

# 中国 P2P ネット金融規制について

趙 彤<sup>1</sup> 水ノ上 智邦<sup>2</sup>

徳島大学

徳島文理大学

## 要 旨

中国の P2P ネット金融市場は、わずか 10 年間にその規模を 2000 倍に拡大し、世界一となった。急激な成長を果たした陰では、これまでに開業した取引仲介サイト（プラットフォーム、以下 PF）の 2/3 以上において、倒産や夜逃げなどなんらかの問題が発生するという異常な事態が起きている。P2P ネット金融は、既存の金融機関から排除されていた中小企業、農家や個人に金融サービスへのアクセスを与える社会的な影響力を持つ新たなイノベーションではある。しかし、中国の金融当局はこの市場に対して長年にわたり規制を設けず、PF は無秩序なまま「野蛮成長」することになった。市場規模の拡大に伴い、P2P ネット金融が社会で一定の存在感を持つようになった 2016 年 8 月、ついに成文化された初めての規制文書が公布され、「野蛮成長」から安定成長に向けた変化が起きつつある。

中国の P2P ネット金融については、先行する欧米とは異なる特徴を持つこともあり、これまで系統的かつ経済学的な評価や分析を行った研究がほとんど存在しない。本稿は、中国 P2P ネット金融の特徴を、経済学的な視点から解釈し、その視座に基づき、「野蛮成長」と形容される急速な発展、および多産多死となった理由を考察する。また、中国政府が規制を半ば意図的に遅らせたことは市場の拡大に繋がったが、本格的な規制が始まったことで、市場の安定化が期待される一方で、角を矯めて牛を殺す結果にもなりかねず、借り手と貸し手の双方を保護し PF の安全性を確保し、かつ成長を促すような適切な規制が実現できるかどうか市場の命運を大きく左右する。そのため、社会問題となった実例を踏まえ、当局の規制が持つ意味を時系列に説明するとともに、その効果や市場の展望についても考察を行っている。

## 1 中国 P2P ネット金融の現状

P2P ネット金融はインターネット上で資金の貸し手と借り手を結びつけ個人間の融資を仲介する金融サービス（Lin et al., 2013）であり、日本ではソーシャルレンディングとも呼ばれる。P2P は“Peer to

Peer”の略記で、インターネット上の不特定の対等な個人間を指す。P2P ネット金融の強みは、簡潔に言えば、既存の金融機関に比べて仲介サービスのコストが安い点にある。その結果として貸し手と借り手の双方にとってより魅力的な投資先、借入先になっている。借り手は個人だけでなく企業、とりわ

け伝統金融機関に排除された中小零細企業の場合が多い(李、2013)。本稿ではP2P ネット金融の仲介機能を有する取引サイトをプラットフォーム(以下:PF)と呼ぶことにする。

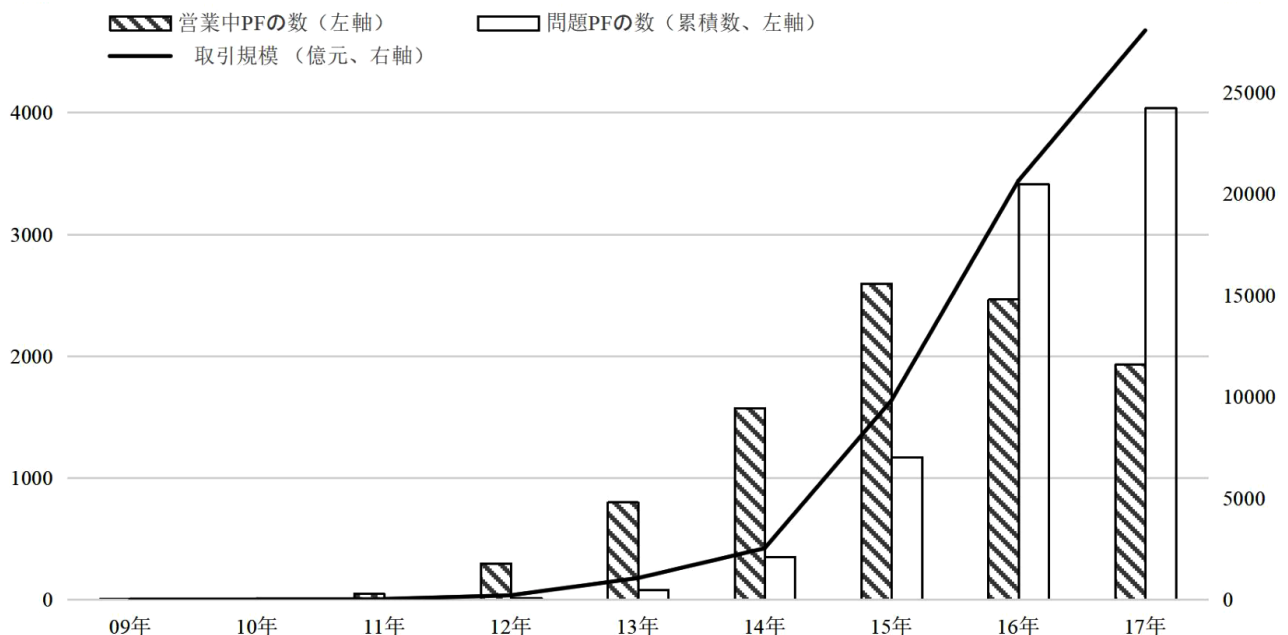
P2P ネット金融の発祥は英国で、2006年設立されたZopaは最初のPFである。その後米国でも同様のサービスを提供するProsper(2006年設立)や、Lending Club(同2007年)が誕生し順調に事業を拡大し、Lending Clubは2014年12月にニューヨーク証券取引所(NYSE:LC)に上場した。その他にも、ドイツやオーストラリアといった先進国のみならず、フィリピンやインドなどの発展途上国にも広まっている。

中国のP2P ネット金融は2007年に「拍拍貸」(NYSE:PPDF)と「宜人貸」(NYSE:YRD)のサービス開始から始まり、2018年で12年目になる。この間、中国のP2P ネット金融は猛烈な勢いで拡大していた。図1は中国のP2P ネット金融の取引総額(右軸、億元)、営業中のPF数と問題PFの累積数(左軸)の推移である。問題PFとは、オンライン営業したPFのうち、倒産、創業者の夜逃げ、自主廃業などで事業そのものが終了したもの、もしくは一時的に現金の引き出しができない、のいずれか(もしくは複数)が発生したPFを指す。取引総

額は2010年の時点では13.7億元に過ぎなかったが、2012年は212億元、2013年は1,058億元、2015年は9,823億元、2016年は20,636億元、2017年は25,800億元になった。1元=17円というレートで換算すれば2010年年間233億円でしかなかった総取引額は2017年年間43.86兆円になり、わずか7年の間に実に1800倍以上に膨張したことがわかる。

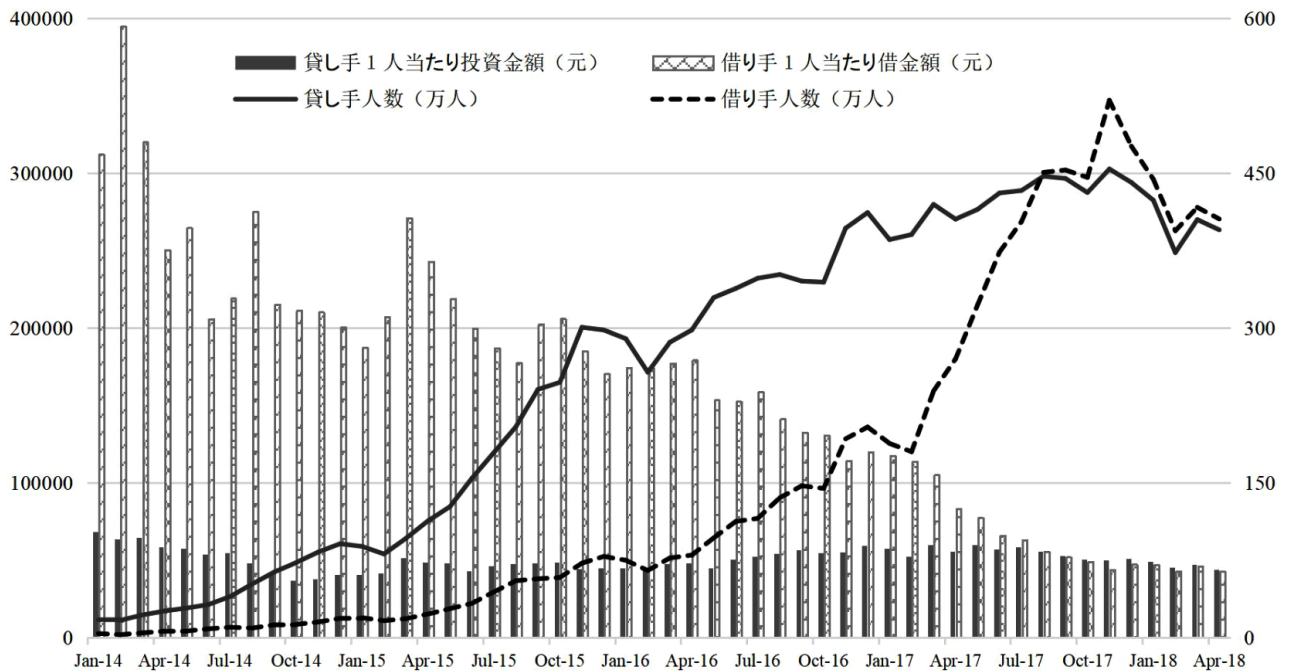
図1の白い棒グラフは問題PFの累積数、斜線の棒グラフは営業中のPF数である。問題PFになった理由には、自主的な廃業や業務変更など貸し手に被害を及ぼさないPF(以下:良性問題PF)があれば、PFの夜逃げや資金の引き出せないケースや警察の経済犯罪調査による営業停止などは結果として貸し手に大きな痛手を被らせるPF(以下:悪質問題PF)もある。図1から分かるように2013年からPFの数が急増し、その翌年から問題PFがじわじわと増加し始めた。2015年年末には営業中のPFの数がまだ問題PF累積数の倍以上ある(営業中PFが2,595社、問題PF累積数が1,171社)が、2016年に入ると、両者の数が逆転し、2017年末現在では、問題PF累積数数が営業中PFの2倍になった(営業中のPFが1,931社、問題PF累積数が4,039社)。

