

不動産クラウドファンディングの現状と可能性

松尾 順介

様々な分野でクラウドファンディングの活用が見られるようになってきているが、海外では、不動産クラウドファンディングの成長が見られる。海外については、必ずしもデータが十分でないが、イギリスでは、The Cambridge Centre for Alternative Finance (CCAF) がデータを公表しており、それによると不動産クラウドファンディングの顕著な増加が示されている。

他方、日本でも、不動産クラウドファンディングのプラットフォーム運営会社が登場し、今後の動向が注目される。

さらに、日本では地域活性化が重要な政策課題となっていることから、その手法として、不動産クラウドファンディングの活用も考えられる。

そこで、本稿では、まずイギリスの不動産クラウドファンディングの状況を紹介した上で、日本の不動産クラウドファンディングの運用会社の取組を考察し、今後地域活性化の手法という観点から、不動産クラウドファンディングの利用について検討する。

1 イギリスの不動産クラウドファンディング

不動産クラウドファンディングに関する世界全体のデータは、入手できなかったが、イギリスに関しては、前

述のように、CCAFがデータを公表している。以下、直近のレポートに基づいて、イギリスの現状を紹介する。

CCAF「二〇一八」によると、イギリスのオンライン・オルタナティブ・ファイナンスの市場規模は、年々増加しており、二〇一七年は三五%増で、六一・九億ポンドとなっている。なかでもP2P事業融資は、最も大きな割合を占めており、六六%増で二〇億ポンド、P2P消費者融資は、一四億ポンド、P2P不動産融資は一億ポンドとなっている。また、株式投資型クラウドファンディングは二%増の三億三三〇万ポンド、社債投資型クラウドファンディングはやや減少し、七九〇〇万ポンド、それに対して不動産クラウドファンディングは、約二〇〇%増の二億一〇〇万ポンドに達している。⁽¹⁾

同レポートは、不動産クラウドファンディングに関して、以下の点を指摘している。

まず、不動産クラウドファンディングの市場規模は、二〇一六年七一〇〇万ポンドから二〇一七年には一九七%増の二億一〇〇万ポンドに増加した。CCAFは、二〇一五年から不動産クラウドファンディングの市場規模を集計しており、それによると二〇一五年八七〇〇万ポンドであったのが、二〇一六年には七一〇〇万ポンドと一八%低下しており、二〇一七年に急増したことがわかる。⁽²⁾

次に、不動産クラウドファンディングの申請認可率は、一三%とされている。⁽³⁾ここである、申請認可率とは、プラットフォームに資金調達を申請した資金調達案件に占める認可件数の割合であり、資金調達の成功率ではない。ちなみに、二〇一七年の申請認可率は、P2P事業融資二%、P2P不動産融資三三・六%、株式投資型三二・六%、購入型二八%である。⁽⁴⁾

第三に、認可後に資金調達に成功した割合は、二〇一六年九六%から二〇一七年五三%へと下落している。反復的な資金調達案件の割合は、二〇一六年二九%から二〇一七年五九%へと上昇している。逆に、反復的な投資

家の割合は、七八%である⁽⁵⁾。

第四に、投資案件に顕著な変化が見られないプラットフォームの割合は、六〇%を占めており、若干の変化が見られたプラットフォームの割合は四〇%である。また、プラットフォームのビジネスモデル自体のイノベーションに関しては、全く変更なし、若干の変更あり、大きな変更ありという回答がそれぞれ三三%である⁽⁶⁾。

第五に、資金提供者の機関化現象が指摘されており、その割合は、P2P事業融資四〇%、P2P消費者融資三九%、P2P不動産融資三四%となっており、不動産クラウドファンディングは三三%となっている⁽⁷⁾。

第六に、女性の資金調達者の割合について、二〇一五年から二〇一七年にかけての変化が示されており、以下の結果となっている。P2P事業融資二二%→一四%、P2P消費者融資二六%→三〇%、購入型四〇%→五六%、寄付型六五%→三六%、株式投資型八%→一二%となっており、不動産クラウドファンディングは、二〇一六年二〇%から二〇一七年三三%となっている⁽⁸⁾。また、女性の資金提供者については、P2P事業融資三四%→一七%、P2P消費者融資三〇%→二五%、購入型四六%→三八%、寄付型五六%→三七%、株式投資型二四%→一一%などとなっており、不動産クラウドファンディングは、二〇一六年二二%から二〇一七年三九%となっている⁽⁹⁾。いずれも女性の割合が上昇していることがわかる。

