

海外におけるクラウドファンディングの現状

松尾 順介

はじめに

二〇一三年六月に閣議決定された、政府の「日本再興戦略―JAPAN is BACK―」において、新規・成長企業への資金調達手法として、クラウドファンディングに関する検討が提案されたことから、金融審議会でもクラウドファンディングに関する検討が行われ、さらに第二種金融商品取引業協会でも検討が行われた⁽¹⁾。

このように政策課題として、クラウドファンディングが取り上げられたことの背景には、二〇一二年四月に米国でJumpstart Our Business Startups Act (通称JOBS法) が成立し、従来の証券法等の改正として、クラウドファンディングの除外規定が定められたことにより、不特定多数の投資家からインターネットを通して資金調達することが可能となったことが挙げられる。同法の主たる目的として、小規模成長企業が資金調達する可能性を高めるための改革が掲げられており、その背景としては米国IPO市場の低迷に対する懸念がある。そこで、近年市場規模を拡大させているクラウドファンディングがリスクマネーの調達手段として注目され、JOBS法でも取り上げられることになったものと思われる⁽²⁾。

したがって、本稿では、massolutionによる調査報告書をもとに、海外のクラウドファンディング市場の現状を概観し、今後の日本での課題を考察する。

1 massolutionによる調査と分類

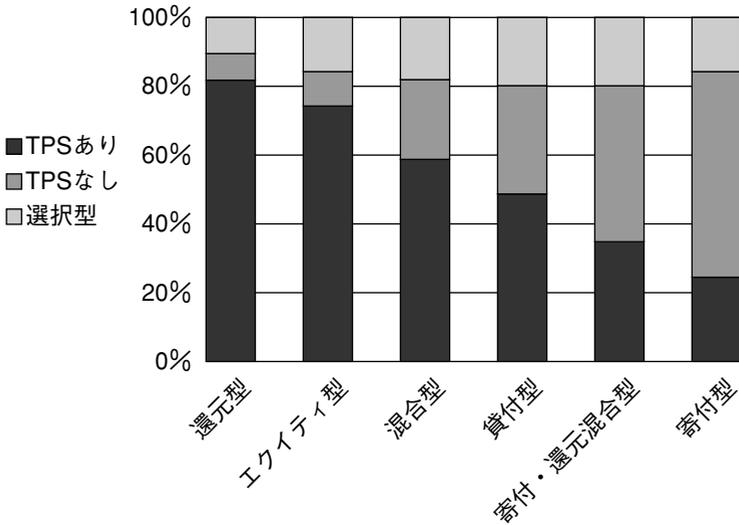
世界のクラウドファンディング市場の現状について、詳しい調査結果を公表しているのは、massolutionという組織であり、その調査レポートが“2013CF The Crowdfunding Industry Report”である。なお、同社は、政府、機関および企業のクラウドソリューションの利用について先駆的な調査・助言会社であるという。⁽³⁾

同レポートは、いくつかのデータソースと外部調査から情報を得ている。同レポートによると、八二三と推計されるプラットフォーム（活動中と準備中を含む）のうち三六二のクラウドファンディング・プラットフォームがCrowdsourcing.orgウェブサイトを通じてこの調査に参加しており、回答率は四五%である。⁽⁴⁾以下、同レポートの主たるポイントを紹介する。

まず、クラウドファンディングの分類として、以下の四モデル、①寄付型（donation-based）、②還元型（reward-based）、⁽⁵⁾③貸付型（lending-based）、⁽⁶⁾④エクイティ型（equity-based）、および新規モデルとして、ロイヤリティ型（royalty-based）⁽⁷⁾が挙げられており、これらは取引ベースの分類である。他方、Threshold-Pledge System（TPS）をベースにした三分類も示されている。⁽⁸⁾このThreshold-Pledge Systemについては、的確な訳語が見当たらないが、いわゆるall or nothing型に相当するものと思われる。通常、クラウドファンディングには、all or nothing型とkeep it all型があると言われ、前者は当該事業者（キャンペーンオーナー）の設定した資金調達目標額を下回る資金しか集まらなかった場合、資金調達者に資金が渡されず、キャンセルされるタイプであり、後者は資金調達目標額を下回った場合でも、資金が渡されるタイプとされる。⁽⁸⁾したがって、ここでは、当初公表された資金調達目標額がキャンペーンオーナーにとって達成を義務付けられているかどうかという点が分類上のポイントとなる。つまり、キャンペーンオーナーが資金目標額を達成しなければならぬ場合、そのクラウドファ