図2は貸し手人数(右軸)と借り手人数(右軸)及び貸し手1人当たり投資金額(左軸)と借り手1



出所:『網絡借貸行業年報』各年、著者作成

図1 中国P2P ネット金融PF数と取引規模の推移



出所：「網貸之家」の公表データ、著者作成

図2 中国 P2P ネット金融の貸借規模の推移

人当たり借入額（左軸）の推移を表したものである。ただし、貸し手1人当たり投資金額と借り手1人当たり借入額は、ともに同一PFからの一契約ごとの平均金額である。貸し手人数と借り手人数は一貫して上昇し、貸し手人数が借り手人数を上回っていたが、2017年8月から両者の数が逆転した。貸し手の投資金額は多少の変化はあるが、概ね1人当たり5～8万元の範囲の中で安定していたことに対して、借り手の1人当たり借金額はP2P ネット金融が発展とともに急速に減少し、2018年4月現在、1人当たり投資金額と借金額がほぼ同じである。

ここまでは中国 P2P ネット金融の現状を簡単に紹介した。次節では金融イノベーション、とりわけ金融イノベーションと金融規制の関係を中心に先行研究をサーベイする。第3節では中国 P2P ネット金融がなぜ短期間に大きく成長したのか、その原因を探る。さらに、中国 P2P ネット金融が直面するリスクをまとめた上、典型的な問題PFの事例を3つ紹介する。第4節ではP2P ネット金融への規制の歩みを紹介した後、『暫定条例』の内容を議論する。第5節では、『暫定条例』が公布した後、P2P ネット金融がどのように変貌したか、規制の影響を分析する。最後の節では中国 P2P ネット金融の未

来を展望している。本稿の貢献は次の2点にまとめられる。まず、これまでの先行研究は、中国 P2P ネット金融がイノベーションであるために、必然的に現状報告が中心となり、系統的かつ経済学的な研究はほとんど存在していなかったが、本稿は、P2P ネット金融の特徴を経済学的な視点から解釈し、これまでの爆発的な成長および、様々な問題発生要因について考察を行っている。次に、政府による規制の遅れと初の本格的な規制である「暫定条令」が貸し手と借り手の双方に及ぼす影響を上記の視座に基づいて解釈し、さらに規制が中国の P2P ネット金融そのものにどのような影響を与え、今後の方向性の決定にどのような影響を及ぼすことになるかを踏まえ、P2P ネット金融および今後の研究についての展望を考察している。

## 2 金融イノベーションと規制に関する先行研究

中国の P2P ネット金融は情報技術の進歩による金融イノベーションであることは間違いない事実である。なぜ新しい金融イノベーションが常に発生するか、これに関する研究がすでに多く存在しているが、アプローチの方法として大きく分けて三種類が

ある。つまり、内部要因説、外部要因説と規制回避説に大別される（尹、2005）。

第一に、利潤最大化するための内部要因説である。Niehans（1983）は市場競争に晒される金融機関が利潤を増加させるために、常に新しい技術を導入しコストを削減させなければいけない。新しい技術を導入してコストを削減するのが必然の選択になり、金融イノベーションがその延長線上に行われると指摘する。Molyneux and Shamroukh（1996）は合理的効率性仮説（Rational Efficiency Hypothesis）とバンドワゴン仮説（Bandwagon Hypothesis）を用いて、金融機関の期待収益と市場競争の両面から金融イノベーションの源泉を求めた。先行研究の中には、金融イノベーションの最大の原動力は金融機関が利潤を追求しコストを削減することにあると主張するものもある（Hannan and McDowell, 1987; Kaufmann and Kane, 1984）。

第二に、市場環境変化に適応するための外部要因説である。金融イノベーションは金融機関が新しい外部環境に適応した結果であり、あるいは外部の市場変化が内部の経営管理要素に変化をもたらした結果である（Allen and Gale, 1991）。1970年代、インフレーションや為替変動の変動が大きくなり、市場は安定した収益金融商品が求められ、新しい金融イノベーションである金融派生商品が大量に市場に出回るようになった。Hannan and McDowell（1984）は情報技術の進歩は最近の金融イノベーションの源泉であると指摘する。金融の歴史から見れば多くの金融イノベーションは新しい貸し手と借り手に結びつけ、サービスを提供できる時に発生したものである（沈、2010）。中国のP2Pネット金融はIT技術が発達することによって、伝統金融機関から排除された個人や中小零細企業に金融サービスを提供するものであり、この意味では典型的な外部技術進歩による金融イノベーションに当たる。

第三に、規制回避による金融イノベーション説である。Kane（1981）によれば、金融機関と金融規制部門の間にはそれぞれ自己目的最大化のためにポジティブな競争関係が存在する。つまり、金融管理監督部門は金融市場の安定や健全な発展と金融市場の独占・寡占防止などを目的としていることに対して、

金融機関は組織の利潤最大化を目的としている。監督部門による規制に対し、金融機関は規制をかいくぐるためにイノベーションを起こすが、監督部門はこれに対して再規制が行われるということが繰り返される。表面的からみれば金融機関と規制部門のイタチごっこのように見えるが、この相互関係は金融市場の健全な発展に大きく寄与してきたと彼は主張する。金融イノベーションを生み出す目的は金融規制を回避するためであり、特に金融規制の外部性を回避するものである（Silber, 1983）。邹（2014）は市場あるいは金融機関内部の需要が規制に衝突するとき、金融規制を回避するイノベーションが往々にして発生すると主張する。

金融イノベーションは常に金融規制より先行するため、「諸刃の剣」という性格を持っている。金融イノベーションによって金融機関に競争力をもたらせると同時に、規制が間に合わないせいで、金融機関自身のリスク、ひいては金融システムティック・リスクを増大させることがある（秦、2017）。2007年に始まるアメリカ発の世界的金融危機は、まさに金融規制が金融イノベーションに追いつかない事例であった。

### 3 中国 P2P ネット金融の発展と直面するリスク

#### 3.1 中国 P2P ネット金融が大きく発展した理由

上述したようにP2Pネット金融は英国から発祥したビジネスモデルで、全世界に広まっている。米国ではLending Clubのような上場企業が誕生したが、全体として欧米のP2Pネット金融は少数の大手PFしか存在していない。これに対して、中国の場合はPFの数が著しく多い上、ローン証券取引規模も大きい<sup>3</sup>。さらに、欧米ではほとんど起こっていなかった「問題PF」という現象は中国では日常的に起こり、図1に示されたように2017年末時点で、問題PFの累積数が営業中のPFの2倍以上にも達していた。P2Pネット金融が新しい金融イノベーションであることは間違いのない事実であるが、中国のように多産多死のようなことは、中国以外のネット金融業界では起こりえないことである。

中国のP2Pネット金融はなぜ「野蛮成長」と形

容されるほど急拡大したかについていくつかの理由があるが、それら個別の理由というよりも、中国の特殊な事情でいくつかの条件が重なった結果として P2P ネット金融が急拡大したと言えるだろう。

第一に、中国金融規制当局は銀行のような伝統的金融機関に対して厳しい規制を敷き、それらによるイノベーションを阻害したせいで、多くの実在した金融サービス需要が非合法的な地下金融機関（中国語では「地下銭庄」）に向かわざるをえなかった（邹・張、2011）。2013 年以降、中国 P2P ネット金融の急速な発展はある意味ではすでに存在した地下金融を可視化・合法化したものであり、取引高の一部分は地下経済にあったものが、正式な統計に載せられる形になったと言ってよい。さらに、この合法化に対して中国の金融規制当局がかなり容認した態度を取っていたことが紛れもない事実である（李・徐、2014）。一方、伝統的金融機関への厳しい規制を課してきた結果、金融業は長い間国有金融機関に独占され、非常に高い利益率を享受してきたため、多くの民間企業にとっては参入したい産業でもあった（謝、2017）。