第七に、国外からの資金の流入入については、規制の影響もあるため限定的であり、流入入ありと回答したプラットフォームの割合で見ると、P2P事業融資では、流入二・五%、流出〇%、P2P消費者融資では流入二六%超、流出〇%、P2P不動産融資では流入九%、流出五%、購入型では流入五六%超、流出〇%、株式投資型では流入九%、流出一六%となっており、不動産クラウドファンディングは、流入一四%、流出一二%となっている⁽¹⁰⁾。

規制の適切さについては、プラットフォームからの回答が融資型プラットフォームと投資型プラットフォームとに大別された上、二〇一六年と二〇一七年の変化が示されており、融資型については、適切・妥当八八%↓八三%、不適切・過小七%↓五%、過剰五%↓四%となっており、投資型についてもほぼ同様である。不動産クラウドファンディングは、後者に含まれていると思われるが、それほど大きな規制上の障害はなさそうである。⁽¹¹⁾

2 ロードスターキャピタルの取組

まず、国内での不動産クラウドファンディングの事例として、ロードスターキャピタル株式会社の取組について紹介する。⁽¹²⁾

同社は、二〇一二年三月に設立され、本社…東京都中央区、資本金…一三億六九百万円、役員員…五四名、免許・登録…投資運用業、第二種金融商品取引業、投資助言・代理業、宅地建物取引業、総合不動産投資顧問業である(二〇一八年二月三十一日現在)。

同社の事業部門は、次の四領域となっている。

① クラウドファンディング事業

二〇一四年九月、同社は、不動産特化型としては、日本初となるクラウドファンディング・プラットフォーム、OwnersBookの運営を開始した。後述するように、投資家は不動産担保付の貸付型ファンドに投資し、そのリターンを受ける仕組みであり、さらに、二〇一八年八月、エクイティ投資型を導入しており、これは同社の特徴の一つとなっている。

② コーポレートファンディング事業

東京都心を中心に、自己資本でオフィスビル、複合ビル、マンションなどを保有しており、同社HPには、一九棟の概要が掲載されている。同社はこれらを管理運営するとともに、一部の案件については最適なタイミングで売却し、売却益・譲渡益を確保しているとされる。

③ 仲介・コンサルティング事業

仲介業務においては、精緻なマーケット分析に基づいて、的確な情報を提供するとともに、確実な決済遂行を行う。また、コンサルティング業務では、不動産ビジネスの世界で豊富な経験を有する同社社員が、不動産の売買や管理・運営に対するコンサルティングを行う。

④ アセットマネジメント事業

アセットマネジメント事業では、投資用不動産の管理・運用などを代行する。具体的には、不動産投資の戦略策定から、物件の取得、保有時の収益管理、売却実務まで、長期間にわたるサポートを行う。不動産金融の最前線でキャリアを積んだプロフェッショナルが、顧客に代わって、投資効率の拡大と収益の最大化に努める。

同社は、不動産ビジネスと金融およびIT技術とを組み合わせることによって、不動産投資の活性化を目指しているが、不動産クラウドファンディングの取組は、少額からの投資を可能にし、一般投資家に資産運用の選択肢を提供する重要な手法と位置付けられている。

同社の不動産クラウドファンディングの取組は、最低投資金額を一万円に設定している点に特徴がある。同社は、この点について、次の二点の目的があると説明している。

① 一般の投資家が手軽に不動産に投資できるようにする。高齢者になって、退職金等でまとまった投資資金を

得てから不動産に投資しても、長期的に資産価値の拡大を享受することは難しいが、二〇代から資産運用を開始すれば、長期運用が可能になる。そのためには、余裕資金が少ない若年層でも投資できるように、投資単位を引き下げる必要がある。

② より多くの投資家を集めることで、クラウドファンディング市場の拡大に貢献する。今後クラウドファンディングが日本社会に浸透・定着していくためには、個人投資家にその有効性や効果が認識される必要があり、そのためには最低投資単位を引き下げる必要がある。

