットフォームを通じて直接貸借を実現すること(ここでの個人は、自然人、法人及びその他組織を含む) 「ネット貸借情報仲介機関」:法に基づいて設立し、ネット貸借情報仲介業務を専門的に手掛ける金融情報仲介機関のことを指す。その主な業務は、インターネットを主なチャネルとして、資金の貸し手と借り手に対し、情報検索や情報公開、資産信用評価、情報交換、貸借取引マッチングなどのサービスを提供することである。
監督機関 (第四条)	<ul style="list-style-type: none"> 中国銀行業監督管理委員会(銀監会):ネット貸借情報仲介機関の業務活動に関する監督管理制度の制定及びネット貸借情報仲介機関の行為に対する監督 各省人民政府:ネット貸借情報仲介機関に対する監督管理 工業情報化部:ネット貸借情報仲介機関の活動のうち、通信に関連する業務に対する監督管理 公安部:インターネットセキュリティ、金融犯罪などに関する監督管理 国家インターネット情報弁公室:金融情報サービス、インターネットコンテンツなどの業務に対する監督管理
ネット貸借情報仲介機関の禁止行為 (第十条)	<ol style="list-style-type: none"> 1. 自身のためまたは形を変えた自身のための融資 2. 直接または間接的に貸し手から資金を受取るあるいは収集すること 3. 貸し手に対して担保あるいは元本利息の保証を提供すること 4. インターネット、固定電話、モバイル電話などの電子チャネル以外の物理的場所でも、自らまたは第三者に委託もしくは授權して、融資プロジェクトの宣伝あるいは推薦を行うこと 5. ローンを提供すること(ただし、法律法規が別途規定したものは除外される) 6. 融資プロジェクトの期限を分割すること 7. 理財などの金融商品を自ら販売して資金を募集すること、銀行の理財、証券会社の資産管理、基金、保険あるいは信託商品などの金融商品を代理販売すること 8. 資産証券化類似業務あるいは資産や証券化資産、信託資産、基金残高などを組み合わせた形で債権を譲渡すること 9. 法律法規及びネット貸借関連監督管理規定の許可以外に、その他の機関が提供する投資、代理販売、推薦仲介などのサービスと混合、抱き合わせ、代理販売を行うこと 10. 融資プロジェクトの真实性と収益予測の故意でつち上げまたは誇大広告、融資プロジェクトの瑕疵やリスクの隠蔽、多義的言語あるいはその他詐欺的な手段による虚偽で部分的な宣伝または販売などを行い、虚偽情報あるいは不完全な情報の捏造や散布により他人の商業的信用と評判を侵害して、貸し手と借り手をミスリードすること 11. 株式投資、信用取引、オプション取引、仕組商品及びその他デリバティブ商品などハイリスクの融資を目的とする借入に情報仲介サービスを提供すること 12. 株式投資型クラウドファンディングなどのサービスに従事すること 13. 法律法規やネット貸借に関連する監督管理規定が禁止するその他の活動
借り手の義務 (第十二条)	<ol style="list-style-type: none"> 1. 真実、正確かつ完全なユーザー情報及び融資情報を提供すること 2. すべてのネット貸借情報仲介機関における借入残高情報を提供すること 3. 融資プロジェクトは真実で合法であることを保証するとともに、借入金は指定の用途に基づいて使用し、貸出などその他の目的のために使用してはならない 4. 規定に従い、貸し手に対して貸し手の権益を及ぼすあるいは及ぼさうな重大情報を正確に報告すること 5. 自身は借入に相応な返済能力があることを確保し、規定に従って返済すること 6. 貸借契約及び関連契約で規定したその他の義務
借り手の禁止行為 (第十三条)	<ol style="list-style-type: none"> 1. 故意に身分を変え、融資プロジェクトをでっち上げ、プロジェクト収益を誇大宣伝などの形で借入金を騙し取る 2. 同時に複数のネット貸借情報仲介機関、またはプロジェクトの名称変更、プロジェクト内容に関する実質性の伴わない変更などを通じて、同一融資プロジェクトに関して重複融資を行うこと 3. ネット貸借情報仲介機関以外の公式の場で同一プロジェクトの情報を発表すること 4. 本規定の第十条の内容に抵触していることが判明し、引き続き取引を行うこと 5. 法律法規とネット貸借関連監督管理規定が禁止するその他の行為
貸し手の義務 (第十五条)	<ol style="list-style-type: none"> 1. ネット貸借情報仲介機関に対し、真実、正確かつ完全な身分などの情報を提供すること 2. 貸出資金は合法的な自己資金から提供されていること 3. プロジェクトの貸出リスクを理解し、相応のリスク認知及び受容能力があることを確認していること 4. 貸出で生じた元本利息の損失をみずから負担すること 5. 貸借契約及び関連契約で規定したその他の義務
借入額の制限 (第十七条)	<ul style="list-style-type: none"> ネット貸借は、少額を主としなければならない。ネット貸借情報仲介機関は、自身のリスク管理能力に応じ、同一の借り手による同一のネット貸借情報仲介機関のプラットフォーム及び異なるネット貸借情報仲介機関のプラットフォームからの借入上限額を制限し、貸出の集中リスクを予防しなければならない。具体的には、 ① 同一自然人による同一ネット貸借情報仲介機関のプラットフォームからの借入残高は20万元まで、異なるネット貸借情報仲介機関のプラットフォームからの借入残高総額は100万元まで ② 同一法人あるいはその他組織による同一ネット貸借情報仲介機関のプラットフォームからの借入残高は100万元まで、異なるネット貸借情報仲介機関のプラットフォームからの借入残高総額は500万元までとする。
借り手と貸し手の保護 (第二十八条)	<p>ネット貸借情報仲介機関は、借り手と貸し手の資金とネット貸借情報仲介機関の自己資金とを分離するとともに、借り手と貸し手の資金預託管理機関として、条件を満たす銀行業金融機関を選択しなければならない。</p>

