

第 4 章

金融サービスにおけるイノベーションと地域統合 —EU におけるクラウドファンディングの発展—

藤 原 七 重

目 次

はじめに

1. クラウドファンディング

- 1.1 クラウドファンディング
- 1.2 クラウドファンディングの仕組みと類型
- 1.3 クラウドファンディングの発展
- 1.4 クラウドファンディングの普及要因

2. クラウドファンディング市場の概況

- 2.1 世界のクラウドファンディング市場
- 2.2 EU 域内のクラウドファンディング市場
- 2.3 EU 域内のクラウドファンディング市場の特徴
 - 2.3.1 融資型(個人向け)
 - 2.3.2 事前購入(還元)型
 - 2.3.3 融資型(事業者向け)
 - 2.3.4 投資型
 - 2.3.5 寄付型
 - 2.3.6 総括

3. EU 統合とクラウドファンディング

- 3.1 国境を隔てたファンディング・ポータルの利用状況
- 3.2 クラウドファンディングを巡る法整備状況
- 3.3 EU 統合と金融サービス
- 3.4 EU 統合とクラウドファンディング

はじめに

情報通信技術の発達、社会のありかたのみならずビジネスにも大きな影響を及ぼしてきた。金融サービスにおいてもこれは同様だ。とくに近年は Fintech (Financial Technology) と呼ばれる情報通信技術をバックグラウンドとした新規性の高い金融サービスが注目を集めている。淵田 (2015) いわく、これまでも金融業界は情報通信技術を利用した従来業務の効率化を進めてきた。しかしこれはクリステンセンのいう持続的イノベーション¹であるとも考えられるが、Fintech は金融サービス分野の破壊的イノベーション²と目されている。たとえば、暗号通貨の bitcoin や、Paypal 等の海外送金サービスなどがその代表である。Fintech ベンチャーへの投資も活発となっており、アクセントチュア (2015) によれば、その額は2014年には120億ドルに到達したという。注目すべきは、金融サービスに関わるイノベーションが長きにわたって金融サービスを営んできた銀行などの伝統的な金融機関によって行われているのではなく、非金融系の小規模なベンチャーによって進められている点にある。このような新規性の高いサービスは、金融産業のマージナルにおいて派生しており、決済や個人の財務管理、融資といった銀行機能の一部分に特化することで発展を遂げ、徐々に代替的な存在として頭角を現しつつある。本稿で扱うクラウドファンディングも Fintech の一分野と見なされており、銀行の個人や小規模零細事業者に対する融資機能の代替サービスとしての存在感を高めている。

本稿は EU 域内におけるクラウドファンディング市場の概況をとりまとめ、整理するものである。とくに EU 市場は北米・中国に続く三番目に巨大な市場であり、クラウドファンディング発祥の地でもある。しかしその成長は北米・中国に遅れをとりつつあることは否定できない。実際に2012年においては、北米に続く第二の市場であったが、いまはその地位を中国に取って代わられてしまった。北米や中国の強みは膨大な人口を擁し、言語や制度を同じくする単一市場であることが挙げられるだろう。しかし EU 域内でも通貨統合を契機に、単一市場の形成を目指して金融政策の調和が進められているはずである。またクラウドファンディングは、ファンディング・ポータルと呼ばれるインターネット上のプラットフォームを媒介にして資金提供者と資金需要者を結びつけるサービスであり、対面サービスや店舗を必要とする伝統的な金融サービスと比較すると地理的な問題を解消でき

1 クリステンセン (2014) によれば、持続的イノベーションとは、より性能が高く、より収益性の高い製品を顧客に提供できるイノベーションを指す。

2 クリステンセン (2014) は、破壊的イノベーションを、当初は既存顧客が最も重視する特性において性能が劣るイノベーションと定義している。

る可能性がある。それゆえ、EU 地域においても北米やアジア地域と同様の発展を遂げられる可能性があるとも考えられる。

1. クラウドファンディング

1.1 クラウドファンディング

クラウドファンディングとは平たくいえば、インターネット上のプラットフォームを介して多数の人々から少額の資金を集めるビジネスモデルである。このようなアイデアはとくに新しいものではない。古典的な事例としてよく引き合いに出されるのは、「自由の女神」の台座のための資金集めである。1885年、ニューヨークで新聞「ワールド」の発行をしていたジョセフ・ピューリッツァーが、ニューヨーク市民に女神の台座をつくるための資金を寄付するよう呼びかけた。5ヶ月後、寄付金は10万2,000ドルにも達し女神の台座が作られたが、集められた資金の8割は1ドル以下の寄付によるものだった。(Harris, 2014)

Gierczak ら (2015) は自由の女神の例を引き合いに出し、クラウドファンディングとは、インターネットを活用して「塵も積もれば山となる」を実践するものであると述べている。

ファンディングポータルを介して集められた資金を、個人や企業、さらには様々な社会的・文化的なプロジェクトに融通しようというものだ。しかしそのシンプルなコンセプトの一方で、資金需要者や提供者の意図、マッチングやリスクテイキングのスキームが多様であるゆえにその定義を明確に定めることは難しい。たとえば松尾 (2015) は、「インターネットを利用した、不特定多数の資金提供者からの小口の資金調達を指し、その資金提供の動機は必ずしも利子や配当などの投資目的だけでなく、商品・サービス購入、イベント参加、社会環境貢献、寄付など多様な側面を有しており、これらを総称してクラウドファンディングという」と述べている。

Haas (2014) らの研究によれば、資金需要者と資金提供者の仲介をするファンディングポータルにはいくつかの特徴がある。たとえば、既存の伝統的な金融仲介業、たとえば銀行などと異なるのは、ファンディング・ポータルは貸し出し用の資金をプールすることがほとんどない点だ。淵田 (2015) によればポータルの役割は、資金需要者と提供者のマッチングに限定されていることが多い。つまり、その特徴を「基本的に利用者に対する債権・債務を自らのバランス・シートに抱え込まない」という点にあると指摘している。さらにいえば、それゆえに既存の銀行等の規制が適用できないという場合も多く、それが法制度の整備における困難さを生じさせているといえるだろう。

1.2 クラウドファンディングの仕組みと類型

つぎにクラウドファンディングの基本的なスキームと類型を説明する。

クラウドファンディングとは、先にも述べたように、インターネットを通じて、個人の資金提供者から少額の資金を集め、まとまった金額の資金を調達するというビジネスモデルである。ただし、資金提供者と需要者が直接つながることはなく、インターネット上のプラットフォーム（ファンディング・ポータル）が仲介業者として資金提供者と資金需要者の間を取り持つ。ファンディング・ポータルの収入のほとんどは、資金需要者、場合によっては資金提供者から受け取る数パーセントの仲介手数料である。

それゆえ、クラウドファンディングに関わる主体としては、資金需要者と資金提供者、両者をマッチングするプラットフォームであるファンディングポータルの三者から成り立つと言えよう。

一般的には資金需要者と資金提供者は個人であると考えられているが、近年ではスタートアップ企業や中小零細事業者（SME: Small and Medium Enterprises）、NPO などといった多彩な組織が資金需要者となることも多く、また、機関投資家も資金提供者として関わることも増えつつある。³ もちろん個人は銀行などの伝統的な金融サービスを通じて、間接的に個人や中小企業に資金を提供することはできる。しかし、既存のサービスとクラウドファンディングが異なるのは、資金提供者が投資先や利率等の条件を主体的に選択できるという点にある。

クラウドファンディングにおける融資プロセスは以下の通りである。はじめに資金需要者はポータルに登録するがその際にはなんらかの基準⁴が求められることも少なくない。登録が認められると資金需要者は、まず希望額を決定し、ポータルに融資を申し込む。さらに資金提供者に対するリターン（見返り）を提示する。ほとんどの場合は、担保を取られることはなく、無担保無保証で融資が行われるが、希望額の外に利用目的や採算性、信用リスクなどといった基準をもとにポータルでの募集が可能か否かを審査されることも多い。

資金提供者は、ポータルに提示された資金需要者の申し込みリストのなかから、投資対象を選ぶ。しかし、ひとりの資金提供者がひとつの案件の満額を投資することはほと

3 たとえば、アメリカの2大P2P Lendingサービスの資金提供者の3分の2は機関投資家であるという。(Wack and Reutzel, 2015)