また、同社の不動産クラウドファンディング・プラットフォームは、OwnersBookと命名されているが、その由来は「気にいった案件を一冊の本のように所有し、友達と共有することで投資生活をより豊かで楽しいものにしてほしい」という想いによるものとされる。OwnersBookに登録されている投資家会員数は約一万六〇〇〇名（二〇一八年十二月時点）。投資家は物件のオーナーまたは債権者と同等の地位を得ることができただけでなく、利用者同士がSNS等を通じて対話できる、コミュニティも形成される。特に、このコミュニティでは、投資家同士がOwnersBookの会員として、実名での参加を前提に「友達」となり、情報、知識および経験を共有し、投資スキルを磨き、「賢い投資家」となることができ、ひいては市場の健全性も向上するという。

さらに、投資対象の一つとして、東京都心のオフィスビルを想定している。その理由としては、①東京オリンピック・パラリンピックに向けて市場が堅調に推移すると予想されること、②同社がオフィス分野を強みとしており、オフィス投資分野での経験豊富なスタッフを有していることが挙げられる。

同プラットフォームでの投資実績は、八四億円を上回り、その実績利回りは、四・五％～一四・六％という⁽¹³⁾。ただし、物件の売却益が発生していない場合、平均的には四～六％（年換算）の案件が多く、必ずしもハイリタ

ーンではないが、これは投資家のリスクを極力抑えた結果であると説明している。

また、同社では、貸付型とともにエクイティ投資型も採用している。両者のスキームは、以下である。

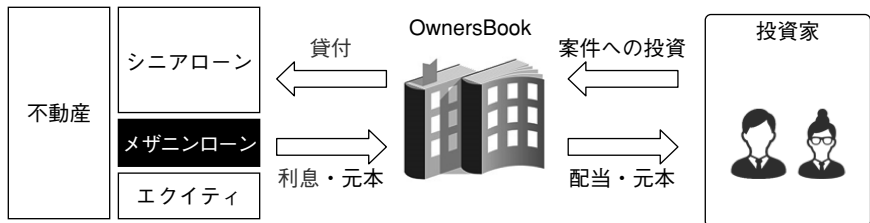
同プラットフォームの募集案件は、募集予定および償還完了案件を含めると、現在、一四六件に達している。このうち、貸付型は一四五件、エクイティ型是一件である（二〇一九年三月一日現在、HP掲載案件ベース）。

このうち貸付型の例として、直近の案件の内容は、以下の通りである。

- ① ファンド名…中野区商業ビル第一号ファンド第一回
- ② 募集総額…八六五〇万円
- ③ 運用タイプ…貸付（シニア／メザ

図表 1 OwnersBookにおける貸付型とエクイティ型のスキーム

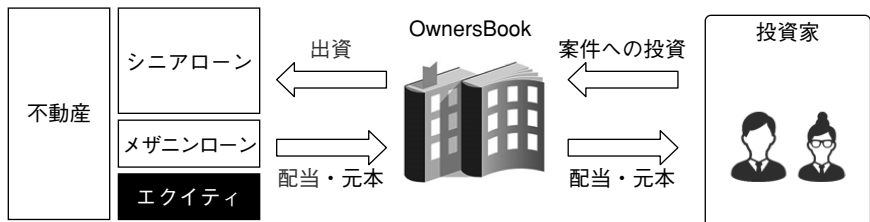
貸付型



貸付型は、クラウドファンディングで集めた資金を使って、お金を借りたい企業に対して不動産を担保にとって融資をします。投資家の皆様は融資に対する利息と元本をOwnersBookから配当として受け取ります。

※OwnersBookでは、シニアローンとメザニンローンの場合があります。

エクイティ型



エクイティ型は、クラウドファンディングで集めた資金を使って、単数または複数の特別目的会社（SPC）を経由して、不動産信託受益権を購入します。投資家の皆様は物件の運用中の賃料収入や不動産信託受益権の売却による売却益をOwnersBookから配当として受け取ります。

（出所）同社HP、<https://www.ownersbook.jp/faq/detail/183/>

③ 子ファンド営業者は、上記二社からの出資金と金融機関から調達するノンリコースローンとを合わせた資金で、投資対象である収益物件「秋葉原成信ビル」の不動産信託受益権を購入し、一定期間運用した上で売却する。④ ロードスターキャピタルは、LD1 合同会社との間で、私募取扱契約、私募取扱に係る業務委託契約、投資一任契約（アセット・マネジメント契約）を結び、匿名組合出資の私募の取扱いおよび投資運用業務を受託している。⑤ ロードスターキャピタルは、合同会社オーナーズブック神田須田町との間で、投資一任契約（アセット・マネジメント契約）を結び、投資運用業務を受託している。