この規制のダブルスタンダードは中国の P2P ネット金融の発展に大きく寄与したことが間違いない事実であり、この意味では中国の P2P ネット金融は Kane (1981) が主張した規制回避型金融イノベーションに合致する。総合銀行は商業銀行や投資銀行のような専門銀行よりイノベーションが生まれる確率が低いと Boot and Thakor (1997) は主張する。

第二に、金融インフラ整備の遅れと IT インフラ整備の先進性とのギャップが P2P ネット金融の急拡大に大きな役割を果たしていた（趙・水ノ上、2016）。中国では P2P ネット金融が発生した 2010 年当時はもちろん現在でも、先進国では日常的に見られるクレジット決済のような金融インフラが十分に整備されていない。P2P ネット金融が誕生する前は、個人の急なお金の必要や中小零細企業の運転資金といった資金需要に対して、親戚友人や地下金融から借りる以外に方法がなかった。P2P ネット金融はこのような資金需要に目を付けた。P2P ネット金融は全てインターネット上の架空の PF の中で完結するため、情報コストと取引コストが大幅に削減さ

れ、今まで投資先を持たなかった貸し手と、伝統的金融機関からの融資の受けられなかった借り手を結びつけることに成功し、金融サービスを提供できるようになった（劉、2016）。一方、中国では有数の IT 大国で、インターネットの普及率は他の先進国と比較しても全く遜色ない<sup>4</sup>。現在中国でスマートフォン決済が大流行しているのもそれと同じ理由によるものであろう。

第三に、投資家から見れば、P2P ネット金融のローン証券は商業銀行や証券会社など伝統金融機関で売られた理財商品<sup>5</sup>とそれほど変わらないのに、理財商品よりはるかに高い収益を提供し、投資先の乏しい一般投資家にとっては非常に魅力的な投資先に見える（劉、2015）。また、ローン証券の取引をすべて PF 上で完結することによって、取引コストと情報コストを大きく下げただけではなく、取引の限界費用がゼロまで引き下げることによって借り手と貸し手に魅力的な金融サービスを提供でき、そして貸し手、借り手、仲介機関の間の情報の非対称性を軽減することにも役立つ（CGAP, 2010）。

第四に、P2P ネット金融は金融機関でありながら、IT 企業でもある。IT 企業の有するネットワーク外部性と先行者優位といった特徴を P2P ネット金融の PF も有している。IT 企業の際立った特徴として、初期固定費用と限界費用と比較した場合、初期固定費用が非常に膨大であるのに対して、限界費用がほぼゼロに近いという特徴がある。この段差的な費用構造によって、IT 企業は創業初期にコストを度外視して取引を増やす傾向がある（謝・劉、2013）。また、ネットワーク外部性や先行者優位といった IT 企業の特徴により、PF は安全・利益重視よりも規模拡大を優先せざるをえない。さらに、ローン証券が往々にしてデフォルトまで時間的なラグを持つという性質は、PF がコスト度外視の規模拡大することを可能にした理由の一つであらう。

以上のことは中国の P2P ネット金融の急拡大に大きく寄与したことは間違いない事実であるが、すべてではない。中国の特殊な金融・IT 環境と社会的に新しいイノベーションに比較的寛容な社会文化を除けば、中国以外の P2P ネット金融も概ね上記のメリットが享受できるにもかかわらず、発祥の

地のイギリスと最大の金融市場を持つアメリカでさえも、その規模において中国ほど発展していなかった。

アメリカとイギリスの営利 P2P ネット金融 PF は借り手と貸し手の間に情報を提供することに徹し、対価としてローン証券取引成立時に手数料を得る、いわば「情報仲介」の役割だけを果たしている<sup>6</sup>。一方、中国のほとんどの P2P ネット金融 PF はこの「情報仲介」の役割以外に、銀行のようにローン証券の元本と利息を保証しており、いわば「信用仲介」の役割を果たしていた（趙・水ノ上、2016）。彼らは「情報仲介」と「信用仲介」の役割を同時に果たすことによってもたらされるリスクを「完全保証リスク」とよぶ。「完全保証リスク」に関しては次節で詳しく説明するが、「完全保証リスク」を背負うことによって、中国の P2P ネット金融 PF は、短期的には伝統的の金融機関より低コストで運用ができ、貸し手に高い収益を払うことができる反面、長期的には PF の倒産リスクを拡大するようになる。「野蛮成長」と形容されるほど取引規模が急拡大し、多数の問題 PF を生み出した最大の理由がここにある。

その他に、少額で投資ができ、投資がすべてスマートフォンの数回のクリックで完結できるという手軽さも若者の生活スタイルに適しており、P2P ネット金融の魅力の一つである（沈、2010）。

### 3.2 中国 P2P ネット金融の直面するリスク

中国の P2P ネット金融はこれまで多産多死的な状況であり、どちらかと言えばベンチャー企業的な特徴を有している。金融業でなければこの特徴はそれほど強調すべきものではないが、金融イノベーションである以上、PF が抱えるリスクを重く受け止めなければならない。趙・水ノ上（2016）によれば、中国の P2P ネット金融は下記の三つのリスクに直面している。

#### 完全保証リスク

Lending Club や Zopa といった欧米系の PF は借り手と貸し手の仲介役に徹するだけで、借り手の貸し倒れに関しては責任を持たない。つまり、「情報仲介」の役割しか果たさない。それに対して、中国の P2P ネット金融 PF は「情報仲介」の役割を果たすと同時に、「信用仲介」の役割<sup>7</sup>を果たそうとしている。

「信用仲介」とは銀行と同じく、借り手の債務不履行に対して PF が全責任を負うものである。「信用仲介」と「情報仲介」の役割を同時に果たすことによってもたらすリスクを「完全保証リスク」とすることはすでに述べた。PF の「完全保証リスク」を背負うことは、元々金融の世界でごく普通に存在していたローン証券の貸し倒れリスクを将来の PF の倒産リスクに変えており、一種の「テールリスク」化と言える。

中国の P2P ネット金融 PF が「完全保証リスク」を背負うようになった最大の理由は PF が金融機関でありながら IT 企業でもあることにある。上で述べたように段差的なコスト構造により、PF は創業後の初期段階ではコストを度外視して貸し手（顧客）を獲得するために規模拡張を追求せざるを得ない。銀行の定期預金の金利は 2018 年 1 月現在 2.25%（1 年定期）、銀行が発売した理財商品の利率は 3~6%（1 年間固定）<sup>8</sup>であり、すべてが元本保証されるわけではないとはいえ、その信用度は PF のローン証券に比べて遙かに高い。そのため、PF が元本保証を謳わない限り、貸し手の獲得は非常に難しいであろう。伝統的金融機関が「信用仲介」の役割を果たすために、BIS 規制、預金保険機構や法定準備金など、幾重もの保護システムを構築した結果、伝統的金融機関はほとんど倒産がない代わりに、高コスト体質を余儀なくされている。中国の P2P ネット金融がわずか 10 年の間に世界一の 2.5 兆元の市場規模にまで成長し、創業した PF の中に三分の二以上が問題 PF になってしまう理由はまさに、PF が「信用仲介」と「情報仲介」の役割を同時に果たすことにある。この「完全保証リスク」こそが、中国の P2P ネット金融における最大のリスク要因である。

#### ディスクロージャー・リスク

中国の P2P ネット金融 PF は、例外的な数社の上場企業を除けば経営状況に関する情報の開示は行われておらず、PF の借入金、営業利益、キャッシュフロー、不良債権率など経営状況に関する最も重要なデータが公開されていないのが現状である。キャッシュフローや不良債権率など経営に関する基礎データが公開されていれば、格付けを用いて投資家に利用しやすい情報を伝えることができる。基

礎データを非公開とすることが許されているため、PF にとって市場参入へのハードルが低くなる。また、最初から貸し手の金銭を騙し取ることを目的とする詐欺サイトにとっては、犯罪コストが低く、犯罪収益が高いため、いわば犯罪が横行する土壌が作られていたと言えよう。中国 P2P ネット金融業界において、全体 PF 数と問題 PF 数の多さという現状は、このディスクロージャーの規制の弱さが原因の一つである。P2P ネット金融が伝統的金融機関と比較して知名度は低いが、金融機関であることは間違いなく、問題 PF の発生は貸し手に大きな痛手を与えることから、一般の民間企業より厳しいディスクロージャー規制を規定すべきである。

### 景気循環リスク

不景気になれば、ローンが不良債権化する確率が高くなるのは当然であり、すべての金融機関は景気循環リスクに直面せざるを得ない (Allen and Gale, 1998)。銀行はこのようなリスクを避けるために、自己資本比率規制や預金保険制度などいくつかのリスク軽減策を採っている (Diamond and Dybvig, 1983)。一方、未防備な P2P ネット金融においては、なんらかの理由で取り付け騒ぎが起きた場合、優良 PF でさえも即座に資金ショートに陥りかねない。P2P ネット金融への投資が自己責任であることは、すでに投資家の間に浸透しており、株の連想売りと同じように他の PF へと取り付け騒ぎが伝染することは十分に起こり得る。例として、後述する「e 租宝」事件が 2015 年 12 月にマスコミに暴露された後、P2P ネット金融全体のローン証券取引総額が翌 2016 年 1 月から減少し、3 月になってようやく元の取引高に回復した<sup>9</sup>。

