

〔論 説〕

SBI子会社の金融商品取引法違反事件の事例研究

樋口 晴彦

キーワード：組織不祥事，リスク管理，コンプライアンス，クラウドファンディング

はじめに

本稿は、SBIホールディングス株式会社⁽¹⁾の子会社SBIソーシャルレンディング（以下、「SBISL」）で発生した金融商品取引法違反事件の事例研究である。ソーシャルレンディング事業は構造的に事業者と投資家の利益相反を孕んだビジネスモデルであるところ、SBISLでは上場を目指して成長優先の経営方針を採用したため、特定の貸付先に過度に依存する状況に陥り、リスク管理の柱であるファンドの審査や貸付先のモニタリングを懈怠し、投資家保護に反するファンドの募集を続けていたものである。

1. 事件の概要

SBISLは、2017年以降、テクノシステム（以下、「T社」）の事業に関して多数のファンド（以下、「T社関連ファンド」）を組成・募集していたが、2021年2月5日に同ファンドの事業運営に重大な懸案事項が生じている可能性があるとして発表した。その調査のために設置された第三者委員会は4月28日に調査報告書を提出し、虚偽表示を含む金融商品取引法違反を認定した⁽²⁾。これを受けて5月24日にSBISLは自主廃業を発表し、6月8日に関東財務局は同社に対し業務停止命令と業務改善命令を下した。

2. ソーシャルレンディング事業

「ソーシャルレンディング」とは、インターネットを経由して出資を募集し、不特定多数の投資家から調達した資金を貸付ける事業であり、「貸付（融資）型クラウドファンディング」とも呼ばれる。投資家と借り手をつなげる「新しい金融手法」として、近年注目されている。

貸金業法の規制により、業務として金銭の貸付けを行うには貸金業の登録が必要である。この規制を回避するため、ソーシャルレンディングでは、貸金業の登録を受けた事業者がファンド毎に匿名組合契約の形で投資家から出資を受けるスキームとされている。

事業者は、出資の募集や貸付金の運用に関して、投資家保護のために高度な注意義務を

(1) 以下、社名で「株式会社」を省略する。

(2) 本稿の事実関係の認定については、第三者委員会の「調査報告書（公表版）」（2021年4月28日）に主に依拠している。

負う。具体的には、第二種金融商品取引業の登録を行った上で、金融商品取引法（以下、「金商法」）の以下の規制に従わなければならない。

- ①業務を適確に遂行するための業務管理体制を整備する義務（金商法第35条の3）
- ②顧客に対して誠実かつ公正に業務を遂行する義務（金商法第36条第1項）
- ③投資家の保護に欠け、取引の公正を害し、又は金融商品取引業の信用を失墜させる行為の禁止（金商法第38条第9号）

このうち③の禁止行為について、「金融商品取引業等に関する内閣府令」の第117条第1項第2号は、「金融商品取引契約の締結又はその勧誘に関して、虚偽の表示をし、又は重要な事項につき誤解を生ぜしめるべき表示をする行為」と規定している。また、第二種金融商品取引業協会が制定した「事業型ファンドの私募の取扱い等に関する規則」は、正会員に対して以下のとおり義務付けている⁽³⁾。

- ①審査（第5条） 事業の実在性、財務状況、事業計画の妥当性、法令遵守状況・社会性、資金使途・妥当性等について適正に審査すること
- ②勧誘（第6条） 顧客に重要情報を提供し、分かりやすく説明すること
- ③モニタリング（第8条） 出資対象事業の不正又はその疑いを認識したときに、速やかな調査又は改善を実施し、必要に応じて顧客に通知すること

長期にわたり低金利が続いて資金がだぶつく中、ソーシャルレンディング市場は、高い利回りで投資家を集めて成長を続けていた。第二種金融商品取引業協会の統計によれば、2019年3月末における同協会正会員の運用総額は1,888億円、2020年3月末には同2,269億円に達している。

その一方で、組合への出資という形態を取っているため、元本保証がなく投資家のリスクが高い上に、行政官庁の監督は緩く、投資家保護は実質的に事業者任せとされている。さらに、事業者やファンドに関する情報公開や外部機関による格付けなどの仕組みが未整備であること及び貸金業法の規制を回避する関係で貸付先を匿名としたことから、投資家は情報不足の状態に置かれていた⁽⁴⁾。その結果、以下のとおり事業者の不祥事が続出した。

- ・みんなのクレジット（2017年3月に業務停止命令・業務改善命令） ファンドを募集する際に、貸付先が自社グループに集中していることや、担保が自社グループの未公開株にすぎないことなどを表示しなかった。また、出資金が他のファンドの償還や、同社経営者の借入金の返済に充当されていたこと、最大の貸付先が返済困難な状況であったことなど、投資家保護に重大な瑕疵があった。
- ・日本クラウド証券（2017年6月に業務改善命令） ファンドを募集する際に、貸付先について虚偽の表示をするとともに、プロジェクト失敗時のリスクについて著しく誤認させる表示をした。また、「営業報酬の一部を還元する」と虚偽の広告をした。

(3) 第二種金融商品取引業協会の規則は、会員が遵守すべき事項を定めた自主規制という位置付けであるが、会員以外の業者も同規則に準じて社内規則を制定しなければならないと金商法が規定していることから、実質的に法令と同様の拘束力を有する。

(4) 「融資先は当初、匿名化が前提となっており情報開示がほとんどなされていなかった。この点が、事業者の不正を誘発する温床となってしまうたり、投資家がリスクを判断しづらくなってしまったりする要因となっていた」（日経ビジネス2021年6月14日号13頁）。

- ・ラッキーバンク・インベストメント（2018年3月に業務改善命令） ファンドの審査時に、貸付先（同社経営者の親族が経営する企業）が純利益や純資産を水増ししていることを看過した上に、ファンドの償還が困難と認識していたにもかかわらず募集を継続した。さらに、正式な不動産鑑定を実施せずに担保不動産の価格を表示した。
- ・maneo マーケット（2018年7月に業務改善命令） 後述
- ・エーアイトラスト（2018年12月に業務停止命令・業務改善命令） 実在しない「原発事故被災地の除染事業」及び「東京オリンピック関係の長距離無線通信に係る商用サービス事業」についてファンドを募集した。
- ・エーアイトラスト（2019年3月に登録取り消し・業務改善命令） 実在しない「高速道路工事事業」及び「公共事業に対するコンサルティング事業」についてファンドを募集した。また、貸付実行後のモニタリングを実施せず、同社経営者が実質的に支配する法人に出資額の相当部分が流出するなど、投資家保護に重大な瑕疵があった。
- ・ラッキーバンク・インベストメント（2019年3月に登録取り消し・業務改善命令） 前述したファンドが全額デフォルトに至ったにもかかわらず、回収の取組みを懈怠した上に、売却金額を十分に検討せずに債権を譲渡するなど、投資家保護に重大な瑕疵があった。

以下では、2018年に当時最大手の maneo マーケット（以下、子会社の maneo も含めて「MM社」と総称）で発生した金商法違反事件について解説する。

MM社は自らソーシャルレンディング事業を行うだけでなく、他の事業者が組成したファンドを募集するプラットフォーム事業も営んでいた。その一つとして、2016年10月から取り扱っていたグリーンインフラレンディング（以下、「GIL社」）のファンドは、10%を超える高利回りで投資家を魅了し、約200億円の出資を集めた。しかし、2018年5月に「ポンジ・スキーム⁽⁵⁾」であるとの疑いが報道され、翌月にMM社は募集停止を発表した。

GIL社関連ファンドの募集では、ファンド毎に特定された太陽光発電所やバイオマス発電所等の再生可能エネルギー事業の開発に資金を支出すると表示していた。しかし実際には、調達した資金の大半がGIL社の親会社であるJCサービスに貸付けられていた。JCサービスでは、借入金と自己資金を区分せずに1つの口座で入出金していた上に、出資対象とは異なる事業に支出している事例が多数認められた。

2018年7月に関東財務局は、MM社が資金管理の実態や資金の用途を把握するための管理態勢を構築せず、事実と異なる表示でファンドの勧誘を継続していたと認定し、同社に対して業務改善命令を下した。その後、MM社や同社をプラットフォームとしていた他の事業者のファンドでも返済が滞る事態となり、延滞総額は約266億円に達した模様である。なお、JCサービスは2020年に倒産し、負債総額は約153億円とされる。

以上のとおりソーシャルレンディング事業者の不祥事が相次いだことを受けて、2019

(5) 詐欺の一種で、その名称は詐欺師チャールズ・ボンジに由来する。実際には事業の運営が芳しくないにもかかわらず、高利回りを提示して出資金を集め、新しく集めた出資金を過去の出資分に対する配当や返済に回すことで、事業が順調であるかのように偽装する。出資金が集まっている間はスキームが回り続けるが、高利回りの配当を続けることで負債が膨張し、最終的には破綻することが通例である。

年3月に金融庁は方針を転換し、貸付先に関する情報の開示を認めた。しかしその後も、「情報開示に対する各事業者の姿勢は依然、温度差がある」⁽⁶⁾「開示された融資先に関する情報は極めて限定的である」⁽⁷⁾とのことである。

3. SBISLの企業情報

SBISLは2008年に設立されたソーシャルレンディング事業者で、SBIグループが株式の100%を保有している。2011年からO氏が同社の代表取締役社長を務めていた。

