

システム創生学特別演習 4C「近未来金融システムの創成」第 6 回講義レポート

第 7 回は、ビットリアルティ株式会社取締役副社長の谷山智彦様、エイベックス・ビジネス・ディベロップメント株式会社代表取締役社長の加藤信介様、マクアケ株式会社の中山亮太郎様の 3 名の講師陣から「クラウドファンディングとリターンの新しい概念」という題で講義があった。本年度は、近未来金融システム創造プログラムの 4 期生が指定討論者・指定質問者としてオンライン講義に参加しており、zoom のチャット機能を使った活発な議論も行われている。

クラウドファンディングとオルタナティブ・ファイナンス市場

クラウドファンディング (Crowdfunding) とは、一般大衆 (Crowd) と資金調達 (Funding) を合わせた造語で、個人や企業、その他の機関が、インターネットを介してアイデアやプロジェクトを紹介し、それに共感し、賛同する一般の人から広く資金を集める仕組みを指す。プロジェクト実行者は、事業内容・募集額・対価などを掲示して、それに賛同する個人はクラウドファンディング仲介事業者を介して資金を実行者側に提供する。クラウドファンディングは、資金提供者 (個人の投資家) に対して提供される対価の性質によって、主に 5 種類に分類される。(寄付型、購入型、株式型、ファンド型、貸付型の 5 種類である)

震災復興や新型コロナウイルス対策への支援等が挙げられる寄付型と市場に出回ってない新商品を試せる購入型は近年人々の中でも認知度が上がっている。これらに加えて金銭的リターンを追求できる金融型クラウドファンディングは、株式型、ファンド型、貸付型と分類される。金融型の場合、金銭的リターンを分配するため、金融商品取引業のライセンスを必要とする。

既存の金融システムは、個人が銀行に預金を預けることなどによって、個人資金が機関化され、運用会社に委託されるという形で投資対象への資金流入が多かった。しかし、近年ではクラウドファンディングだけでなく ICO や P2P 取引などの新しいファイナンス手法が登場し、オルタナティブ・ファイナンス市場の成長が著しい。

オルタナティブ・ファイナンスとは、インターネット上のオンライン・プラットフォームを通じて、資金提供者と資金需要者を直接マッチングさせることで、伝統的な金融システムを補完する複線的な金融システムを構築する動きを意味する。P2P レンディング、クラウドファンディング、バランスシート・レンディングに代表されるオルタナティブ・ファイナンス市場は、僅か 3,4 年で約 3,000 億ドル (2018 年) まで急成長している。特に、中国の P2P 消費者金融サービス市場が急成長しているが、株式型クラウドファンディングや不動産クラウドファンディングの市場は未だに市場が小さく今後の成長性が期待される。

不動産クラウドファンディング

不動産投資市場の証券化（小口化）の歴史を辿ると、第一次市場として1995年頃から体制が整備された私募ファンド市場が挙げられる。主に大手機関投資家が参加するクローズド・エンド型の仕組みである私募ファンドは1998年の不良債権問題とも密接に関わる。第二次市場は、2000年代から始まった上場REIT市場で、機関投資家だけでなく個人投資家にも不動産投資に小口から参入できる機会が与えられた。その後、機関投資家に限定された非上場REIT市場も形成されたが、2018年からは再び個人投資家が参入できるプラットフォームとして不動産クラウドファンディング市場が形成され始めた。これによって個人投資家は、小口資金で特定不動産に投資ができる等、不動産ポートフォリオに投資をしていた既存の仕組みを超え、より多様な投資対象に触れられるようになった。

現在の個人投資家がアクセスできる上場REIT市場は、主に高い成長性と継続性がある資産ポートフォリオにしか資金を供給できておらず、その規模は日本の実物資産総額約2,400兆円のうち、僅か約15兆円にとどまる。投資対象としても主にS・Aクラス級の資産が多く、ポートフォリオ型である既存の市場に対して、不動産クラウドファンディングは、地方活性化のための空き家再生などのプロジェクト型資金調達が可能である特徴がある。また、不動産単体での資金調達が可能なため、家計や地方に埋もれている不動産資産（遊休資産）を効率的にマッチングする効果も期待される。