4 たとえばイギリスの融資型ファンディング・ポータル「zopa」では、英国に3年以上居住しする20歳以上の個人で年収1万2000ポンドの以上、さらにクレジットヒストリーに問題がない者という条件がある。

んどのポータルでは認められていない。リスク分散の観点から、資金提供者は少額の資金を複数の案件に分散して投資することを推奨されているためだ。裏返せば、資金需要者も多数の資金提供者からの投資を受けることとなる。

しかしすべての資金需要者が資金調達に成功するわけではない。ファンディングポータルのほとんどが、期日までに希望額が集まらなければ資金は手に入らないというオール・オア・ナッシングルールを採用しているためだ。⁵

加えて、資金需要者から提示される見返りや対価はゼロから1,000ユーロ以上と多岐にわたっている。また、金銭的な見返りにとどまらず、商品やサービスが提供される場合もある。

さらにいえば、資金提供者に対するリワードの内容によってクラウドファンディングのビジネスモデルは分類することができる。まずはなんの見返りも生じないタイプだ。これは、チャリティ的なプロジェクトに多い「寄付型」のクラウドファンディングが当てはまる。この場合は、お礼状等などのささやかなアイテムや特典が提供されることもある。つぎに、物やサービスの提供を前提としたクラウドファンディングだ。これは融資というよりも、物やサービスの対価をあらかじめ支払ったおくという方が近い。「事前購入型」もしくは「還元型」と呼ばれるこのタイプのクラウドファンディングでは、資金需要者はプロジェクトの賛同者からあらかじめ支払われた資金を利用してアイテム等の製作を行い、これらを（場合によっては特別価格で）資金提供者に提供する。

このように物やサービスが対価として提供される事前購入型、もしくはなんらの対価も提供されないようなスキームを利用する寄付型の場合は、ファンディングポータルはほとんど規制を受けないことが多い。また、この種のクラウドファンディングに資金提供者として参加する者の動機はプロジェクトに対する共感や社会貢献などによるものが多いという特徴もある。

対して、金銭的なリターンが前提となるクラウドファンディングも存在する。このようなポータルに資金提供者として参加する者の動機の多くは資産運用である。ほとんどの場合、銀行への貯蓄よりも高い利回りが期待できるためだ。

この代表例は、個人向けもしくは中小零細事業者向けの無担保無保証融資を行う融資型だ。融資型のファンディング・ポータルを利用する資金需要者は借り手として資金提供者である貸し手に元本と利子を支払うことになる。なお、融資型における利子は、初期は借

5 もちろん目標額を達成できなくても資金を調達できるファンディングポータルも少ないながら存在する。

り手の自己申告やオークション形式で決められていたこともあるが、現在はファンディング・ポータルが借り手のリスクを審査し⁶、決定することが多い。返済能力が高ければ高いほど低金利で資金を調達することができるが、たいていの場合は銀行やクレジットカード会社からの借入よりも金利が低いことが多い。それゆえ、欧米では融資型のファンディングポータルを利用する個人の借り手の用途の多くは既存の金融サービスからの借り換えであった。

さらに、近年では返済の必要がない資金をファンディング・ポータルを通じて調達しようという動きが進み始めている。具体的には、未上場企業の株式に対する投資を募るというものだ。この場合のリターンは元本と利子の返済ではなく株式の配当金となる。投資型と呼ばれるこの方法は中小零細事業者の成長資金を調達する手段として注目されている。しかしもともと未公開株に対する投資はそのリスクの高さから様々な規制が課せられていた分野である。米国においては一定額以上の資産を持ち SEC から認められた適格投資家にしか認められていない等の制限があった。これは EU 域内の一部の国においても同様であり、投資家保護のために、資金提供者には投資家の適格性や投資上限額の設定、ポータル側には目論見書の発行等が義務づけられることも多い。

寄付型や購入型がほとんど規制を受けないのと対照的に金銭的なリターンを約束する融資型や出資型のファンディングポータルは資金提供者（投資家）保護の問題を抱えており、法規制の対象となる。ただし、その形態が従来の金融サービスのスキームとは異なるため、銀行業や証券業の法的枠組みをそのまま適用できるか否かは難しい。しかし、貸付型や出資型は銀行等からの借入が難しい中小零細事業者や発展の途上にある SME の代替的な資金調達手段としても注目されており、いくつかの国においてはその活用と育成が政策のなかに位置づけられつつある。日本においても2015年に新規・成長企業にリスクマネーを供給するために法規制の整備を行い⁷、インターネットを通じて未公開株に投資できる株式投資型クラウドファンディングの制度化が進められた。

1.3 クラウドファンディングの発展

クラウドファンディング自体がいつ頃から始まったのかは定かではないが、いくつかのメジャーなファンディングポータルが誕生し、メディアの注目を集めるようになったのは

6 個人向けの融資の場合は、信用情報をもとに利子が決定されることが多い。

7 2015年に金融商品取引法等の改正と日本証券業協会の自主規制規則の整備によって、クラウドファンディングを利用した未公開株投資のための制度がつくられた。

この10余年のことである。初期は、開発途上国の個人事業主に少額の小口融資を行うマイクロファイナンスモデルで参入したkiva⁸や、同じく少額の小口資金を国内から募り、国内の資金需要者に融資するzopa（英）やProsper（北米）、Lending club（北米）など、P2P Lendingと呼ばれる形態からスタートした。当初これらのファンディングポータルでの活動では既存の金融サービスから排除された開発途上国の起業家やリスクの高さゆえに銀行等の借入が難しかった個人や零細事業者に対する融資という側面が強く押し出されたことから、ソーシャル・レンディングとも呼称された。

また、芸術文化やスポーツ、社会的活動のための寄付金もインターネット上のポータルを通じて集められるようになった。我が国においては東日本大震災で被害を受けた地域の復興支援のための募金がインターネット上の様々なサービスを通じて行われたが、欧米ではこのような活動は日本に先んじて行われていた。とくに有名なプロジェクトは、2010年にルーブル美術館によるTous mécènes!⁹であろう。これは芸術作品の購入や補修にかかる費用をインターネットを通じて広く集めようというものだ。¹⁰同様の取り組みは現在も各地で活発に行われている。また、芸術文化的な活動のみならず地域や社会の問題を解決するような活動のための資金も同じようなスキームで調達されるようになった。

同時期に、アメリカではIndiegogo（2008）やkickstarter（2009）のような融資や寄付とは趣旨を異にするファンディングポータルが立ち上がった。アーティストや中小零細事業者が自らの作品や製品を提供するための製作費用を募るものである。これらは集めた資金で製造したアイテムや開催するイベントのチケット等を対価として提供することから、還元型や事前購入型と呼ばれることが多い。主にデジタルガジェットを製作するベンチャー企業やアーティストがこのようなポータルを利用している。なぜなら資金調達のプロセスでファンや支援者、カスタマーとファンディングポータル上でつながり、やりとり

8 2005年に設立されたKivaは開発途上国のマイクロファイナンス機関（MFI：Microfinance Institution）と協力関係にあり、MFIに推薦された案件をポータルに掲載し、先進国の資金提供者から出資を募る。投資は25ドルからと小口であるが、無担保無保証である。資金需要者は平均20%もの利子を支払うが、それらは資金提供者には還元されず、現地で資金需要者の審査や回収といったプロセスを担うMFIの運営資金となる。

9 <http://www.tousmecen.es/fr>

10 2010年から毎年のように実施されている。第一回はルーカス・クラナッハの「三美神」購入費用を募ったもので、7,200名から126万ユーロが集められた。資金提供者は支援者として壁面に名前が記載される、また、500ユーロ以上を提供した者にはオープニングパーティに招待されるなどという特典が用意されていた。なお、ルーブル美術館がこのようなプロジェクトを行った背景には金融危機の影響がある。（arts marketing, 2013）

をすることができるため、マーケティングや市場調査、製品の改善までもが同時に行えるという利点があるためだ。¹¹ なお、現在クラウドファンディングとしてマスメディアを賑わせているのは、寄付や事前購入（還元）型のクラウドファンディングである。