SBISLの収益源は、貸付先から徴収する貸付実行手数料（貸付額に特定比率を乗じたもの）と、投資家との匿名組合契約に基づき徴収する管理手数料（貸付残高に特定比率を乗じたもの。ファンドごとに異なるが、1.0～2.0%程度）に大別され、基本的に貸付実績を伸ばすほど収益が増加する構造であった。

SBISLは、事件当時には業界最大手に成長していた。同社の会員サイトの登録者数は、2017年3月末の8,328人から2020年3月末には51,539人に急増している（表1参照）。貸付総額の近似値である「匿名組合出資預り金」⁽⁸⁾も、同じ期間に120億円から469億円に急増し、経常利益・当期純利益も順調に伸びていた（表2参照）。

成長の理由として、第1に、前述のように2018年にMM社が行政処分を受けるなど業界で不祥事が続発する中、同社はSBIグループということで投資家の信頼を集めたこと

表1 SBISLの登録者数の推移

	2017年 3月末	2018年 3月末	2019年 3月末	2020年 3月末
会員サイト登録者数（人）	8,328	16,959	33,061	51,539
前年比成長率		103.6%	94.9%	55.9%

（調査報告書に基づき筆者作成）

表2 SBISLの経営指標

（単位：千円）

	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度
匿名組合出資預り金	3,138,190	5,196,633	12,082,139	22,530,951	36,599,488	46,948,749
前年比成長率		65.6%	132.5%	86.5%	62.4%	28.3%
経常利益	N.A.	N.A.	N.A.	1,039,586	1,756,697	2,581,104
匿名組合分配額	N.A.	N.A.	N.A.	861,287	1,521,432	2,388,118
当期純利益	N.A.	N.A.	N.A.	142,877	200,362	343,217

（SBISLの発表資料に基づき筆者作成）

(6) 日経ビジネス 2021年6月14日号13頁

(7) 週刊ダイヤモンド 2021年3月27日号73頁

(8) 匿名組合出資預り金から貸付け未実行分を除いた数値が貸付総額となる。

が挙げられる⁽⁹⁾。理由の第2は、2017年以降、商品構成を高利回りのファンドに切り換えたことであった。

3.1 ファンドの構成

SBISLでは、利息として毎月分配金を受け取る方式のファンドを募集していた。ファンドの種類は、「オーダーメイド型ローンファンド」（以下、「オーダーメイド型」）と「不動産担保ローン事業者ファンド」（以下、「不動産担保型」）に大別される。前者のオーダーメイド型とは、「SBISLが、貸付先となる資金需要者を発掘及び審査した上、当該貸付先への貸付を目的として、案件が発生する毎に、個別に投資者に募集をかけるもの」（調査報告書11頁）である。

貸付金利はファンド毎に異なるが、オーダーメイド型が7～10%程度（管理手数料を引いた名目利回りが5～8%）、不動産担保型が5～6%程度（前同3～4%）であった。この利回りの差はデフォルトのリスクに対応しており、オーダーメイド型の方が高リスクである。

当初のSBISLでは不動産担保型が中心で、オーダーメイド型は2016年末までに計41本を組成しただけであった。当時はSBIグループの顧客をターゲットとしていたため、投資家保護を重視していたと考えられる。しかし2017年以降は、オーダーメイド型が主軸となった。競合事業者が高利回りファンドで顧客を開拓していたことから、それに対抗するために商品構成を高利回りのオーダーメイド型に切り換えたと推察される。言い換えれば、この段階でSBISLは、投資家保護よりも事業の成長を重視する方針に変更したことになる。

2017年に34本、2018年に53本、2019年に39本、2020年に41本のオーダーメイド型が組成された。2021年3月末時点の貸付残高397億円のうちオーダーメイド型は351億円に達し、全体の88.4%を占めていた（表3参照）。

オーダーメイド型の中では、太陽光発電事業を対象とする「SBISLメガソーラーブリッジローンファンド」、不動産開発事業を対象とする「SBISL不動産ディベロッパーズローンファンド」、バイオマス発電事業を対象とする「SBISLバイオマスブリッジローンファンド」の3類型が中心であった（表4参照）。

表3 2021年3月末時点の実績

ファンドの種類	貸付総額累計（百万円）		貸付残高（百万円）	
		割合		割合
オーダーメイド型	131,803	77.8%	35,131	88.4%
不動産担保型	36,485	21.6%	4,628	11.6%
その他	1,038	0.6%	0	0.0%
合計	169,326	100.0%	39,759	100.0%

（調査報告書11頁）

(9) 「ソーシャルレンディングの運営会社には新興企業が多い中、投資家は「SBIHDの子会社」というネームバリューに飛びついた」（毎日新聞2021年5月27日記事）。

表4 オーダーメイド型の構成 (2021年3月末時点)

ファンドの種類	貸付残高 (百万円)	割合
SBISL メガソーラーブリッジローンファンド	11,947	34.0%
SBISL 不動産ディベロッパーズローンファンド	11,083	31.5%
SBISL バイオマスブリッジローンファンド	7,133	20.3%
SBISL 不動産担保ローン事業者ファンド Neo	3,363	9.6%
その他	1,604	4.6%
合計	35,131	100.0%

(調査報告書12頁の表を一部改変)

3.2 審査とモニタリング

SBISLは、貸金業及び第二種金融商品取引業の登録を受け、また、第二種金融商品取引業協会に正会員として加入しており、前述(2.参照)した諸規制を遵守する義務を負っていた。

SBISLの社内体制は、企画・管理系と営業系の2系統に分かれ、ファンドの組成や貸付先の管理を担当するのは営業系の商品開発部である。具体的には、ファンド組成の決定、募集スケジュールの決定、投資家に交付する書面の作成、貸付先の審査、審査基準の策定・見直しなど、ファンドの審査や貸付先のモニタリングに関する業務のほぼ全てを同部が担当していた。審査・モニタリング関連の手順や社内規程は、以下のとおりである。

3.2.1 ファンドの審査

SBISLは、案件の持ち込みを受けると、(1)貸付先の登記簿謄本等、(2)案件評価の基礎となる事業計画書、収益シミュレーション等、(3)案件実施に最低限必要な契約書類(発電事業では売電権利の売買契約書・地上権設定契約書・工事請負契約書等、不動産事業では事業用地の売買契約書・工事請負契約書等)を徴求する。

審査については、同社の「貸金業務規程」の中で、顧客の返済能力を超える貸付の禁止、顧客の返済能力の調査、顧客の信用情報の確認等を規定している。「与信審査マニュアル」は、「出口(EXIT)の確実性に留意する」を原則とした上で、「資金使途を正しく理解することが適切に条件設定するうえで重要」としていた。さらに、同マニュアルを補完する位置付けの業務マニュアル「与信審査の目線」には、以下の指針が記載されていた(調査報告書17-18頁)。

- ・「決算期末・試算表月の棚卸資産の明細を必ず徴求し、明細の合計額と計上額の一致を確認」「資金調達との関連(金額・担保)も詳細に確認」
- ・「(棚卸資産の)計上から1年以上経過している場合は不良化していることを前提に、理由と今後の見通しをよくヒアリング」「理由や回収可能性が不明瞭の場合は資産性ゼロと判断」
- ・プロジェクト案件ではエビデンスとして工事請負契約書を徴求して、「案件の実在性と、資金使途・金額・物件・支払計画等を特定」

- ・貸付先が手掛けている他案件の進捗状況についても明細を徴求して、「焦げ付いた案件の返済のために資金繰りに窮し、本件が進捗途中で止まってしまう（本件も焦げ付く）可能性を排除」

ちなみに SBISL では、投資家を募集する HP において、「借手から徴求した資料等に基づき、その財政状態等について精査し、資金用途を確認するとともに、貸付金債権等の回収可能性等について精査し、これらを総合的に勘案したうえで、貸付額、貸付期間、貸付金利を決定します」と表示していた。

3.2.2 貸付先のモニタリング

貸付実行後の貸付先のモニタリングについては、「貸付型ファンドの募集又は私募に関する規程」の中に、貸付先の事業状況や財務状況について適宜確認するとともに、不正又はその疑いが認められたときには、調査して貸付先に改善を求め、必要に応じて投資家に通知しなければならないと規定するだけであった。モニタリングの要領や、投資家への通知に関するマニュアルは作成されていなかった。

ちなみに SBISL では、投資家を募集する HP において、「貸付債権等の返済予定表に基づき、借手からの利息支払日における利息支払額、元金返済期日における元金返済額を管理します。また、貸し倒れの兆候を早期に発見すべく、借手に対する継続的なモニタリングを実施します」と表示していた。

3.3 トウキョウ運河事件

SBISL が 2017 年 9 月から 2018 年 4 月にかけて募集した、オーダーメイド型の「不動産バイヤーズローンファンド」の 16～22 号（いずれも貸付金利 7.5%・名目利回り 6.5%）に関して 2018 年 7 月に延滞が発生した。このファンドは、不動産を担保として不動産事業者の「トウキョウ運河」に貸付けを行うものであり、貸付金は転売用不動産の取得に使用されるとの表示であった。SBISL では、債権回収会社（サービサー）への債権譲渡や担保の処分により、3,189 百万円の元本のうち 3,005 百万円（全体の 94.2%）を回収した。最終的に元本のほとんどを回収したことにより投資家の間では SBISL への評価が高まったが、この件に関する疑問点は後述（6. 参照）する。

トウキョウ運河の経営者の S 氏は、スルガ銀行不正融資事件（樋口（2020）・同（2021）参照）でシェアハウスの販売・管理を行っていたスマートライフ（後に社名を「スマートデイズ」に変更）の元経営者である。ファンド組成の時点では、シェアハウス問題の詳細は明らかでなかったが、「（S 氏は、）1995 年に風営法違反で逮捕され、1998 年にも旧住専から約 16 億円を詐取した疑いで逮捕された経歴を持つなど、銀行の融資先としては疑問符が付く人物であった」（樋口（2020）、283 頁）とされる。