③ 想定運用期間…三五ヶ月間（二年一ヶ月間）

ただし、子ファンド営業者による運用資産の売却時期により早期に終了する場合、または不動産市況等により延長する場合がある。

④ 計算期間…毎年八月一日～翌年七月三十一日（年二期）

⑤ 運用報告…年一回（毎年九月末日予定）

⑥ 分配時期…年一回（毎年九月末日予定）、匿名組合出資持分に応じた会計上の損益および現金を分配する。ただし、初回の分配は二〇一九年九月末日（予定）とする。

⑦ 現金分配方法…分配金額から源泉徴収税額（二〇・四二％相当）を控除した後の金額を、振込手数料受取人負担にて投資家の指定銀行口座へ振り込む。

⑧ 予想分配金利回り…IRR（内部収益率）七・〇〇％（税引前）、Multiple（投資倍率）一・二三倍

以上のように、同社は不動産投資会社としての実績と資本力を基盤に、不動産クラウドファンディングに取り組んでいるといえる。

3 ビットリアルティの取組

次に、ビットリアルティ株式会社の取組について紹介する。⁽¹⁴⁾

同社は、二〇一七年六月に設立され、本社…東京都港区、資本金…四億九五〇〇万円、登録…第二種金融商品取引業、株主…ケネデイクス株式会社および野村総合研究所である（二〇一九年一月現在）。

なお、ケネデイクス社⁽¹⁵⁾は、一九九五年に設立された、国内最大の独立系の不動産アセットマネジメント会社で、本社…東京都千代田区、資本金…四〇三億円、従業員三〇四名（連結）、東証一部上場である。年金基金など国内機関投資家や外資系投資家からの運用受託、中規模オフィス、賃貸住宅、ヘルスケア、ホテル、商業施設、物流施設など六つの分野を投資対象とするJ・R・E・I・T（上場）、大規模オフィス等を対象とする私募R・E・I・T、および多数の私募ファンドを運用しており、その受託資産残高は、約二兆円（二〇一七年二月末現在）とされる。また、同社は、不動産と金融との二領域のプロフェッショナル集団を標榜し、その特徴として、ファンド組成から出口まで、アセットマネジメントのワンストップ・サービスを提供できることが挙げられる。つまり、デューデリジェンス、アクイジション、ファイナンス、リーシング、エン지니어リング、デイスポジションなど、総合的なアセットマネジメントサービスをグループ内の様々な専門家やチームが提供できる点である。

他方、野村総合研究所は、周知の通り、国内最大手のシンクタンクであり、ITソリューション事業を中心に、コンサルティングやIT基盤サービスを手掛けている。

このようなビットリアルティの株主構成は、単なる資本構成でなく、不動産・金融・ITの融合という同社のビジネスモデルを示すものとなっていると思われる。

ビットリアルティの事業内容は、不動産に係る投資型クラウドファンディング・プラットフォームの運営であ

り、不動産以外のクラウドファンディングは取り扱っていない。また、クラウドファンディング以外の不動産関連業務も扱っておらず、日本初の不動産型クラウドファンディング・プラットフォーム運営専門会社である。

同社は、その特徴として、次の四点を挙げている。

① 非上場の不動産投資商品への直接アクセス…通常の不動産投資は、多額の資金が必要であるとともに、管理の労力やコストがかかる。また、J-REITは、少額からでも投資でき、管理の労力やコストが不要であるものの、上場市場の影響が大きく、価格変動リスクに晒される。しかし、同社のファンドの場合、少額からでも投資でき、管理の労力・コストが不要であるだけでなく、上場市場の影響を受けない。

② 不動産の専門家による目利き…ケネディクスのノウハウを最大限に活用し、不動産の専門家による裏付けされた、高度な不動産マネジメントによって、高品質で魅力的な投資商品を厳選する。

③ 徹底した資金管理と投資先の高い透明性…顧客信金をファンド毎に個別に分別管理し、倒産隔離するとともに、各ファンドの投資物件について徹底的に情報開示し、投資家が物件の詳細を把握できるようにする。

④ データとテクノロジーを活用した安心・安全な取引システム…テクノロジーの活用において、野村総合研究所のノウハウを最大限に活用しつつ、積極的にさまざまな不動産テック系サービスとのオープン・イノベーションを図ることにより、新しい不動産投資の選択肢を投資家に提供する。