しかし、この数年注目を集めつつあるのは、ベンチャーファイナンスの一手段としてのクラウドファンディングである。(Buysere etc, 2012) 企業は成長過程において多くの資金を必要とするが、ベンチャーキャピタルのような資金の出し手が現れるのは事業がある程度軌道に乗ってからだ。創業から事業発展の初期段階、いわゆるアーリーステージにおける資金提供者の多くは、家族や友人、エンジェル投資家であるが、この時期に十分な資金ができずに事業を拡大できずにいる中小零細事業者は少なくない。しかし創業から間もないうちはそのリスクの高さから銀行からの借り入れも難しい。とくにリーマンショック以降、銀行はリスクの高い借り手に対する融資に消極的な姿勢を示している。それゆえクラウドファンディングはオルタナティブ・ファイナンス（代替金融）のひとつとして、このようなジレンマを解消する一手段として期待されているのだ。

欧米では中小零細事業者や SME の成長が経済活性化の一翼を担うとして、その育成に力をいれつつある。もともと SME 向けのオルタナティブ・ファイナンスとしては、前述した P2PLending と呼ばれる融資型のファンディング・ポータルを通じても事業者向けの貸付が行われてきた。しかし、近年はクラウドファンディング・ポータルを通じた SME の未公開株への投資が実現しつつある。投資型と言われるこのスキームは、株式配当目当ての投資であるがゆえに返済義務がない上に、銀行からの借り入れと比較するとスピードも速く、弾力的な資金調達ができるため、SME にとっては魅力のあるサービスとなっている。また、資金提供者にとっても利回りという点で魅力がある。銀行への貯蓄と比較すると、高い利回りが期待できるためだ。しかし、一方、創業間もない企業への投資は高いリスクをとまう。それゆえ、欧米や日本においては投資家保護という視点から様々な規制がかけられている。

1.4 クラウドファンディングの普及要因

Kirby and Worner (2014) はクラウドファンディングの成長要因について以下のように分析している。はじめに技術的要因が挙げられる。クラウドファンディングを語る上で重要

11 ただし問題も生じつつある。一つ目は実現可能性に問題のあるプロジェクトも多く含まれている点である。二つ目は知的財産の問題だ。一つ目の問題を解消するためにポータル側は製品のプロトタイプのパブリックな公開を要求しているが、その結果、製品のアイデアが盗用されるおそれも高まっている。

な変化はインターネットのユーザーがウェブサイト上で双方向的な活動に従事することを可能とした Web2.0 という概念だ。Web2.0 は「群衆の知」とも言われており、2005 年頃からそれを可能とするようなソフトウェアやプラットフォームの開発が進められた。eBay や Wikipedia, Facebook に代表される SNS サービスがその代表として知られているが、Web2.0 というコンセプトをベースとして初期のクラウドファンディングというスキームもまた形成されていった。たとえば、初期の融資型¹²や現在の事前購入型のファンディング・ポータルでは、資金需要者は資金調達を申し込むにあたって、使用目的を説明したり、自身のプロフィールを提示し、資金提供者はそれに対して質問をするといった双方向的な関わりが行われるなど、ソーシャルネットワークサービスと類似した性質を持っていたといえよう。

次に経済的要因が挙げられる。クラウドファンディングが欧米を中心に普及した原因のひとつに、金融危機の影響がある。2008 年の金融危機は多くの銀行に打撃を与えた。その結果、バーゼルⅢ等、銀行に対する規制が強化され、銀行による個人や中小事業者向けの貸し付けが十分に行われなくなった。Kirby and Worner (2014) によれば、西ヨーロッパやアメリカでの銀行の融資総額は金融危機以来明らかに低下しているという。つまり、ファイナンスの空白地帯が生じたゆえに、クラウドファンディングは成長したといえよう。加えて、IOSCO (2013) によれば、多くの国や地域における金利も低下した。預貯金利率の低下は個人に銀行貯蓄に代わる資産運用手段を考えさせるには十分であった。

総括すると、Web2.0 をベースとして発展してきたクラウドファンディングは、資金需要者にとっては低金利（銀行など伝統的なローン提供者のそれよりも）で資金を調達する手段とみなされ発展してきた。また、預貯金や国債への投資等と比較すると金利が高い傾向もあり、銀行金利の低さにネガティブな感情を持つ人々が貯蓄に変わる手段として利用するようになった。また、資産運用手段の多様化にとどまらず、投資先を自ら選択できるため透明性の高い投資としても歓迎されている点も忘れてはならないだろう。

2. クラウドファンディング市場の概況

2.1 世界のクラウドファンディング市場

クラウドファンディングは資金需要者のあり方や資金提供者の動機、および資金需要者

12 現在融資型の多くのポータルでは、個々の借り手の細かなプロフィールや写真が示されたり、貸し手との間でやりとりが行われることは減少した。プライバシーの問題に加え、借り手の信用力（信用情報をベースとしたクレジットスコア）をもとに自動的に金利が決定されるなど、ポータル側の仕様変更によるところが大きい。

と提供者のマッチングの方法などが多岐にわたるため、多様なビジネスモデルが存在している。また、ニッチなニーズや地域に特化した小規模のプラットフォームも少なくない。それゆえに、市場の規模や成長性等の統計をとることは非常に難しい。世界全体のクラウドファンディング産業に関する統計調査としては、massolution社のものやIOSCOのKirby and Worner (2014) のものがあげられるが、本稿ではmassolution社の調査を使用する。理由としては、1250ものクラウドファンディングプラットフォームからデータを収集している点、また2012年から毎年継続的に調査をしている点が上げられる。

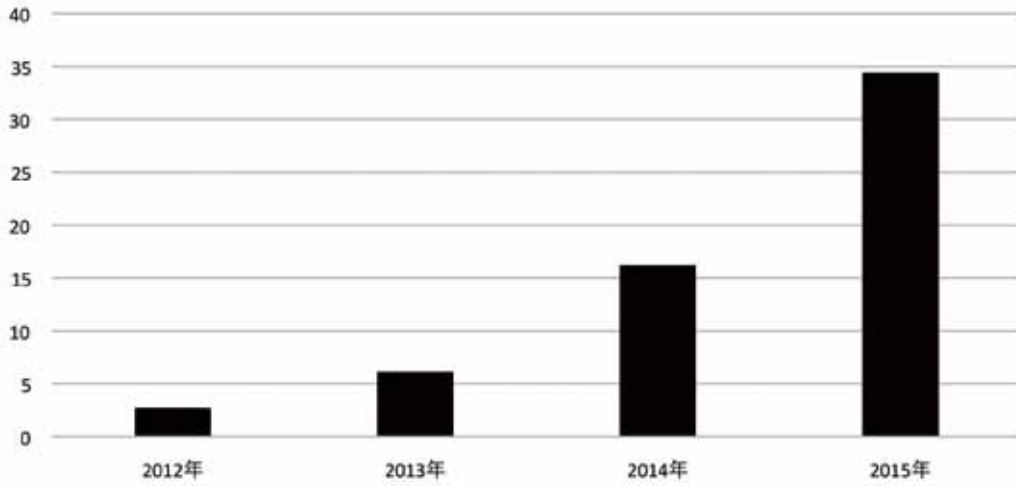
同社の調査によれば、2014年のクラウドファンディングの市場は344億ドルであった。これは、2013年(162億ドル)と比較すると、167%の成長にあたる。この高い成長率は前年度比で300%を超えるアジア地域の成長に牽引されたものだ。アジア地域の市場規模は34億ドルであり、欧州市場(32億6000万ドル)を抜き去った。ただしアジアにおける資金調達の大半は中国で行われており、その多くは個人や事業者向けの融資型ファンディング・ポータルによると推定されている。しかし全体としては依然として北米地域の貢献度が高く、その規模は94億6000万ドル(前年比145%)とさらなる成長を遂げている。