表 2 のとおり、SBISL の貸付総額の近似値である「匿名組合出資預り金」は 2018 年 3 月末時点で 22,530 百万円であった。トウキョウ運河への貸付総額 3,189 百万円はその 14.2% に相当し、念入りに審査すべき貸付先であった。上記の S 氏の経歴については、ネット検索により簡単に把握可能だったことを勘案すると、SBISL の審査に何らかの問題があったと言わざるを得ない。前述（3.1 参照）のとおり 2017 年以降、同社では成長優先の方針を取っていたため、貸付総額を安易に増やそうとして審査が緩くなった可能性がある。

4. T社関連ファンドの状況

2016年3月、SBISLは独立系不動産投資顧問業のG社（福岡市所在）と業務提携に関する覚書を締結した。同6月以降、SBISLはG社のグループ会社のGA⁽¹⁰⁾社と協業して、一連の環境関連ファンド（「かけはしシリーズ」と呼称）を手掛けた。

X氏が社長を務めるT社は、2009年に設立されたベンチャー企業である。当初は海水用淡水化装置や業務用調理機器の開発販売を手掛けていたが、2012年頃に太陽光発電事業に参入した⁽¹¹⁾。SBISLは2017年1月にGA社からT社を紹介され、同5月の「SBISLバイオマスブリッジローンファンド1号」を皮切りに、T社関連ファンドを続々と組成した。

2020年10月までに計39本のT社関連ファンドが募集され、貸付総額は383億円に達した（表5参照）。SBISLの貸付残高中のT社関連ファンドの割合は、2018年3月時点で32.1%、2019年3月時点で43.8%、2020年3月時点で同じく43.8%と大きな比重を占めていた。T社の売上高も、2016年11月期の105億円から、2019年11月期には161億円に増加した（表6参照）。

ちなみに、T社では俳優の小泉孝太郎氏がイメージキャラクターを務め、2020年夏にはX氏と小泉純一郎元首相の対談が記事広告として日本経済新聞に掲載されるなど、政治家とのつながりを活発にアピールしていた。X氏は、政治家との関係を誇示することで、

表5 T社関連ファンドの状況

	2017年	2018年	2019年	2020年	計
新規ファンド	4本	19本	10本	6本	39本
貸付額計(千円)	3,373,900	16,056,300	9,860,550	9,104,300	38,395,050
返済ファンド	0本	5本	6本	14本	25本
返済額計(千円)	0	-5,371,850	-4,825,200	-11,164,250	-21,361,300
貸付残額(千円)	3,373,900	14,058,350	19,093,700	17,033,750	

(筆者作成)

表6 T社の経営指標

(単位：百万円)

	2016年11月期	2017年11月期	2018年11月期	2019年11月期
売上高	10,532	11,658	16,001	16,139
当期利益	580	566	407	386

(信用情報資料に基づき筆者作成)

(10) GA社は2016年3月に設立（G社が同社株式の75%を保有）され、再生可能エネルギー発電事業に関する経営コンサルティングを業務としている。2019年9月期の売上高は750百万円、利益は52百万円であった。なお、GA社は本事件発覚直後の2021年3月に社名を変更している。

(11) 「再生可能エネルギーの発電事業は、2012年度に電力を長期間、固定価格で買い取る制度が始まったことを契機に参入業者が急増した」（日本経済新聞電子版2021年5月28日記事「太陽光発電、設備購入偽り融資金詐取」とされ、T社も同様だったと推察される。

資金の調達が可能になると考えていたとのことである。

4.1 ファンドの種類と使途違反の状況

T 社関連ファンドは、以下の 3 類型に大別される。

- ① SBISL バイオマスブリッジローンファンド（以下、「BIO ファンド」） 対象はバイオマス発電事業。2017 年 5 月～2018 年 10 月に計 6 本の BIO ファンドを募集、貸付実行額計 74 億円。
- ② SBISL メガソーラーブリッジローンファンド（以下、「MS ファンド」） 対象は太陽光発電事業。2017 年 10 月～2020 年 10 月に計 17 本の MS ファンドを募集、貸付実行額計 179 億円。
- ③ SBISL 不動産ディベロッパーズローンファンド（以下、「D ファンド」） 対象は不動産開発事業。2018 年 2 月～2020 年 5 月に計 16 本の D ファンドを募集、貸付実行額計 129 億円。

T 社関連ファンドの名目上の貸付先は、プロジェクトごとに設置された SPC（特別目的会社）であり、当該事業の完成後に第三者に売却して返済資金を調達すると表示されていた。しかし、これらの SPC は T 社が運営するペーパーカンパニーであり、T 社の親会社の XHD 社⁽¹²⁾が債務を連帯保証している上に、貸付金額の過半は当該事業の工事請負代金として T 社に支払われるなど、その実質は T 社に対する貸付であった。T 社関連ファンドのうち、第三者委員会がファンドの組成・管理に問題ありと認定したものは、MS ファンド 10 本と D ファンド 10 本⁽¹³⁾の計 20 本である（表 7 参照）。

問題のファンド 20 本のいずれも、資金の一部の使途が投資家への説明と異なっていた。貸付総額 20,728 百万円のうち使途違反額の合計は 12,927 百万円（全体の 62.4%）に達した。使途違反の態様としては、以下の 3 件に大別される。

- ①他のファンドの SPC に利息支払金の原資として送金 519 百万円
- ②他のファンドの SPC に返済金の原資として送金 4,396 百万円
- ③その他 8,011 百万円

太陽光発電事業では、事件発覚当時の現況は、いずれも工事未着工又は工事停止状態であった⁽¹⁴⁾。調査報告書作成時点で、問題の MS ファンド 10 本のうち 4 本（福島案件・茨城案件・北斗案件・水俣案件）が未返済であり、これらに対する貸付額は計 8,577 百万円であった。不動産開発事業では、事件発覚当時の現況は、D12 号（己案件）が大幅に遅延した後に完成していたものの、それ以外は工事未着工又は工事停止状態であった。調査報告書の作成時点では、計 4 本の D ファンド（熱海案件・宮古島案件）が未返済であり、これらに対する貸付額は計 4,424 百万円であった。

(12) X 氏が 100% 保有する XHD 社が、T 社の株式の 74.4% を保有していた。

(13) 以下では、ファンド名について、太陽光発電案件を「MS ○号」、不動産開発案件を「D ○号」、バイオマス発電案件を「BIO ○号」と略す。

(14) ちなみに、T 社が対象としていた数メガワット規模の太陽光発電施設であれば、通常では半年程度で工事が完了するとのことである。

表7 問題ファンドの概要

ファンド名称	案件名称	貸付額 (千円)	使途違反額 (千円)	使途違反割合 (%)	募集時期	名目利回り	工事開始 予定	工事完成 予定	返済期限	現況
太陽光発電所案件		12,271,900	7,163,942	58.4%						
太陽光発電所案件	MS17号・ 18号・20号	甲案件 1,678,850	501,513	29.9%	2018年11月 ～12月	8.0%～9.0%	2019年4月	2020年4月	2020年11月	造成済みだが、発電設備は未設置の模様
	MS24号	乙案件 855,200	522,581	61.1%	2019年11月	7.0%	2019年11月	2020年 6月～9月	2020年11月	工事はほとんど進捗していない模様
	MS25号	丙案件 909,900	672,681	73.9%	2019年12月	7.0%	2019年12月	2020年10月	2020年12月	工事はほとんど進捗していない模様
	MS26号	丁案件 250,350	204,789	81.8%	2020年2月	6.0%	2020年2月	2020年8月	2020年11月	工事はほとんど進捗していない模様
	MS29号	福島案件 1,096,450	752,430	68.6%	2020年7月	7.0%	2020年10月	2021年 4月～6月	2021年8月	工事未着工
	MS31号	茨城案件 612,300	306,697	50.1%	2020年9月	7.0%	2020年10月	2021年 3月～6月	2021年9月	工事未着工の模様
	MS32号	北斗案件 2,781,250	2,112,900	76.0%	2020年9月	8.0%	2020年11月	2021年10月	2022年6月	工事未着工
	MS33号	水俣案件 4,087,600	2,090,351	51.1%	2020年10月	8.0%	2020年10月	2021年10月	2022年1月	造成工事中に停止
不動産開発案件		8,456,150	5,763,173	68.2%						
不動産開発案件	D9号・ 10号・11号	戊案件 1,428,950	543,044	38.0%	2018年11月 ～12月	7.0%～0.0%	2019年7月	2020年10月	2021年5月	工事は大幅遅延し、一部は停止
	D12号	己案件 399,900	243,544	60.9%	2019年2月	7.0%	2019年8月	2020年7月	2021年3月	大幅遅延したが完成
	D13号	庚案件 576,350	339,208	58.9%	2019年3月	7.0%	2019年11月	2020年10月	2021年3月	工事未着工
	D14号	馬車道案件 1,626,000	1,097,770	67.5%	2019年5月	7.0%	2019年12月	2021年2月	2021年5月	工事未着工
	D16号・18号	熱海案件 3,035,150	2,250,310	74.1%	2019年7月 ～11月	8.0%	2020年1月	2021年3月	2021年8月	工事未着工
	D17号・20号	宮古島案件 1,389,800	1,289,298	92.8%	2019年10月 ～2020年5月	8.0%	2020年5月	2021年6月	2021年11月	工事未着工
合計		20,728,050	12,927,116	62.4%						