預金保険機構のようなシステムを作るというアイデアは現段階ではほぼ不可能に近い。なぜなら、これは経営状況の芳しくない PF に「ただ乗り」の機会を与え、モラルハザードを深刻化するだけであるからである。現段階ではまだ年 2.5 兆元の取引規模しかないが、このまま発展すれば、いずれかの段階で P2P ネット金融全体の信用リスクを考えざるを得ない時期が来るであろう。さらに、P2P ネット金融から伝統金融に伝播し、実体経済までもが影響を受けてしまうことは十分考えられる。

謝他(2014)は借り手と貸し手の両面から P2P ネット金融が直面するリスクを分析した。P2P ネット金融の市場が拡大するとともに、借り手と貸し手の人数が増えることになる。彼らの多くは基本的な金融リテラシーがなく、手軽さや高い収益に惹かれて P2P ネット金融のサービスを利用するようになった。そのせいでバンドワゴン効果が非常に現れやすく、負のネットワーク外部性が容易に拡大され、ちょっとした PF のマイナス情報に過剰に反応し、PF の取り付け騒ぎに簡単につながってしまうと指摘されている。

### 3.3 問題 PF の実例

#### 「e 租宝」の詐欺事件

钰林グループは 2014 年 2 月に金易融という会社を買収し、同年 7 月にその傘下であるネット金融 PF を「e 租宝」として営業を開始した。「e 租宝」は莫大な宣伝費を投じ、美人社長のイメージを作り上げ、さらに、高額収益を約束することで、短期間に大量な貸し手を集めた。一時は、月間ローン証券取引額が全 PF のトップテンに入ったほどであった。しかし、売り出したローン証券の 95% は虚偽債権であった上、集められたお金は派手な宣伝や贅沢極まりない私生活に費やされた。しかし、2015 年 12 月 3 日に「網貸之家」が SNS の微信 (WeChat) 上に発表したスクープ記事をきっかけにローン証券の販売が滞り、資金繰りが難しくなった<sup>10</sup>。12 月 5 日に公安に金融詐欺事件として立件され、あっけなく倒産した。翌年 1 月 14 日に経営幹部 21 名が逮捕され、その後さらに 5 名の逮捕者が出た。わずか 1 年半の間、「e 租宝」の被害者数は 90 万人、中国全土に広がっており、被害総額は 500 億元にのぼる<sup>11</sup>。2017 年 11 月 29 日に北京市最高裁において「e 租宝」事件の二審判決 (最終判決) が出された。26 名の被告全てが有罪と判決され、主犯格の 2 名に無期懲役刑を、残りの 24 名に 3 年から 15 年の懲役刑を、さらに約 19 億元の罰金刑を言い渡された<sup>12</sup>。「e 租宝」の倒産事件は、犯罪手法が典型的なマルチ商法であり、P2P ネット金融のリスクというよりもネット金融を利用した詐欺事件であると言える。

#### 「紅嶺創投」の自主廃業

「紅嶺創投」は2009年3月に開業したPFであり、中国のP2Pネット金融の草創期に誕生したPFの1つである。2017年第3四半期までローン証券取引総額が283.4億元に達し、有数の大手PFであった。しかし、2017年7月27日に創業者周世平氏が自社の掲示板に2020年までにサイトを閉鎖し、P2Pネット金融から手を引くと突然に発表した。「紅嶺創投」はローン証券が不良債権になった場合にPFが債権の元本と利息の全額保証をした最初のPFであった。このために、「紅嶺創投」は開業以来、8億元の不良債権の補填を余儀なくさせられ、経営を大きく圧迫していた<sup>13</sup>。さらに大型融資を得意とすることや貸し手の投資レバレッジ<sup>14</sup>がP2Pネット金融の規制に抵触したことで、これ以上の成長が見込めないと判断し、周氏がPFの経営を断念することに至った。

#### 「好会理財」の倒産

「好会理財」は2016年2月にサービスを開始し、資本金1億元を有する、天津恒普惠信息技术服务有限公司傘下のP2Pネット金融PFである。2017年9月11日に国有企業の長春建工投資控股有限公司から1億元以上の増資を受けるという発表をした矢先に、9月17日に貸し手の資金の引き出しができなくなり、ローン証券の償還の遅延が発生した。翌日に経営側はPFの清算を発表し、現存のローン証券の元本と利息は11月15日～20日の間にすべて償還すると発表した。しかし、2017年12月18日時点で、「好会理財」のホームページはすでに閉鎖され、ローン証券の償還も実施されていない。「好会理財」は取引規模が小さく、営業期間も短いので、被害総額が問題PFのなかで比較軽微なものである。しかし、国有企業から増資を受け、包頭銀行による第三者資金委託管理を実施した上での悪質問題PF化であるゆえ、投資家の間に大きな衝撃を与えた。

## 4 中国のP2Pネット金融規制の歩みと『暫定条例』の影響

### 4.1 P2Pネット金融規制の歩み

2007年に「拍拍貸」と「宜人貸」が誕生して以降、しばらくの間は、P2Pネット金融の知名度は低く、「網貸之家」のデータによれば2011年にす

に10社が問題PFになっていたが、その規模や被害総額が小さいため、規制当局が注目する対象ではなかった。規制当局に本腰を上げさせたのが前述の2015年に発生した「e祖宝」事件であった。中国の金融規制当局によるP2Pネット金融への規制は大きく三つの段階に分けられる。

#### 第一段階——監督機関による窓口指導

2014年4月21日、中国銀行業監督管理委員会（以下：銀监会）の幹部が、定例記者会見の場で『關於弁理非法集資刑事事件適用法律若干意見（非合法資金集めに関する刑事事件の適用法律の若干意見）』<sup>15</sup>を公表した。その内容は、P2Pネット金融に関して、Ⅰ：あくまで「情報仲介」機構である、Ⅱ：ローン証券を完全保証しない、Ⅲ：PFはキャッシュ・プーリング<sup>16</sup>しない、Ⅳ：非合法的な資金集めしない、という四つのレッドラインを初めて明確に示したものであった。続いて同年9月27日に深圳で開催された「2014年中国ネット金融のイノベーションと発展」というフォーラムの席で、銀监会の高官が『P2Pネット金融業界管理に関する十原則』を打ち上げた<sup>17</sup>。その十原則は、①PFはキャッシュ・プーリングをしてはいけない、②借り手も貸し手も実名で登録する、③「情報仲介」の役割のみ担う、④PFの参入にはハードルを設ける、⑤投資された資金は第三者の金融機関に委託保管し、非合法的な資金集めをしてはいけない、⑥ローン証券の元本を保証してはいけない、⑦ローン証券の手数料を明示する、⑧積極的に経営状況のディスクロージャーを行う、⑨業界の自律管理監督を強化する、⑩ローン証券を少額化する、である。

この段階の規制は、その後のP2Pネット金融に対する規制の骨格となったが、正式な法律文書ではなく、監督当局の幹部が口頭の形で発表したものに過ぎない。規制の内容も曖昧で具体性に欠け、実行性も乏しい。例えば、④は参入にハードルを設けると掲げているが、具体的にどのような基準であるのかが全く明記されていない。同じく⑧においてはPFがどのような経営データを公開すべきか、⑩ではローン証券の上限金額が幾らになるか、ともに明記していない。当時、P2Pネット金融は全く新しくできた産業であったため、実際のところ、P2Pネッ



ト金融を管轄するのがどの行政機構なのか、中国の金融規制当局でさえも明らかにしていなかった。更に、規制を破ったときの罰則も曖昧であるため、規制の実行性が欠けていた。こうして管理監督機構が明確でない上、規制内容が実効性の乏しいこともあり、図1で分かるように2014年と2015年はむしろP2P ネット金融の参入が最も多かった年となった。

### 第二段階——規制当局による行政指導

2015年7月18日に中央銀行である中国人民銀行を筆頭に10の行政機関が連名して『關於促進互聯網金融健康發展的指導意見（ネット金融の発展と促進に関する指導意見）』<sup>18</sup>（以下『指導意見』）を公布した。この『指導意見』はP2P ネット金融に対する最初の成文化した行政文書であり、中国P2P ネット金融の無規制状態に終わりを告げ、業界では『基本法』とも言われた。さらに、同年の12月28日に銀監会が『網絡借貸信息仲介機構業務活動暫定管理方法（征求意见稿）（ネット金融情報仲介機構の業務における暫定管理方法（意見調査バージョン））』<sup>19</sup>（以下『意見調査』）を公布した。2014年と2015年の二年間、P2P ネット金融が急拡大したと同時に「e租宝」のような詐欺PFが多数出現し、悪質問題PFを頻発した。投資家に大きな損失をもたらしただけでなく、ネット金融の発展に大きな打撃を受け、一般の市民がネット金融から離れようとしていた。この二つの行政指導文書は、当時乱立したPFにP2P ネット金融の参入条件を設け、PFの融資範囲を明確化し、乱立したPFに歯止めを掛ける役割をある程度果たしていた。総じて観ればPFへの規制が後手に回され、後追いになってしまったことが否めないが、一方、二つの文書の中身から見られるように、政府はP2P ネット金融という新しい業種に対して温かく見守る意図があったことが伺える。