ンデング・プラットフォームはTPSを有しているとされる。TPSは、しばしばクラウドファンディングにとつて必須のものと考えられているが、それは必ずしも正確ではなく、全世界の五四%のプラットフォームしかこのシステムを採用しておらず、二八%は到達目標に達するかどうかとは関係なく、キャンペーンオーナーに資金を提供している。また、プラットフォームによっては、両方のキャンペーンオーナーをターゲットにしている場合やその判断をキャンペーンオーナーに委ねている場合があり、その比率は一八%である。⁽⁹⁾ さらに、タイプ別のTPSの採用状況については、図表1の通りである。ここからは、還元型やエクイテイ型の採用率が高く、逆に寄付型では低いことがわかる。これは還元型やエクイテイ型においては、目標とする資金調達が達成できない場合、イベント自体が成り立たなくなる可能性が高いのに対し、寄付型ではそのような可能性が低いことが理由として考えられる。

図表1 TPSの有無による分類



(出所) massolution [2013] p.36

2 世界のクラウドファンディング市場の成長と内訳

世界のクラウドファンディング市場の成長について、同レポートでは、二〇一二年の資金調達額は、前年比八一%増で約二七億ドルと報告している。内訳は、北米一六億六〇〇万ドル、欧州九億四五〇〇万ドル、オセアニア七六〇〇万ドル、アジア三三〇〇万ドル、南米八〇万ドル、アフリカ六・五万ドルとなっており、北米と欧州の規模が圧倒的である⁽¹⁰⁾。なお、このような二〇一二年のクラウドファンディングの市場規模の拡大は、主に貸付型と寄付型の成長に牽引されたものである。図表2に示された通り、二〇一二年貸付型は対前年比一一%で約一二億ドルに急伸し、寄付型も四五%増で九億七九〇〇万ドルに増加している。なお、貸付型の主たる増加要因として、同レポートはマイクロ・ローンや地域中小企業向けローンを挙げている。また、寄付型や還元型のような金銭的なりたんのないクラウドファンディングについては、両者合わせて前年比八五%増の約一四億ドルである。このうち顕著な増加を示しているのは還元型である。つまり、資金提供者に対して何かが還元されるようなキャンペーンが増加したことを意味している。なお、ここには寄付と還元を結合させたタイプと純粹に対価の支給を求めるもの⁽¹¹⁾とが含まれる。また、エクイティ型は法規制があり、世界的に成長が頭打ちとなっている。

さらに、同レポートは、二〇一三年の市場規模を五一億ドル、うち北米三六億

図表2 種類別のクラウドファンディングの拡大

(単位：100万ドル)

	2010年	2011年	2012年	2013年 (推計)
寄付型	460.4	675.7	979.3	1,430.3
エクイティ型	49.9	88.9	115.7	165.9
貸付型	316.5	554.9	1,169.7	2,123.4
還元型	15.7	61.5	383.3	1,344.2
混合型	—	—	12.4	74.1
合計	842.5	1,381	2,660.4	5,137.9

(出所) massolution [2013] p.25およびp.29。ただし、元の2つのグラフを表に書き換え、合計額を算出した。

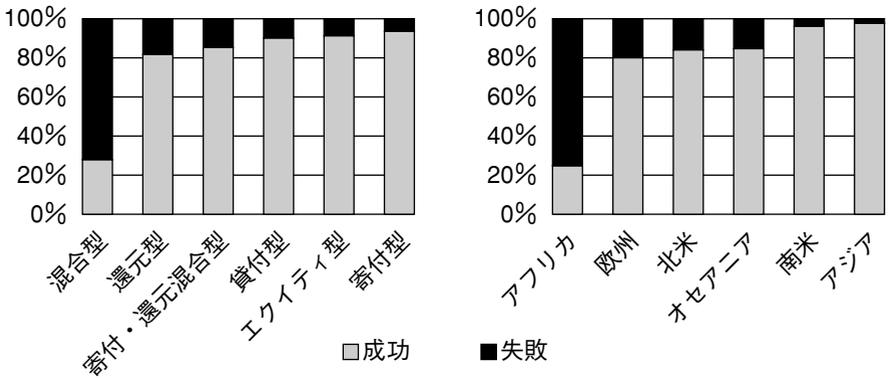
九八二〇万ドル、欧州一三億三〇〇万ドル、その他地域一億九七〇万ドルと推計している⁽¹²⁾。時に、北米のクラウドファンディングの急成長の要因として、貸付型の成長を指摘している⁽¹³⁾。逆に、エクイティ型は欧州で成長しているが、北米の貸付型に比べると市場規模は小さなものである。さらに、北米と欧州以外の地域では、今のところクラウドファンディングはまだ新規の概念であるが、今後三年以内に急成長するものと推測している⁽¹⁴⁾。

