

# 株式投資型クラウドファンディングと中堅・中小およびベンチャー企業

松尾 順介

はじめに

国内で株式投資型クラウドファンディングが導入され、約三年が経過した。募集案件は一〇〇件を超えつつある。また、クラウドファンディングそのものの周知性も高まり、新聞記事ベースでは、二〇一〇年に初めて登場<sup>①</sup>して以来、年々増加し、すでに今年は、六一七四件の記事に取り上げられている(九月末時点)<sup>②</sup>。つまり、毎日二〇以上の記事に取り上げられていることになる。さらに、様々な公共機関等でもクラウドファンディングの利活用が検討されており、今やクラウドファンディング・ブームといっても過言ではないように思われる。<sup>③</sup>

そこで本稿では、日本におけるクラウドファンディングの概況を確認した上で、株式投資型クラウドファンディングについて、その課題を指摘するとともに、その可能性について考察する。

## 1 日本におけるクラウドファンディングの概況

### (1) クラウドファンディングの種類

まず、日本におけるクラウドファンディングについて、種類別に概観すると以下の通りである。

① 寄付型…これは説明するまでもなく、寄付金集めを目的とするものであり、当初はこのタイプが最もよく利用されていたように思われる。ただし、後述するように、現在、このタイプは主流ではなくなっているよう

ある。また、投資型クラウドファンディングのような規制はないが、各プラットフォームは独自の基準などを設定するとともに、資金調達額に応じた手数料率を定めている。国内で活動しているサイトとしては、Readyfor Charity、LIFULLソーシャルファンディング、Good Morning、ふるさとチョイス、academist、LEGAL FUNDINGなどがあり、それぞれ独自性を持っている。なお、これらのプラットフォームの案件を見ると、社会問題や環境対策なども多く、ESGおよびSDGsに共感する資金提供者を集めているものと思われる。

② 購入型（成果還元型）…これは資金提供者に対して新商品やサービスを提供するタイプであり、金額に応じて還元される商品やサービスの内容が段階的に異なるようなスキームとなっている。国内で活動しているサイトとしては、Makunake、Readyfor CAMPFIREなどが挙げられる。これらのサイトで提供される商品を見ると、新商品や新規のサービスが多数含まれており、消費者の行動を大きく変化させる側面があるように見受けられる。つまり、従来の消費行動は、すでに市場に存在するものを購入するのが一般的な消費行動であったのに対し、このタイプのクラウドファンディングでは、未だ市場に投入されていない、新商品やサービスの購入を促すものとなっている。つまり、「存在しないモノやサービスを買う」という消費行動を促すものであり、新しいマーケティング手法という面があると思われる。

③ 貸付型…このタイプは、海外ではP2Pレンディングといわれる場合が多く、ここでは資金提供者（貸し手）と資金需要者（借り手）がプラットフォーム上でマッチングし、貸借関係を取り結ぶのに対し、国内では、貸金業法上の規制のため、資金提供者はファンドに出資し、そのファンドが資金需要者に融資するスキームとなっている。海外のサイトとしては、Lending Club（米）、CreditEase（中）、FundingCircle（英）などが挙げられ、

機関投資家の資金が流入しているという調査結果もある<sup>(4)</sup>。また、このような出資行動は、クラウドファンディングの意味を変化させる側面もあるものと思われる。つまり、従来、クラウドファンディングは、いずれのタイプでも資金需要者に対する共感や支援に基づくものと理解されてきたが、機関投資家の資金はこれとは異なり、リスク・リターンに基づく純投資であろう。したがって、もはやクラウドファンディングの動機を共感や支援とすることは必ずしも適切ではないだろう。なお、国内のサイトとしては、'maneo'、'Crowd Bank'、'SBI Social Lending'などが挙げられる。さらに、最近、このスキームによる、不動産型クラウドファンディングも登場している<sup>(5)</sup>。

④ 投資型…このタイプは、ファンド投資型と株式投資型に分かれ、それぞれのプラットフォーム運営者は、第二種少額電子募集取扱業者および第一種少額電子募集取扱業者の登録を必要とする。前者のサイトとして、セキユリテが挙げられ、後者のサイトとしては、'FUNDINNO'、'Go Angel'および'EMERADA EQUITY'が挙げられるが、このタイプについては後述する。