なお、世界のクラウドファンディングは、北米・アジア・欧州の三地域に集約されており、その他の地域ではほとんど発展していない。EUへの加盟申請をしているアルバニアやマケドニア、モンテネグロやセルビア等の概況は伝わってこないが、トルコについてはAkkanat (2014) から事前購入型のファンディング・ポータル¹³が2011年頃からいくつか立ち上がっているものの、その規模は非常に小さく、ほとんど利用が進んでいないことが明らかである。

メディアを賑わせているのは事前購入型のクラウドファンディングや寄付型のクラウドファンディングではあり、これらはファンディングポータルの数やそこで募集されているプロジェクト数も多い。しかし、資金調達総額において最大シェアを誇るのは110億ドル以上を調達したレンディング型である。

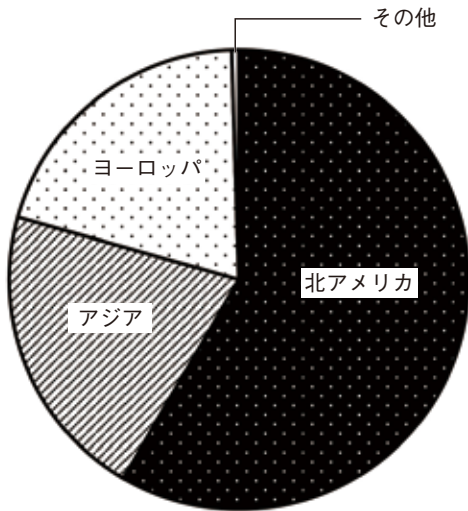
13 Crowdfon (2011創業)、FonlaBeni (2013創業)、Biayda (2012創業) など。しかし創業から2014年までにポータルで扱われたプロジェクト数も20~40と小規模にとどまっている。Akkanat (2014) は、スタートアップ企業がクラウドファンディングを利用しない理由として、スタートアップ企業に対する公的支援への依存度の高さを挙げている。トルコの公的支援は手厚く、ファンドライズに限らず、スタートアップ企業に対する教育までも担っているためだ。これは、2014年2月の海外調査の際のトルコ中小企業庁(kosgeb)に対するインタビューからも明らかであった。

図1 世界のクラウドファンディング市場の規模 (単位:10億ドル)



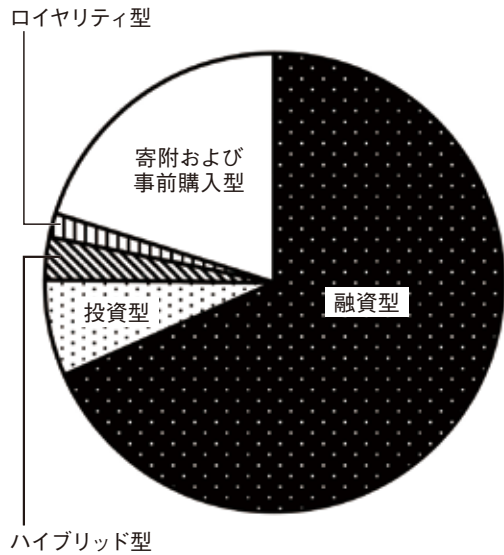
massolution (2015)

図2 地域別の市場規模 (2014)



massolution (2015)

図3 類型別の市場規模 (2014)



massolution (2015): 2015年は推計値

2.2 EU 域内のクラウドファンディング市場

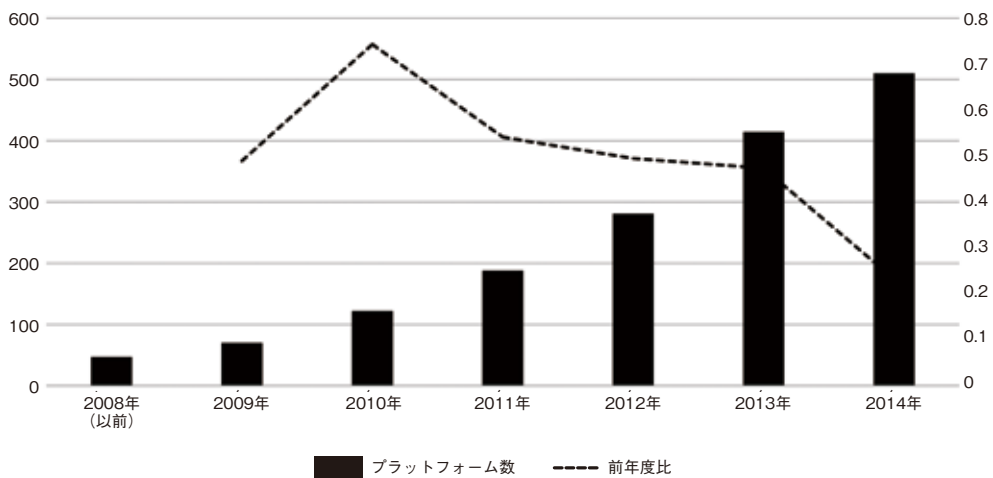
次に EU におけるクラウドファンディング市場の概況をとりまとめる。欧州市場は北米・アジアに続く世界第三の市場である。近年は、EU 域内の状況については調査が進みつつあり、いくつかの調査結果がまとめられている。ファンディング・ポータルの定義やアプローチの仕方、調査時期、またどこまでのプラットフォームを捕捉できたのかによって、数字は若干異なるが全般的な傾向を推し量ることが可能である。

本稿では、EU 委員会の報告書（2015）および、Wardrop らケンブリッジ大学の調査（2015）をもとに市場の概況をとりまとめる。前者は、市場全体の傾向を捉えるために、後者はクラウドファンディングのタイプや地域ごとの傾向を捉える上では重要な資料となるだろう。ただし、統計には限界もある。調査はファンディング・ポータルに対して行われたものであり、それぞれの国や地域に所在するポータルの総融資残高は示されているが、各国民の融資残高や利用残高という点からの調査ではないことを付け加えておく。

EU 委員会（2015）によれば、2014年12月現在で EU には510のファンディング・ポータルが活動しているが、十分なデータがとれるものは193にとどまっている。最も多くのプラットフォームが存在しているのは UK であり、EU 全体の4分の1にあたる。なお、EU に域内に所在地を構えているプラットフォームは502であり、他8つは非 EU 諸国、たとえばアメリカやカナダ、ニュージーランド、オーストラリア、中国のプラットフォームであったという。

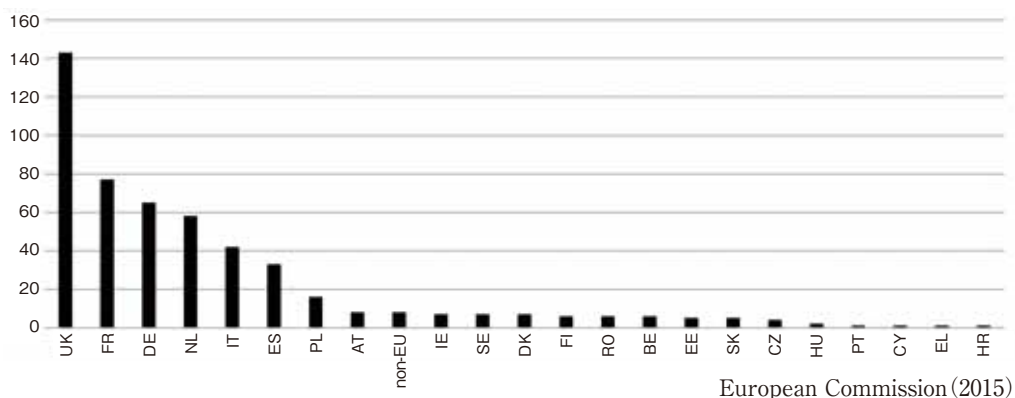
ファンディング・ポータルの総数という点では、2014年では414と前年比23.2%の成長

図4 EU 域内のクラウドファンディングプラットフォーム数とその成長率



European Commission (2015)

図5 国別ファンディングポータル数 (2014)