また、二〇一二年には、全世界で一〇万件的キャンペーンが実施され、その内訳は、北米六二・五万件、欧州四七・〇万件、その他地域〇・八万件であった。また、タイプ別では、寄付型六八万件、貸付型二五万件であり、その割合は寄付型六二%、貸付型二二%、寄付・還元混合型一五%、その他一%であった⁽¹⁵⁾。タイプ別のキャンペーン規模の中央値は、寄付型二四〇〇ドル、寄付・還元混合型二三〇〇ドル、還元型二三〇〇ドル、貸付型四七〇〇ドル、エクイティ型一九万ドルであった⁽¹⁶⁾。

3 キャンペーンの成功率と活発さ

キャンペーンの成功率については、図表3の通りである。前述の通り、寄付型の場合、TPSを採用していないものが多いため、資金が支払わ

図表3 キャンペーンの成功率

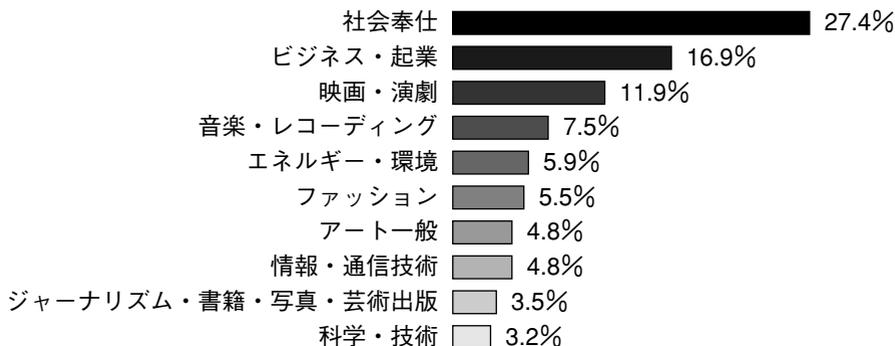


(出所) massolution [2013] p.39

れる可能性が高くなり、成功率も九四％に達している。

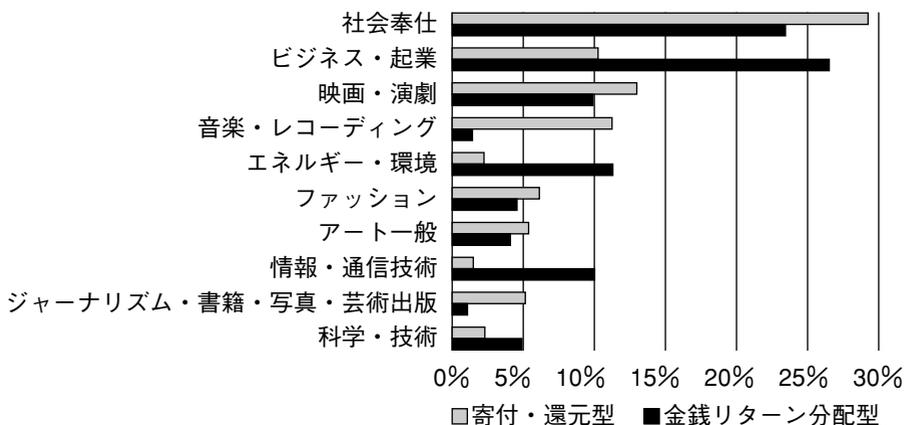
また、同レポートでは、プラットフォームの活発さ(activity)について、キャンペーンの成功件数と個々のカテゴリの資金調達額という二つのパラメータを使って測定し、一〇のカテゴリについて、図表4にその結果を示している。ただし、このデータで示されている百分率の計算根拠は示されていない。また、寄付・還元型と金銭リターン分配型という二つのタイプ別に、各カテゴリの活発さを示したものが図表5である。