(出所) 中国銀行業監督管理委員会「ネット貸借情報仲介機関業務活動管理暫定弁法（パブリックコメント募集稿、2015年12月28日）」、「ネット貸借情報仲介機関業務活動管理暫定弁法」（2016年第1号、2016年8月17日）より野村資本市場研究所作成・抄訳

ストを導入してネット貸借仲介機関の13項目に及ぶ禁止行為（従事できないあるいは受託できない事業活動）を規定した。そこでは、①プラットフォーム運営事業者による融資を実施すること、②直接または間接に貸し手から資金を受取るあるいは収集すること、③貸し手に対して担保あるいは元本利息の保証を提供すること、④理財などの金融商品を自ら販売して資金を募集すること、および銀行の理財、証券会社の資産管理、基金、保険あるいは信託商品などの金融商品を代理販売すること、⑤株式投資型クラウドファンディングなどのサービスに従事すること、などを明確に禁止した。更に2015年12月末のパブリックコメントの内容を踏まえ、⑥資産証券化類似業務あるいは資産や債権の譲渡、⑦株式投資、信用取引、オプション取引、仕組商品及びその他デリバティブ商品などハイリスク金融商品への投融资情報仲介などを禁じた。

第4は、業務のリスク管理及びリスクコントロールの具体策を示したことである。弁法では、モラルハザードの防止や顧客資金の安全、最低限のリスク管理対策を強化するため、

ネット貸借仲介機関の顧客資金に対して、第三者預金を取り扱う金融機関による預託管理の実施を義務付けた。ネット貸借仲介機関による資金プールの設立や詐欺、顧客資金の流用などを防ぎ、市場信用を強化するため、弁法では、顧客資金とネット貸借仲介機関自身の資金に対し、それぞれの資金管理を義務付けた。資金預託管理機構とネット貸借仲介機関の責任範囲を明確化にし、リスクに対する識別やリスクコントロールの強化を図った。

また、貸出リスクの集中を防ぐため、非合法の資金収集に関する規定について、弁法と刑事法の整合性を図り、ネット貸借仲介機関に貸出金額の小口化の原則を遵守させるため、法律執行上の混乱の回避や業界の規範化を図った。

第5は、消費者保護を強化したことである。まず、弁法では、同一借り手によるネット貸借仲介機関からの借入残高上限を明確に規定した。具体的には、①同一自然人による同一ネット貸借仲介機関のプラットフォームからの借入残高は20万円まで、異なるネット貸借仲介機関のプラットフォームからの借入残高総額は100万円まで、②同一法人あるいはその他組織による同一ネット貸借仲介機関のプラットフォームからの借入残高は100万円まで、異なるネット貸借仲介機関のプラットフォームからの借入残高総額は500万円までとされた。