上記の行政指導文書を公布すると同時に、「中国互聯網金融協會（中国ネット金融協會）」<sup>20</sup> という名のネット金融の業界団体が2016年3月25日に設立された。中国人民銀行の副頭取が協会の会長に就任し、理事のメンバーの中に銀監会や証券管理委員会の高官が選出された一方、「陸金服」や「宜人貸」など大手のPFのトップも理事に名を連ねた。この

協会はネット金融の業界自律管理を促し、日本の経団連のように企業と政府との協議のパイプ役を期待されていた。

### 第三段階——法律による規制の準備段階

2016年8月24日に銀監会を始め、工業・情報産業部、公安部及び国家インターネット情報弁公室が連名で『網絡借貸信息仲介機構業務活動管理暫定弁法（ネット金融・情報仲介機構の業務活動管理の暫定条例）』<sup>21</sup>（以下『暫定条例』）を公布し、即日施行となった。『暫定条例』は中国P2P ネット金融の経営範囲を明確化し、合法的な身分をPFに与える最初の成文化した法律文書であり、その主要内容はこれまで公布した行政文書の集大成であり、その要点は下記の通りである。

① 監督管理体系の明確化：P2P ネット金融PFの管理監督部門は、銀監会、公安部、工業・情報産業部、互聯網弁公室および地方の金融監督部門であるとし、PFは本社所在地の地方金融監督管理当局への登録と、「中国電信情報サービス業務営業許可証」（以下：ICP 許可書）の取得を義務づけられた。

② 業務内容の明確化：PF業務についてネガティブ・リストの形で、行ってはいけない業務を明文化した。PFの金融業務を禁止し、仲介業務に徹すると明記し、ローン証券の元本及び利息保証、つまり「信用仲介」を明確に禁止した。また、株の信用融資、ファンドの販売、ローン証券の再証券化とそれに類似する業務が禁止された。

③ PF情報のディスクロージャー：貸し手に対してPFの経営に関わる項目の情報をすべて開示しなければならない。経営情報のディスクロージャーに関しては、ローン証券の取引残高や返済残高などすでに公開済みの情報だけではなく、ローン証券の延滞比率とその金額、不良債権の比率とその金額、経常利益などPFの核心的な経営情報をディスクロージしなければいけない。

④ キャッシュ・プーリングの禁止及び第三者による資金委託管理：PFのキャッシュ・プーリングを厳禁し、ローン証券の決済や口座の残高はすべて第三者（主に銀行）による委託管理（以下：第三者資金委託管理）をしなければいけない。

⑤ ローン証券の総量制限：ローン証券金額に関し

て厳しい制限が設けられた。個人は1つのPFから最大20万元、全PFの合計は100万元に制限された。企業の場合、これらの上限はそれぞれ100万元と500万元とする。

『暫定条例』は公布とともに即時執行された。ただし同時にPFには12ヵ月の猶予期間が与えられた。

#### 4.2『暫定条例』がP2P ネット金融に与える影響

『暫定条例』は最初に成文化した法律文書であり、業界ではネット金融<sup>22</sup>の『憲法』と称されるほどであった。『暫定条例』の5つの主要内容と上記のP2P ネット金融の直面する三つのリスクを照らしながら『暫定条例』に期待された役割を分析してみよう。

まず、「完全保証リスク」について考えよう。『暫定条例』は、主要内容の②である業務内容の明確化の中でPFの「信用仲介」を厳禁した。また、株の信用融資、ファンドの販売、ローン証券の再証券化など他の金融業務も禁止した。これらの規制から分かるように、規制当局は、PFは金融機関ではなく、金融情報の仲介役を超える機能を持つべきではないと考えていることが明らかになった。さらに、④キャッシュ・プーリングの厳禁という条文もPFの金融機関としての役割を規制することとなっている。

第二に、ディスクロージャー・リスクについては、③PF情報のディスクロージャーに関する条文はまさにこのリスクに対応するものである。PFの経営情報に関するローン証券の取引残高、返済残高、ローン証券の延滞率、不良債権率、経常利益などを開示することによってPFの経営透明性が増し、貸し手により多くの情報を与えることに繋がる。これらの経営情報を元に、PFの格付けが容易にでき、貸し手に分かりやすい形でPFの倒産リスクを示せる。

第三に、景気循環リスクについては、『暫定条例』の中にはそれに対応する明確な条文がないものの、いくつかのリスクを軽減する規制を設けている。まず、④の第三者による資金委託管理という規制である。第三者である金融機関にローン証券の決済や返済を任せることによって、PF自身が貸し手の投資資金を直接に触れることができず、キャッシュ・プーリングの厳禁と合わせて、PFが資金を他の業務への運用や資金の悪用ができなくなった。さらに、万

が一、PFが問題PFになった場合、すでに取引されたローン証券は借り手がきちんと返済すれば貸し手の損失を生まない。しかし、これらの規制はあくまで個別のPFの倒産リスクを軽減するものにすぎず、預金機構や準備金のような業界全体のリスクを軽減するものはまだ存在していない。

また、PFの倒産のケースの中に、大口の借り手のローン証券が不良債権になったことによってPF自体が問題PFへと追い込まれてしまうケースが多くみられる。⑤ローン証券の総量制限という規制は、借り入れは上限を設けることによって、PFがローン証券の分散化を余儀なくさせ、結果としてPFの倒産リスクを軽減することに繋がる。

上記の内容のほかに、『暫定条例』の主要内容として、①の管理監督体系の明確化は、まずPFに合法的な身分を与えると同時に、管理監督の体制が確立されたことで、どの部門がPFを管理監督するか、どの法律を適用すべきかといったこれまで不明瞭であった基本的な問題を解決した。また、管理監督部門は中央政府と地方政府の二層管理体制になったことは『暫定条例』の特徴の一つで、管理体制を充実するとともに、大手のPFによる寡占を防ぐ目的があるのではないと思われる。省レベルの金融監督管理当局に一部の監督権限を移行することによって、地元のPFの管理が行き届くようになるとともに、地方当局は地元のPFを優遇する傾向があるため、結果として大手PFによる寡占を防ぐことにつながるであろう。ICP許可書に関しては、すべてのインターネット情報仲介企業であれば必ず取得しなければいけないものであり、決してP2P ネット金融だけに課せられたものではない。今までPFはICP許可書が得ていなかったのがむしろ制度の不備であって決して厳しく規制するものではない。上で述べた第三者決済機構による資金委託管理と同じく、許可書を得るためにはPFのシステムを大幅に修正・統合の必要性があり、かなりの追加投資がかかる上、日常的に維持するのにランニングコストがかさむことになる。この意味ではPFの参入に技術的・金銭的なハードルが上げられ、詐欺サイトを防ぐ役割を果たすことになる。

## 5 『暫定条例』実施後の P2P ネット金融

『暫定条例』が実施してからすでに猶予期間の1年が過ぎたが、『暫定条例』で規制された条項がすべて実現されたとは言い難い状態である。しかし、P2P ネット金融業界ではすでに大きな変化がもたらされた。

### 拡大しつづける市場

図1で示されたように『暫定条例』が実施された後も、中国の P2P ネット金融のローン証券の取引額は引き続き大きく拡大し、その拡大速度もほとんど落ちていない。図2で分かるように、貸し手の1人当たり投資額は微増であるが、借り手の1人当たり借入額は2016年10月以降が急速に減少した。借り手と貸し手の数ともに順調に拡大しているが、借り手人数の増加速度が貸し手を上回り、2017年8月について借り手人数が貸し手人数を超えた。これらは P2P ネット金融が社会的により広く認められたと同時に、中小零細企業と個人に金融サービスを提供するという本来の役割が順調に拡大した証である。

### PF 数の激減

図1で示されたように、営業中の PF 数が2015

年年末をピークに、2016年と2017年は減少を続けていた。その理由は問題 PF の急増と新規参入 PF の減少である。図3の棒グラフは2016年1月から毎月発生した問題 PF の数であり、斜線の部分は良性問題 PF、白い部分は悪質問題 PF である。問題 PF のピークは『暫定条例』が公布される前となっているが、問題 PF の増加は2015年年末から見られる傾向であり、特に良性問題 PF の退場が2016年に入ってから急速に増加した。このような傾向が現れるのは2015年7月に発表された『指導意見』の影響ではないかと思われる。実のところ、『指導意見』と『暫定条例』の内容自体には大きな差がない。両者の違いは、『指導意見』が行政指導文書であるのに対して、『暫定条例』は法律文書であり、かつ具体的な規制方法や数字を明確に示しているという点である。経営基盤の悪い PF が本格的な規制を執行される前に退場したのではないかと思われる。

### 大手 PF への集約

図4は2016年1月から2017年2月まで、上位30の PF のローン証券取引総額が全取引総額に占める割合（折れ線、右軸）であり、この割合はほぼ一貫して上昇していたことが読み取れる。すでに規制前から PF の間には鮮明な規模の格差が存在し、ローン証券の取引額が大きく、背後に上場企業や国有