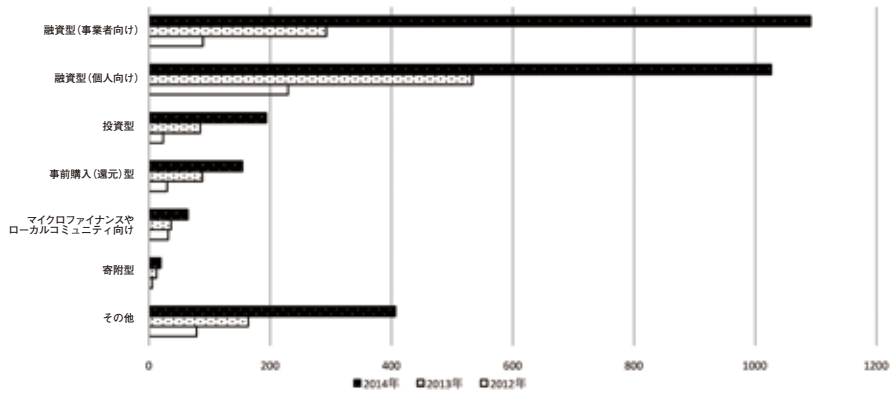
を遂げている。しかし新たに誕生したプラットフォームの数は2013年の133から2014年は96と大幅に減少している。

つぎに、資金調達額から EU 域内のクラウドファンディングの概況をとりまとめる。各国のファンディング・ポータルを通じた資金調達額や、その過程でどのようなスキームが好まれたのかという国別の特徴に関わる統計は2015年に発表されたケンブリッジ大学の調査に詳しい。この調査の特徴は、データを個々のサイトからアンケートを行うことで直接取得している点にある。さらに the German Crowdfunding, Financement Participatif France などといった各国のクラウドファンディング団体の協力も取り付けて行われたこの調査では、EU 域内の寄付型・事前購入型・融資型・投資型その他のクラウドファンディング・ポータルの85~90%が対象となった。対象時期は2012年から2014年であり、3年間の市場の成長の内訳や地域ごとの特徴が示されている。

EU 域内のクラウドファンディングの市場規模は、2012年は4億8700万ユーロ、2013年は12億1100万ユーロ、2014年は29億5700万ユーロであり、3年間の平均成長率は146%であった。しかし、その成長や普及の度合いは国や地域により異なっている。金融立国の中心地であるイギリスではクラウドファンディングによる資金調達額が23億3700万ドル（前年比168%）にも到達しつつあり、ヨーロッパ市場の74.3%を占めつつある。

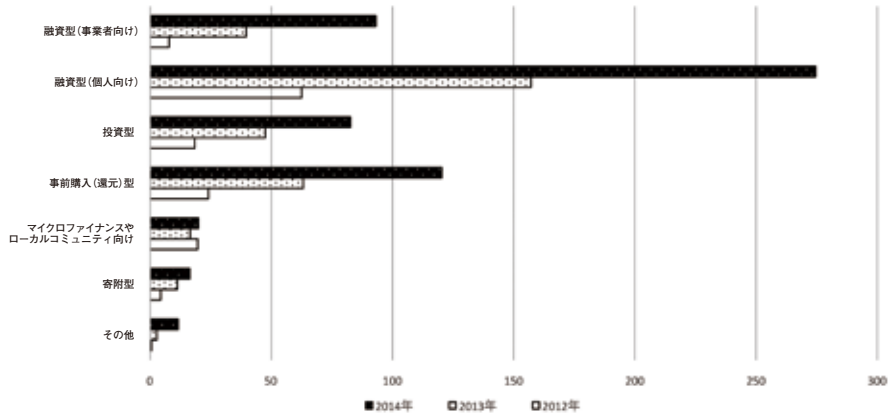
なお、UK 以外の地域のクラウドファンディングを利用した資金調達額も2012年の1億3700万ユーロから2013年は3億3800万ユーロ、2014年は6億2000万ユーロと拡大しつつある。以下、その内訳について示す。EU 第二の市場はフランスである。その市場規模は2012年の2300万ユーロから2013年は7600万ユーロと3倍となり、さらに2014年には1億5400万ユーロに達した。3年間の平均成長率は167%であった。第三位のドイツ市場は2012年3100万ユーロ、2013年6500万ユーロ、2014年1億4000万ユーロであり、その平均成

図6 EUのクラウドファンディング市場規模(クラウドファンディングのタイプ別)



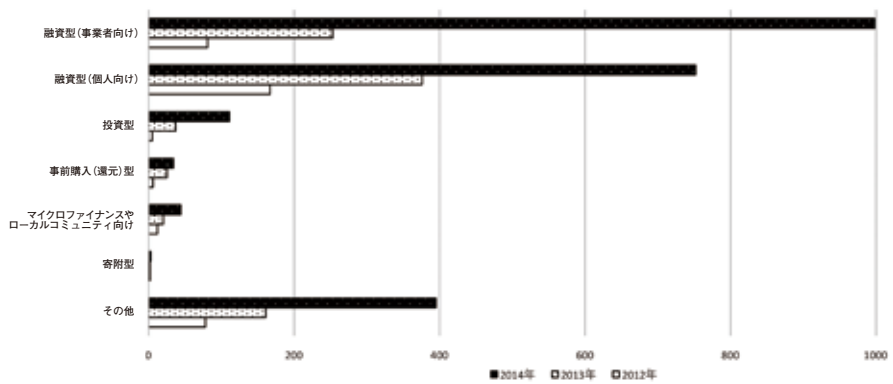
University of CAMBRIDGE and EY, "Moving Mainstream", 2015

図7 UKを除いたEUのクラウドファンディング市場規模(クラウドファンディングのタイプ別)



University of CAMBRIDGE and EY, "Moving Mainstream", 2015

図8 UKのクラウドファンディング市場規模(クラウドファンディングのタイプ別)



University of CAMBRIDGE and EY, "Moving Mainstream", 2015

長率113%と堅調に推移している。第四位のオランダでも、2014年は7800万ユーロと2013年の4600万ユーロ大幅に市場は拡大している。続くスペインでも、2014年は2013年の2900万ユーロから190%の成長をした。あとに続く北欧諸国でも市場規模は3倍になっている。

過去3年間の累計ベースでは35億6000万ユーロがイギリスのファンディング・ポータルを通じて調達された。さらにイギリスに続くフランスやドイツなど西側数カ国の総調達額累計は9億5200万ユーロであり、イギリスと西側諸国をあわせた総額は、その他諸国の総累計額の約7倍近い。

つまり、EU域内のクラウドファンディング市場は、イギリスと西側数カ国を中心とした寡占市場であり、西ヨーロッパ以外の地域ではクラウドファンディングは未だ萌芽期にあるといってもよいだろう。なお、なぜイギリスだけが発展しているのか、イギリスを中心とした数カ国にその他の国から資金が流れ込んでいるのかという問題については後述する。

2.3 EU域内のクラウドファンディング市場の特徴

つぎにクラウドファンディング・ポータルのタイプ別の累計をもとにEU市場の現状をとりまとめる。

2.3.1 融資型（個人向け）

個人向けの融資型クラウドファンディングの総調達額は2014年は10億2660万ユーロに達している。うち、7億5200万ユーロが個人向け融資型の草分け的なファンディング・ポータル zopa を擁するイギリスで調達された。

このタイプはイギリスを除いたヨーロッパ市場では最も大きなセグメントとなっており、2012年の6252万ユーロから2年間で2億7462万ユーロへと拡大している。とくにドイツとフランスで活発であり、北欧諸国でも受け入れられつつある。

2.3.2 事前購入（還元）型

事前購入（還元型）はヨーロッパ発祥のスキームであると言われている。事前購入型はイギリスをのぞくヨーロッパ市場では二番目に大きなセグメントとなっており、2013年の6318万ユーロから2014年は1億2033万ユーロへと2倍に達しており、3年間の平均成長率は127%であった。とくにスペインでは事前購入型が好まれており、昨年3510万ユーロを記録した。また、フランス（3542万ユーロ）やドイツ（2982万ユーロ）でもよく利用されている。対して、イギリスではスペインやフランス、ドイツと同等の3400万ユーロにと

どまっている。

2.3.3 融資型（事業者向け）

個人向けの融資型ファンディング・ポータルと比較すると事業者向けの融資型ポータルはヨーロッパでは比較的新しい存在である。しかし、いくつかの市場では急成長を遂げつつあり、2014年のEUにおける総資金調達額の65%を占めるに至っている。