(調査報告書に基づき筆者作成)

4.2 T社の各年の経営状態

以下では、T社の各年別の経営状態について分析する。

4.2.1 2018年

2018年には、T社関連ファンドが新規に19本(BIOファンド4本、MSファンド6本、Dファンド9本)募集され、計16,056百万円を調達した。返済されたファンドは5本(BIOファンド3本、MSファンド2本)で、計5,371百万円のキャッシュアウトとなった。

工事請負代金は、工事の進捗度に応じて段階的(契約時・中間時・完成時・引渡時等)に支払うことが一般的である。前述(4.1参照)のとおりSPCは貸付額の過半を工事代金としてT社に支払っていたが、その工事請負契約でも当初はT社への送金が細かく分割されていた。しかし、2018年11月に募集したD9号から、SBISLの貸付実行と同時にT社に一括で送金する形に変更された。これによって当面の資金需要を超過する金額をT社が受領することになった。

また、それまで下請業者が作成した工事代金見積書をエビデンスとしてSBISLに提出していたが、やはりこの段階からT社作成の簡易な見積書に変更された。言い換えれば、下請業者が決まらず、工事代金の正確な見積りができない段階で貸付額が決定されることになった。したがって、T社が過大な見積額を提出すれば、個々のプロジェクトの需要額を超過する資金を調達することが可能であった。

興味深いことに、同時期に名目利回りの顕著な上昇が認められる。それまでのT社関

連ファンドの名目利回りはいずれも7%であったが、BIO5号(2018年10月募集)が8.5%、BIO6号(同10月募集)が9%、MS17号(同11月募集)が8%、MS18号・20号(同11月～12月募集)が9%、D10号・11号(同11月～12月募集)が10%に上昇し、計6,381百万円を調達した。その後以前と同じ7%に戻っていることを勘案すると、この期間の名目利回りの上昇は、緊急の資金需要がT社に生じたためと推察される。ちなみに、BIO4号・5号については、後述(4.2.3参照)のとおり資金調達の目的で架空の案件を偽装した可能性が高い。

以上の諸点は、2018年10月頃からT社が資金繰りに窮していたことを示唆している。前述(4.1参照)のとおりT社関連ファンドは事業完成後に第三者に売却して返済資金を調達する仕組みであるが、事業開発やその売却が不調だったと推察される。第三者委員会の調査でも、「(返済済みのファンドでも、)発電所設備等が第三者に売却されたことや貸付先SPCが金融機関からの借換を受けたことを確認することができないものも存在する」(調査報告書63頁)としている。

あくまで一般論であるが、バイオマス発電については、「燃料の確保が難しく、政府の固定価格買い取り制度(FIT)の認定を受けた案件の8割以上が稼働していない」⁽¹⁵⁾とされる。特にBIO3号(2018年3月募集、貸付額1,998百万円)は、返済予定が翌年4月だったにもかかわらず、2018年9月に繰り上げ返済がなされており、事業が中止になった可能性がある。また、太陽光発電については、電力の買取価格が段階的に引き下げられたため⁽¹⁶⁾、好条件のプロジェクトの権利を購入することが困難になっていた。

ちなみに、2018年2月に賃貸用マンション等⁽¹⁷⁾の不動産開発事業を対象とするDファンドが開始され、同年中に計9本(計5,930百万円)が募集されている。T社が畑違いの分野に進出したのも、やはりバイオマス発電や太陽光発電の事業に問題が発生したためだろう。当時のマンション市況が好調という単純な理由で、不動産開発を選択したように思われる。

4.2.2 2019年

2019年には、T社関連ファンドが新規に10本(MSファンド4本、Dファンド6本)募集され、計9,860百万円を調達した。返済されたファンドは6本(MSファンド5本、Dファンド1本)で、計4,825百万円のキャッシュアウトとなった。

2018年後半に募集したBIOファンドやMSファンドは運用期間が2年程度と長かった上に、2019年中もDファンドを次々と募集したことから、同年のT社の資金繰りは比較的順調だったと推察される。ただし、T社の2019年11月期決算では、買掛金・短期借入金・前受金等の流動負債が計20,173百万円であったが、現預金・売掛金の当座資産は計4,921百万円にとどまり、事業売却が滞れば資金繰りが急激に悪化する状況であった。

(15) 日本経済新聞電子版2018年12月11日記事「バイオマス発電8割動かず 林業人手不足、燃料輸入頼み」

(16) MSファンドの対象となる「10kW～2,000kW」のカテゴリーについては、2012年度のkWh当たり40円から、2017年には同21円に買取価格が下落していた。

(17) D3号・4号・5号・6号・7号・8号については対象物件の種別が不明。その他は、リゾートホテルを対象としたD16号・18号(熱海案件)以外、すべて賃貸用マンションである。

2019年末時点でDファンドは計14本(計11,971百万円)に達し、不動産開発がT社の事業の中核となっていた。しかしT社にはこの分野のノウハウがなく、下請業者に仕事を丸投げしている有様で、事業環境は非常に厳しいものだったと推察される。第三者委員会の調査によれば、「不動産案件の個々のプロジェクト収支が大幅な赤字状態になっていると推察されるプロジェクトも複数存在する。例えば、D4号(筆者注:2020年4月返済)は、貸付額約1,100百万円に対し、売却により調達することができた資金は635百万円(約465百万円の返済資金不足)」(調査報告書64頁)とのことである。

4.2.3 2020年の状況

2020年には、T社関連ファンドが新規に6本(MSファンド5本、Dファンド1本)募集され、計9,104百万円を調達した。返済されたファンドは14本(BIOファンド3本、MSファンド6本、Dファンド5本)で計11,164百万円のキャッシュアウトとなり、ファンドの資金収支がネットでマイナスとなった。

T社の2019年11月期の長期借入金は1,598百万円であったが、2020年3月期⁽¹⁸⁾には3,442百万円に増加しており、銀行からの借り入れを急増させている。しかしこの程度では、次々と期限が到来するファンドの返済には不十分であった。

2020年10月までにBIOファンド3本(計3,678百万円)及びDファンド5本(計3,791百万円)が返済された。このキャッシュアウトを埋め合わせるため、新規のファンドとして、2020年7月にMS29号(福島案件)、同9月にMS31号(茨城案件)・MS32号(北斗案件)、同10月にMS33号(水俣案件)の4本を募集し、計8,577百万円を調達した。なお、MS32号とMS33号の名目利回りは8%に引き上げられており、2018年秋と同様にT社が資金繰りに窮していたことが窺える。

なお、MS32号については、SPCが2,781百万円の貸付けを受けた翌日に、工事代金としてT社に2,112百万円が振り込まれ、さらに同日中にT社からBIO4号・5号のSPCに1,511百万円が送金されており、用途に違反して両ファンドの返済に充てられたことが判明している。ちなみに、BIO4号・5号に対する貸付金は合計1,499百万円だったが、それとほぼ同額の返済原資を必要としたというのは、当該事業の売却収入が皆無だったことを示している。両ファンドは資金集めを目的とした架空の事業であった可能性が高い。

2020年11月にはMSファンド6本(計3,694百万円)の返済が迫り、T社は資金繰りに行き詰った。11月12日、MS17号・18号・20号(甲案件)、MS24号(乙案件)、MS25号(丙案件)及びMS26号(丁案件)の返済について、T社はSBISLに資金支援を要請し、経営破綻が明らかとなった。

(18) T社が決算期日を変更した事情は不明である。なお、興味深いことに、T社は同時期に会計監査人を準大手の太陽有限責任監査法人からK監査法人に変更している。K監査法人は、2020年8月まで五洋インテックス(JASDAQ上場)の会計監査人を務めていた。五洋インテックスは、かねてから仕手筋銘柄との噂があり、2018年には有価証券報告書の虚偽記載(太陽光パネル販売などの新規事業で、架空取引により売上を過大計上した)により証券取引等監視委員会から課徴金納付命令を受け、2020年3月には東証から特設注意市場銘柄の指定を受けていた。

4.2.4 小括

T社は2017年にSBISLでのファンド募集を開始したが、再生可能エネルギー事業を軌道に乗せるだけの実力が無かった。やむなく不動産開発事業に参入したが、この分野でも同様であった。資金繰りに苦しんだT社は、2018年秋頃から少なくとも一部のファンドで「ポンジ・スキーム」を開始したと推察される。

2018年と2019年には、返済額を上回る資金を新規のファンドで調達できたため、「ポンジ・スキーム」は回り続けた。しかし2020年には、過去のファンドの返済額が膨れ上がった一方で、新規ファンドでは前年並みの調達額にとどまったため、T社は深刻な資金ショートに陥った。信用情報によれば、2020年には取引先への支払いが遅延するなどして、散発的に訴訟を起こされていたとのことである。

X社長は、T社を上場させて、その株式売却収入でファンドや銀行からの借入金を返済する計画だったとされる⁽¹⁹⁾。しかし、2020年11月に多額のファンド返済に窮し、経営破綻に至ったものである。T社は民事再生法の適用を申請する予定で、負債額は約150億円に達する見込みである。