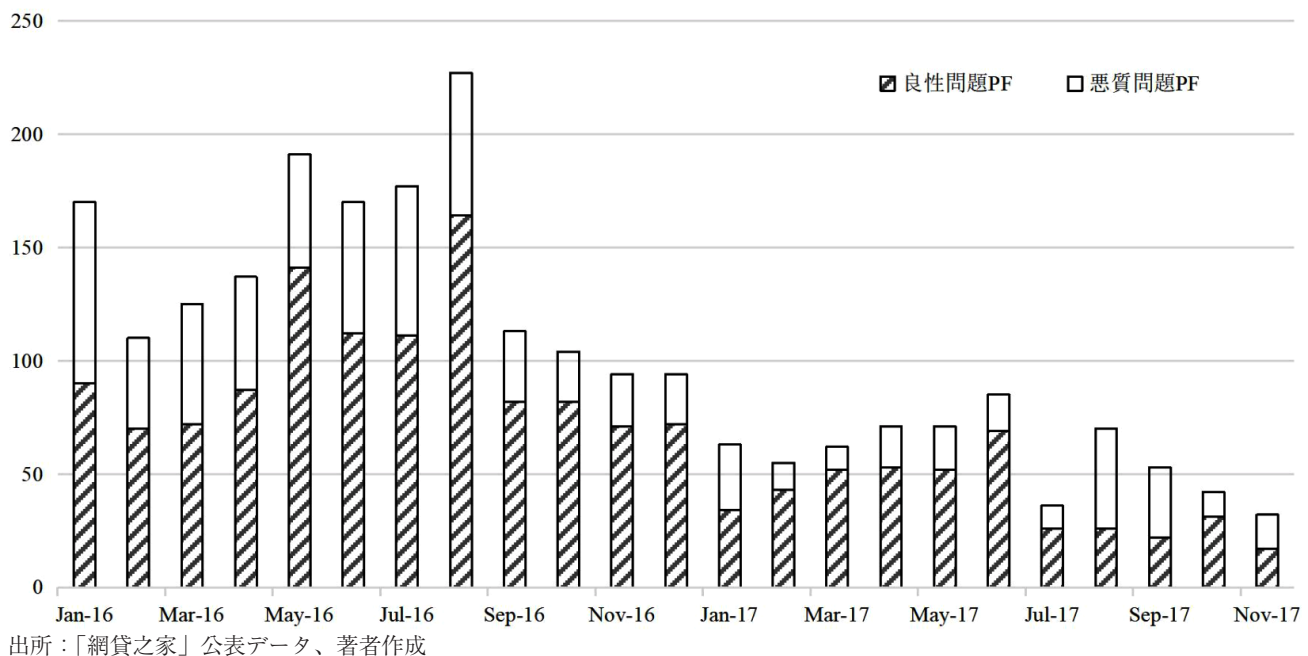
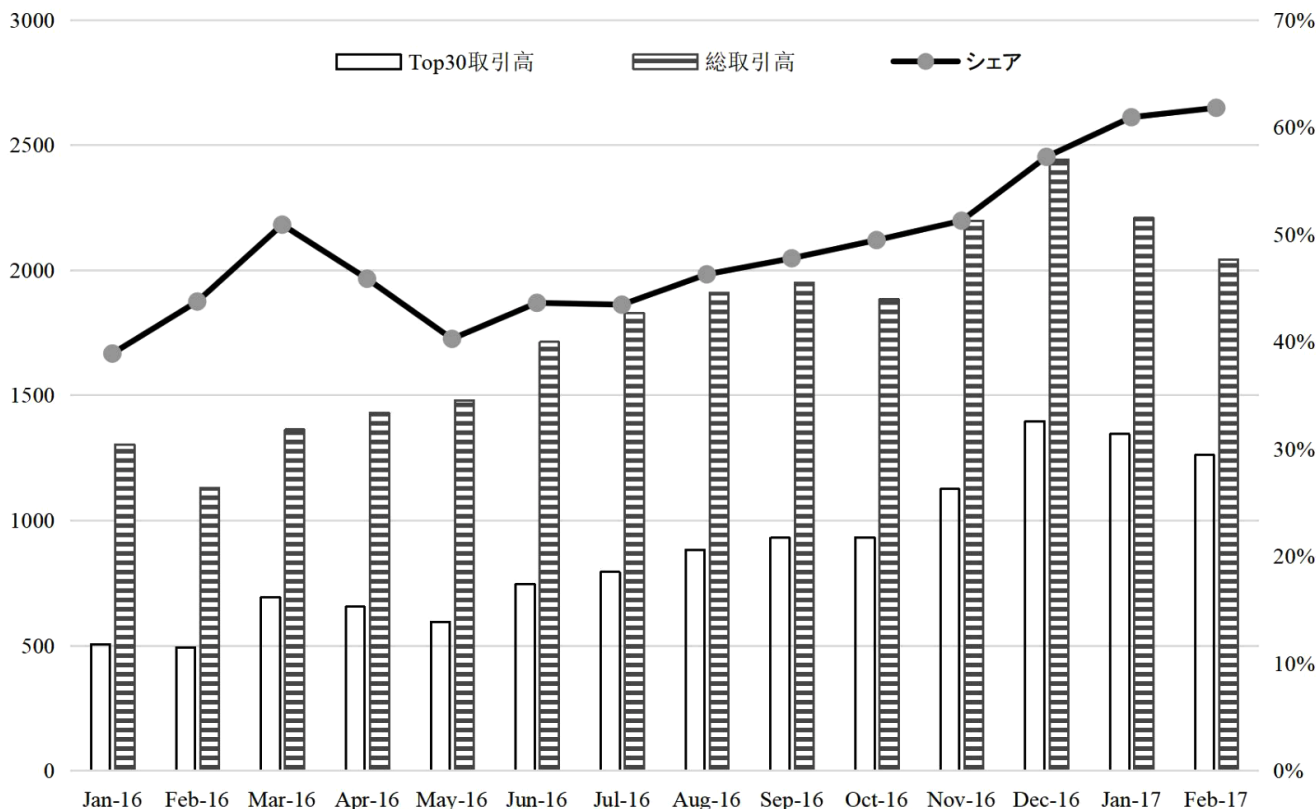


図3 良性問題と悪質問題 PF 数の推移



出所：「網貸之家」の公表データ、著者作成

図4 Top30のPFの割合

単位：億円

企業や銀行を持つようなPFは安全重視の投資家に選好されることが多い。図4に、2016年の最初の3ヶ月の間、上位30のPFの市場シェアが急激に増加していた。その理由は上記の「e租宝」の事件が2015年12月に発生し、ローン証券の取引がその影響で一時的に大手PFに集中することが起こったと考えられる。『暫定条例』はこのトレンドを加速させる効果を持っていたと言える。

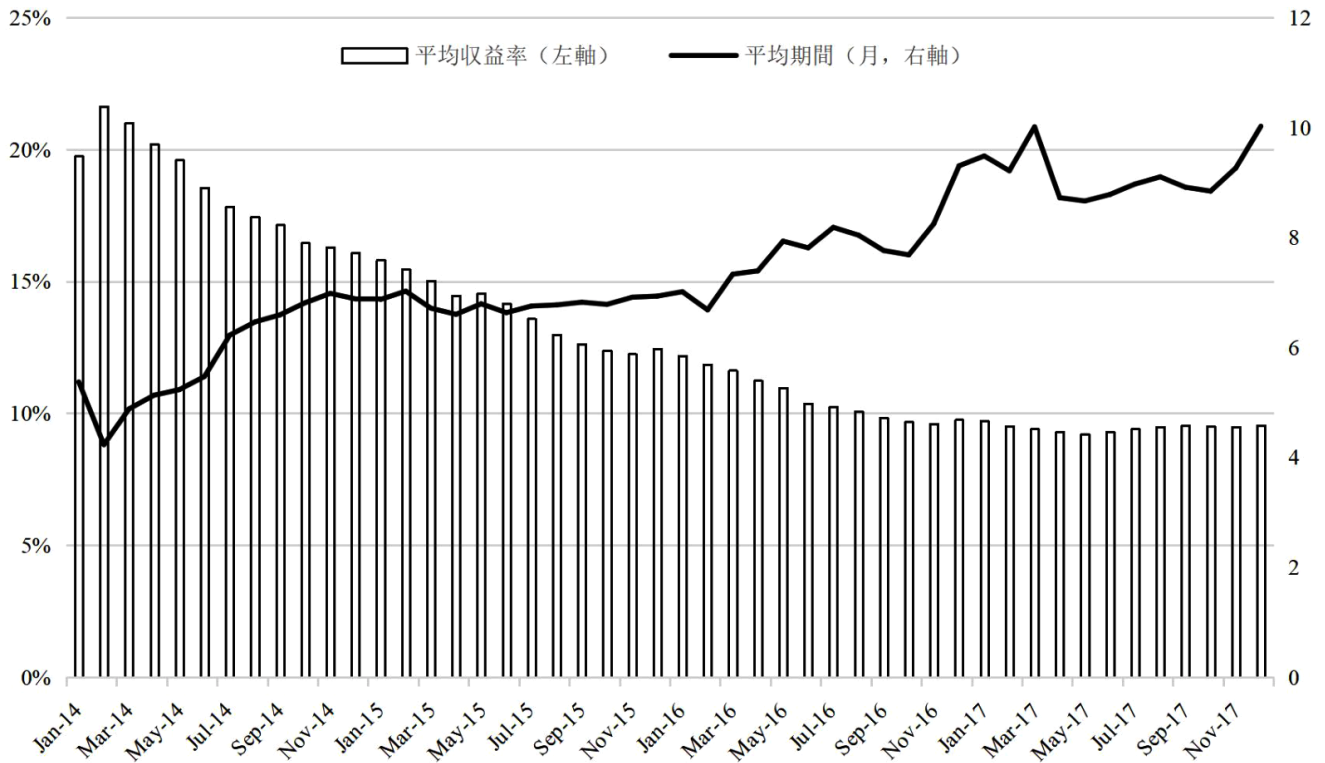
#### ローン証券の平均収益率の低下と期間の延長

上で述べたように『暫定条例』の公布後、大手PFへの集約とPF数の減少がもたらした。それと同時に、ローン証券の平均収益率が減少し、ローン証券の平均期間も増加するようになった。図5は2014年から2017年末までのローン証券の平均収益率と平均期間を表している。ローン証券の平均収益率は2014年初頭の年率換算20%以上から一貫して下落し、2017年12月では半分の10%以下になった。この傾向は『暫定条例』の交付以前にすでに存在するものであり、条例が公布した後も、この傾向は変わらなかった。一方、ローン証券の平均期間