図表4 プラットフォームの活発さ（各カテゴリー別）



(出所) massolution [2013] p.41

図表5 プラットフォームの活発さ（2タイプ別）



(出所) massolution [2013] p.43

る。ここでも図表4と同様に、社会奉仕が最も高い数値を示している。また、社会奉仕やアート系の分野では、寄付・還元型の活発さが比較的高いのに対し、ビジネス・起業、エネルギー・環境、情報・通信技術の分野では、逆に金銭リターン分配型の数値が高くなっている。このことは、前者のカテゴリーの資金提供者が金銭的なリターンよりも、社会貢献やあるいは趣味・趣向を動機として資金提供している割合が高く、逆に後者のカテゴリーの資金提供者は金銭的リターンを重視して資金提供していることを裏付けるものと考えられ、興味深い結果を示している。

さらに、これらのカテゴリー別の活発さについて、寄付型、還元型、貸付型、エクイティ型、ロイアリティ型という五タイプ別に示したのが、図表6である。

4 クラウドファンディングの法規制

同レポートでは、クラウドファンディングの法的枠組みについて、一五か国の現状をサーベイし、その結果が図表7として示されている。これを見ると、寄付型および還元型は、法的規制に抵触することはまれであるが、投資型、特にエクイティ型は、法的な課題に直面する機会が多い。というのは、ローンやエクイティのような投資ビークルへの勧誘は、たとえ少額であっても高度に規制されているからである。その結果、エクイティ型のクラウドファンディング

図表6 プラットフォームの活発さ（5タイプ別）

	寄付型	報酬型	貸付型	エクイティ型	ロイアリティ型
社会奉仕	32.6	17.7	12.5	23.3	15.6
映画・演劇	14.1	17.7	—	14.6	12.5
ビジネス・起業	12.8	16.3	54.2	29.1	32.3
音楽・レコーディング	9.3	11.1	4.2	—	—
アート一般	7.9	8.2	4.2	—	—
エネルギー・環境	—	—	25.0	5.1	12.5
情報・通信技術	—	—	—	14.9	—
ファッション	—	—	—	—	10.4

(注) 元の5つのグラフをひとまとめにした。

(出所) massolution [2013] p.45-49

は容易でなく、主要市場でもそのアベイラビリティは限定されている。ただし、当該プラットフォームが、適格投資家のためのブローカー・ディーラーのような、既存の販売体制下で運営されているような場合は例外である。さらに、規制上の障害のためにユーザーは直接投資先のエクイティを購入できないこともある。その場合、迂回手段として、クラウドファンディングのプラットフォームは、間接的な投資ルートとして、ファンドのような特別目的のビークルを組成することもある。あるいは、ノミニー株主という法的形式を採用する場合や、株式の代わりに、一種の疑似エクイティが提供される場合もある¹⁷⁾。

なお、これらの国々では、クラウドファンディングに関する規制・制度面の発展が見られるものの、法律、規制のギャップ、政策面の消極性などといった点で、いまだに不適切な面が残っている。しかし、政府も業界も協力して、適切なクラウドファンディング規制を見出す必要がある。なお、図表8は、各国の専門家に対して、自

図表7 クラウドファンディングに関する各国の法規制

国名	エクイティ型	報酬型	貸付型	ロイヤリティ型	寄付型
USA		○	○		○
カナダ		○	○	○	○
メキシコ		○	○		○
UK	○	○	○	○	○
オランダ	○	○	○	○	○
スペイン		○	○		○
フランス	○	○	○	○	○
オーストリア	○	○		○	○
ドイツ	○	○	○	○	○
オーストラリア	○	○	○		○
中国		○			○
香港	○	○	○	○	○
イスラエル		○			○
ロシア	○	○	○	○	○
トルコ		○			○

(注) 元の図表では、○印の箇所は、記号「✓」となっており、その記号の意味は示されていないが、法規制が障害となっていないことを示しており、空欄は何らかの法規制があり、それが障害となっていることを示していると思われる。

(出所) massolution [2013] p.59

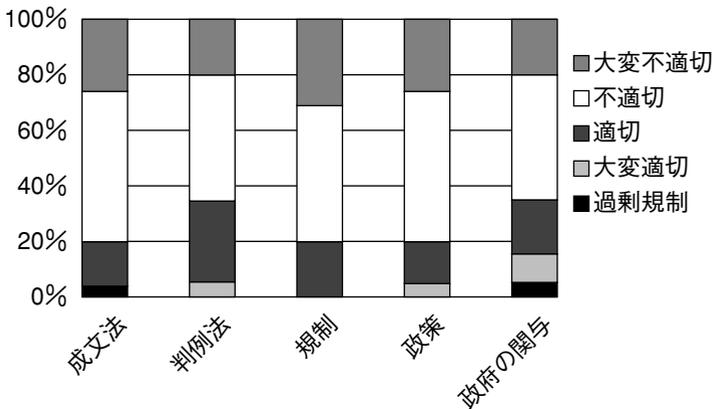
国の法的規制および政府の関与が適切かどうかを調査した結果をまとめたものである。これによると、現行法や規制に関する評価は必ずしも高くないことがわかる。