2021年5月27日、東京地検特捜部は、太陽光発電事業とバイオマス発電事業の開発に関して虚偽の書類を提出し、阿波銀行と富士宮信用金庫から約11億円を詐取したとの容疑で、X氏を含むT社の幹部3人を逮捕した。報道によれば、同社にはメインバンクがなく、取引金融機関の大半は地方金融機関であり、「(T社の)関係者によると、発電事業に詳しい専門家などが少ないとされる地方の金融機関を狙って融資を受けていた」⁽²⁰⁾「取引銀行は異様に多く、昨年(筆者注：2020年)9月末時点で、30行超の金融機関から約122億円を借り入れている」⁽²¹⁾とされる。X氏は、自身が海外のカジノで作った借金を返済するため、T社の口座から数億円を引き出したという会社法違反(特別背任)容疑でも逮捕されている。

5. SBISLの不適切な対応

前述のとおり2018年後半にはT社の資金繰りが悪化していたが、SBISLではT社関連ファンドの審査や事業状況のモニタリングを懈怠していたため、その実態を把握することができなかった。さらに2019年末以降は、以下のとおりT社の抱える問題が次第に顕在化したが、SBISLでは適切な対応を取らず、被害のさらなる拡大を招いた。

5.1 甲案件の開発遅延

2019年12月19日、甲案件(MS17号・18号・20号)について、「T社から、当初の想定に含まれない土地を事業用地としたい旨の申告があったことを契機に、(SBISLでは)同

(19) 「(X氏はT社の)上場で手に入れたお金で借金を返そうとしていたのでは」(銀行関係者)」(日経ビジネス2021年6月14日号13頁)。

(20) 前出日本経済新聞電子版2021年5月28日記事

(21) Business Journal 2021年3月3日記事「SBI子会社、重大な懸案事項…デフォルト危機の問題融資先は小泉元首相の親密企業」〈https://biz-journal.jp/2021/03/post_211278.html〉(2021年9月7日最終確認)

案件の開発スケジュールに遅延が生じていることを認識した」(調査報告書 65 頁)とされる。開発遅延の事情について T 社から十分な説明がなかったため、翌年 1 月 24 日に SBISL では、甲案件の問題が整理されるまで T 社の新規案件を受け付けないことを方針とした。

その一方で、SBISL は 2 月に丁案件 (MS26 号) の募集を実施した。同案件は既に話が進んでいたため、「新規案件」ではないと判断したと推察される。しかし、甲案件の疑問点が解消されていない状況で、T 社関連ファンドの募集を実行したのは、投資家に対し不誠実と言わざるを得ない。

5.2 募集の再開

4 月 6 日に T 社がようやく甲案件の説明資料を提出し、同 9 日に SBISL がヒアリングを実施したが、疑問点は解消されなかった。ところが、このヒアリングの前日に SBISL の O 社長は「弊社としては良質な案件は取り扱います」と T 社に連絡し、GA 社に対しても「T 社の新規案件を受け付ける」とのメールを送信していた (調査報告書 65 頁)。その後も O 社長は、以下の内容のメールを T 社と GA 社に送信した。

- ・(5 月 25 日) 大口の案件を紹介するように催促した。
- ・(6 月 29 日) 福島案件を 7 月に募集する方向と連絡した。
- ・(6 月 30 日) 「弊社も臨戦態勢で案件組成してまいりますので GA 社には T 社試算表等の支援体制おねがいたします。3 者で密に協力し仕上げてまいります」(調査報告書 66 頁) と連絡した。
- ・(7 月 3 日) 「7・8 月は他社の案件ストップし貴社のみ対応いたします」(調査報告書 66 頁) と連絡した。

ちなみに、5 月には D20 号 (宮古島案件) の募集が行われた。開発遅延が顕在化した太陽光発電事業とは異なる分野であるが、T 社の経営状態によって成否が左右されるという点では変わらない。SBISL が同ファンドを募集したのは、投資家に対し不誠実と言わざるを得ない。

5.3 不動産開発の遅延と社内での問題提起

7 月 17 日、投資家から「馬車道案件 (D14 号) について該当する工事現場が見つからず、また、熱海案件 (D16 号・18 号) について予定地周辺で聞き込みを行ったが、ホテル建設計画の情報を得られなかった」とのメールが SBISL に届いた。不動産開発事業でも不審点が浮上したことになる。これを受けて O 社長は、同日中に馬車道案件及び熱海案件の進捗状況を問い合わせるメールを T 社に送信した。同 19 日には、SBISL 社員が馬車道案件の現場を訪問し、現況が駐車場であることを確認した。

7 月 22 日・23 日に SBISL が T 社からヒアリングしたところ、オリンピック特需の影響やコロナ禍のために着工が遅れているが、工法を工夫することで工期短縮が可能との説明を受けた。その一方で、「SBISL は、第三者である業者が作成した工期短縮の方法等に関する資料の確認等は行っておらず、T 社側の上記の説明内容を裏付ける客観的な資料は存在しない」(調査報告書 66-67 頁) とのことである。返済予定は馬車道案件が 2021 年 5 月、熱海案件が同 8 月であり、スケジュールが非常にタイトにもかかわらず、工期短縮の実現可能性について SBISL が追及しなかったのは不可解である。

第三者委員会によれば、「SBISL 社内においても、同年7月29日以降は、T社関連ファンドに関し、新規融資が、他のファンドの貸付金の返済原資に充てられるおそれがある等のトップに対する諫言が幾度もなされた」（調査報告書64頁）とのことである。時期的に見て、馬車道案件・熱海案件の開発遅延の発覚が契機になったと推察される。

ここで注目されるのは、「ポンジ・スキーム」の疑いが指摘されたことである。おそらく SBISL 社内でも、かねてから T 社の事業実態を疑問視していた者がいたのではないだろうか。それにもかかわらず、以後も具体的な対応が取られることはなく、7月下旬には MS29 号（福島案件）、9月中旬には茨城案件（MS31号）の募集が行われた。

5.4 熱海案件・宮古島案件についての問い合わせ

8月13日、投資家から「熱海案件及び宮古島案件について、観光業の情勢が悪化したために物件の売却は困難と予想されるが、債権者として売却先の斡旋等の対策を講じているのか」と問い合わせるメールが届いた。しかしその後 SBISL 側が、物件の売却先について検討した形跡は見当たらない。おそらく SBISL の関係者は、既に「ポンジ・スキーム」と認識しており、物件完成の見込みがない以上、売却先を検討しても意味がないと考えていたと推察される。

5.5 甲案件のさらなる遅延と X 氏の告白

4月6日に T 社が甲案件について提出した資料では、9月24日を運転開始期限としていた。しかし、その当日に別件（水俣案件）の打合せのため SBISL に来社した X 氏に質問したところ、「甲案件は11月中旬に工事が完了する」と説明が変わった。

甲案件のさらなる遅延は重大な懸念材料である上に、9月24日まで T 社側がそれを隠していたのは信義に欠ける振舞いであるが、SBISL は9月23日に開始した北斗案件（MS32号）の募集を継続した。また、甲案件の返済予定は11月であり、デフォルトのリスクが非常に高いにもかかわらず、借換資金の調達などについて SBISL が T 社と協議した形跡はない。

さらに10月には、「MS33号（水俣案件）に関し、T社 X 氏が O 氏に対し、SBISL の貸付が実行されなければ、水俣案件が成立しなくなり、結果として SBISL の貸付金返済について懸念が生じる旨のメールを送信して、案件実行を嘆願し（た）」（調査報告書64-65頁）とされる。X 氏自身が「ポンジ・スキーム」を告白したのも同然だが、不可解なことに、水俣案件（MS33号）の募集が決行された⁽²²⁾。

以上のとおり2020年秋には、T社に対する疑惑が大きく膨れ上がっていた。それにもかかわらず、SBISL が北斗案件と水俣案件を募集したことは、投資家に対する背信行為そのものである。

(22) 「この熊本県の太陽光発電所（筆者注：水俣案件）はここ数年、業界関係者の間で売り歩かれていた案件だ。もともと売電価格が40円だったが、林地開発許可の取得に難航。経産省による買取価格引き下げにより、売電価格が半値の21円となり、発電所が完成したとしても、投資商品としての魅力はほとんどなくなっていた。「売却による利益が見込まれなくとも、真の目的は工事代金の融資をソーシャルレンディングで引っ張ることにあった」（関係者）との見方もある」（前出 Business Journal 2021年3月3日記事）。

5.6 T社の支援要請

11月12日、資金繰りに行き詰ったT社は、前述(4.2.3参照)のとおり甲～丁案件の返済についてSBISLに資金支援を要請した。SBISLはGA社と協議し、同30日にGA社が管理するSPCが貸付先のSPCを買い取り、この代金を原資に返済を行うというスキームを実施した。しかし報道によれば、この買取代金を捻出したのは、SBISLの親会社のSBIホールディングスであった⁽²³⁾。債務を肩代わりする形で、実質的に投資家に対する損失補填を行ったと考えられる。

金商法第39条第1項は金融商品取引業者が顧客の損失を補填することを禁止しているが、同第3項は「事故」によって顧客に損失を与えたケースについて例外的に損失補填を認めている。「事故」の態様としては、未確認売買、顧客を誤認させるような勧誘、事務処理ミス、システム障害などの他に、「その他法令に違反する行為」が規定されている。

本事件では、SBISL側が虚偽表示や投資家保護の懈怠などの金商法違反を繰り返していたことから、損失補填が認められるケースである。ただし、損失補填を行う場合には、あらかじめ内閣総理大臣(金融庁長官)の確認を受けることが必要である。SBI側がその確認を受けずに甲～丁案件の損失補填を行ったことは、金商法に違反している可能性が高い。

