

近未来金融システム創造プログラム第6回講義レポート

第6回目となる本日は、ビットリアルティ株式会社・取締役副社長の谷山智彦氏、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氏、株式会社マクアケ・代表取締役社長の中山亮太郎氏、産業革新投資機構（JIC）の発足当初に最高投資責任者（CIO）に就いた戸矢博明氏ら4人の講師陣を招き「投資ファンド×クラウドファンディング」というお題で講義が行われた。この分野は不動産特定共同事業法の改正やマクアケの上場などによって認知され始めており、「金融」という文脈でクラウドファンディングを扱える規模にまで成長したと言える。今回は投資ファンドの現状や応用される証券化のスキーム、近未来の金融に想像される新たなクラウドファンディングの形などについてお話をさせていただいた。

ファンドの役割と将来（戸矢博明氏）

【ファンドとは】

私が仕事をしてきたヘッジファンド業界においては、中長期において市場の動きに関わらずリターンを累積することが求められる。ウォーレン・バフェットが「Rule1: Don't lose money, Rule2: Never forget rule no.1」という言葉を残しているが、「アソリュート・リターン」の確保をミッションとすることが多い。

全般的なファンドには、集団投資スキームであること、直接金融の扱い手であること、機関投資家向けで規制や商品が異なるといった特徴がある。また、倒産隔離性の確保と二重課税の阻止の二つの観点からファンドストラクチャーは複雑になっている。ファンドの投資対象は上場株式や債券、不動産、現物（美実品、ワイン、船舶）、知的財産権などの多岐にわたるが、CFの現在価値より安く買う、リスクとリターンの関係を常に意識することが多種多様なファンドに共通して重要な考え方である。

代表的なファンドの種類は3つに分けることができる。一つ目は、会社を買収し、依頼を受けて自ら経営を変えていくPE（Private Equity）。二つ目は、起業家の経営にお金と口を出すVC（Venture Capital）。三つ目は、マーケでの運用を通して何が必勝パターンかを追求するHF（Hedge Fund）である。だが、最近は社会への影響を考えたインパクトファンドやESGファンドなど、異なる切り口のファンドが誕生し始めている。

【ファンドの役割】

企業の成長を賄う資金をどのように調達するかは、企業の収益性やライフステージによって異なってくるが、キャッシュフローのみで賄える一部の企業以外では、エクイティをどのようにファイナンスしていくかが重要である。

一方、日本における個人の資産配分を見れば、預金の比率が高く、投資商品の比率が非常に低い。各国の1人当たりGDPと投資商品浸透度の比較からも、日本における投資商品の浸透度は諸外国よりも低いといえる。企業のファイナンシングも、主に商業銀行に頼ってきたのが日本の歴史である。しかし、2008年の金融危機を境に規制が強化され、金融機関による仲介機能・収益性が低下。その影響を受け、ファンドや非銀行系に金融機能の一部が移行し、間接金融の代替を務めるようになってきた。経済が円滑に機能するために新たな仲介機能の扱い手が求められている。

歴史を振り返ると、明治時代に各種企業に資金を提供し、産業勃興の礎を築くことに貢献したのは、当時生まれてまもない商業銀行であった。現代の日本では、まさにその機能をファンドが担うことが必要なかも知れない。

【ファンドの将来】

ファンドの守備範囲や機能はこれからも拡大することが見込まれる。その過程で、色々なイノベーションにより、投資を受ける側もより容易に資金調達ができ、投資する側は手数料が低廉化するという形で資金の流れがさらに効率化するのではないか。一方で、イノベーションは大概既存の規制の外側で起きることもあるし、イノベーションや効率化が、投資家保護・社会的規範と整合する形で起こることが必要で、その綱引きは常に存在する。そういった意味では、市場のプレーヤーが自らを律し、健全でバランスの取れた規範を形作っていくことが重要である。

不動産×金融×ITの融合によるイノベーション(谷山智彦氏)

【クラウドファンディングとは】

資金調達希望者がインターネットを通じてアイデアやプロジェクトなどを紹介し、それに共感・賛同する一般の人々から広く資金を集める仕組みがクラウドファンディングである。そのため、支援者(出資者)とプロジェクト実行者を“共感”で繋ぐ仲介業者(プラットフォーム運営会社)的な役割が強いと言える。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た。そのため、資本市場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。

クラウドファンディングのようなサービスは、個人資金の機関化、運用会社への委託、投資対象への資金流入といった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であることから、オルタナティブ・ファイナンス(“代替的な”ファイナンス手段)として注目されている。実際に、ここ3,4年でオルタナティブ・ファイナンス市場は世界規模で急拡大しており、特に中国のP2P消費者金融サービスはその勢いが著しく、イギリスでも伝統的なファイナンス手法の一定割合を占める規模にまで成長している。また、オルタナティブ・ファイナンス市場における機関投資家による投資比率は年々増加していることから、中小の機関投資家にとっても魅力的な投資先となりつつある。さらに、ブロックチェーンの技術、セキュリティトークン(Security Token)を応用したサービスが登場しており、クラウドファンディングにブロックチェーンを掛け合わせることで大衆から安心・安全な形で資金調達や取引が可能になってきている。