イギリスを除く市場では、2012年は779万ユーロと非常に低調であったが、2013年は4000万ユーロ、2014年は9310万ユーロと1億ユーロに迫る勢いである。3年間の平均成長率は272%とあらゆるカテゴリーのなかで比較すると最も高い成長率を記録している。特にこのセグメントの発展が著しいのは2014年に3552万ユーロの資金調達を行ったオランダだ。なお、オランダの融資型ポータルについては個人向けものも含めて同国市場の9割を占めつつある。

しかし、もちろん市場を牽引するのはイギリスである。同国の事業者向けの融資型ポータルを介した2014年の資金調達額は9億9800万ユーロであり、2012年の8100万ユーロと比較すると現在は10倍以上の規模に達している。

多くのSMEにとっては、融資に至るまでのスピードやフレキシブルで魅力的な融資条件、透明性、利用のしやすさといった要素が魅力であり、事業者向けの有力な資金調達手段となりつつある。また、イギリスをはじめたとした数カ国がベンチャーファイナンスの代替的な選択肢として育成しようとしている。¹⁴

2.3.4 投資型

EUの投資型による調達額は同地域のアーリーステージ投資¹⁵と比較すると非常に小規模なものにとどまっている。3年間の平均成長率は116%であるが、起業家やアーリーステージにあるベンチャー企業からは、投資型のポータルを通じて個人投資家から直接資金を調達することができるとして期待が集まっている。

投資型のファンディング・ポータルはイギリス（1億1100万ユーロ）やドイツ（2982万

14 事業者向けに融資をするファンディング・ポータルの成長はEU以外の地域でも有望視されつつあり、アメリカでは大手融資型ポータルであるレンディングクラブのIPOや、Googleやアリババがファンディング・ポータルと提携するといったニュースが注目を集めた。

15 2013年のアーリーステージ投資は75億ユーロであった。（EBAN, 2014） 対して同年のEU域内全体の投資型ファンディング・ポータルを介した融資総額は3700万ユーロに過ぎなかった。

金融サービスにおけるイノベーションと地域統合 —EUにおけるクラウドファンディングの発展—
ユーロ)で発展している。また、フランスでは1890万ユーロと市場の3分の1を占めつつある。

2.3.5 寄付型

寄付型のファンディング・ポータルは、調達額では全体の1%にも満たない。しかし、2014年の総調達額は1930万ユーロに達しており、これは2012年の530万ユーロの3倍にあたる。なお、総調達額が少ないのは、寄付型のファンディングポータルが停滞しているわけではなく、案件ごとの調達額が少額であるためと考えられるだろう。

2.3.6 総括

EU域内のファンディング・ポータルはベンチャーファイナンスとしての性格を強めつつある。成長の度合いの高さのみならず、政策的な重要性がその存在価値を高めている。

なぜならリーマンショックから数年を経過した現在でも、成長資金へのアクセスはEU域内のSMEが直面する課題として残っているからだ。ケンブリッジ大学の調査によれば、SMEのマネージャーに対するインタビューからは金融危機以降銀行ローンの利用状況は改善しておらず、むしろより悪化しているという。これはEuropean Central Bank (2014)からも明らかだ。

さらに、European Banking Federationのレポートによると、長引く経済の弱さがSMEの資金調達に影響を与えており、とくに2008年の景気悪化の影響の大きかった国々(たとえば、イタリアやスペイン)において顕著であった。

それゆえ、事業者向けの融資型ポータルや投資型のポータル、事前購入(還元)型のポータルによる代替的な資金調達手段の存在が、SMEに対するカンフル剤となると考えられている。実際に、ケンブリッジ大学による調査では、2012年から2014年の3年間で10,000もの域内事業者が3億8500万ユーロもの資金をファンディングポータルを通じて調達したとみられている。調達額も年々増加しており、2012年の6633万ユーロから2013年は1億1693万ユーロ、2014年は2億143万ユーロへと上昇している。

ドイツやフランスでは事前購入型のファンディング・ポータルが好まれる傾向にあり、これらをハイテク企業やクリエイティブな組織、社会起業家等が利用している。

イギリスでは、7,000ものSMEsが2014年に10億ポンドを調達した。これは、Wardropらケンブリッジ大学の調査(2015)によれば銀行のSMEs向け貸し付けの2.4%に達しつつあるため、個人の投資家や機関投資家もこうした資金運用手段として注目しつつある。

3. EU 統合とクラウドファンディング

3.1 国境を隔てたファンディング・ポータルの利用状況

EU 域内のクラウドファンディングの地域的な発達は不均一な状態にあり、ポータルや資金調達も多くはイギリスをはじめとした西ヨーロッパ諸国に集中している。とくにイギリスは融資型や投資型のメジャーなファンディング・ポータルを複数擁しており、EU 全体の75%を占める巨大市場である。

では、イギリスなど西ヨーロッパ各国のファンディング・ポータルに対してその他地域との間で資金の流出入があるのだろうか。具体的には、クラウドファンディングが発展している西ヨーロッパ諸国のファンディング・ポータルを利用して、他国の資金需要者が資金調達を試みたり、資金提供者が投資を行ったりという活動が進んでいるのだろうか。

ファンディング・ポータルを介したクロスボーダーな資金移動の状況については、EU 委員会（2015）やケンブリッジ大学（2015）の調査では言及されているが、いずれも小規模にとどまっている。両者とも他国のファンディング・ポータルを利用して資金を調達したり、他国のファンディング・ポータルで扱われている案件に投資をするという動きに関する正確な数字を把握することは難しいと述べつつも、ポータルからの回答によれば、ほとんどのポータルは（資金需要者・資金提供者とも）国内向けのサービスにとどまっていると指摘している。

EU 委員会（2015）は、自国内のファンディング・ポータルではなく他国のポータルの利用状況¹⁶について以下のようにとりまとめている。国境を隔てたポータルの利用は前年と比較すると2014年は成長しているものの、全体の10%以下にとどまっている。しかし、今後さらなる成長の可能性は秘めていると推測している。

EU のポータルにおける EU 域外からのプロジェクトの募集や、非 EU ポータルにおける EU プロジェクトの募集は同程度であった。ただし、非 EU 系のポータルは3カ所にとどまっていることは忘れてはならないだろう。なお、EU ポータルにおける非 EU プロジェクトの多くは融資型なのに対して、非 EU ポータルにおける EU 域内のプロジェクトは事前購入（還元型）であった。

さらにいえば EU 域内のプロジェクトのほとんどが、融資型と投資型であった。事前購入（還元）型や寄付型はその後に続く。融資型のプロジェクトはスペインやフィンランド、

16 「EU 域内の他国のプロジェクトの資金調達を行ったもの」、「非 EU 地域のプロジェクトの資金調達を EU 域内のポータルを利用して行ったもの」、「EU 内のプロジェクトではあるが他国のポータルを利用したもの」が含まれる

フランス発のものが多く、利用されていたポータルはエストニアのポータルが多く、次にイギリスとスウェーデンが続いていた。

EU ポータルを利用した非 EU プロジェクト系プロジェクトもまた融資型が牽引しており、ロシアや US のプロジェクトがほとんどであった。また、インドやケニア、パキスタンのプロジェクトも増えつつある。

非 EU ポータルを利用した EU のプロジェクトの大部分は事前購入（還元）型であり、その約半数がアメリカのポータルを利用したものであった。これは Kickstarter など北米に拠点を置くメジャーなポータルを利用したと考えられる。

3.2 クラウドファンディングを巡る法整備状況

前述したように二つの調査から、クラウドファンディング市場の活発さや成長性は一様ではないことが明らかとなった。これは各国の法整備状況においても同様であり、EU 委員会（2015）も、各国のクラウドファンディングに対する姿勢や法規制のあり方は様々であるとも言及している。また、ケンブリッジ大学の調査（2015）も、EU 域内のクラウドファイナンスに対する規制のあり方は流動的かつ多面的であると指摘している。ただし、法規制の対象となるのは、融資型や投資型などの金銭的利益の授受が行われるスキームであり、寄付型や事前購入（還元）型はほとんど規制を受けない。