5.7 事件の発覚

2021年2月5日、SBISLは、T社関連ファンドに重大な懸案事項が生じている可能性があるとして発表した。発表直後の2月8日には、FACTA ONLINEがT社関連ファンドで巨額のデフォルトが発生したと報じている⁽²⁴⁾。おそらくSBISLは、この報道がなされることを知って、ようやく事件の発表に踏み切ったのであろう⁽²⁵⁾。発表までにこれほど時間がかかったことは、投資家に対して不誠実である上に、事件の隠蔽の疑いがあると言わざるを得ない。

4月2日、SBISLは、未返済のファンドの取扱いについて、「当該違反行為によって生じたファンドの損失について投資家の皆様にご負担頂くことは適切でなく、については投資家の皆様への未償還元本相当額の償還に向けた取り組みを進めてまいりたいと考えております⁽²⁶⁾」と発表した。親会社のSBIホールディングスは、投資家に元本相当額を償還するため、2021年3月期に約145億円の特別損失を計上した。

5月24日、SBISLは、「ソーシャルレンディング事業の継続は困難と判断し、本日付の当社取締役会において、全既存ファンドの償還を条件として、自主的な廃業および同事業からの撤退を決定いたしました」と発表した⁽²⁷⁾。

(23) 「(T社は、) 昨年11月末に投資家に償還しているが、実際は発電所は造成されておらず、売却による利益以外で償還されていたことになる。事業実施地の登記簿を見ると、債権者がSBIHDに変わっており、償還資金をSBIHDが肩代わりしたとみられる」(前出 Business Journal 2021年3月3日記事)。

(24) FACTA ONLINE 2021年2月8日記事「スクープ! SBIソーシャルレンディングで不正発覚! / 北尾総帥の側近が関与」〈<https://facta.co.jp/article/202102042.html>〉(2021年9月7日最終確認)

(25) O氏は、2021年2月9日の取締役会で代表取締役と社長職を解任され、4月28日には取締役も解任された。

(26) SBISL発表資料「未償還元本相当額の償還に向けた取り組みに関するお知らせ」(2021年4月2日)〈https://www.sbi-socialending.jp/pages/operation_info210402〉(2021年9月7日最終確認)

5.8 小括

第三者委員会は、「どれほど遅くとも、T 社関連ファンド等に係る諫言がなされ始めた同年（筆者注：2020 年）7 月 29 日の時点においては、T 社の工事完成能力等を検証しないままに新規案件の募集を行うことは差し控えるべきであった」（調査報告書 65 頁）としているが、この認定は甘すぎると言わざるを得ない。

貸付総額に占める T 社関連ファンドの比重に鑑みれば、2019 年 12 月に甲案件の開発遅延が判明した段階で、SBISL としては T 社関連ファンドの募集を停止し、疑念が完全に解消されるまで徹底した調査を実施すべきであった。T 社関連ファンドの募集再開については、O 社長の意向によるところが大きいと認められ、同氏の責任は極めて重大である。

6. SBISL と T 社の癒着

SBISL は、本事件によって事業継続が不可能となる大打撃を受けた。しかし、同社を「被害者」と見做すことは適当でなく、むしろ T 社と癒着していたと推察される。

前述（3.3 参照）したトウキョウ運河事件では、2018 年 7 月に「不動産バイヤーズローンファンド」（以下、「B ファンド」）16～22 号の延滞が発生した。しかし、その直前の 2018 年 5 月に返済が終了した、同じくトウキョウ運河を貸付先とする B14 号（2017 年 4 月に 258 百万円を募集）に関し、以下の報道がなされている。

「このローンファンドは 18 年 5 月に無事償還されたが、実際は、SBISL は担保となっていた台東区上野桜木の物件に同年 7 月、競売を掛けていた。この借り手は「トウキョウ運河」といい、不動産業界では名が知られている。なぜならシェアハウス「かぼちゃの馬車」を展開していたスマートデイズの元社長が経営する不動産会社だからだ。

この台東区の物件の登記簿によると、T 社は 19 年 3 月に大東京信用組合からの借入でこの物件を取得している。根抵当権の金額は 4 億 6,000 万円であり、取得価額はほぼニアールと考えられる。その後、T 社はここに集合住宅を建設し、SBI 証券が社員寮として借り上げた。つまり、SBISL で 17 年 4 月に発生した焦げ付きを、T 社が大東京信用組合からの借入で補填し、“貸し”を社宅として借り上げることで少しずつ返す、という取引が行われていた可能性が高い」（前出 Business Journal 2021 年 3 月 3 日記事）。

SBISL は B14 号のデフォルトを隠蔽して、金商法に違反する損失補填を実行し、その裏工作に T 社や SBI グループ企業が加担していたことになる。これによって遅くとも 2018 年 7 月の段階で、SBISL と T 社は「秘密」を共有する間柄になった。同年 11 月以降、前述の（4.2.1 参照）とおりのエビデンスとして提出する工事代金見積書が T 社作成の簡易な見積書に変更された件も、こうした T 社との癒着が背景にあると考えられる。

ちなみに X 氏自身も、SBI グループとの関係について、「SBI エナジー⁽²⁸⁾は物件の買い手になってくれるはずだったし、SBI 証券は上場の際、幹事証券になる予定でした。SBISL の焦げ付きを肩代わりしたこともあります。北尾（吉孝 SBI ホールディングス社長）さんにも会い、グループ全体とお付き合いしていた。ウチだけが悪者なんて、とんでもない

(27) SBISL 発表資料「当社の今後の業務運営について」（2021 年 5 月 24 日）〈<https://www.sbi-socialending.jp/pages/press210524>〉（2021 年 9 月 7 日最終確認）

話です」⁽²⁹⁾(傍点筆者)と証言している。

なお、SBISLが秘密裏に損失補填を実行したのは、同社のレピュテーションを守るためと考えられる。そうであれば、その後のB16～22号のデフォルトの処理でも、何らかの不適切な行為がなされた可能性がある。前述(3.3参照)のとおり94.2%という高い回収率を達成したことも、疑いの目で見ざるを得ない。

7. 成長優先の経営方針

ソーシャルレンディング事業のビジネスモデルでは、貸付実行額や貸付残高に比例して事業者の業績が伸び、デフォルトした場合の貸倒れリスクは個々の投資家が負う。その結果、事業者側には、「ファンドの審査を甘くして、出来るだけ多額の貸付を実行したい」「貸付後のモニタリングには、あまりコストをかけたくない」というインセンティブが発生する。その意味で、ソーシャルレンディング事業は、事業者と投資家の利益相反を構造的に孕んだビジネスモデルと認められる⁽³⁰⁾。

ITサービス業では規模の利益が大きく働くため、いち早く業界トップの座を占めた企業が独り勝ちするケースが通例である。SBISLでも、クラウドファンディング分野のトップ企業となることを目標として、前述(3.1参照)のとおり高利回りのオーダーメイド型ファンドを中心とする商品構成に切り換え、貸付額や会員サイト登録者数を急激に伸ばしていた。

さらに同社では、2021年度の上場を目指し、2018年末頃から本格的な上場準備を進めていた⁽³¹⁾。上場のメルクマールとなる事業の継続性や収益性を証明するため、O社長は売上高や営業利益について非常に高い目標値を設定した。その結果、SBISLは「貸付実行額や貸付残高の伸長のみを重視する」⁽³²⁾という営業偏重に陥ったと認められる⁽³³⁾。

高利回りで貸付額も大きいT社関連ファンドを取扱うことは、SBISLの成長優先方針に合致していた。問題の商品開発部では、「過大な営業目標を達成するための安易な方策

(28) SBI エナジーは、2015年に設立された再生可能エネルギー発電事業者で、SBIグループが株式の100%を保有している。当時、SBI エナジーの代表取締役社長を務めていたN氏は、2014年から2019年までSBIホールディングスの取締役を兼務するとともに、T社のシニアアドバイザーにも就任していたとされる(東洋経済Plus 2021年8月29日記事「SBIグループとテクノの不可解な関係」〈<https://premium.toyokeizai.net/articles/-/27879>〉(2021年9月7日最終確認))。

なお、N氏はもともと民主党所属の政治家で、野田内閣では金融担当の内閣府特命担当大臣に就任し、2012年の衆院選に落選した後は小泉純一郎元首相や細川護熙元首相とともに一般社団法人自然エネルギー推進会議の設立に参加し、理事兼事務局長を務めていた。

(29) 現代ビジネス 2021年6月10日記事「「SDGsの“夢”に敗れて…」地検特捜に狙われたテクノシステム事件の「全貌」」〈<https://gendai.ismedia.jp/articles/-/83949>〉(2021年9月7日最終確認)

(30) 「ソーシャルレンディングを巡る訴訟を担当するなど業界の課題に詳しい鈴木英司弁護士は「貸付先の審査が甘くなる利益相反が起こりやすい」と見る」(毎日新聞 2021年5月27日記事)。

(31) O氏は、かつてSBIフューチャーズの社長を務めていた際に、同社をヘラクレスに新規上場させる実績を残していた。

(32) SBISL 発表資料「当社貸付先の重大な懸案事項に関する第三者委員会の調査報告と再発防止策等について」(2021年4月28日)〈<https://www.sbi-socialending.jp/pages/press210428>〉(2021年9月7日最終確認)

(33) 本事件と同様に、ITサービス業で成長優先の経営方針により過大な目標を設定したことが不祥事を誘発したケースとして、DeNAの著作権侵害事件が挙げられる(樋口(2019)参照)。

として、T社案件が産み出す手数料収入を得ることに更に傾注（した）」（調査報告書70-71頁）とされる。貸付実行額に占めるT社関連ファンドの比率は、2020年3月時点で43.8%に達した。金融機関の貸付がこれほど1企業に偏るのは異常であるが、見方を変えれば、SBISLが急成長するにはT社に深く依存せざるを得なかったのである。