5 直接型クラウドファンディング

同レポートでは、クラウドファンディングの新しいあり方として、直接型クラウドファンディングを指摘している⁽¹⁸⁾。つまり、現状のクラウドファンディングでは、キャンペーンのオーナーには、キャンペーンが成功した場合、一定のコミッションが課せられることになるが、キャンペーンのオーナーにとって、この費用が必ずしも価値があるものと思われない場合もある。その結果、キャンペーンのオーナーは自分自身の独立のプラットフォームでキャンペーンを実施するという判断を下す場合がある。これが直接型クラウドファンディングであるという。

同レポートでは、直接型クラウドファンディングの事例として、Lockitronの事例を紹介している⁽¹⁹⁾。この事例では、同社は直接の事前オーダー制、すなわち事後に一九九ドルを支払う代わりに顧客は一四九ドルを事前に支払うという制度を提示し、大きな成功をおさめ

図表 8 法的規制および政府の関与の適切さについての総合評価



(出所) massolution [2013] p.64

た。その際、資金調達者は、三〇日間で総額二二七万八八九一ドル、一万四七〇四件の事前オーダーを受け取った。このように同社は、直接型の報酬型クラウドファンディングを利用した、最初の成功事例を示すことでブレイクスルーを達成した。この事例をクラウドファンディングの進化形と理解すべきか、それともクラウドファンディングの次の段階はデイスインターミディエーションの形態をとると理解すべきなのか明らかではないと、同レポートは論評している。⁽²⁰⁾さらに、同レポートは、このような直接型クラウドファンディングについて、仲介者をバイパスすると、資金提供者にとって詐欺のリスクが高まる。つまりクラウドファンディングのプラットフォームは、各プロジェクトを事前に審査し、資金提供者が詐欺にあわないように尽力していることを指摘しつつも、その反面、大半のキャンペーンの支持者は、通常友人や家族から構成されており、キャンペーンオーナーはその人たちと強い絆を持っているため、信用保証はそれほど重要ではないという点も指摘し、そのような中で、クラウドファンディングのプラットフォームが、実際にどの程度重要なのかという疑問を提示している。その上で、同レポートでは、クラウドファンディングの基本は、キャンペーンオーナーとクラウドとの間の対話と思想の共有であり、Locationの事例は、仲介者なしにそのような相互関係が形成できることを示している⁽²¹⁾。このような事例が、今後どの程度普及するのかは、明らかではないが、クラウドファンディングの今後の展開を考える上で、興味深い事例であることは間違いないだろう。

6 最近の変化

同レポートは、最近の変化として、以下の点を指摘している。

① 世界的な展開…世界全体でのクラウドファンディングのプラットフォームの新規設立状況を見ると、事業開

始ベースでは、北米と欧州がともに全世界の四二・三%を占め、圧倒的な割合を占めており、アジア六・七%、南米四・三%、オセアニア二・四%、アフリカー・九%を大きく引き離しているが、事業開始前のプラットフォームを見ると、北米五一・九%で、他を圧倒している状態は変わらないが、欧州二六・〇%、アジア一〇・四%、南米七・八%、アフリカー二・六%、オセアニア一・三%となっている。なお、北米で事業開始前のプラットフォームが多いのは、金銭リターン分配型のクラウドファンディングに関する規制枠組みが定められておらず、準備段階であることを示すものと指摘している。逆に、アジア、南米、アフリカでは、規制の不確実さによって新規の事業開始が妨げられていると指摘している。⁽²²⁾

② ニッチ・プラットフォーム・同レポートでは、二五〇を上回る事業開始前のプラットフォームに関して、そこから代表的な八五を選び出し、分析したところ、そのうち四〇のプラットフォームはニッチ、つまり特定の専門分野に焦点を当てたプラットフォームとして事業開始予定であった。⁽²³⁾ ニッチ別の内訳は、社会・個人福祉三八%、ビジネス・起業二五%、科学・技術一五%、アート一般一二%、映画・演劇五%、住宅・不動産・地域開発五%である。なお、ビジネス・起業が二五%と相対的に高い割合を占めていることは、米国のJOBS法制定以降、起業のための資金調達手段として、クラウドファンディングが注目されていることが背景となっていると指摘している。⁽²⁴⁾