現在、同社の募集したファンドは、二本であり、うち一本は募集を終了し、もう一本は募集中である（二〇一九年三月一三日現在）。

第一号ファンドである、「レム六本木ビル第一回ローンファンド」の概要は、以下である。

① 募集総額…一億六〇万円

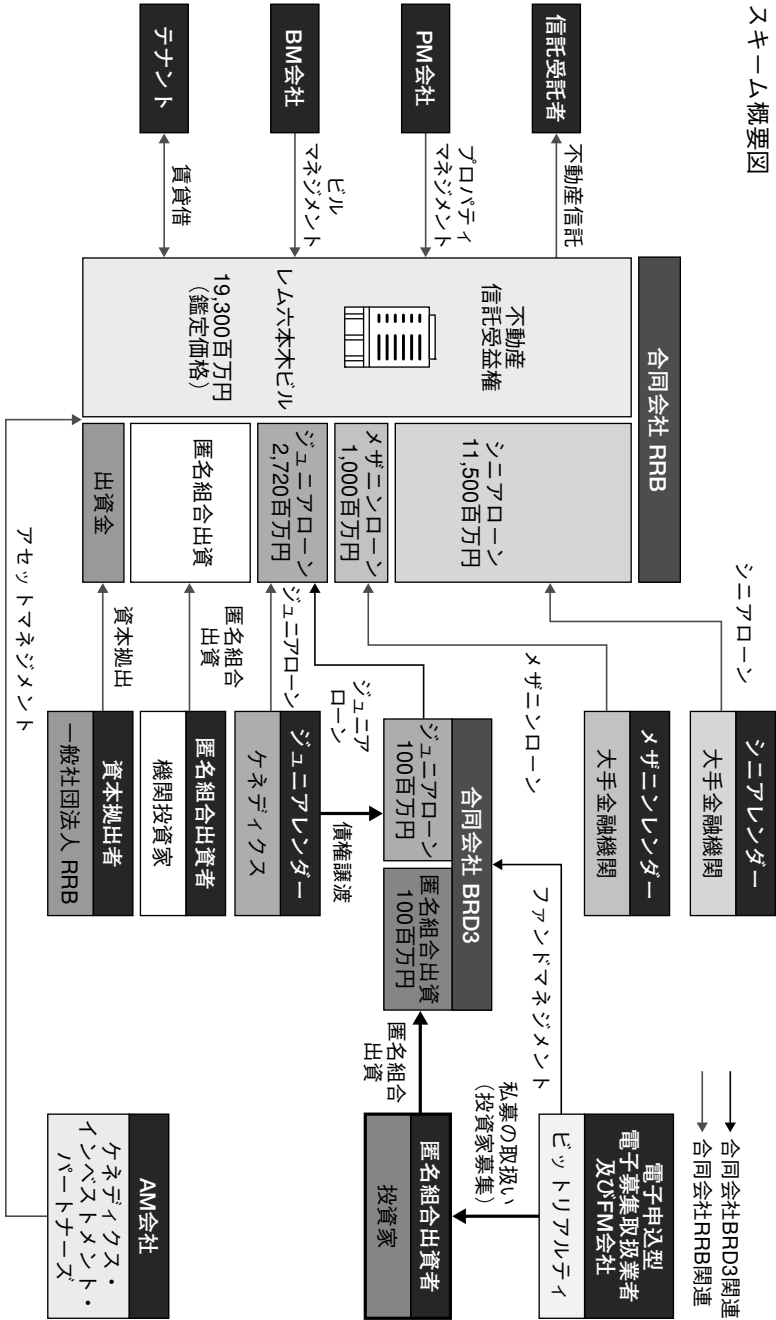
- ② ファンド成立下限額…九〇五四万円（募集総額の九〇％）
 - ③ 一口の金額…一〇万円
 - ④ 最低投資口数…一〇口
 - ⑤ 最低投資金額…一〇〇万円
 - ⑥ 募集期間…二〇一九年一月二九日一二・〇〇～二〇一九年二月七日一八・〇〇
 - ⑦ 投資実行予定日…二〇一九年二月二〇日
 - ⑧ 予定運用期間…約七ヶ月
 - ⑨ 利益配当…七ヶ月後一括
 - ⑩ 想定利回り…二・三％（年換算）
 - ⑪ 償還方法…七ヶ月後一括返済
 - ⑫ ファンド終了予定日…二〇一九年九月三〇日
- 次に、その投資対象は、以下である。
- ① レム六本木ビル…東京都港区六本木七丁目一四番四号
 - ② 敷地面積…一六二・一七²m²、延床面積…一万三六七六・〇七²m²、地下一階地上二階
 - ③ 建物用途…ホテル、店舗（四テナント）
 - ④ 稼働率…一〇〇％（二〇一八年一月三〇日現在）