さらに、弁法では、ネット貸借仲介機関が投資家（貸し手）に対し元本保証しないこと、及び紛争解決方法を明示することが義務づけられたとともに、借り手の資質に関する条件をも明確にした。また、当局はネット貸借仲介機関に対して、借り手と投資家（貸し手）の義務や、適格な投資家（貸し手）の条件を設け、リスクを取れる投資家（貸し手）かどうかを判断し、その受容能力（リスクアペタイト）に応じた対応を求めている。同時に借り手のスクリーニングの条件を示すことも求められている。リスク開示などの措置を通じ、貸し手の知る権利と決定権、顧客情報の収集、処理及び使用の合法性と安全性を保障した。このほか、紛争、クレーム及び検挙などの解決窓口と手続きプロセスを明確にし、有効でタイムリーにこれらの問題を解決できるよう、消費者の合法的権益の保護を強化した。

なお、弁法の実施による業界への大きな衝撃を回避するため、弁法は12ヶ月の猶予期間を設けた。この過渡期において、ネット貸借仲介機関による自己監査や自己修正、整理整頓、種類別による処置などの措置を通じ、市場環境の更なる浄化を図り、ネット貸借仲介機関の規範的な発展を促進することとした。

IV クラウドファンディングのリスクと規制監督の明確化

1. 拡大するクラウドファンディングとその潜在的なリスクの表面化

近年、中国では、オンライン・オルタナティブ・ファイナンスのもう一つの主要業態であるクラウドファンディング¹⁸が中小企業による直接資金調達のチャンネルを開拓し、実体経済の発展や多層的な資本市場の構築に重要な意義を持つものとして注目されている。盈燦諮詢（前述の網貸之家のグループ会社）のレポート「2015年全国衆籌業界年報」によると、中国のクラウドファンディングを運営するプラットフォーム数は、2013年末の29社から2014年末の142社（前年比390%増）と急増し、2015年末には283社（前年比99.3%増）の増加となった。増加の背景としては、2014年、中国政府・当局がインターネットを活用した金融サービスの拡大を歓迎する姿勢に転換したことが挙げられる。283社のうち、株式型クラウドファンディング事業者は130社、報酬型クラウドファンディング事業者は66社、株式型と報酬型の両方を提供している事業者は79社となっており、寄付型クラウドファンディングは8社であった¹⁹。

クラウドファンディングによる資金提供残高も、2013年の3.35億元から、2014年は21.58億元、2015年は114.24億元へと急拡大した²⁰。クラウドファンディングで調達した資金は、主に新しいIT製品の開発や、アニメ動画の制作・宣伝などに投じられ、起業や資金調達に苦しむ中小企業の発展を下支えしたと評価できる。

一方、クラウドファンディング市場の急拡大に伴い、問題のあるプラットフォーム数も急増した。中には、架空のプロジェクトを立ち上げて投資家から資金をだまし取ったり、非合法的な手段により投資家から資金を集めて自らの事業あるいは不動産投資に資金を流用したりするなど、悪質な金融詐欺も多発するようになった。2015年通年で、30日以上もホームページが開けず、閉鎖されたのは40社に上った。そのほか、他の事業へ業態を転換したのは26社であった²¹。

中国におけるクラウドファンディングの課題として、①クラウドファンディングの法的な地位が明確になっておらず、関係者の権利が保障されていないこと、②クラウドファンディングのプラットフォームは玉石混合となっており、潜在的な金融詐欺などのリスクは無視できないことが指摘できる²²。

¹⁸ クラウドファンディングとは、インターネットのプラットフォームを通じて多数の個人や組織から少額の資金を調達し、プロジェクトや企業あるいは個人の資金ニーズを満たす行為であると、証券監督者国際機構（IOSCO）は定義している。

¹⁹ 盈燦諮詢（網貸之家のグループ会社）「2015年全国衆籌業界年報」による。
<http://img1.zczj.com/images/20160113/20160113084243.pdf>

²⁰ 注19に同じ。

²¹ 注19に同じ。

²² 中国証券業協会「『私募株式型クラウドファンディング融資管理弁法（試行）（パブリックコメント募集稿）』の起草の説明」、<http://www.sac.net.cn/tzgg/201412/P020141218543931881772.doc>