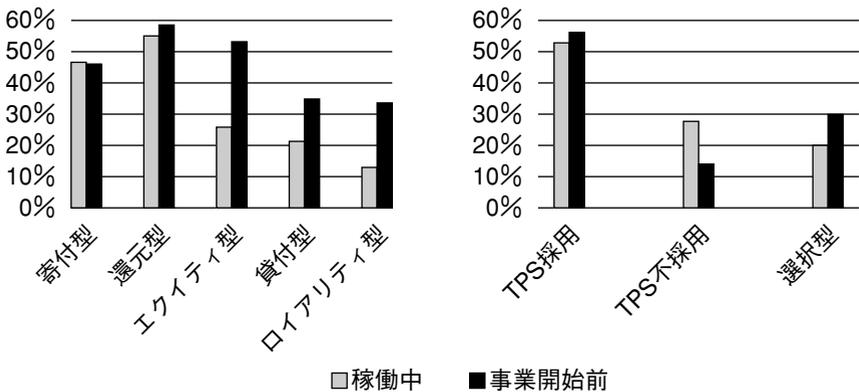
③ クラウドファンディング・モデルとTPS・同レポートが調査対象としたプラットフォームでは、現在稼働中のプラットフォームのうち五五%近くは、寄付型、還元型など五タイプのクラウドファンディングのどれか一つに分類されるが、逆に事業開始前のプラットフォームでは、三七・五%だけしかこれらのタイプに当てはまらず、より多種多様なもの、あるいはハイブリッドなものとなっている。⁽²⁵⁾ さらに、事業開始前のプラットフォーム

ホームでは、エクイティ型、貸付型、ロイヤリティ型といった金銭的リターンをとまなうクラウドファンディングのタイプの割合が現状よりも増加していることも指摘している(図表9左参照)。このことは、起業ファイナンスの分野において、伝統的な資金調達手段のオルタナティブという観点から、クラウドファンディングへの関心が高まっていることを物語っていると論評している。⁽²⁶⁾

④ プラットフォームへの資金提供…クラウドファンディングに対する関心が高まり、メディアで成功事例が報道されるにつれて、クラウドファンディングのプラットフォーム自体も専門的な投資家層から注目されるようになってきている。同レポートでは、より容易な資金調達手段を得るために、金銭的リターンをとまなうクラウドファンディングを提供するプラットフォームの出現を予想する向きもあると指摘している。⁽²⁸⁾

⑤ 資金流入…最近、クラウドソーシング(crowdsourcing)が注目されるようになっており、二〇一二年、この分野へのベンチャーキャピタルやビジネスエンジェルの投資は、一三・六億ドルを上回ったことが指摘されている。クラウドソーシングと

図表9 クラウドファンディングのタイプ：稼働中と事業開始前の比較



(注) 左の図表は、現在稼働中および事業開始前の寄付型、還元型、エクイティ型、貸付型およびロイヤリティ型のプラットフォームから得られた数値である。右の図表は、現在稼働中および事業開始前のプラットフォームから得られたPTSに関する数値である⁽²⁷⁾。