【不動産×金融×ITの融合：不動産クラウドファンディングの実例】

このような風潮の中で不動産にも徐々にお金が流れ始めている。投資家の方々が不動産に投資をしようとした場合、従来であればREITやアパート経営でエクスポージャーを得るのが一般的であった。しかし、デジタル不動産市場、すなわち不動産に対して投資を行うデジタル的な不動産の投資マーケットがアメリカや韓国で多く誕生している。この背景には、個人でも応援したいアセットに対しての直接的な投資が可能な、不動産クラウドファンディングの拡大が存在する。

実際に、不動産アセットマネジメント会社であるケネディクスと、シンクタンク及び金融ITサービス会社である野村総合研究所が共同で設立したのが、不動産クラウドファンディング事業を行う「ビットリアルティ株式会社」である。機関投資家や金融機関など、一部の「プロ向け」に限定されていた従来の投資機会を、多方面の投資家に対して安全に提供するのがその特徴だ。インターネットを含む最先端のデジタル技術や、投資先物件を倒産隔離するプロと同等の証券化スキームが、ビットリアルティのサービスを支えている。また、都心部の商業ビルだけではなく、社会貢献の意味合いも強い保育所等のファンドも募集することで、個人のニーズに合わせた資産の提

供を支援している。既存の不動産金融システムを補完する新たな市場を創出し、資金調達と投資の機会を提供することで、貯蓄から投資への促進や、都市再生・地方創生等の社会的課題の解決を目指している。

マクアケが体現した“オンライン0次流通”(中山亮太郎氏)

ここではマクアケが最初に発見した新しいマーケットである「オンライン0次流通市場」についての解説が行われた。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だが、その中でも人々の消費に繋がる購入型において、実業者(商品提供者)が商品を市場に流通する(1次流通市場)前の段階で付加価値を提供している点がユニークだ。

「オンライン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。一般的には企業が大量生産をしてからお店に商品が陳列されるが、マクアケの場合はプロトタイプ、すなわち量産される前のタイミングで尚且つインターネット上の先行販売が可能。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、それらに共感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。それ故、マクアケでは資金調達という意味でのクラウドファンディングは無くなりつつあり、新商品・新サービスの先行販売に特化したマーケットプレイスへと変化を遂げている。約15兆円の市場規模と推定される新商品の小売流通市場に加えて、マーケットデビュー市場である0次流通市場全体(初期在庫総額)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、オンライン0次流通市場は約1兆円の市場規模があると推計されている。

エンターテイメントと DX(加藤信介氏)

これは新規事業に限らず全てのDXに対して言えることだが、DXそのもの自体は「目的」ではなく「手段」であるということを理解しておく必要がある。そのため、事業のアウトプットがデジタルなものである必要は全くない。新規事業を考える際は、提供する事業や体験がアナログで、尚且つ普遍的な価値であったとしても、CX(カスタマーエクスペリエンス)やユーザーコミュニケーションの再設計、提供するタイミングを変えるだけで新たな価値の創造に繋がるということを忘れてはならない。実際に加藤氏が手掛けている「MEET YOUR ART」というアート事業では、「市場規模が小さい日本のアート市場」「美術館やアート鑑賞は好きだが、購入の仕方が分からない」という課題背景の下、YouTubeのメディアと隣接したECを運営している。具体的には、新人アーティストの作品に対する思いなどを撮影した映像を通じて、ユーザーへの共感を促し、隣接したECで購入してもらうというものだ。「アートを販売する」というビジネスモデルは既に存在していたが、ユーザーとのコミュニケーションの仕方を変えることで「価値の再定義」に成功した良い事例だと言える。

Q&A

Q, 大企業がDXを行う場合、大きなコストが懸念されるが、その部分の意思決定はどのように行われているのか？

加藤氏 → エイベックスのようにDXを幅広い事業で行っている会社では、フロントエンドやバックエンドを含めた会社全体の目線でDXの設計を行うのは難しい。

赤井氏 → DXはシステムの構築に大きなコストがかかる。分野によって使用されるシステムは異なるため、会社が個別でシステム構築を行うというよりはAWSの活用のように、各会社が必要以上のシステムを抱え込むのではなく、必要な時に必要最低限のシステムを使える環境の構築が求められる。また、昨年の金融商品取引法の改正法案では横断的な金融仲介業についても議論されており、非金融の参入に対応が可能な法案が要求されている。

Q, オルタナティブ投資でも他の投資と同じように信用の担保が求められると思うのですが、クラウドファンディングではどのような工夫が為されているのか？

中山氏 → マクアケの場合はプラットフォーム 자체が信頼の担保に寄与している。取引する企業がどこで何をどのように作っているのか？その企業で予測されるリスクは何か？といった細かな情報提供によってプラットフォームの信頼を支えている。

谷山氏 → 証券化やファンドを用いたクラウドファンディングはまだ少ない。それらを選別できるような金融リテラシーが消費者にも求められている。