そして、T社への依存が深まれば深まるほど、審査やモニタリングが形骸化することは避けられなかった。第三者委員会は、SBISLはT社と「運命共同体」の関係に陥り、T社からの貸付申込みを批判的に検討することができず、「情実融資」になっていたと指摘している（調査報告書71頁）。

2021年3月期には、上場の関係で売上高目標を前期比131%、営業利益目標を同164%と野心的に設定したが、第一四半期の実績は目標を大きく下回った。そのため、「経営トップ（筆者注：O社長）は、第二四半期の営業利益目標を大幅に引き上げ、年間営業利益目標の約半分200百万円を上期（2020年9月末）で社員一丸となって達成する号令を発していた」（調査報告書70頁）とされる。前述（5.参照）のとおり、2020年7月以降、T社に対する疑惑が濃厚になったにもかかわらず、T社関連ファンドの募集が継続されたのはそのためである。

8. 企業統治の機能不全

前述したSBISLの過大な目標設定は、「取締役会等の議論を経たり、何らかの合理的根拠に基づいて積み上げられたものではない。経営トップの独断によると評価して良いものであった」（調査報告書70頁）とされる。また、SBISLの経営では、ファンドの組成＝貸付の判断が最重要であることは言うまでもないが、高額案件でさえも取締役会への付議事項とされていなかった。実質的にO社長によるワンマン経営が行われ、取締役会が経営に対する監視機能を果たしていなかったと認められる。

2020年度におけるSBISLの取締役は4人で、うち1人が社外取締役であった。この社外取締役について調査報告書に何の記述もないのは、活動が低調だったためと推察される。また、O社長以外の2人の社内取締役については、「必ずしも、代表取締役社長ほどにT社関連ファンドを主体的・積極的に進めようとしていたものではない。その1名については、代表取締役社長への諫言等を多く行っていることも認められる。一方で、最終的には代表取締役社長に追従し融資を承認しており、取締役会のメンバーとして代表取締役社長への監督機能を適切、十分に発揮していたものとは認められない」（調査報告書77頁）とのことである。

O氏は、野村証券を経て1998年にソフトバンクに入社した。イー・トレード証券取締役、イー・コモディティ（SBIフューチャーズ）代表取締役（COO）を務めるなど金融IT分野に詳しく、2011年にSBISLの社長に就任すると、約10年にわたりトップを務めてきた。さらにO社長は、SBIグループの創業者でSBIホールディングス代表取締役社長（CEO）の北尾氏と密接な関係を有していたと指摘されている⁽³⁴⁾。こうした背景が周囲の遠慮に

(34) 前出のFACTA ONLINE記事は、「O氏は、北尾氏の野村証券の後輩で、ソフトバンクからSBIへと変遷する北尾氏に付き従う「側近中の側近」（関係者）だった」としている。

つながり、O氏の独断専行を助長したことは容易に想像できる。

その一方で、SBISLにおいてT社関連ファンドの比重が異常に高いことは、親会社のSBIホールディングスでも容易に把握できたはずであるが、何らかの掣肘をかけようとした形跡は見当たらない。さらに、SBISLの上場が近く予定されていたことを勘案すると、SBIホールディングス側でも、O社長の成長優先の経営方針を支持していたと推察される。

9. リスク管理の機能不全

ソーシャルレンディング事業におけるリスク管理の柱はファンドの審査と事業状況のモニタリングであるが、以下のとおり機能不全に陥っていた。

ファンドの審査に関しては、前述(3.2.1参照)のとおり社内規程やマニュアルが制定されていた。しかしその実状は、「貸付審査は、貸付を実行することを前提とし、かつ貸付金返済前にプロジェクトが完成して借入額以上の金額で売却・借換できることを前提にした、極めて形式的なもの(投資者募集ページのフォーマットの記載事項を形式的に埋めるための情報収集)に留まっていた」(調査報告書60頁)とされる。

ちなみに稟議の申請は、「ファンド募集開始日の1週間前から前日の間になされることが多く、稟議の承認が行われるのは、ファンド募集開始日の前日であるのが通常であった」(調査報告書20頁)とされる。このようにスケジュールがかなりタイトであったのは、稟議が形骸化していたことを示唆している。なお、2020年1月以降は、稟議申請前に「ファンド検討会」⁽³⁵⁾で貸付判断の適切性等を検討し、稟議時に同検討会の議事録を添付することになったが、「[やることありき]の形式的貸付審査の構図は大きく変化しなかった」(調査報告書60頁)とのことである。

貸付後のモニタリングについては、前述(3.2.2参照)のとおりマニュアルさえ作成されず、担当者任せになっていた。その実状は、「プロジェクト進捗状況を定期的に確認することなく、貸付先SPCとの間で締結された貸付契約に定められた権利(建築確認済証の交付、工事進捗状況に関する資料の提出要求等)さえも適切に行っていなかった。また、状況に応じてプロジェクト進捗状況の確認を行う機会があった場合にも、T社の口頭での言い分を鵜呑みにし、客観的かつ合理的なプロジェクト進捗状況の確認はなされていなかった」(調査報告書61-62頁)とされる。

また、T社関連では次々とファンドが組成されていたため、「ポンジ・スキーム」を見抜くには、返済原資に対するモニタリングが有効であった。しかしこの点に関しても、「返済を受ける際に、約定どおりの返済が受けられればよいとの発想の下、当該貸付に係るプロジェクトの完成状況や返済原資に関する確認(どのようにして返済原資が調達されたのか、各プロジェクトの売却対価(中略)により十分な返済原資を調達することができたのか等)を行う必要性を認識せず、実際に確認したこともなかった」(調査報告書62頁)とされる。

このようにSBISLのリスク管理が機能不全に陥っていた直接の原因は、以下の「内部

(35) ファンド検討会のメンバーは、商品開発部管掌取締役、管理統括部管掌取締役、法務部管掌取締役、商品開発部長、管理統括部長及び法務部長であった。

牽制機能の不在」「体制・能力の不足」「責任感の欠如」の3件であるが、さらにその背景として、成長優先の経営方針及びそれと表裏をなすリスク管理の軽視が挙げられる。

9.1 内部牽制機能の不在

銀行では、営業部門が稟議を上げると、本店の審査部が融資先の経営状況を審査し、財務内容の健全性やデフォルトのリスクなどを評価し、資金用途についても契約書や領収書を徴求する仕組みを整備している。現場の営業担当には貸付拡大のインセンティブが働きやすいため、リスク管理の一環として、社内における内部牽制を充実させているのである。

しかしSBISLでは、ファンドの審査や貸付先のモニタリングに関する業務のほぼ全てを営業系の商品開発部が担当し、それに対する内部牽制機能が存在しなかった。成長優先の経営方針に立脚する経営幹部は、貸付けを迅速に実行する観点から、内部牽制機能を不要と見做していたと推察される。

9.2 体制・能力の不足

審査やモニタリングを担当する商品開発部では、「何か問題があったとしても、SPCのアセット・マネジャー（ファイナンシャル・アドバイザー）のGA社が解決してくれるはず」「T社は上場準備中であり、その主幹事となっているSBI証券がチェックしているはず」「T社の会計監査人が財務面のチェックをしているはず」と他者によるチェックに安易に期待していた。これは、同部の体制・能力の不足に起因すると考えられる。

第三者委員会によれば、「T社関連ファンドの担当者は、案件組成の検討、対外折衝、審査・モニタリングを含めて原則一人の人員で案件を担当しており、加えて、T社案件以外の多くの業務も担当していた」（調査報告書72頁）「担当者は、業務過多により「やることありき」の貸付審査を形式的に仕上げることに注力するほかない状況に陥っており、実行済みの案件を事後的にモニタリングする余裕などない状況にあった」（前同62頁）とされる。

2017年5月から3年半の間に計39本のT社関連ファンドが組成され、毎月約1本のペースであった。運用中のT社関連ファンドの数も増加し、2019年末時点で計22本に達していた。それを1人の社員で担当していた以上、審査やモニタリングに十分な手間をかけられなかったのは無理もない。

SBISLは2020年時点でも社員20人程度の小所帯であったことから、経営幹部としても、大黒柱であるT社関連ファンドを1人の担当者で取り扱っていたことを当然に認識していたはずである。言い換えれば、体制的に十分な審査やモニタリングが行えないことを承知の上で敢えて放置していたと認められる。その事情として、成長優先の経営方針の下に経営幹部がリスク管理を軽視し、審査やモニタリングを充実させる必要性を認識していなかったと推察される。

その傍証として、同社では審査やモニタリングに必要な専門能力を備えた人材の確保を怠っていたことが挙げられる。第三者委員会によれば、「不動産案件や発電所案件についてのプロジェクト・ファイナンスに対する審査は、高度な専門性が求められるものであるにも関わらず、SBISLは、こうした審査の知見を備えた担当者を配置していなかった」（調査報告書72頁）とされる。

9.3 責任感の欠如

前述のとおり体制・能力が不足していたにせよ、SBISL側の関係者がリスク管理の必要性を認識していなかったわけではない。例えば、T社関連ファンドの稟議書には、「計画どおり完工できるかが最大のリスクである」「計画どおりに完工できるかについて、施工業者の倒産リスクと建設の途中経過を注視しておく必要がある」（調査報告書60頁）などと記載されていた。