## (2) 日本のクラウドファンディング市場

国内のクラウドファンディングの市場規模については、矢野経済研究所が調査を行っており、調査レポートを公開している。ここでは、同社HPで公表されている直近のデータ<sup>(6)</sup>を紹介しておく、概要は以下の通りである。まず、二〇一七年度における購入型は、約一〇〇億円、全体に占めるシェアは五・九%となっている。次に、寄付型は、約七億円となっており、シェア〇・四%であり、他のタイプに比して存在感が乏しい。第三に、貸付型は、一五三四億円と突出しており、シェアは九〇・二%と高い数値を示している。第四に、ファンド投資型は、

約五〇億円であり、シェアは三％程度である。第五に株式型は約九億円で、シェアは〇・五％程度である。また、市場全体の規模は約一七〇一億円で、前年度比一二七・五％となっている。

なお、参考までに、二〇一七年のイギリスのクラウドファンディング市場の概要を紹介すると、二〇一七年六一九〇百万ポンド、対前年比三五・二％となっており、日本の五倍程度の規模である。種類別に見ると、寄付型は四一百万ポンド、購入型は四百万ポンドであり、シェアはともに〇・七％と低位である。これに対し、P2P事業融資は二〇三九百万ポンド、P2P消費者融資も一四〇三百万ポンド、P2P不動産融資は一二一八百万ポンドであり、融資型の合計は四六六〇百万ポンドに達し、全体の七五％程度のシェアを占めている。日本と同様、融資型のシェアが顕著である。また、株式投資型については、三三三百万ポンドであり、シェアは約五％であるが、日本と比較すると、その市場規模は、日本の四〇倍程度となっている。日本の株式投資型クラウドファンディングの将来を占う上で、イギリスの市場規模は好材料かもしれないが、次節で検討するように日本の市場には、いくつかの課題があり、これらの課題が市場拡大の障害となっている可能性もある。この点については、次節で検討する。

### (3) 日本の株式投資型クラウドファンディング市場の現状

日本の株式投資型クラウドファンディング市場の現状として、以下の三点が指摘できる。

まず、株式投資型クラウドファンディングが導入されて、まだ三年程度しか経過しておらず、市場自体がスタートアップ段階であるという点である。直近の市場規模については、自主規制機関である日本証券業協会が個別案件ごとのデータとともに年次データも公表している。それによると、二〇一七年は、取扱件数一七件（うち成立

案件一七件)、資金調達額四億七二七四万円、二〇一八年同五一件(同三五件)、同約一二億七五四五万円、二〇一九年同二八件(同一八件)、約六億三〇〇〇万円(八月末)となっている。<sup>8)</sup>今年末のデータは、予測できないが、八月末の数字を暦年換算すると、件数、金額ともに対前年を下回るように思われ、必ずしも成長傾向にあるとはいえない状況である。

次に、現時点で稼働しているプラットフォームは三つであり、概略は以下である。

① FUND INNO：運営会社は、株式会社日本クラウドキャピタルであり、二〇一五年一月二六日設立、本社所在地は、東京都品川区東五反田五丁目二五番一八号となっている。資本金約六億円、累計成約金額、二億二二三三万円、ユーザー数一万八〇八八八人、累計成約数六五件(二〇一九年九月一九日現在)とされる。なお、株式以外にFUND INNO型新株予約権<sup>9)</sup>の取組も手掛けている。

② Go Angel：運営会社は、DANベンチャーキャピタル株式会社であり、二〇一五年五月一五日設立、所在地は、東京都千代田区内幸町一丁目一番一号 帝国ホテルタワー一五階となっている。累計成約金額一億二二〇万円、累計成約数八件(二〇一九年九月一九日現在)とされる。

③ EMERADA EQUITY：運営会社は、エメラダ株式会社であり、二〇一六年六月二日設立、資本金七〇〇〇万円、所在地は、東京都港区南青山一―二―三 LIFORK MINAMI AOYAMA 南棟5108となっている。累計成約金額三億一三三三万円、累計成約数九件(二〇一九年九月一九日現在)とされる。なお、同社もエメラダ型新株予約権の取組を特徴としている。

さらに、拙稿(二〇一九)でも紹介したように、新規参入の動きがあるもの<sup>10)</sup>、その一方で、上記のEMERADA EQUITYを運営するエメラダ株式会社のHPによると、同社は株式投資型クラウドファンディング

