

投資先への共感を考慮した株式型 CF の投資意思決定要因の分析

— 共分散構造分析に基づいて —

早稲田大学 畠中優樹*、高田真也、枝川義邦、松野思迪、東京大学 川中孝章、早稲田大学 大野高裕

Analysis of investment decision-making factors for stock-type CF considering sympathy for investees -Based on SEM model-

Waseda University YUKI Hatanaka, Shinya TAKATA, Yoshikuni Edagawa, Kotomichi Matsuno, Tokyo University Takaaki

KAWANAKA, Waseda university Takahiro OHNO

1. 研究背景と目的

株式投資型クラウドファンディング（以下、株式型 CF という）は、2015年5月に創設された新規成長企業が成長資金を調達する際に、非上場株式の発行を通じて資金調達を行う制度である。その狙いとして、他の資金調達手段が少ないスタートアップ企業に、小規模の資金を多数の投資家から供給する事を可能にする点があり、成約件数と調達金額に年次のばらつきが見られるものの、取扱金額が近年増加している。この株式型 CF の投資意欲を形成する要因には、従来の投資と異なる要因が影響している可能性がある。例えば金融庁が、株式型 CF 投資家を対象に行った調査[1]では、株式や債券への投資では「投資リターンを得ること」よりも「発行会社応援のため」を投資理由にあげる割合が高い事が報告されており、対象企業や事業に対する「共感」の影響が考えられる。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]は金融資産、所得の大きさがリスク資産への配分に影響を及ぼすと明らかにし、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要因が影響を及ぼすことを明らかにしている。しかし、先に挙げた共感の要素は考慮されていない。共感の定義については、Gerdes et al[4]が、感情反応、視点取得、情動的反応、感情制御から構成されると説明している。ここで視点取得とは、他者の立

場に立ち発言したり、物事を考える能力であり、感情制御とは自身の感情をコントロールする能力であると捉えられる。

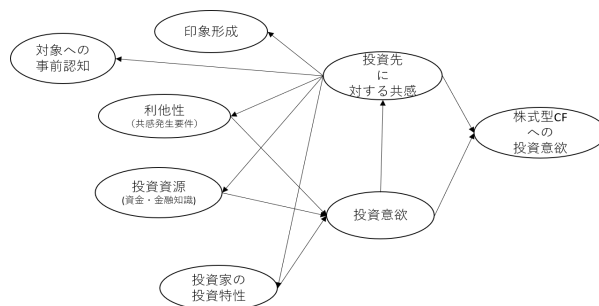


図1 共感・投資仮説モデル

3. 研究モデル

本研究で検討する仮説モデルを図1に示す。株式投資型 CF に対する投資意欲は、従来の投資意欲を説明する要素と投資先企業への共感から形成されると考え、前者について木成ら[2]や北村ら[3]を参考に、所得額などの投資資源と金融知識などの投資特性から説明し、共感の概念を Gerdes et al[4]に基づき、感情反応、視点取得、情動的反応、感情制御を発生要件と印象通じた共感の形成に分解し、対象への事前認知、印象形成、利他性の3つの要素から形成されると想定した。

4. 研究方法

投資意欲と共感の関係を説明し、共感の形成要因を明らかにするために、投資先の属性の違いを除去する必要がある。そこで、対象を1企業に限定し、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し、株式型 CF の案件が多い「株式会社 Mealty」に選定した。アンケートは、この企業の情報とそれを閲覧したことによる印象形成を中心に構成し、オンラインアンケ

ートツール「Questant」によりデータを取得した。

表 1 SEMによるモデル適合度比較と、パス係数

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

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

表 2 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
	実用性	0.454	0.249	3.332	0.068
情動的反応 1	親しみやすさ	0.618	0.196	9.985	0.002
	実現性	0.604	0.251	5.804	0.016
情動的反応 2	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

分析は 3 段階のステップで行い、始めに①数量化理論Ⅱ類を用いて印象形成を構成する 9 項目と共感の関係を分析し、影響する因子を抽出したうえで、②共分散構造分析によりモデルの構築を行い、分析を行う。さらに③印象形成が投資先に対する共感につながるかを順序ロジスティック回帰分析を用いて明らかにする。

5. 研究結果

5.1 数量化理論Ⅱ類による分析結果

数量化理論Ⅱ類による分析の結果、視点取得、情動的反応が投資先に対する共感に 1%で有意であった。一方、投資資源や投資家の投資特性からのパスは有意でなかった。そのためこれをパスから削除した。

5.2 共分散構造分析の結果

一部パスを削除した修正モデルで共分散構造分析を行った結果とパス係数を表 1 に示した。主要な適合度はいずれも条件を満たし株式投資型 CF への投資意欲に対する共感のパスは 0.661 と高く、1%で有意である。

5.3 順序ロジスティック回帰分析の結果

回帰分析の結果を表 2 に示した。

6. 考察

共分散構造分析のパス係数の結果から株式型 CF に

関して、共感が投資意欲に影響を与え、共感が高いほど、投資意欲が高まることを指摘できる。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、投資目的として社会貢献性を重視するかが影響する。そのため投資意欲を高めたい場合には、印象形成に働きかけることが有効であると考えられる。また表 2 の結果から、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。そこで企業は、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事で資金調達可能性が高まると考えられる。

7. 結論と今後の課題

本研究を通じ、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、これを考慮した投資意欲形成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明らかにし、これらの結果から、投資家からの共感を高める事で投資を呼び込む事ができる可能性が示された。今後は研究対象企業を増やし、表現要素や、投資意思決定の段階的プロセスを組み込む事で、より包括的なモデルにすることが期待できる。

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 (R3.2.18)”<https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryou/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 et al. “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/1>>, 最終アクセス 2022/1/1