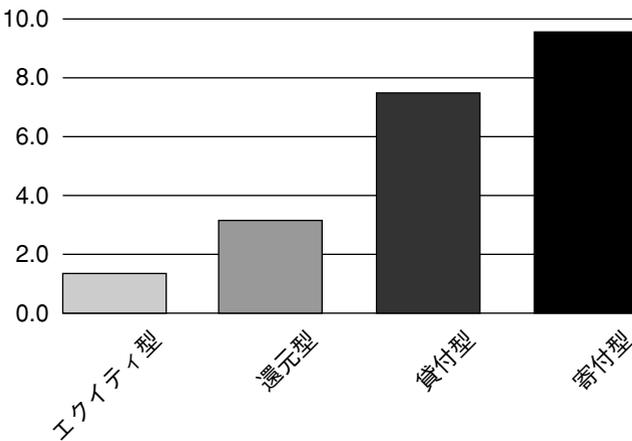
(出所) massolution [2013] p.75

は、「人材資源のクラウド化」であり、「インターネットを介して世界中の人材資源にアクセスして仕事の受発注が行われている」と説明されている。⁽²⁹⁾ ただし、クラウドソーシングの範囲は、必ずしも人材だけにとどまらず、知的財産などの経営資源全般を含み、本レポートでは、クラウドファンディングもそのうちの一分野とみなされているが、ベンチャーキャピタルやビジネスエンジェルによる投資は、全体の10%に過ぎなかったと報告している。⁽³⁰⁾ しかし、ベンチャーキャピタルの中には、クラウドファンディングに対して関心を持っているものもあり、その対象は主に貸付型および寄付型に特化したプラットフォームである。これらのプラットフォームはかなり普及拡大しており、その内容や成長性についても周知されている。逆に、エクイティ型は、規制の不確実性のために、資金流入は小さなものに過ぎない。プラットフォームのタイプ別に資金流入の比率を示すと、貸付型51%、寄付型29%、還元型13%、エクイティ型7%となっている。⁽³¹⁾ また、タイプ別の平均投資資金額は、図表10に示された通りである。

7 クラウドファンディング市場の今後の発展

同レポートでは、クラウドファンディング市場の今後の発展について、以下の方向性を示されている。⁽³²⁾

図表10 タイプ別の平均投資額 (単位：100万ドル)



(出所) massolution [2013] p.81

① ニッチ・プラットフォーム…各プラットフォームは、特定のタイプのキャンペーンオーナーに特化する傾向を示しており、ビデオゲーム、レコード芸術、演劇、不動産、食品・飲料、情報技術、ファッション、ジャーナリズムなどが挙げられる。この傾向は、今後も根強く続いていくと指摘している。

② 地域投資／コミュニティ・プラットフォーム…地域投資 (locavesting) という用語が登場し、⁽³³⁾クラウドファンディングとともに語られるようになっており、クラウドファンディングが、地域の投資を拡大させることが指摘されている。さらに、地域での資金調達は、事業者と投資家の信頼関係を強化し、両者はそれぞれに得るところが大きいと指摘している。

③ ハイブリッド・プラットフォーム…将来的にはクラウドファンディングのプラットフォームは寄付型、報酬等に分類されることはなくなり、プラットフォームは様々なクラウドファンディング・モデルを統合し、キャンペーンのオーナーのニーズに即して、モデルを設計するようになる。

④ 企業クラウドファンディングの採用に関心を持つようになってきている。例えば、将来の製品・サービスの需要調査としてクラウドファンディングを採用すれば、市場分析などにかかるコストを低減させることを指摘している。

⑤ クラウドファンディングの経済成長…歴史的には、クラウドファンディングは慈善事業と結びついて展開しており、マイクロファイナンスと結びついている。今後の段階は、マクロレベルでの経済発展へのステップアップである。その際、クラウドファンディングが主要な開発銀行・機関の活動に組み込まれるかどうか、そこでシナジー効果が発揮されるかどうか、さらにクラウドファンディングという手法が、経済発展に寄与するか

どうか、といった点が問われるようになる。

⑥ ライブ・クラウドファンディング・最後に、ライブ・クラウドファンディング (Live Crowdfunding) が特定の投資家のニーズに合致していることが指摘されている。ここでのライブ・クラウドファンディングについては、明らかではないが、一種のイベントと結びついたものであり、イベントとクラウドファンディングとの相互関係が、特定の起業家ニーズを充足するために進化すると指摘している。

まとめ

以上、本稿では、massolutionによる調査報告書をもとに、世界のクラウドファンディング市場の成長過程と現状を概観した。それを踏まえて、今後の日本でのクラウドファンディングの拡大に関して、いくつかの示唆的な点を挙げておきたい。

まず、最近の海外でのクラウドファンディングの成長は、貸付型と還元型の増加が大きく、逆にエクイティ型の増加は、必ずしも大きいとは言えないことが示され、エクイティ型の増加のためには、制度面の工夫や改革が必要であることが指摘されている。この点は、日本の現状にも当てはまるものと思われる。

次に、クラウドファンディングの活発さなどの特性に関しては、社会奉仕やアート系の分野では、寄付・還元型のプラットフォームが活発であるのに対し、ビジネス・起業、エネルギー・環境、情報・通信技術の分野では、逆に金銭リターン分配型が活発となっており、前者のカテゴリーの資金提供者が金銭的なりターンよりも、社会貢献やあるいは趣味・趣向を動機として資金提供している割合が高く、逆に後者のカテゴリーの資金提供者は金銭的リターンを重視して資金提供していることを裏付けるものと考えられる。したがって、日本でのクラウドフ