事業をユニバーサルバンク株式会社に引き継いだことが発表されており（二〇一九年九月一三日）、事実上撤退するものと思われる。<sup>(11)</sup> 今後の同プラットフォームの運営については、不明であるが、このような経営判断の背景には、後述するように運営事業者のサステナビリティについての課題が伏在していたことも考えられる。

第三に、投資家層については、縁故者、関係者、経営者の友人などで占められている案件も含まれているというインタビュー調査がある一方、短時間で募集目標金額を達成するような案件も含まれており、これらの案件の中には、IPOを期待する個人投資家に注目された案件も含まれている可能性がある。つまり、昨今、IPOブームのために、個人投資家にとってIPO株を取得することは容易ではない。そこで、将来的にIPOが期待される株式投資型クラウドファンディングに注目が集まったという可能性もある。ただし、これについて実証的に明らかにすることは容易ではない。

## 2 三つの課題

このように日本における株式投資型クラウドファンディングは導入以降の経過期間が短く、市場の将来性を判断するのは時期尚早であるが、今後の成長にとって、以下の三つの課題があるものと考えられる。

まず、規制については、周知のように、株式投資型クラウドファンディング規制として、日本証券業協会の「株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則（平二七・五・一九）」があり、ファンド型クラウドファンディング規制として第二種金融商品取引業協会の「電子申込型電子募集取扱業務等に関する規則」（平二七・五・二六）がある。これらの規制について、両者ともに細目にわたって規制されているが、これらの規制は、投資家のニーズと適合しているのかどうかという点について、検討の余地があるように思われる。つまり、これらの規制は金

融商品取引法に基づいているが、投資型クラウドファンディングの投資者は、このような規制のあり方に適合していない可能性がある。また、規制のコストが必ずしも考慮されておらず、プラットフォームの運営者の負担が大きく、そのサステナビリティを難しくしている可能性もある。その場合、規制そのものが市場の成長を阻害している懸念もあり、検討の余地があると思われる。<sup>(13)</sup>

次に、プラットフォームの運営者の収益についても課題がある。プラットフォームの運営者の主な収入として、募集に係る手数料収入が挙げられる。手数料率を募集額の二〇%としても、現状の募集額では、年間二〜三億円の収入に過ぎず、これを三社で分け合っているのが実状であろう。その一方、コストとしては、各プラットフォームの運営者の経営者やスタッフ数名の件費や管理費などの経費が考えられる。手数料以外の収入として、審査料収入、株主管理手数料、その他に動画作成などに係る収入があったとしても、かなり厳しい状況ではないかと推測される。この課題は、市場規模に由来するものでもあり、その解決は容易ではないが、投資型クラウドファンディングの構造的な課題といえる。

第三に、非上場株式の流動性についても課題がある。現在、非上場株式については、株主コミュニティ制度が導入されている。<sup>(14)</sup>この制度は、非上場株式の取引・換金ニーズに応えることを目的として、二〇一五年五月に創設され、①証券会社が非上場株式の銘柄ごとに株主コミュニティを組成する、②株主コミュニティに参加する投資者に対してのみ投資勧誘が認められる、③株主コミュニティの参加者としては、その会社の役員、従業員、その親族、株主、継続的な取引先といった会社関係者のほか、新規成長企業への投資家が想定される、④日本証券業協会は、株主コミュニティを組成・運営する証券会社を指定し、公表する。⑤証券会社は、株主コミュニティの参加者に対してのみ投資勧誘を行うことが認められる。株主コミュニティに参加していない投資者に対し、投