また、そのスキームは、以下である。

なお、同社の第二号ファンドは、「レム六本木ビル第二回ローンファンド」であり、募集総額五億五〇万円、

スキーム概要図

図表 2 レム六本木ビル第1回ローンファンドのスキーム



(出所) 同社HP、<https://www.bit-realty.com/funds/1/> (2019年3月13日アクセス)

予定運用期間一年、想定利回り二・六％（年換算）、最低投資金額一〇〇万円（一口一〇万円）となっている。

また、同社の説明では、この二案件の運用期間は、比較的短期であったが、今後は投資家の反応を見ながら、より長期の案件の募集についても検討するとのことである。

4 地域活性化と不動産クラウドファンディング

最近、クラウドファンディングの周知性が高まるにしたがって、地域活性化の手法としてクラウドファンディングの利用が地方自治体など、様々な機関や組織で検討されており、具体的な導入事例も見られるようになって⁽¹⁶⁾いる。今後は、不動産クラウドファンディングの利用も検討されるものと思われるが、不動産クラウドファンディングを地域活性化に利用する場合、様々な課題があることも踏まえておく必要がある。

ここで課題として挙げられるのは、以下の三点である。

まず、地域活性化の対象となるのは、空き店舗の目立つシャッター商店街あるいは空き家ばかりの住宅地などであり、そのままではキャッシュフローを生まず、投資資金を誘引することが難しいという点である。前節の取組事例からも明らかなように、不動産クラウドファンディングの投資家は、リスク・リターン観点から投資しており、地域活性化の対象となる案件は、それに適していると言い難いものが大半であろう。実際、文化的な価値のある建造物であっても、その維持管理コストを上回るリターンをあげることは容易でないとと思われる。

次に、クラウドファンディングの特徴として挙げられるのは、資金提供先に対する共感や価値観の共有であるが、いうまでもなく不動産は物件であり、そのままでは人々の共感の対象とはならない。したがって、不動産が共感や共通の価値観の対象となるためには、その不動産に何らかのプロジェクトを付加し、それによって共感を

呼び起こす必要がある。

第三に、地域活性化の難点として、面的な活性化の難しさが挙げられる。つまり、特定の事業者や案件だけを活性化しても、地域全体の面的な活性化につながらないだけでなく、地域全体の活性化なしには、特定の案件の活性化も難しいという点である。つまり、特定の案件の活性化と地域全体の活性化を連動させる必要があるが、それは容易ではない。

このような難点を踏まえた上で、参考になるのが、最近大阪市内および東大阪市内で店舗展開し、メディアでも再三取り上げられている、SEKAI HOTEL株式会社の取組である。現時点で同社は、不動産クラウドファンディングのみならず、クラウドファンディングの取組を行っていないが、同社の展開するビジネスモデルは、不動産クラウドファンディングと親和的であると考えられる。以下、同社の取組を紹介する。

SEKAI HOTELは、クジラ株式会社（本社：大阪市北区）の子会社として、二〇一四年に設立された。なお、親会社のクジラ株式会社（本社：同、設立：二〇〇七年）は、リノベーション事業を手掛ける不動産・建築事務所であり、「ワンストップリノベーション」を特徴とするとともに、地域社会への貢献を重視した取組を行っている。

現在、SEKAI HOTELは、大阪市内の西九条と東大阪市の布施でホテルを展開している。このホテルの特徴は、空き店舗を改装し、フロントとするとともに、近隣の空き家を改装し、ホテルの居室として利用する点にある。つまり、一棟にフロント、客室、レストラン、浴場などがまとめられている、従来のホテルのあり方をアンバンドリングし、「まちごとホテル」として展開するというビジネスモデルである。この取組では、空き家・空き店舗の有効活用ができるとともに、近隣の飲食店がレストランやカフェ、銭湯が浴室として利用され、宿泊者は地

元店舗でふれあいを体験できる。さらに、客室の清掃などの面で雇用創出効果があるとともに、布施の客室のリノベーションでは、近隣の町工場のオーダーメードの製品を利用し、モノづくりの町が強調されている。