Kirby and Worner（2014）は、法規制に対する EU 諸国の態度は、クラウドファンディングの育成と投資家の保護の間で揺れているとも述べている。とくに、既存の金融規制はクラウドファンディングにあわせてつくられたものではなく、また、クラウドファンディング自体のスキームが多岐にわたり、既存の金融サービスと異にするために、既存の制度にうまくあてはまらないという問題がある。

それでもこの数年間で西ヨーロッパを中心にクラウドファンディングを巡る法整備に乗り出す国々も現れつつある。とくに、市場規模が拡大しつつある西ヨーロッパ諸国ほど積極的な対応を示している。方向性としては、(1)既存の証券業や銀行業に関する規制を適用するものと(2)クラウドファンディングを新たな金融サービスとしてとらえ、特別ルールを整備するものの二つに大きく分かれる。なお、前者の代表例が、ドイツであり、後者の代表例はイギリス・フランス・イタリア¹⁷と考えられるであろう。

17 なお、イタリアでは2013年に CONSOB（国家証券委員会）によってスタートアップ向けの投資型ファンディング・ポータルの開設が認められた。しかし、ポータルを利用して資金調達が可能となるスタートアップの要件を厳しく定めた結果、利用が進まず、かえって市場の発展が阻害される結果となった。（Root, 2013）

代替金融の一手段としてクラウドファンディング産業の育成を目標とするのならば、注目すべきはイギリスの施策であろう。イギリスのクラウドファンディングに関わる施策については淵田（2015）に詳しい。Fintech を積極的に支援していることで知られている同国は、スモールビジネス向けローンの停滞という現状を打破するために銀行以外の資金調達ルートを拡大する政策の一環としてクラウドファンディングを後押ししている。まず2013年に発足したFCA（Financial Conduct Authority：金融規制行為機構）によって、融資型のポータルとイクイティ型のポータルの位置づけや従うべきルールが明確化された。（表参照）また、BBB（British Business Bank）によるポータルへの投資¹⁸およびスモールビジネス育成のためのポータル活用、融資型ポータルへの投資をISA（少額貯蓄非課税口座）の対象にする¹⁹といった施策もあわせて導入された結果、イギリスのファンディング・ポータルは活気を帯びている。

しかし、上記はいずれも自国内で活動する融資型や投資型のファンディング・ポータルを規制するための国内法である。それゆえ、ファンディング・ポータルが複数の国で事業を展開するためには、現地の制度にあわせ、場合によってはそれぞれの国で許認可を受ける必要がある。これはファンディング・ポータルにとっては負担となるだろう。先にも述べたようにファンディング・ポータル自身も設立数年のベンチャーであることも多く、またその主な収益は数パーセントの手数料によるものである。松尾（2015）は、「一般に小口の資金を集め、小規模のプロジェクトに資金提供するのは、きわめて手間とコストのかかる非効率な金融スキームである。その非効率さをクラウドファンディングではインターネットを活用することで効率化しているものの、資金仲介者のマンパワーやスキルに依存する要素も大きく、コスト面を考えると資金仲介者にとっては収益の薄いビジネスモデルとなっている。そこに規制によるコストが課せられると、仲介者のビジネスモデルが成り立たなくなる可能性がある。また、そのコストを手数料に添加すると、金融スキームとして成り立たなくなる可能性がある。」と指摘している。

また、Hooghiemstra and Buysere（2015）も、クラウドファンディングによる資金調達がSMEの発展には必要であるが、現行の各国の法律（たとえば、会社法や証券法など）やEUにおける統一的なルールを欠くことが発展を妨げていると指摘している。

それゆえ、ファンディング・ポータルの活性化を進めるならば、EU法による共通ルー

18 2012年にzopaに1万ポンド、Funding Circleに2000万ポンド、2014年にはFunding Circleに4000万ポンド、Rate Setterに1000万ポンドの拠出を行うなど、7つのポータルに資金を拠出している。（淵田2015、前提書）

19 2014年にInnovative ISAとして導入された。

表1 クラウドファンディングに関する規制

| UK | フランス | ドイツ |
|---|---|--|
| 2013~2014 | 2014 | 2012~ |
| <ul style="list-style-type: none"> ・融資型と投資型を対象とし、ルールを明確化 ・融資型はFCA(金融行為規制機構)の監督下に入り許可を受ける(資本規制・ローン管理の継続・開示ルール・勧誘と広告ルール) ・投資型も規制証券業務としてFCAの規制下(適格投資家・個々のポートフォリオの10%以内) | <ul style="list-style-type: none"> ・AMF(金融市場庁)とACPR(金融健全性監督破綻処理機構)が融資型と投資型を規制 ・投資型ポータルにCIP(クラウドファンディングアドバイザー)という位置づけ(フランスで設立・ORIASに登録) ・融資型はIFP(クラウドファンディング仲介機構)としてORIASに登録(要件:法人) | <ul style="list-style-type: none"> ・BaFin(ドイツ連邦金融監督所)が規制(除:寄付・購入型)(銀行法・支払いサービス監督法・証券取引法・資本投資法・証券目論見書法) ・一般投資家保護法(100万ユーロ以下のプロジェクトは目論見書の作成を免除・投資家の上限投資額は1,000ユーロ) |
| <ul style="list-style-type: none"> ・BBB(British Business Bank)によるCFへの後押し ・ISA(少額貯蓄非課税口座)の対象に | <ul style="list-style-type: none"> ・BPI(Public Investment bank)を通じたサポート | <ul style="list-style-type: none"> ・個人向けの融資型は、そのプロセスに銀行が関わっていれば規制の対象外となる |

European commission(2015) および淵田(2015) より作成

ルの制定が求められるが、現時点ではファンディング・ポータルの管理はそれぞれの国に任されている状態だ。しかし、2015年からは European Crowdfunding Network 等の業界団体の後押しもあり、EU 委員会でも共通ルールの必要性、およびその制定のための事前調査に乗り出しつつある。

3.3 EU 統合と金融サービス

クラウドファンディングと域内共通ルールの問題を考える前に、既存の金融サービス、とくに多くのクラウドファンディングが事業ドメインとする個人や零細事業者向けの資金調達に関わる融資や証券サービスに関して、EU 統合によって法制度がどのように共通化され、その結果、域内におけるサービスのグローバル化が進展したのかを高屋 (2014) や Jentzsh and Riestra (2006), Ferretti (2008) の先行研究をもとにとりまとめておきたい。その上で、共通ルールの制定とクラウドファンディングについて言及する。

高屋 (2014) によれば、EU では1980年代の市場統合に向けてのながれのなかで金融サービスにおいても域内市場の形成が進められた。そのなかで金融業務の自由化も実現され、第二次銀行指令 (1993年) および投資サービス指令 (1996年) によって、域内のいずれかの監督当局から免許を受ければ域内で銀行業や証券業を営めるという単一免許制度が実現化した。さらに、FSAP (Financial Service Action Plan:金融サービス行動計画) やラムファールシー委員会の設立によって、金融統合のための各国制度の調和と規制緩和が促された。

1999年に共通通貨ユーロが導入されたことで、クロスボーダーな金融取引もさらに円滑に進められるようになった。さらに、EU 委員会は域内の消費者信用市場の統合と育成を促進するために各国の規制を調和させる必要性から、2008年にヨーロッパ消費者信用指令を採択している。²⁰

しかし、高屋（2014）は政策面での統合が進む一方で²¹、個人や中小事業者向けの金融サービス、つまりリテール市場は分断された状態が続いていると述べている。この理由として、「債権取引のような市場取引とは異なり、リテール金融は相対取引が基本である」点と「金融機関と顧客との間の関係を構築し、維持することが重要度の高い取引である」点を指摘している。とくに、中小企業にとっては運転資金や投資資金を得るために銀行との間に信頼関係を築くことが必要であり、銀行と長期的な関係を築くことが重要な意味を持っていたため、その結果、事業向けの貸付市場では金利の流動性が弱められ、市場の分断が起きたのではないかと考察している。