資勧誘を行うことは禁止されている、⑥証券会社は、事業会社の役員・従業員および株主に対してのみ株主コミュニケーションへの参加を勧誘することができる。それ以外の方に対し、株主コミュニケーションへの参加を勧誘することは禁止されている、という点に特徴がある。しかし、上記の勧誘規制については、厳しすぎるという懸念もあるとともに、これが市場拡大を妨げている可能性もある。実際、この制度に参加している証券会社は、五社だけであり、銘柄数二〇、年間売買金額五億円程度にとどまっている。それに引き換え、米国では、非上場株式市場がかなり活発な動きを示し、いわゆるユニコーン誕生の基盤の一つとなっているのと対照的である。現状を見る限り、国内ではユニコーンの素地に乏しいものとなっている。ただし、現行規制では、非上場株式に市場機能を与えることは容易ではなく、かなり大幅な規制緩和が必要となる。したがって、慎重な検討を重ねる必要があると思われるが、株式投資型クラウドファンディングは発行市場であり、流通市場を欠いたままでは、その拡大を展望することは難しい。例えば、株式投資型プラットフォームと株主コミュニティ制度の連携など、何らかの形で発行市場と流通市場とを結びつける工夫が考えられる<sup>(15)</sup>。

### 3 三つの可能性

株式投資型クラウドファンディングについては、上記のような困難な課題があり、この市場の将来について必ずしも楽観視できない。しかし、株式投資型クラウドファンディングは、中堅・中小およびベンチャー企業にとつて、三つの潜在的な可能性を有しているのではないかと思われる。

## (1) 事業マーケティング

元々クラウドファンディングには、単なる資金調達以外の側面があると考えられる。例えば、購入型クラウドファンディングについては、前払いの商品ないしサービスの販売・提供という側面だけでなく、当該商品・サービスの市場性を調査するとともに、そのプロモーションや支援者作りという役割も担っている。つまり、資金調達以外の付加価値があり、そのためにプラットフォームの運営者に手数料を払ってでも、クラウドファンディングを実施する意義があると考えられる。したがって、株式投資型クラウドファンディングにおいても、事業者の資金調達ニーズだけでなく、当該事業についての市場調査や支援者作りという側面があるものと思われる。つまり、投資者によって事業そのものが選別され、選別された事業を投資者が支援するという仕組みが形作られる可能性がある。しかし、そのためには、情報提供のあり方は、重要な課題であろう。特に、リスク情報の不足や楽観的な情報のみが偏在するような事態を回避するための工夫が必要であろう。

## (2) 「集合知」によるベンチャー育成

「集合知」については、情報工学や統計学、哲学や論理学など、様々な分野で研究が蓄積されているようであるが、ここでは簡単に「インターネットを利用して見ず知らずの他人同士が知恵をだしあって構築する知」とする<sup>(16)</sup>。いわば特殊な知的活動ではなく、「三人寄れば文殊の知恵」といわれるように、日常的な集団行動での営みと理解できる。このような「集合知」を株式投資型クラウドファンディングに当てはめると、案件審査、情報提供・交換、フォローアップなどの面で、「集合知」が活用できるのではないかと思われる<sup>(17)</sup>。つまり、クラウドファンディングの資金調達者や資金提供者などによって、ネット・コミュニティが形成され、そこで「集合知」が構

築されるならば、中堅・中小企業やベンチャー企業にとって、重要な意味があると考えられる。ただし、ここでも偏った見方や情報を排除できるかどうかが課題となるだろう。

### (3) コーポレートガバナンスの改善

この点については、拙稿(二〇一九b)で検討したため、ここでは重複を避けるが、株式投資型クラウドファンディングでの資金調達企業にインタビュー調査した限りでは、調査対象企業に関して、株主に対する経営者なしし従業員意識改革や経営の透明性の重視といった変化が生じたという回答を得た。例えば、ある経営者からは、「新規の株主を得たことで、『公開会社』という意識が強まった。今までは、身内が株主であったため、『自分の会社』という意識が強かったが、株式投資型クラウドファンディングを行ったことで、その意識が払拭された。これは経営陣だけでなく、会社全体として意識の変化が見られた」といった回答を得た。<sup>(18)</sup>このような事例を一般化することはできないが、中堅・中小企業やベンチャー企業のコーポレートガバナンスを考える上で、興味深い論点であると思われる。

### まとめ

日本の株式投資型クラウドファンディングは揺籃期にあり、現段階で断定的なことはいえないが、以下の点が今後の注目点となる。

まず、株式投資型クラウドファンディングについては、本稿で指摘したような課題があり、必ずしも樂觀視できるところではない。ただし、このような課題は、日本の市場に固有のものではなく、諸外国でも同様の課題があ