第一号プロジェクトとなった、「SEKAI HOTEL西九条」は、二〇一七年六月から業務を開始し、現在、一三店舗を展開し、一年間で約五〇〇〇人の宿泊客を集めたという。また、第二号プロジェクトの「SEKAI HOTEL布施」は、二〇一八年九月に開業し、現在フロント施設を含め、客室を五棟展開している。

このビジネスモデルは、空き家や空き店舗などの不動産を活用した、ダブル・ボトムライン的なビジネスといえるとともに、今までのホテルのあり方を変える、ベンチャービジネスである。したがって、このビジネスがクラウドファンディングを利用するとすれば、運営会社が株式投資型クラウドファンディングで資金調達することなども考えられるが、その場合、株式が分散化することになり、そのような事態は、経営者や大株主からすると必ずしも好ましくない面もある。しかし、不動産クラウドファンディングであれば、株式の分散化は生じない。また、対象不動産が客室ごとに分かれているため、コストとリターンを個別的に把握することができるという点で、不動産クラウドファンディングを組成しやすいというスキームの組成上の利点もある。さらに、対象不動産のリノベーションを可視化することによって、対象物件と資金提供者との間に、共感あるいは共通の価値観を共有する関係を構築することも可能であろう。このような工夫によって、投資資金を誘引する可能性があると考えられる。

まとめ

本稿では、まずCCAFのレポートに基づき、イギリスの不動産クラウドファンディングの状況を紹介し、そ

の市場規模が二〇一七年には対前年比二〇〇%増となったことを確認した。その上で、日本の不動産クラウドファンディングの運用会社の取組について、ロードスターキャピタルとビットリアルティの事例を紹介し、両者の特徴を考察し、日本でも不動産クラウドファンディングの案件が積みあがりつつあることが確認できた。両者の取組が今後どのように展開するのか注目される。

他方、本稿では、地域活性化の手法という観点から、不動産クラウドファンディングの利用について検討し、その活用には課題があることを示し、その課題解決の方向性を考察した。ただし、この取組については、国内では実績が見られず、現実的には容易ではないものと思われるが、今後の展開が注目される。

(謝辞) 本稿を作成するに際し、ロードスターキャピタル株式会社、ビットリアルティ株式会社、クジラ株式会社およびSEKAI HOTEL株式会社の関係者の皆様から有益なご教示とご協力を賜りました。深謝申し上げます。

注

- (1) C C A F [二〇一八]、p.7
- (2) C C A F [二〇一八]、p.47
- (3) C C A F [二〇一八]、p.47
- (4) C C A F [二〇一八]、p.47
- (5) C C A F [二〇一八]、p.47
- (6) C C A F [二〇一八]、p.48

- (7) C C A F [二〇一八]、p. 17
- (8) C C A F [二〇一八]、p. 22
- (9) C C A F [二〇一八]、p. 23
- (10) C C A F [二〇一八]、p. 26
- (11) C C A F [二〇一八]、p. 29
- (12) ロードスターキャピタル株式会社に関しては、同社HPを参照。
<https://loadstarcapital.com/ja/index.html> (二〇一九年三月一三日アクセス)
- (13) ただし、この実績利回りは、償還完了した全案件について、匿名組合の計算期間をベースとして算出された内部収益率（IRR）としている（二〇一八年二月時点）。
- (14) ビットリアルティ株式会社に関しては、同社HPを参照。
<https://www.bit-realty.com/> (二〇一九年三月二二日、アクセス)
- (15) ケネデイクス株式会社に関しては、同社HPを参照。
<http://www.kenedix.com> (二〇一九年三月二二日、アクセス)
- (16) 地方自治体による導入例は、寄付型が多いようであるが、ミュージックセキュリティーズ株式会社の運営する、投資型クラウドファンディング・プラットフォーム「セキュリティ」は、東日本大震災直後に「被災地応援ファンド」を起ち上げ、被災企業の支援を通じて、地域の復興に寄与した。

参考文献

- ・ The Cambridge Centre for Alternative Finance (CCAF) [2018]. *The 5th UK Alternative Finance Industry Report* (researched by Bryan Zhang, TaniaZiegler, LeylaMammadova, Daniel Johanson, Mia Gray and Nikos Yerolemu), Nov. 2018, 55p.
- ・ https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2018-5th-uk-alternative-finance-industry-report.pdf (accessed 2019-03-22)

(まじお じゅんすけ・客員研究員)