

# 株式投資型 CF における「共感形成要因」の抽出と投資意欲に関する研究

1X18C070-9 梶中優樹  
指導教員 大野高裕

## 1. 研究背景と目的

株式投資型クラウドファンディング制度（以下株式型 CF という）が新規成長企業への成長資金の円滑な供給に資することを目的として、非上場株式の発行を通じた資金調達を行うための制度として 2015 年 5 月に創設された。株式型 CF の利用実態としては、市場として黎明期であり成約件数と調達金額は年によるばらつきが大きい、取扱金額は増加傾向にある。実際、小規模の資金調達や特徴的なスタートアップ企業でも多数の資金提供者から少額ずつ集めることで、資金調達が成功している事例もある。このことから、従来の投資との違いを考察することで、さらに多くの投資家を発掘することが求められる。

一方、現状の株式型 CF 投資家の投資要因を金融庁が株式型 CF 仲介業者 6 社からのデータ提供を基に調査を行った[1]。それによると、株式や債券への投資では重要視されている「投資リターンを得ること」を「発行会社応援のため」が上回った。これは、株式型 CF においては、通常投資判断で考慮されるリスクやリターンといった投資意欲だけでなく、対象の企業や事業に対して「共感」することの影響も考慮する必要性が考えられる。

そこで、本研究では株式型 CF における投資意欲と共感の関係を定量データを用いて明らかにするとともに、株式型 CF に対する共感がどのような要因によって形成されるかを分析することを研究目的とする。

## 2. 従来研究

投資意欲に関する先行研究として、木成ら[2]が金融資産、所得がリスク資産への配分に影響を及ぼすと明らかにした。北村ら[3]は、株式投資経験の有無に関わらず、株式投資意欲に、金融知識、主観的株式コストといった行動経済学的要因が影響を及ぼすことを明らかにしている。

一方、共感の概念に関しては、Gerdes ら[4]の研究が存在する。概念は、感情的反応、認知的処理、意識的な意思決定の 3 因子から構成され、さらにその因子は感情反応、視点取得、情動的反応、感情制御からなると説明される。

本研究では、従来の投資意欲の要素に、上記の研究に基づき定義した共感を加える。そして、それらを含んだ仮説モデルから共感の影響を明らかにする。

## 3. 研究方法

### 3.1. 研究概要

図 1 に仮説モデルを示す。株式型 CF に対する投資意欲は、一般的な投資意欲を説明する要素と、投資先企業に対する共感から形成する。一般の投資意欲に関しては、木成ら[2]や北村ら[3]を参考に、所得等の投資資源と金融知識等の投資家の投資特性から成ると想定する。次に、共感の概念については、Gerdes ら[4]に基づき、感情反応、視点取得、情動的反応、感情制御を共感の発生要件と投資先に

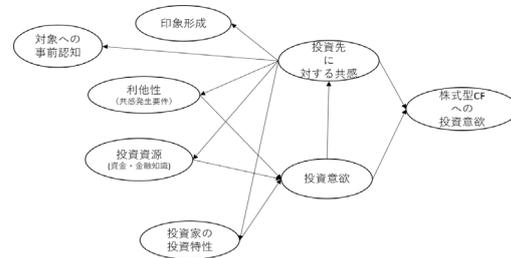


図 1. 共感-投資仮説モデル

に対する共感に分解する。後者に対応するものとして視点取得、情動的反応から抽出し、前者に対応するものとして感情制御と感情反応から抽出した利他性を共感の発生要件と定義する。その上で、対象への事前認知、対象への印象の形成、利他性の 3 つの要素から投資先に対する共感が形成されるという仮説モデルを構築した。

## 3.2. 研究手順

### Step1 データ収集

投資先に対する共感が投資意欲に与える影響を調査する。投資先の属性の違いを取り除く必要があるため、対象を 1 企業に選定し、アンケート調査により収集する。

### Step2 数量化理論 II 類を用いた共感形成要因の検証

投資先に対する共感が株式型 CF への投資意欲に影響するかを数量化理論 II 類を用いて分析する。また、印象形成を構成する 9 項目、利他性、投資資源、投資家の投資特性、投資先に対する共感の関係も分析し、Step3 で使用する潜在因子の抽出を行うとともに、影響関係のパスを絞り込む。

### Step3 共分散構造分析を用いた仮説モデルの検証

株式型 CF への投資意欲を説明するための構造モデルを構築し、共分散構造分析によりモデルの妥当性と要素間の関係を分析する。特に共感が株式型 CF への投資意欲にどのように影響するかを分析する。

### Step4 共感に影響を及ぼす印象形成要素の抽出

印象形成と投資先に対する共感に着目し、印象形成が、共感の要素につながるかについて順序ロジスティック回帰分析を用いて明らかにする。

## 4. 検証結果

### 4.1. データ収集

投資意欲や共感を説明する要素は、オンラインアンケートツール Questant を用いて、調査票調査により収集を行った。印象形成や共感に関しては、CF 情報が多く掲載されている FUNDINNO 社の Web ページを参考に対象企業の情報を作成した。この企業情報を調査票の前半で提示し、それを閲覧したことによる印象形成など各項目について、6 段階尺度で測定した。対象に対する共感は消費者が事業に対し関心を示すことで形成されると想定する。そこで、幅広い層が関心を持つ可能性がある医療分野を事業領域とする企業で、かつ株式型 CF において案件が多い IT 企業か

表 1. 共分散構造分析におけるモデル適合度の比較

モデル	適合度指標			
	GFI	AGFI	CFI	RMSEA
仮説モデル	0.807	0.730	0.738	0.140
修正モデル	0.900	0.853	0.938	0.069