また、Jentzsh and Riestra（2006）も、共通通貨が存在するにもかかわらず、自身が居住する国以外において銀行口座を開く消費者はほとんどいないと述べており、言語および地理的な距離の問題²²が他国での金融サービスの利用を妨げていると指摘している。

なお、いくつかの先行研究によって初期のベンチャー投資においては、上場企業に対する投資とは異なり、投資家と投資先企業は距離的に近い場所に位置するということが明らかとなっている。たとえば、Sorenson and Stuart（2005）は、ベンチャーキャピタルと投資先の平均距離は約70マイルであり、両者との間にはある程度の距離の近さが求められると示している。これについて、松尾（2015）は、初期段階のベンチャー企業では、情報収集、モニタリングなどの必要性が高いためであると指摘している。

つまり、個人向けの貸付についても事業者向け貸付においても、金融サービスと利用者の間には距離的な問題が存在しており、それゆえに域内の政策面での統一化が進められたとしても域内市場の単一化はそれほど進まなかったとも考えられるだろう。

20 その内容は谷本圭子（2011）詳しい。

21 Jentzsh and Riestra（2006）は、Ferretti（2008）などでは、消費者の与信の基盤となる信用情報制度の調和は十分に取られておらず、それらが域内のリテール市場の統一が進まない理由として挙げている。

22 これはEU 特有の問題ではない。アメリカにおいても、地元の金融機関を選択する傾向は強いことがElliehausen and Wolken（1992）によって示されている。

3.4 EU 統合とクラウドファンディング

では、クラウドファンディングにおいても同様に資金提供者と需要者の間に距離的な問題が存在しているのだろうか。具体的には、ファンディング・ポータルを通して遠方の資金提供者からの投資や遠方へのプロジェクトの投資は望めないのだろうか。これについては、音楽業界のクラウドファンディングに関する Agrawal ら (2011) の実証研究が参考となるだろう。

この実証研究は、Sellaband というアムステルダムに拠点をおくミュージシャンのアルバム製作のための資金調達を目的としたファンディング・ポータルにおける資金需要者と資金提供者の距離的な関係を分析することで、クラウドファンディングの投資家は想像以上に広範な地域に分散していることを明らかにしたものだ。両者の平均的な距離は約3000マイルにも及んでいた。とくに、500マイル以上離れた場所からの投資が総額の6割以上を占めるという結果であった。ただし、距離が全く影響をしないわけではない。初期の投資は地域の投資家によって行われ、投資額が累増するにつれ、遠距離の投資が増加する傾向にある。つまり、資金需要者と近い関係にあり、距離的に近いローカルな投資家が初期に投資を行うこと自体が、遠方の投資家にとってはシグナルとなり、遠方からの投資を引きつけると考えられるのだ。

Agrawal (2011) の実証研究を踏まえて考えると、ファンディング・ポータルを介せば遠方からの投資も可能となるということだ。資金需要者自体のスクリーニングがファンディング・ポータルによってなされると考えれば、証券市場のように遠方に在住する資金提供者であっても投資の適否を判断することができる可能性もある。それゆえ、ファンディング・ポータルを活用することで中小事業者の育成を進めるのならば、国内のみならず国外からの投資を集めることができるよう、EU 域内での共通ルールが定められ、銀行や証券業のように単一免許制度を実現するなど、ファンディング・ポータルが広範な地域で活動できるような施策が求められるだろう。

文献一覧

- Agrawal, A. K., C. Catalni, and A. Goldfab, 2011: "The Geography of Crowdfunding," *NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH, Workingpaper No.16820*
- Akkanat, K., 2014: "Online Crowdfunding in Turkey," *GRIN*
- R. Anton 2013: "A Look at Italy's Recent Crowdfunding Legislation." *crowdsourcing.org*, 2013 Jul 15 <http://www.crowdsourcing.org/editorial/a-look-at-italys-recent-crowdfunding-legislation-part-i/27122>

- Buyser, K.D., O. Gajda, R. Kleverlaan, D. Maron, and M. Klaes, 2012: "A Framework for European Crowdfunding," *www.crowdfunding.eu*
- Gierczak, M. M., U. Bretschneider, & J. M. Leimeister, 2014: "Is all that glitters gold? Exploring the effects of perceived risk on backing behavior in reward-based crowdfunding." *Paper presented at the International Conference on Information Systems (ICIS), Auckland, New Zealand.*
- Elliehausen, G. E., and J.D. Wolken.1992: "Banking Markets and the Use of Financial Services by Households." *Federal Reserve Bulletin 78*, no. 169: 169–181.
- European Commission, 2015: "Crowdfunding : Mapping EU markets and events study"
- European Central Bank, 2014: "Survey on the Access to Finance of Enterprises in the Euro Area,"
- EBAN, 2014: "The European Trade Association for Business Angels Seed Funds, and other Early Stage Market Players – Statistics Compendium 2014" *EBAN*
- Ferretti, F., 2008: "The Law and Consumer Credit Information in the European Community –The Regulation of Credit Information Systems", Routledge
- Harris, P., I. Blohm, and J.M. Leimeister, 2014: "An empirical taxonomy of crowdfunding intermediaries." *Paper presented at the International Conference on Information Systems(ICIS), Auckland, New Zealand*
- Hooghimestra, S., N. and K. Buyser, 2015: "The Perfect Regulation of Crowdfunding: What Should the European Regulator Do?", *Crowdfunding in Europe – State of the Art in Theory and Practice*, Springer
- IOSCO, 2013: Securities Markets Risk Outlook 2013–2014, International Organization of Securities Commission.
- Jentzsh, N. and S.J. Riestra, 2006: "Consumer Credit Markets in the United States and Europe", *The Economics of Consumer Credit*, The MIT Press.
- Kirby, E., and S. Worner, 2014: "Crowdfunding: An Infant Industry Growing Fast," *Staff Working Paper of the IOSCO Research Department*,
- massolution, 2015: *2015 CF Crowdfunding Industry Report*.
- Sorenson, O., and T.E. Stuart, 2001: "Syndication Networks and the Spatial Distribution of Venture Capital Investments," *American Journal of Sociology*, 106(6), 1546–1588.
- Wack, K. and B. Reutzel, "How P-to-P Lending Evolved into Different Animals in U.S., U.K. " JUN 5, 2015 *American Banker*.

金融サービスにおけるイノベーションと地域統合 —EUにおけるクラウドファンディングの発展—

<http://www.americanbanker.com/news/marketplace-lending/how-p-to-p-lending-evolved-into-different-animals-in-us-uk-1074734-1.html>

Wardrop, R., B. Zhang, R. Tau and M. Gray, 2015: "Moving Mainstream: The European Alternative Finance Benchmarking Report, *University of Cambridge and EY*

アクセンチュア「フィンテックと銀行の将来像」(2015) <https://www.accenture.com/jp-ja/insight-future-fintech-banking.aspx>

クリストン・クリステンセン他・櫻井祐子訳 (2014) 「イノベーションの最終解」翔泳社
高屋定見 (2014) 『欧州金融統合と地域金融市場の変貌－現状と教訓－』 「地域金融システムの分析」中央経済社, 179-198.

高屋定見 (2014) 『欧州金融統合の進展－リテール市場の実際と統合の実証－』 「地域金融システムの分析」中央経済社, 199-215.

谷本圭子 (2011) 『2008年ヨーロッパ消費者信用指令(2008/48/EC)について』, 立命館法学 (336) 441-499.

淵田康之 (2015) 『金融の破壊的イノベーションと Fintech』 「野村資本市場クォーターリー」 2015年 Vol. 19-1 Summer, p. 5-20.

淵田康之 (2015) 『Fintech の中核を占めるマーケットプレース・レンディング』 「野村資本市場クォーターリー」 2015年 Vol. 19-1 Summer, p. 21-45.

松尾順介 (2015) 『クラウドファンディングと証券業』 「資本市場の変貌と証券ビジネス」公益財団法人 日本証券経済研究所, 68-114.

「なゼルーヴル美術館は毎年クラウド・ファンディングをするのか」 arts marketing 2013.May 24 <http://artsmarketing.jp/archives/2756>

本稿は、千葉商科大学経済研究所の助成を受けて行われました。関係諸氏に深く感謝申し上げます。