るものと思われる。したがって、諸外国との比較研究は意義があると思われる。

次に、市場拡大のためには、流動性を付与する必要がある。ただし、そのためには、現行規制の大幅な見直しが必要であるが、現行規制の枠内でも、株主コミュニティ制度との連携など、工夫の余地があり得るだろう。そのため、検討を重ねる必要がある。

第三に、資金調達以外に、中堅・中小企業やベンチャー企業にとって、重要な役割を果たす可能性が期待される。特に、経営者と株主、あるいは投資者間の緊密な関係が形成され、ここでいう「集合知」が構築されるならば、中堅・中小企業やベンチャー企業に貢献するものと思われる。

(謝辞) 本稿は、経済産業研究所 (RIETI) 主催の政策セミナー、「Entrepreneurship, Innovation, and Finance: New growth avenues in developed economies」(二〇一九年九月二六日開催) におけるプレゼンテーション、「Does equity crowdfunding have potential for SMEs and ventures?」をもとにしている。同研究所およびセミナー参加者の皆様に厚く御礼申し上げます。特に、Fabio BERTONDI (EM Lyon Business School, France)、本庄裕司氏 (中央大学商学部)、小野有人氏 (中央大学商学部)、Armin SCHWIENBACHER氏 (SKEMA Business School, France)、内田浩史氏 (神戸大学大学院経営学研究科)、Gregory F. UDELL氏 (Kelly School of Business, Indiana University, US)、植杉威一郎氏 (一橋大学経済研究所) からは有益なご教示を頂戴しました。厚く御礼申し上げます。

注

(1) 初めての記事は、「ハメディア最前線」 「群衆」の出資で取材。米国発の新たな記事づくり (中井大助) 二〇一〇年

- 一〇月一八日『朝日新聞』（朝刊）七ページ、という記事で、米国のジャーナリストが環境問題に関する取材費用をクラウドファンディングによって調達したことを紹介したものである。
- (2) 日経テレコンを利用し、検索条件としては全新聞媒体、見出しおよび本文を対象として検索した。
  - (3) 例えば、マッセOSAKA「二〇一八」、参照。
  - (4) CCAF（二〇一八）、二七～一八頁。
  - (5) 国内の不動産クラウドファンディングに関しては、拙稿（二〇一九a）、参照。
  - (6) 矢野経済研究所（二〇一八）、参照。
  - (7) CCAF（二〇一八）、一～一二頁。
  - (8) 日本証券業協会「株式投資型クラウドファンディングの統計情報・取扱状況」  
<http://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/toukei/kabucrowdfunding/index.html>
  - (9) このようなスキームについては、拙稿（二〇一七a）、（二〇一七b）および松尾・梅本（二〇一七）、参照。
  - (10) 拙稿（二〇一九b）、二二～二四頁、参照。
  - (11) エメラダ株式会社HP、参照。  
<https://emeradaco.com/>
  - (12) 拙稿（二〇一八b）、二二～二九頁、参照。
  - (13) この規制については、拙稿（二〇一五）および（二〇一八d）また英国の規制については拙稿（二〇一六）、参照。
  - (14) 株主コミュニティ制度に関しては、拙稿（二〇一七e）および（二〇一八c）参照。
  - (15) 本制度のあり方について、昨年来、日本証券業協会「株主コミュニティ制度に関する懇談会」において検討され、こ

- の間の会議内容とともに、本年一月、報告書が公表されている。日本証券業協会（二〇一九）、一七～一八頁、参照。
- (16) 西垣（二〇一三）、二〇頁、参照。
  - (17) この点については、拙稿（二〇一八d）、参照。
  - (18) 拙稿（二〇一八b）、二九頁および三三頁、参照。