このような中、一般利用者からの投資ニーズを満たし、金融包摂を発展させるとともに、企業のイノベーションを促進するため、中国証券業協会は2014年12月に「私募株式型クラウドファンディング融資管理弁法²³（試行）（パブリックコメント募集稿）」²⁴（以下では、管理弁法）を策定し、クラウドファンディングにおける自律管理の強化により、業界の健全な発展を促すこととした。

2. 私募株式型クラウドファンディング融資管理弁法の主な内容

現行の中国証券法では、証券の公开发行は、中国証券監督管理委員会（証監会）あるいは国務院が授権した部門による承認が必要と明記されている。承認を受けていないいかなる企業と個人は、証券を公开发行してはならない。一方で、一般的に、株式型クラウドファンディングによる資金調達を選ぶ中小企業あるいは発起人は、現行の公开发行の条件を満たしていない。従って、現行法の枠組みの下では、株式型クラウドファンディングは非公開の発行方式を選択する以外に方法はない。この点に鑑み、管理弁法では、株式型クラウドファンディングは非公开发行に相当することを明記した。また、自律管理により、証券法第10条の非公开发行に関連する規定を満たすよう求めた。

具体的には、①投資家を、管理弁法の規定条件を満たしかつ株式型クラウドファンディングプラットフォームによって承認された実名登録利用者に限定すること、②投資家は累計して200人を超えてはならないこと、③株式型クラウドファンディングプラットフォームは、実名登録利用者のみプロジェクトの情報を推薦することができ、株式型クラウドファンディングプラットフォームと資金調達者のいずれも広く一般に対して宣伝や推薦、勧誘をしてはならないこと、の3つの内容である。

また、管理弁法では、株式型クラウドファンディングプラットフォームを「インターネットプラットフォーム（インターネットサイトあるいはその他類似の電子媒体）を通じて、株式型クラウドファンディングの投資家・資金調達者双方に情報の公表、ニーズのマッチング、資金移転のサポートなどの関連業務を仲介する機関」と位置付けた。私募株式型クラウドファンディングに従事する株式型クラウドファンディングプラットフォームは、中小零細企業を主な対象としてサービスを提供することとし、クラウドファンディングのプロジェクトに関する投融資額の限度を定めず、リスクの自己負担に十分配慮することとした。このほか、比較的緩和的なプラットフォームの参入条件を設け、事後による登録管理を実施することとした。

さらに、株式型クラウドファンディングの非公开发行の性質を踏まえ、投資者は原則上述の200人を超えない特定の投資家のみとした。資格ある投資家の具体的な基準を策定す

²³ 中国語の「融資」には、銀行融資の意味と株式による資金調達を含むファイナンスという意味がある。ここでは後者の意味である。

²⁴ 中国証券業協会「『私募株式型クラウドファンディング融資管理弁法（試行）（パブリックコメント募集稿）』の公開意見募集の通知」（中証協発〔2014〕236号）、
http://www.sac.net.cn/tzgg/201412/t20141218_113326.html

るにあたり、管理弁法は、主に「私募投資基金監督管理暫定弁法」の関連規定を参照し、投資家の範囲を「金融資産が300万人民元を下回らない、または直近3年間の個人平均年収が50万人民元（約800万円）を下回らない個人」と規定した²⁵。これにより、一般投資家のリスク受容能力に相応しくない投資を回避することができるほか、資格ある投資家を引き込むことで中小零細企業の合理的な資金調達ニーズを満たすことに役立つと考えるからである。

その他、資金調達者について、管理弁法は、資金調達者は中小零細企業であることだけを要求し、資金調達額については特に制限を設けていない。一方で、資金調達者の責任を規定し、適切な情報開示を義務づけた。中小零細企業という特徴に鑑み、財務情報の開示に特段厳しい基準を設けない一方、その公表する融資計画書は真実であることを求めている。さらに、株式型クラウドファンディングプラットフォームを通じて、企業の経営管理や財務、資金使途の状況などの重要情報を正確に開示し、投資家の権益に影響を与えうる重大情報に関してはタイムリーに公開することが求められる。

投資家保護については、管理弁法は、次の3つの側面を考慮に入れた。第1は、すべての人々が株式型クラウドファンディングに参加できるのではなく、リスク認知能力やリスク受容能力を備えた特定の投資家のみが参加できることを、プラットフォーム側で十分に把握し、承知しなければならない。第2は、プラットフォームは、投資家にリスク識別能力やリスク受容能力が備わっていることを判断できること、またプラットフォームに対して、一般投資家が招いたリスクを負担させ、投資家の資金とプラットフォームの資金を有効に隔離できることを求めた。第3は、資金調達者に適切な情報開示を要求した。