は2014年初頭の6ヶ月から2017年末には10ヶ月超えになり、2016年以降顕著に増加したことが図から読み取れる。取引規模の拡大、ローン証券の平均期間の増加と平均収益率の低下は、貸し手のP2Pネット金融に対する信頼が向上したことを反映している。市場全体の取引が拡大する中で、大手PFへの取引集約やローン証券の平均収益率の減少といった要因は、PFの経営基盤の強化、とりわけ大手PFに良い影響を与える。

#### 道半ばの第三者資金委託管理

2018年1月20日現在、第三者資金委託管理を実施しているPFは525社であり（うち、すでに問題PFになったものが15社ある）、営業中のPF全体に占める割合は25%強である<sup>23</sup>。猶予期間が既に過ぎたにも関わらず全体の四分の一しか実施していない理由は、第三者資金委託管理の行う銀行のPFに対する不信と、手続きの複雑さにある。最初に第三者資金委託管理のシステムを完結した大手PFの「積木盒子」を例に挙げると、手続きが始まってから完成するまで約9ヶ月の時間を要している。異なっ



出所：「網貸之家」の公表データ、著者作成

図5 ローン証券の平均収益率と平均期間

たシステムを接続するには膨大な技術的問題が存在し、業務を引き受ける側である銀行は P2P ネット金融の業務に対する知識が不十分であったため、慎重を期して、意図的に作業速度を落としていたと言われている<sup>24</sup>。また、大手 PF「人人貸」の場合も、第三者資金委託管理を完成するのに1年の時間を要した。この作業は大手の PF にとっても非常に難しいものであるが、システム改変にかかる費用負担に耐える財務、および技術水準を考慮すれば、中小の PF にとっては尚更難しいものになる。すべての PF が第三者資金委託管理を実現するにはまだまだ長い時間が必要となる。規制の中に罰則がほとんど明記されていないため、未達成の PF をどのように罰するかは、規制当局に委ねられることになる。

#### 全く実施されなかった ICP 許可書の取得

ICP 許可書は 2017 年末現在、取得した PF は 1 社もなかった。この手続きの遅れは、PF よりも行政の方に理由がある。ICP 許可書は各地方の金融監督管理当局に任せられ、各省の管理監督部門が管理監督するだけでなく、実施方法を自前で策定する必要がある。しかし、これらのルールの作成がかなり遅れ

ており、例えば上海の場合では、『上海市網絡借貸信息仲介機構業務管理實施办法（征求意见稿）』（上海市ネット金融情報仲介機構における業務管理実施方法（意見調査バージョン））<sup>25</sup>を公布したのが2017年6月1日であったため、8月24日までに ICP 許可書の取得は不可能に近い。許可書の取得は第三者資金委託管理と比べればそれほど難しいものではないため、時期は遅れるものの、今後は順調に進められると思われる。

## 6 中国 P2P ネット金融の規制の未来

『暫定条例』が公布してからすでに1年半以上が経過したものの、条文通りすべての規制が実施されたとは到底言えない状況であるが、中国 P2P ネット金融に大きな影響を与えたことが間違いない。『暫定条例』の公布による規制の強化と市場競争の激化が相まって、ローン証券の取引規模の拡大、大手 PF への集約や良性問題 PF の自主退場による PF 数の減少など、P2P ネット金融業界全体にとっては好ましい現象がいくつも現れ、業界全体も「野蛮成長」

から「安定成長」に移行しつつある。これらの効果を加えて、ローン証券の収益率の低下と期間の延長はPFの経営基盤を改善する効果をもたらす。

しかし、『暫定条例』は貸し手の保護が主目的であることは否めない。PFの経営状況のディスクロージャーやキャッシュ・プーリングの厳禁や第三者資金委託管理など、主な内容はすべてPFの安全性と貸し手保護に重点が置かれている。借入れ上限という項目はあったが、過剰融資や過剰取り立てなどからの借り手保護といった観点からみれば『暫定条例』は明らかに不十分である。その点においてP2Pネット金融への規制はまだ道半ばである。背景には違いがあるものの、日本の消費者金融への規制の成果と失敗が参考になるであろう。

上で述べたように、規制と金融イノベーションの間にはトレードオフの関係が存在し、多くの金融イノベーションは規制を逃れるために生まれたものである。P2Pネット金融がここまで中国で成長できたのは、長期にわたりほとんど無規制のままであったことがもたらしたものである。その弊害として「e租宝」のような悪質問題PFが大量に発生し、貸し手に大きな痛手に与えていたのも事実であった。しかし、日本の「改正貸金業法」のように、借り手保護という名目で、過剰な規制を消費者金融業者に強ければ大手企業でさえも倒産に追い込まれかねない。堂下（2014）は「改正貸金業法」による借り手保護は単なる借金の「棒引き」にしかならず、結果としてデフレ経済に一層の圧力をかける。岩本ら（2013）は貸金業法改正による日本のGDPに8～18兆円のマイナス経済効果をもたらすと予測した。飯田ら（2010）は上限金利規制だけでGDPに少なくとも6兆円もの負の効果を及ぼしたと指摘している。

これまで中国のP2Pネット金融に対する規制は、主に貸し手の保護とPFの安全性の確保に重点を置いてきたが、これからの規制は借り手の保護を加えた規制へと修正されるだろう。過剰規制は金融イノベーションの芽を摘み、長期的には経済に大きな負の効果を持つ。さりとて借り手の保護がなければ、いずれは過剰融資・過剰取り立てが横行し、かえって業界全体発展に負の効果をもたらす。今後、新しい金融イノベーションを促しつつも、いかに貸し手

と借り手の双方をバランスよく保護するような規制を行い、中国の金融規制当局に難しい舵取りを求められる。

## 謝辞

「クレジットマネジメント研究会」（2018年10月24日、早稲田大学）において、坂野教授をはじめ、多くの方からコメントを頂いた。また本稿の審査においては、2名の匿名レフェリーから有益なコメントを頂戴した。ここに記して感謝申し上げたい。

本研究は徳島文理大学「平成31年度 特色ある教育・研究（課題番号TBU2019-2-4）」の助成を受けたものである。

## 【注】

- <sup>1</sup> 徳島大学大学院社会産業理工学研究部  
Email: zhaotong@tokushima-u.ac.jp
- <sup>2</sup> 徳島文理大学総合政策学部  
Email: mizunoue@tks.bunri-u.ac.jp
- <sup>3</sup> Lending Clubの創業してからのローン証券取引額は310億ドルで約2000億元あまりである（Lending Clubのホームページによる、2017年12月28日現在）が、「網貸之家」のデータによれば、中国P2Pネット金融の大手の一つである「陸金服」は2017年に入って月間のローン証券取引額が平均して100億元前後で、2000億元というLending Clubの取引額は「陸金服」一社の二年分の取引額にしか相当しない。
- <sup>4</sup> 『第40次中国インターネット発展状況統計報告』によれば、2017年6月末現在、中国のインターネット普及率は54.3%、日本の92%とアメリカの72.18%（ともに2016年末）と比較すると劣っている。一方、スマートフォンの普及率から見れば、中国は66%に対して、日本は39%、アメリカは53%（ともに2016年末）であり、両国より普及率が高い。
- <sup>5</sup> 理財商品とは、主に中国の銀行や証券会社など伝統金融機関が販売されている金融商品の総称であり、株式型ファンド、債権型ファンド、外貨建てファンドなどが含まれている。