#### 参考文献

- ・公益財団法人 大阪府市町村振興協会おさか市町村職員研修研究センター（マッセOSAKA）クラウドファンディングによる地域活性化研究会「二〇一八」「平成二九年度クラウドファンディングによる地域活性化研究会講演録集」一八七頁  
[http://www.masse.or.jp/ikkrwebBrowse/material/files/group/17/CF\\_kouenroku.pdf](http://www.masse.or.jp/ikkrwebBrowse/material/files/group/17/CF_kouenroku.pdf)
- ・西垣通（二〇一三）『集合知とは何か』中央公論社、二二〇頁
- ・日本証券業協会（二〇一九）『株主コミュニティ制度に関する懇談会』報告書、二〇一九年一月、一～二五頁  
[http://www.jsda.or.jp/about/kaigi/chousa/comm\\_index.html](http://www.jsda.or.jp/about/kaigi/chousa/comm_index.html) 参照。
- ・拙稿（二〇一五）「投資型クラウドファンディングの世界的拡大と規制の関与」『公共政策学会年報』（公共政策学会）第一五号、二〇一五年十二月、三八～五〇頁
- ・拙稿（二〇一六）「英国のクラウドファンディング市場」『証券経済研究』（日本証券経済研究所）、二〇一六年十二月、第九六号、二一～四一頁
- ・拙稿（二〇一七a）「将来株式取得略式スキーム（SAFE）とクラウドファンディング」『証研レポート』（日本証券経済研究所・大阪研究所）、No. 一七〇〇、二〇一七年二月、一三～二五頁

- ・ 拙稿(二〇一七b)「将来株式取得略式契約スキーム(SAFE)の課題〜クラウドファンディングとの関連で〜」『証研レポート』(日本証券経済研究所・大阪研究所)、No. 一七〇一、二〇一七年四月、九〜二四頁
- ・ 拙稿(二〇一七c)「非上場株式会社およびTokyo Pro Marketの最近の動向」『証研レポート』(日本証券経済研究所・大阪研究所)、No. 一七〇三、二〇一七年八月、九〜二二頁
- ・ 松尾順介・梅本剛正「将来株式取得略式契約スキーム(SAFE)とクラウドファンディング」『証券経済研究』第九九号、二〇一七年九月、一〜一七頁
- ・ 拙稿(二〇一七d)「投資型クラウドファンディングの新たな展開」『証研レポート』(日本証券経済研究所・大阪研究所)、No. 一七〇四、二〇一七年一〇月、一〜二〇頁
- ・ 拙稿(二〇一七e)「株主コミュニティ制度の現状と課題」『証研レポート』(日本証券経済研究所・大阪研究所)、No. 一七〇五、二〇一七年二月、一二〜二五頁
- ・ 拙稿(二〇一八a)「日本におけるクラウドSAFEの試み」『証研レポート』(日本証券経済研究所・大阪研究所)、No. 一七〇六、二〇一八年二月、二八〜四九頁
- ・ 拙稿(二〇一八b)「拡大する国内株式投資型クラウドファンディング」『証研レポート』(日本証券経済研究所・大阪研究所)、No. 一七〇七、二〇一八年四月、一一〜三六頁
- ・ 拙稿(二〇一八c)「株主コミュニティ制度とTOKYO PRO Marketの新たな展開」(証券経営研究会編『変貌する金融と証券業』日本証券経済研究所、二〇一八年四月、第四章、所収) 八一〜一二六頁
- ・ 拙稿(二〇一八d)「株式投資型クラウドファンディングと沖繩の「模合」〜オートノミー・ベースの運用と「集合知」の可能性〜」『証研レポート』(日本証券経済研究所・大阪研究所)、No. 一七〇八、二〇一八年六月、一〜一八頁

- ・ 拙稿(二〇一九a)「不動産クラウドファンディングの現状と可能性」『証研レポート』(日本証券経済研究所・大阪研究所)、No. 一七二三、二〇一九年四月、一二〜三〇頁
- ・ 拙稿(二〇一九b)「ESG・SDGsとクラウドファンディング〜コーポレートガバナンスを中心に〜」『証研レポート』(日本証券経済研究所・大阪研究所)、No. 一七二五、二〇一九年八月、一〇〜三二頁
- ・ 矢野経済研究所(二〇一八)「二〇一七年度の国内クラウドファンディング市場規模は新規プロジェクト支援ベースで前年度比一二・七・五%増の一七〇〇億円」(プレスリリースNo. 二〇三六)  
[https://www.yano.co.jp/press-release/show/press\\_id/2036](https://www.yano.co.jp/press-release/show/press_id/2036)
- ・ The Cambridge Centre for Alternative Finance (CCAF) (2018). The 5th UK Alternative Finance Industry Report (researched by Bryan Zhang, Tania Ziegler, Leyla Mammadova, Daniel Johanson, Mia Gray and Nikos Yerolemov). Nov. 2018.  
[https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user\\_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2018-5th-uk-alternative-finance-industry-report.pdf](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)