クラウドファンディングにおける消費とエンターテインメント

本講義では、2019年12月にクラウドファンディング事業者として初の上場を果たした株式会社マクアケ（以下、マクアケ）が創出している「0次流通市場」という新しいマーケットについての解説があった。マクアケは、寄付型と購入型のクラウドファンディングを主に取り扱う事業者だが、その中でも人々の消費と繋がる購入型において、実業者（商品提供者）側に商品を市場に流通する（1次流通市場）前の段階における付加価値を提供する。

0次流通市場とは、新規商品が市場に流通する前のテストマーケティングとしての市場を意味する。商品提供者側は、これから提供する商品やサービスの計画をプラットフォーム上で掲示し、それらに賛同する人々が資金を提供する。この一連のプロセスによって、商品提供者側は在庫リスクを追わずに初期顧客の獲得を狙える。また、テストマーケティングを行うだけでなく、更に売上の計上という実績を作ることによって、その後の銀行融資の審査においてもより信用力を示せる。資金提供者は消費者として一足先にその商品を楽しめる。約10兆円の市場規模と推定される2次流通市場（中古市場）に加えて、マーケットデビュー市場である0次流通市場は、今まで明確に言語化されてはなかったものの約5兆円の市場規模があると推計されて

いる。

また、0次流通市場という新しい消費市場の創出の流れとともに、エンターテインメント業界も新たな変化に対応すべく事業モデルの多様化を図っている。大手エンターテインメント企業も既存のパッケージ売上や広告のようなモノタイズ方式からオンラインコミュニティ・クラウドファンディング・D2C・ギフトイング・デジタルチケット・投げ銭などの多様な事業モデルを模索し、検証している。それに伴って、一部の圧倒的なスターに依存する収益モデルだけでなくライバー・動画クリエイター・インフルエンサーなどの多様なポートフォリオを構成することも重要になっている。

社会的リターンと共感

インパクト投資は、社会的動機は金銭的な動機に結びついた場合、より効果的に善をもたらすという前提のもとで近年成長を遂げている。金銭的リターンと社会的リターンの間には、必ずしもトレードオフの関係はないという気づきのもと、資本市場の考え方はリスクとリターンだけを考慮していた20世紀の2次元モデルから「共感性」と加えた3次元モデルにシフトしているのではないかという議論もある。人々の非金銭的リターン（社会的リターンなど）は人によって非常に大きな相違が存在するが、クラウドファンディングを始めとする新たな資金調達手段の登場は、共感性などの非金銭的要素を取り込むことを可能にしている。

オルタナティブ・ファイナンスが人々の感情（共感性）を取り込めるようになるに連れ、消費・金融・エンターテインメントの融合が進むのではないかという議論もある。今まで商品ではなかったもの（例えば、ある映画のエンドロールに自分の名前が乗ることが商品になる等）が商品になり、ファンは自分の好きなセレブリティを投げ銭やギフトイング等の媒体を介して直接応援することができる。株式型クラウドファンディング市場は未だに小さいが、未上場企業への投資プラットフォームも徐々に登場しており、将来は倒産危機に陥った企業の応援プラットフォームも成り立つのではないかという議論も行われた。このように、クラウドファンディングを始めとするオルタナティブ・ファイナンスの進展は、既存の資本市場に「共感性」という新たなベクトルを提供している。

追加説明/Q&A

Q：クラウドファンディング仲介業者にとって、商品提供者と資金供給者マッチングにおけるデューデリジェンスの需要はどれほどあるのでしょうか。

A：消費型と応援型が主なマクアケでも、内部チェックに大変力を入れている。実際、ある監査法人から内部チェックを請け負うという依頼もあったが、このプロセスを外部に委託したとき

にプラットフォームとしてのビジネスが成立するののかについては疑問を持っている。実際、デューデリジェンスを徹底するため、情報の開示だけでなく、保険サービスの開発などにも取り組んでおり、不良商品リスク等のヘッジに努めている。

また、投資型の金融商品である場合には、プラットフォーマーがデューデリジェンスをしなければならない。また、これは透明性を確保するための情報開示という意味でも、リアルタイム情報獲得の需要へと繋がる。例えば、不動産の価格と利回りを知るための不動産鑑定評価書にも一定のタイムラグがある。特に、コロナショックにより不確実性が増した今も、多くの金融機関及びプラットフォーマーがリアルタイム情報を求めている。