加えて、中国証券業協会は、関連法律及び同弁法に基づき、株式型クラウドファンディング業界に対して自律管理を求めた。株式型クラウドファンディングプラットフォームは、中国証券業協会の会員として同協会に企業登録をしなければならない。証券業協会は、株式型クラウドファンディングにおける企業登録及びその後の監視について、中証資本市場監視センター有限責任会社に業務を委託することとした。管理弁法は、株式型クラウドファンディングに参加する関係者の禁止行為を明確に列挙し、業務として超えてはならない「レッドライン」を引き、リスクの累積を防ぐとともに、企業の革新と自由競争を促すこととした。また、違法あるいは違反行為について、業務改善の強制、警告、一時営業停止などの処分・罰則の規定を設けた。

また、管理弁法は、既存の証券会社による株式型クラウドファンディング業務の展開を認めており、関連業務を展開した日から5営業日以内に中国証券業協会にサービスを登録しなければならないと規定した。

²⁵ http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/smjjjgb/smjjjgbzcfg/201410/t20141013_261673.html

V 今後の課題と展望

1. 金融システムの発展に向けた今後の課題

今後の課題については、第1に、オンライン・オルタナティブ・ファイナンスは複雑であるがゆえに、監督と金融イノベーションのバランスを考慮した包括的な規制の枠組みの確立が必要である。その際、プラットフォームという企業の業態から考えるのではなく、提供されるサービス（資金運用・資金調達）の性質や投資家保護の必要性から規制を考えるべきであろう。また、フィンテックの影響で技術やビジネスモデルが急速に変化する中、規制監督の内容もそれに合わせて継続的に修正する必要がある。また、規制当局は、投資家保護のための規制枠組みを策定し、責任と義務の所在を明確にするとともに、紛争を調停するための仲裁プロセスを確立する必要がある。

第2に、オンライン・オルタナティブ・ファイナンスのみの発展や規制を考えるのではなく、中国の資本市場の多層化と投資商品の多様化を進めるべきである。中国では巨大な資産運用ニーズがあるにもかかわらず、金融・資本市場が十分に整備されていないために、資金が活用されていないからである。実際、すでに伝統的な銀行システムの枠外で、アリペイなどの第三者決済、MMF、インターネット上のP2Pレンディング、クラウドファンディングなどを通じて膨大な個人金融資産が集められている。資本市場の仕組み（技術・制度）を整備することによって、豊富な中国の個人金融資産を、スタートアップを含む企業の成長資金に誘導することは重要な課題となろう。

第3は、金融包摂の促進である。中国では、銀行口座を持たない人が少なからず存在し、既存の金融システムの効率性は必ずしも高くない。実際、中国の金融サービスへのアクセス率は依然として先進国とは差がある²⁶。世界銀行のデータによれば、2014年に中国で銀行口座を持っている人は15歳以上の成人人口全体の79%で、取引が全くない人が2割以上存在している²⁷。これは日本（同97%）、ドイツ（同99%）、イギリス（同99%）と比べると、金融インフラが十分に行き届いていないことを示している。さらに、中国では銀行から借入を行っている個人は成人人口の10%と低い状況である²⁸。中国の商業銀行は、大手国有企業やハイエンドユーザだけを対象に金融サービスを提供し、サービスにおける革新や商品開発に十分に取り組んでこなかった。結果として、中国に存在する約1.5億の貧困農家と約6,000万の零細企業家²⁹には、資金のサポートと金融サービスが提供されて

²⁶ 世界銀行によると、途上国における金融サービスへのアクセス率が低い理由として、①都市以外においては、そもそも銀行支店やATMの数が少ないため、金融サービスへのアクセスが物理的に制約を受けていること、②多くの途上国では出生証明や戸籍制度が不備であり、特にインフォーマル部門に従事していることが多い貧困層については、銀行取引のための本人確認自体が困難であること、③口座開設料や最低預金残高等の設定が、貧困層にとって高すぎるが多いこと、の3点を指摘している。

World Bank, "Finance for All?: Policies and Pitfalls in Expanding Access", 2008.

²⁷ World Bank Group, "The Global Findex Database 2014 : Measuring Financial Inclusion around the World", Policy Research Working Paper 7255, April 2015, p83.