- <sup>6</sup> Lending Club と Prosper の取引仕組みの詳細は Bachmann et al. (2011) を参考されたい。
- <sup>7</sup> 中国の P2P ネット金融 PF の中に「拍拍貸」のように一部のローン証券が元本保証しないものがあるが、極めて稀な存在である。著者が知る限り、元本保証しないローン証券は「拍拍貸」と「積木盒子」の扱う一部のローン証券しかない。
- <sup>8</sup> 二つの金利ともに中国最大の商業銀行である工商銀行の 2018 年 1 月のものである。
- <sup>9</sup> 「網貸之家」の統計によれば、P2P ネット金融のローン証券の総取引高は 2015 年 12 月 1,337.48 億元、2016 年 1 月 1,303.94 億元、2 月 1,130.09 億元、3 月 1,364.03 億元であり、旧正月という季節的な要因がもちろんあるが、P2P ネット金融の急拡大の局面においてかなりの落ち込みがあったことは間違いない。
- <sup>10</sup> 事件の詳細については「網貸之家徐紅偉：親歴 e 租宝事件爆発的 120 時間」を参考されたい。  
<https://www.wdzt.com/news/hangye/44654.html>  
 (2018 年 1 月 9 日閲覧)
- <sup>11</sup> 情報の出所は大衆日報 2016 年 2 月 1 日記事「e 租宝是徹頭徹尾的龐氏騙局」  
<http://paper.dzwww.com/dzrb/PDF/20160201/03.pdf>  
 (2018 年 1 月 9 日閲覧)
- <sup>12</sup> 『人民日報』2017 年 11 月 30 日記事「e 租宝案二審宣判」(2018 年 1 月 9 日閲覧) [http://paper.people.com.cn/rmrb/html/2017-11/30/nw.D110000renmrb\\_20171130\\_2-10.htm](http://paper.people.com.cn/rmrb/html/2017-11/30/nw.D110000renmrb_20171130_2-10.htm)
- <sup>13</sup> 情報の出所は「紅嶺創投」のホームページ (<https://www.my089.com/>) 及び下記の二本の記事からまとめたものである。① 搜狐網 2017 年 8 月 13 日記事「紅嶺創投大敗局：不懂網貸的周世平是如何黯然退場的」  
[http://www.sohu.com/a/166712892\\_559616](http://www.sohu.com/a/166712892_559616)。② 網貸之家 2017 年 7 月 28 日記事「深度專訪老周：我為什麼要 3 年後清盤紅嶺創投」  
<http://www.wdzt.com/news/yc/437818.html> (上記サイトはすべて 2018 年 1 月 9 日閲覧)
- <sup>14</sup> 貸し手が「紅嶺創投」の PF で購入したローン証券を担保に「净值標」という新たなロー
- ン証券を発行することができる。「净值標」の最大発行限度が担保のローン証券額の 90% で、利率は普通のローン証券より低い。「净值標」は明らかに投資レバレッジであり、規制に抵触していた。
- <sup>15</sup> 詳細の内容は『2014 年中国網絡借貸行業年報』に参考されたい。
- <sup>16</sup> キャッシュ・プーリング方式とは貸し手からの資金が運用者の口座にプールされ、運用者がプールされた資金を自分の意思で運用することである。銀行やグローバル大手企業の間では、キャッシュ・プーリング方式による運用は一般的であり、資金の有効利用に役に立つ。
- <sup>17</sup> 詳細の内容は『2014 年中国網絡借貸行業年報』に参考されたい。
- <sup>18</sup> 下記の中国の財政部 (財務省に相当) のサイトで中国語の全文が読める。(2018 年 1 月 9 日閲覧)  
[http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/zhengcefabu/201507/t20150720\\_1332370.htm](http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/zhengcefabu/201507/t20150720_1332370.htm)
- <sup>19</sup> 下記の中国国務院のサイトで中国語の全文が読める。(2018 年 1 月 9 日閲覧)  
<http://zqyj.chinalaw.gov.cn/readmore?listType=2&id=775>
- <sup>20</sup> 協会のサイトの URL : <http://www.nifa.org.cn/>  
 (2018 年 1 月 9 日閲覧)
- <sup>21</sup> 下記の中国工業・情報産業部のサイトで中国語の全文を読める。(2018 年 1 月 9 日閲覧) <http://www.miit.gov.cn/n1146295/n1146557/n1146624/c5218617/content.html>
- <sup>22</sup> 『暫定条例』の規制対象は P2P ネット金融だけではなく、アリペイのような新興ネット決済機構も規制の対象であり、中国のネット金融全体を規制するものである。
- <sup>23</sup> 数字は「網貸天眼」のホームページによるものである。(2018 年 1 月 21 日閲覧) <http://www.p2peye.com/platform/bank/pl>
- <sup>24</sup> 「網貸天眼」の 2016 年 3 月 1 日記事：「人人貸上線民生銀行資金存管系統 耗吋超 1 年」(2018 年 1 月 21 日閲覧) <https://www.wdzt.com>

com/news/pingtai/26642.html

<sup>25</sup> 下記のサイトで中国語の全文を読める。(2018年1月21日閲覧)  
<http://www.shanghai.gov.cn/nw2/nw2314/nw2315/nw18454/u21aw1233611.html>

### 【参考文献】

Allen and Gale (1991). "Arbitrage, Short Sales, and Financial Innovation", *Econometrica*, 59 (4), pp. 1041-68.

Boot and Thakor (1997). "Banking Scope and Financial Innovation", *Review of Financial Studies*, 10 (4), pp. 1099-1031.

Bachmann, Becker, Buerckner, Hilker, Kock, Lehmann and Tiburtius (2011). "Online Peer-to-Peer Lending - A Literature Review", *Journal of Internet Banking & Commerce*, 16 (2), pp. 1-18.

CGAP (2010). "Microfinance and Mobile Banking: The Story So Far" Report.

堂下浩 (2014) 「改正貸金業法が招いた副作用に関する検証」 *パーソナルファイナンス研究*, No.1, pp.55-65.

Hannan and McDowell (1984). "Market Concentration and Diffusion of New Technology in the Bank Industry", *Review of Economics and Statistics*, 66 (4), pp. 686-691.

飯田隆雄, 加藤晃 (2010) 「上限金利規制対応で、すでに6兆円の名目GDPが喪失した」 *金融財政事情*, 6月号, pp.20-23.

岩本隆, 桑島浩彰, 加瀬洋, 加賀裕也, 藤村慎也 (2014) 「『改正貸金業法』に関する経済的インパクトシミュレーション」 *パーソナルファイナンス研究*, No.1, pp.31-40.

Kane (1981). "Accelerating Inflation, Technological Innovation, and the Decreasing Effectiveness of Banking Regulation", *Journal of Finance*, 36 (2), pp. 355-367.

李立栄 (2015) 「中国個人金融における異業種参入がもたらすイノベーションの進展—インターネットを活用した金融サービスの多様化—」

*パーソナルファイナンス研究*, No.2, pp.67-85.

Lin, Prabhala and Viswanathan (2013). "Judging Borrowers by the Company They Keep: Friendship Networks and Information Asymmetry in Online Peer-to-Peer Lending", *Management Science*, 59 (1), pp. 17-35.

Molyneux and Shamroukh (1996). "Diffusion of Financial Innovations: The Case of Junk Bonds and Not E Issuance facilities", *Journal of Money, Credit & Banking*, 28 (3), pp. 502-522.

Niehans (1983). "Financial Innovation, Multinational Banking, and Monetary Policy", *Journal of Banking & Finance*, 7 (4), pp. 537-551.

Silber (1983). "The process of financial innovation", *The American Economic Review*, 73 (2), pp. 89-95.

趙彤, 水ノ上智邦 (2017) 「中国P2Pネット金融の現状」 *東アジアへの視点*, 6月号, pp.45-61.

### 【中国語文献】

上海盈燦投資管理諮詢有限公司『2014年中国網絡借貸行業年報』(2018年1月21日閲覧)  
<http://wdzjossn.oss-cn-hangzhou.aliyuncs.com/nianbao/2014nianbao.pdf>

尹龍 (2005). 「金融創新理論的發展与金融監管体制演進」 *金融研究*, Vol.279, No.3, pp.7-15.

謝平 (2017). 『互聯網金融九堂課』中国計画出版社.  
 謝平, 邹伝偉, 劉海二 (2014) 「互聯網金融監督の必要性与核心原則」 *国际金融研究*, No.8, pp.3-9.

秦偉広 (2017). 「基於序貫博弈的金融監管策略研究」 *技術經濟於管理研究* No.3, pp.24-27.

中国互聯網絡信息中心 (2017) 『第40次中国互聯網發展狀況統計報告』7月.

邹徳軍 (2014). 「P2P平台融資業務風險控制的探討」 *電子商務評論*, No.3, pp.29-33.

邹伝偉, 張翔 (2011). 「標会套利与系統性標会違約」 *金融研究*, No.9, pp.192-206.

沈聯涛 (2010). 『監管：誰來保護我投資』江蘇文芸出版社.

劉繪, 沈慶劫 (2015). 「我国P2P網絡借貸的風險於監管研究」 *財經問題研究*, Vol.374, No.1, pp.52-



59.

劉志洋 (2016). 「互聯網金融監管“宏觀—微觀”協同框架研究」金融經濟學研究, No. 2, pp.106-116.

李鈞 (2013). 「P2P 借貸：性質、風險与監管」金融發展評論, No.3, pp.35-50.

李鑫, 徐唯榮 (2014). 「对同前我国互聯網金融若干問題的弁析」金融論壇, Vol.384, No.9, pp.1-9.

(受理日 2019 年 11 月 28 日)