再生可能エネルギー事業を対象とした「ポンジ・スキーム」についても、前述（2.参照）のようにMM社事件という格好の「他山の石」が存在した。さらに、2019年末以降はT社の抱える問題が次第に顕在化したにもかかわらず、SBISLでは対応を懈怠している。相当数の関係者がT社関連ファンドの問題点に薄々気付いていたにもかかわらず、無責任に放置していたというのが実態に近いように思われる。

SBIグループでは、基本観として「顧客中心主義」を掲げている。これを受けてSBISLの業務運営方針は、「方針1 お客さまの最善の利益の追求」として、「当社は、「顧客中心主義」の基本観に基づき、お客さまの最善の利益を第一に考え、（中略）そうした企業文化とビジネスモデルを追求するとともに、高度な専門性と職業倫理を保持し、お客さまに対して誠実・公正に業務を行うよう努めます」と規定していた。しかし現実には、投資家保護の意識が欠如していたと言わざるを得ない。

この点について第三者委員会は、「SBISL、そしてその経営トップの貸付に係るリスク判断は、受託者責任を無視したあまりに不誠実なものである。「自らの役割は投資者からの「集金」である」と経営トップは述べているが、その発言には、プロとしての意識が全く感じられず、会社全体としても一事が万事、そのような企業風土が醸成されていたのではないかと推察される」「経営トップの営業優先志向、貸付残高を是が非でも上げるとの強い姿勢は、そのままSBISLの企業組織の姿勢（企業風土）となり、いわばこれが会社の「正義」となった」（調査報告書70頁）と厳しく批判している。結局のところ、高次の経営理念よりも、成長優先方針に立つ経営幹部の日常的な指示のほうが、社員の意識や行動を大きく左右したということであろう。

さらに言えば、SBISLの関係者が、個人的利得を図る目的で対応を放置した可能性も否定できない。ITベンチャー企業では、ストックオプションなどの株式報酬制度を組み込んでいることが通例である。T社関連ファンドを濫用して業績を拡大することによりSBISLの上場を達成できれば、末端の社員も相当な金額の利益を獲得できたと考えられる。

10. 事件の原因メカニズム

本事件の原因メカニズムを三分類・因果表示法にしたがって整理すると、以下のとおりとなる（図1参照）⁽³⁶⁾。

①直接原因

原因A 投資家保護を懈怠し、T社関連ファンドの募集を継続したこと

②I種潜在的原因

原因B 内部牽制機能の不在

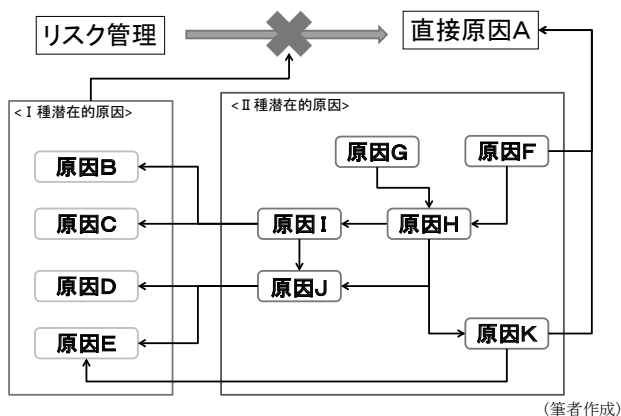
原因C 商品開発部の体制・能力の不足

- 原因 D エビデンスを T 社作成の見積書に変更したこと
- 原因 E 問題が顕在化した後も対応を放置したこと

③ II 種潜在的原因

- 原因 F ソーシャルレンディング事業の構造的な利益相反（原因 A・H の背景）
- 原因 G O 社長のワンマン経営と SBI ホールディングスの支持（原因 H の背景）
- 原因 H 成長優先の経営方針と過大な目標設定（原因 I・J・K の背景）
- 原因 I 全社的なリスク管理の軽視（原因 B・C・J の背景）
- 原因 J T 社への過度の依存と癒着（原因 D・E の背景）
- 原因 K 関係者の責任感の欠如（原因 A・E の背景）

図 1 事件の原因メカニズム



おわりに

T 社関連ファンドのデフォルトについては、SBI ホールディングスが損失補填を行うことで一応の決着がなされた。しかし筆者の見解では、以下の 3 点が懸案として残されている。

第 1 は、甲～丁案件（総額 3,694 百万円）が「隠れ不良債権」と化すリスクである。

これらの案件については、前述（5.6 参照）のとおり GA 社が管理する SPC が買い取る形で返済がなされたが、この買取代金を提供したのは SBI ホールディングスであった。こうしたスキームが取られたのは、案件の処分価格が貸付額を大幅に下回っていたためと

(36) 三分類・因果表示法は、組織不祥事の原因メカニズムを包括的に理解するために、筆者が樋口（2011）で考案したフレームワークである。組織不祥事の原因を直接原因と I 種・II 種潜在的原因に分類した上で、因果関係の連鎖の中で一段階上流側に位置することを「背景」と付記し、原因メカニズムの図示に当たっては、矢印の方向で背景を表示する。

直接原因とは、組織不祥事を発現させる直接の引き金となった問題行動であり、何らかの違反行為が組織不祥事を構成するケースでは、当該違反行為自体が直接原因となる。潜在的原因とは、直接原因を誘発又は助長した因果関係に連なる組織上の問題点であり、直接原因の発生を防止するためのリスク管理の不備に関する I 種潜在的原因と、それ以外の II 種潜在的原因に大別される。詳しくは樋口（2011）を参照されたい。

推察される。したがって、GA社のSPCに対するSBIホールディングスの出資が、将来的に「隠れ不良債権」と化すことが懸念される。

第2は、T社関連ファンド以外でも巨額のデフォルトが発生するリスクである。

SBISLとGA社の協業案件は、2021年1月時点で、T社関連ファンドの他に約80億円が残存しているとされる。「(GA社)代表のY氏はT社や、X氏が経営する農業関連の会社の役員に就いていたこともあり、関係が深い」(前出Business Journal 2021年3月3日記事)にもかかわらず、T社関連ファンドの実態があれほどお粗末だったことを勘案すると、その他の協業案件も同様である可能性は否定できない⁽³⁷⁾⁽³⁸⁾。

第3は、将来的にSBIグループ内で同種の不祥事が発生するリスクである。

SBIグループは新規事業の開拓と成長の実現に貪欲であり、SBISLはグループ内で決して特異な存在ではなかった。また、前述(5.6及び6.参照)のとおり本事件や過去のデフォルトの後始末に際し、SBIホールディングスやSBI証券が不適切な関与をした可能性が認められることから、同グループのコンプライアンス姿勢についても疑問を拭えない。

リスク管理面でも、ソーシャルレンディング業界で不祥事が続発していたことや、SBISLでT社関連ファンドの比重が異常に高かったことは容易に把握できたことに加え、上場の関係でSBISLに相当な関心を払っていたはずなのに、T社が経営破綻する以前にSBIグループで対策を取った形跡がまったく見当たらないのはお粗末である。さらにSBI証券が、T社の上場の幹事会社と位置付けられながら、その「ポンジ・スキーム」を見抜けなかったことも拙劣である。

SBIグループの企業体質やリスク管理能力の低さに加えて、同グループが多数のITベンチャー企業を擁することを勘案すると、将来的に本事件と同様の不祥事が発生するリスクは決して小さくない。今後の同グループの動きを注視していくこととしたい。

[参考資料]

第三者委員会(2021)『調査報告書(公表版)』(2021年4月28日)〈<https://www.sbi-socialending.jp/assets/pdf/report210428.pdf>〉(2021年9月7日最終確認)

樋口晴彦(2011)「組織不祥事の原因メカニズムの分析 —18事例に関する三分類・因果表示法を用いた分析と原因の類型化—」『CUC Policy Studies Review』30号, 13-24頁

樋口晴彦(2019)『ベンチャーの経営変革の障害 —「優れた起業家」が「百年企業の経営者」になるためには—』白桃書房

樋口晴彦(2020)「スルガ銀行不正融資事件の事例研究(Ⅰ)」『千葉商大論叢』58(2), 273-310頁

(37) T社は、前述(6.参照)のとおりトウキョウ運河関連の物件を購入していたが、それ以外にもMM社事件の貸付先であったJCサービスの太陽光発電事業も取扱う予定だったとされる。筆者は、様々な悪質業者が抱え込んだ不良案件がGA社を通じてT社に流れ込む構図であり、不良案件を掴まれたT社はいずれ経営破綻することが確実な「道化役」でしかなかったと推察している。

(38) 2021年8月10日、SBISLは、MSファンド27号及び28号(合計額約31億円)について資金使途違反を確認したと発表した。これらはT社関連ファンドではないが、いずれもGA社との協業案件である。

樋口晴彦：SBI 子会社の金融商品取引法違反事件の事例研究

樋口晴彦（2021）「スルガ銀行不正融資事件の事例研究（Ⅱ）」『千葉商大論叢』58(3),
105-150 頁

(2021.9.8 受稿, 2021.10.28 受理)

— Abstract —

Study of the Violation Case of the Financial Instruments and
Exchange Act in a Subsidiary of SBI Holdings Inc.

The study focused on analyzing the violation case of the Financial Instruments and Exchange Act in SBI Social Lending Co., which is one of the subsidiaries of SBI Holdings Inc. The business model of social lending structurally involves conflicts of interest between the company and investors. SBISL adopted a growth-first management policy with the aim of listing its shares, and fell into a situation of being overly dependent on a malicious debtor. As a result, SBISL neglected both screening of the funds and monitoring on the debtor, which are the basics of risk management, and continued to sell funds that would hurt investors.