ファンディングの今後の展開もこのような特性上の差異に即したものとなると考えられる。

第三に、法規制や政策に関して、各国の専門家の評価は、必ずしも高いものではなく、むしろ低い評価しか与えられていないという結果が示されており、今後適切な規制のあり方を考える上で示唆的なものとなっている。クラウドファンディングの領域は、金融の領域であるとともに、その出現や参加者属性から見ると、ソーシャルネットワークの領域に属している面が大きい。つまり、クラウドファンディングの領域では、通常の金融・証券市場とは、異なるカルチャーや心性を持った参加者たちが主要な担い手となっている。そのような特性を踏まえた法規制や政策が検討されるべきであろう。

なお、日本の現政権や政策当局は、新興・成長企業の資金調達手段として、クラウドファンディングの活用を検討しているが、これについては、海外の実情も踏まえた、より詳細な検討が必要である。

注

- (1) これについては、拙稿「二〇一四」参照。
- (2) JOBS法成立およびその内容については、千田「二〇一二」、岩井「二〇一二」、金融商品取引法研究会「二〇一三」、野村「二〇一三」などに詳しい。
- (3) massolutionのHP、<http://www.massolution.com/about/>による。
- (4) massolution[2013] p.12
- (5) 寄付とは異なり、資金提供者に対して、当該事業やイベント等の成果が還元されるタイプを指しており、しばしば日本

本で「購買型」と称されるタイプとほぼ同じと考えられる。

- (6) 以下、Debtとされている場合もあるが、本稿では「貸付型」と表記した。
- (7) ロイヤリティ型とは、massolution [2013] p.49にちなみ、「キャンペーンオーナーが報酬を生み出す企業の利害 (stake) を提供するのではなく、報酬 (revenue) の分配を提示する」モデルを指し、最も新しいタイプであるという。
- (8) 両タイプについては、神山哲也 [二〇一三] 一七九頁、参照。
- (9) massolution [2013] p.20
- (10) massolution [2013] p.23-24
- (11) massolution [2013] p.25
- (12) massolution [2013] p.27
- (13) massolution [2013] p.28
- (14) massolution [2013] p.28
- (15) massolution [2013] p.32-33
- (16) massolution [2013] p.34
- (17) massolution [2013] p.58-59
- (18) massolution [2013] p.66
- (19) massolution [2013] p.66-67
- (20) massolution [2013] p.66-67
- (21) massolution [2013] p.68
- (22) massolution [2013] p.73

- (23) massolution [2013] p.74
- (24) massolution [2013] p.74
- (25) massolution [2013] p.75
- (26) massolution [2013] p.76
- (27) 左の図表は、二タイプ以上にまたがっているプラットフォームがかなり含まれているので、全体の合計は一〇〇%を超えらるものと思われる。他方、右の図表は、この三分類のうちどれか一つに区分されるので、合計は一〇〇%になつてゐると思われる。
- (28) massolution [2013] p.77
- (29) 比嘉・井川 [二〇一三] 71-74/2649 (電子版)
- (30) massolution [2013] p.80
- (31) massolution [2013] p.80
- (32) massolution [2013] p.83-86
- (33) 下記のlocavestingという用語は、経営・金融ジャーナリストのAmy Corteseが二〇一一年に出版した著書「Cortese [2011]」の中で「地域的な投資の革命」がいかにして出現するかという文脈の中で使ったとされる。

参考文献

・ 神山哲也 [二〇一三]「米国におけるクラウド・ファンディングの現状と課題」『野村資本市場クォータリー』第一六巻第四号、二〇一三年春、一七四～一八〇頁

- ・ 神山哲也 「二〇一三」 「欧米におけるクラウドファンディング市場の現在」 『金融財政事情』 三〇三三三号、二〇一三年七月五日、二〇～二三頁
- ・ 金融審議会 「二〇一三」 「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ報告」 二〇一三年二月二十六日、一～二三頁
- ・ 比嘉邦彦・井川甲作 「二〇一三」 『クラウドソーシングの衝撃』 二〇一三年、インプレスR&D（電子版）
- ・ 松尾順介 「二〇一四」 「投資型クラウドファンディングとリスクマネー供給」 『証研レポート』 一六八二号、二〇一四年二月、一～一九頁
- ・ Cortese, A. [2011] *Locavesting*, John Wiley & Sons, Inc., (digital version)
- ・ massolution [2013] "2013CF The Crowdfunding Industry Report", <http://research.crowdsourcing.org/2013cf-crowdfunding-industry-report>, pp1-92

（まつお じゅんすけ・客員研究員）