<http://documents.worldbank.org/curated/en/187761468179367706/pdf/WPS7255.pdf>

²⁸ <http://datatopics.worldbank.org/financialinclusion/country/china>

²⁹ 李建軍等共著『中国普惠金融体系—理論、発展与創新—』知識産権出版社、2014年、p.141。

いない。オンライン・オルタナティブ・ファイナンスが、中国政府が掲げる「普惠金融」（金融包摂）に貢献する可能性は高い³⁰。

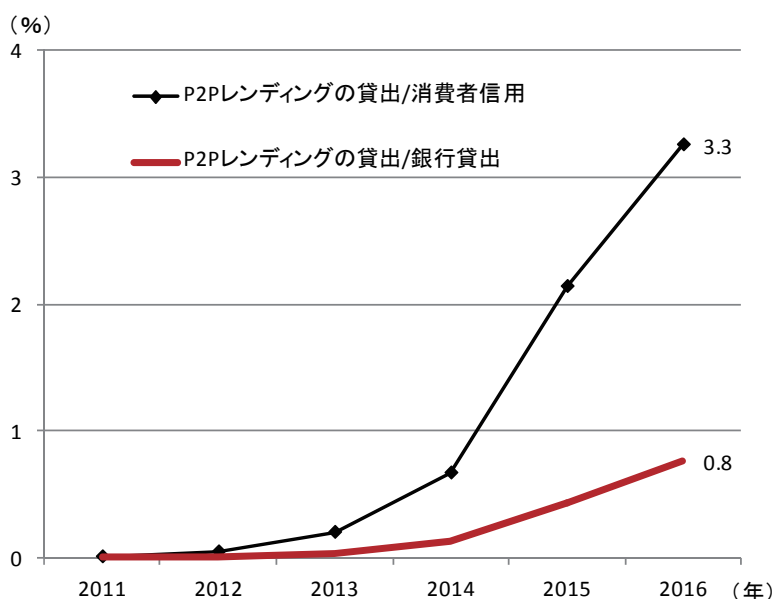
第4は、金融教育の向上と投資家保護の拡充である。銀監会は、既にインターネット上のP2Pレンディングの「禁止行為」について通達しているが、より広範な問題として認識されているのは、信用リスクの管理と投資家のリスク認識の欠如である。オンライン・オルタナティブ・ファイナンスにおいては、さまざまな利用者のデータを活用して、これらのリスク管理や投資家保護の向上に革新的な手法が開発されていくことが期待されている。規制当局サイドでも、プラットフォームに対して金融教育を義務付けるなど、多様な条件を課すことで、健全な市場育成を目指すべきであろう。

2. 今後の展望

規制強化の影響で、中国のオンライン・オルタナティブ・ファイナンス業界は淘汰の波に直面しており、今後は、事業者数が大幅に減少すると見られる。一方、一部の優良プラットフォームは事業運営の規範化や評判の向上に伴い、一定の規模と実力を備えるようになり、市場がこうした実力のある事業者へと収斂していくことが予想される。

2016年末時点で、中国のインターネット上のP2Pレンディングの貸出は銀行貸出の約0.8%（消費者信用全体の3.3%）しか占めていないが（図表15）、同市場は2013～2016年

図表15 中国のインターネット上のP2Pレンディングの貸出残高対銀行貸出・消費者信用の割合



（出所）「網貸之家」、CEIC データベースより野村資本市場研究所作成

³⁰ 2013年に中国人民銀行の周小川総裁は、普惠金融とは、金融インフラの整備を通じ、コスト負担の受容可能な範囲内において、金融サービスの未発達地域や低所得層まで対象を広げ、人々に合理的な価格と利便性の高い金融サービスを提供して金融サービスのアクセシビリティを高めることであると述べた（「踐行党的群眾路線 推進包容性金融發展」『求是』2013年第18期、2013年9月16日）。

の4年間で急速な成長を続けてきた。ただし、個人投資家の資産運用方法の面からみると、インターネット上のP2Pレンディング市場は安定成長の新常態（ニューノーマル）に入ったとみられる。投資家によるプラットフォームの選別がより厳しくなると予想される。

また今後、中国の金融制度が先進国型に近づいた場合、これまでオンライン・オルタナティブ・ファイナンスが発達してきた大きな要因である裁定機会も減少することが予想される。一方で、その時に初めて銀行サービスの実質的な競争が生じるといえよう。