2. 修正モデルにおける主なパス係数

始点\終点	株式投資型CFへの投資意欲	共感
投資意欲	0.204***	0.495**
共感	0.661***	-

\*\*\*1%水準で有意 \*\*5%水準で有意

3. 順序ロジスティック回帰分析の結果

印象形成要素		パラメータβ	標準誤差	Wald統計量	有意確率
視点取得 1	親しみやすさ	0.544	0.198	7.578	0.006
	発展性	0.446	0.264	2.859	0.091
	実現性	0.609	0.252	5.829	0.016
視点取得 2	信頼性	0.417	0.231	3.268	0.071
	親しみやすさ	0.504	0.19	7.069	0.008
情動的反応 1	実用性	0.454	0.249	3.332	0.068
	親しみやすさ	0.618	0.196	9.985	0.002
情動的反応 2	実現性	0.604	0.251	5.804	0.016
	信頼性	0.61	0.239	6.526	0.011
	親しみやすさ	0.333	0.194	2.927	0.087
	実用性	0.446	0.255	3.054	0.081
	発展性	0.681	0.267	6.495	0.011

ら「株式会社 Mealthy」を選出した[5].

数量化理論Ⅱ類を用いた共感形成要因の検証

数量化理論Ⅱ類により投資先に対する共感が株式型 CF への投資意欲に対する影響を分析したところ、視点取得、情動的反応共に、1%有意で正の影響が示された。また、それらを用いたユークリッド距離による判別予測の判別率の中率は 85%となり、共感と株式型 CF の間に有意な関係があることが明らかになった。更に数量化理論Ⅱ類を、投資先に対する共感へパスがある全ての要素に対して行った結果、投資資源や投資家の投資特性からのパスが有意でなかった。そこで、それらからのパスを削除する。一方、印象形成と利他性と共感との関係は有意であった。

4.3. 共分散構造分析を用いた仮説モデルの検証

数量化理論Ⅱ類の結果をもとに修正したモデルを構築し、その修正モデルの適合度をさらに高めるため、投資資源から投資意欲に対するパスを削除したモデルについて共分散構造分析を行った。その結果を表 1 に示す。加えて、表 2 に主要なパスの係数を示す。

4.4. 共感に影響を及ぼす印象形成要素の抽出

順序ロジスティック回帰分析による結果を表 3 に示す。

5. 考察

5.1. 共感と株式型 CF への投資意欲

Step2 より、投資先に対する共感と株式型 CF の投資意欲の関係が有意であったことから、株式型 CF に関して、共感が投資意欲に影響を与え、共感が高い程投資意欲が高まると指摘できる。その際、年収の程度や金融知識といった投資家特性が共感に与える影響は小さく、投資目的の中で社会貢献性が高いことが影響する。また、対象への共感を高め、投資意欲の高めたい場合には、印象形成の部分进行操作する事が有効であると考えられる。

5.2. 株式等への投資意欲と比較した共感

表 1 より、修正モデルの適合度指標が高い値を示したため、株式型 CF においては、その投資意欲は、投資先に対する共感と、株式一般の投資意欲の要素によって説明できる余地が大きい。その際、表 2 のパス係数の結果から共感を考慮した方が株式型 CF への投資意欲に対する説明力が高く、ここからも、投資意欲を高めるために、共感を高めることが重要であることが分かる。

また修正モデルについて、投資資源の要素をモデルから削除したが、投資資源が影響しない原因として、投資家の投資意欲を持つ段階と、実際の投資意思決定段階で影響する要素が異なり、後者の場合にのみ投資資源が影響する可能性がある。

5.3. 共感を高める印象形成

表 3 より、CF のサイトの特徴を示す要素のうち、親しみやすさ、発展性、実現性、信頼性、実用性、といった要素が投資家の共感形成に影響することが明らかになった。サイトから得られる CF に関する情報について、これらの要素を投資家が強く認識するほど、投資先に対する共感が形成されやすい。そこで、株式型 CF を用いて資金調達を行う企業にとっては、他の投資先と事業内容で差別化を図るよりも、投資家に自社の事業特性や発展性、CF の実現可能性を理解してもらうことで、CF の資金調達可能性が高まる。

6. 結論と今後の課題

本研究を通じて、株式型 CF において共感が投資意欲に影響することを示し、共感を考慮した投資意欲の要因を示すモデルの提案を行った。さらに、共感形成に影響する要素として、投資先に対する印象形成や投資家の利他性の影響が大きいことを定量的に明らかにした。これらの結果から、従来投資対象とならなかった企業についても、投資家からの共感を高める事をターゲットとする事で、投資を呼び込む事ができる可能性がある。本研究において、モデルに 2 点の展望を考える。1 点目は、今後さらに研究対象企業を増やすことや、ページの表現要素を考慮したモデルにすること。2 点目は実際の投資意思決定段階をモデルに加えることで、更に包括的なモデルにすることが挙げられる。

7. 参考文献

[1]金融庁：“事務局説明資料 成長資金のあり方に関する検討 令和 3 年 2 月 18 日”，  
[https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/market-system/siryoku/20210218/01.pdf](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryoku/20210218/01.pdf), 最終アクセス 2022/1/12

[2]木成勇介, 筒井義郎：“日本における危険資産保有比率の決定要因”，金融経済研究, No.29, pp.46-65 (2009)

[3]北村智紀, 中島邦夫：“30・40 歳代家計における株式投資の決定要因”，行動経済学, Vol.3, pp.50-69 (2010)

[4]Gerdes,K.E., Lietz,C.A. and Segal,E.A.：“Measuring empathy in the 21st century: Development of an empathy index rooted in social cognitive neuroscience and social justice”, Social Work Research, Vol.35,No.2,pp.83-93(2011)

[5] FUNDINNO：“株式会社 Mealthy”，<https://fundinno.com/projects/10>, 最終アクセス 2022/1/12