

懸賞論文テンプレート(学部学生用)

2024 年 12 月 早稲田商学同攻会

※注意※

○本文(この原稿)には執筆者の氏名、所属ゼミ名、指導教員の氏名、謝辞は書かないでください。氏名、所属ゼミ名、指導教員の氏名は応募フォームにのみ書きます。

○別紙の応募要項、および執筆要領の規定に従わず作成された論文は、一切受理しません。

○論文提出後、表題を含め、一切の修正を認めません。

【日本語表題】

表 題：ストーリーの差異性が正当性獲得に与える影響

(副表題：日本の購入型・株式型クラウドファンディングにおける実証分析)

※副表題を付けるかについては執筆者の自由とする。

ストーリーの差異性が正当性獲得に与える影響

ー 日本の購入型・株式型クラウドファンディングにおける実証分析 ー

<論文要旨>

ベンチャー企業にとって正当性は資源獲得の重要な要因であり、差異性（市場カテゴリーの標準からの逸脱度）は正当性を獲得する源泉の1つだとされている。既存研究では、差異性と正当性の関係が逆 U 字型を示すとしているが、主に認知的正当性に焦点を当ててきた。これに対し、Taeuscher et al. (2021) は規範的正当性の視点を取り入れ、新規性を重視する規範を持つ資源提供者において差異性が正当性に線形に正の影響を与えると示した。

本研究では、Taeuscher et al. (2021)の研究を発展させ、資源提供者の規範が異なるクラウドファンディングを対象に調査を行なった結果、信頼性を重視する集団では差異性が線形に負の影響を、新規性を重視する集団では線形に正の影響を与えることを明らかにし、資源提供者の規範がその関係に与える重要性を示した。

1. はじめに

ベンチャー企業が資源を獲得するうえで、正当性は極めて重要である。正当性とは、ある実体の行動が社会における規範や価値観、信念に沿った望ましいものであると一般的に考えられる程度である（Suchman, 1995）。ベンチャー企業が正当性を得るための源泉の1つとして、起業ストーリーの **Distinctiveness**（差異性）が挙げられる。差異性とは「起業ストーリーが市場カテゴリーの標準的なストーリーからどの程度逸脱しているか」を示す概念であり（Taeuscher et al., 2021）、資源提供者の注目を集められるため、正当性の獲得に効果的だとされている。

しかし、**Optimal Distinctiveness Theory**（最適差異化理論）によれば、差異性が過度に強調されると、資源提供者が提案された新規事業を理解しにくくなるため、正当性の獲得が妨げられる。このため、差異性と正当性の関係は逆U字型を示し、「最適な差異性」を達成する必要があるとされてきた（Lounsbury & Glynn, 2001, 2019; Martens et al., 2007; Navis & Glynn, 2010, 2011）。つまり、適度な差異性は正当性の獲得にプラスの効果をもたらす一方、過剰な差異性は逆にその効果を減少させるのである（DiMaggio & Powell, 1991）。

これに対して、Taeuscher et al. (2021) は、最適差異化理論では差異性が認知的正当性に与える影響に焦点を当てている点を指摘し、規範的正当性の視点を取り入れる必要があると主張した。認知的正当性とは、組織が資源提供者に理解され受け入れられる程度を示す（Aldrich & Fiol, 1994）。一方、規範的正当性とは、組織が資源提供者の規範的期待に適合していると認識される程度を指す（Scott, 1995）。Taeuscher et al. (2021)の研究は、資源提供者の規範の違いによって、差異性が正当性に与える影響は異なることを明らかにし、企業が正当性を得る上で資源提供者の規範が重要な役割を果たすことを示唆している。

具体的には、彼らは新規性を好む規範を持つ資源提供者が集う米国の購入型クラウドファンディング(以下、CFとする)であるKickstarterを対象に調査を実施した。このKickstarterでは、非公式のユーザーコミュニティが存在し、新規

性を重視する共通の規範が資源提供者の間で醸成されている。例えば、資源提供者は「私は、Kickstarterを他では見かけない独創的で新しい製品を販売するデパートのように見ている。」、「革新的なテクノロジーと、プロジェクトを支援した最初の1人になれると嬉しい。」と述べており、コミュニティでの議論を通じて新規性の高いプロジェクトへの期待が共有されていることから、この規範が確認された（Taeuscher et al., 2021）。検証の結果、新規性を好む規範を持つ資源提供者の場合、差異性が規範的正当性に正の影響を及ぼし、認知的正当性への負の影響を上回ることが示された。このことから、資源提供者が差異性を重んじる規範を持つか否かによって、差異性が正当性に与える影響が異なることが明らかになった。

一方で、Taeuscher et al. (2021)の研究には限界がある。彼らはKickstarterという特殊なコンテキストに焦点を当てている。多くのCFでは、集団で共通した規範を醸成しうほどのつながりがない場合が多い。このような資源提供者が共通した規範を持たない状況で、差異性が正当性の獲得に与える影響がどのように変化するのかは未解明である。本研究では、共通の規範が醸成されていない資源提供者において、差異性が正当性の獲得に及ぼす影響を明らかにすることを目的とする。

2. 理論的背景

2.1 ベンチャーの資源獲得と最適な差異化理論

ベンチャー企業が新規事業を通じて重要な資源を獲得するためには、資源提供者から正当性を獲得する必要がある（Aldrich & Fiol, 1994; Lounsbury & Glynn, 2001; Zimmerman & Zeitz, 2002）。一般的に、ベンチャー企業と資源提供者の間には情報の非対称性があるため、ベンチャー企業が資源提供者を惹きつけるには、自社の質を伝えるシグナルを発することが重要である（Ahlers et al., 2015）。しかし、Fisher et al.(2016)によると、新興のベンチャー企業には成功した製品のような実績が少なく、資源提供者に有効なシグナルを示すことは難しい。また、Navis & Glynn（2011）によると、ベンチャー企業は実

績をはじめとしたシグナルを示すことが困難だけでなく、他社との違いをアピールする手段も少ない。そのため、文化的起業家精神理論では、ベンチャー企業が資源を獲得するためには、起業ストーリーを通じて他社との違いを強調し、正当性を獲得することが重要であると言われている。起業ストーリーとは、企業が「誰」で「何をする」のかを説明するストーリーを指し（Navis & Glynn, 2011）、具体的には、創業者の価値観や事業のビジネスモデル、製品の技術や持続可能性、市場の特徴などを説明するものである（Taeuscher et al., 2021）。ベンチャー企業は、起業ストーリーによって違いを強調することで、新規事業を際立たせ、資源提供者の注目を集めることができるのだ（DiMaggio & Powell, 1991）。

しかし、最適差異化理論によれば、起業ストーリーの違いを強調しすぎると正当性の獲得を妨げられる。それは、標準的なストーリーから大きく逸脱すると、資源提供者がベンチャー企業を慣れ親しんだカテゴリーと結びつけることを妨げ、新規事業の理解を困難にするからである（Navis & Glynn, 2011）。そのため、最適差異化理論では、新しいベンチャー企業は中程度の差異性を伝える場合に最も正当性を高め、資源を獲得することができるという主張されている（Lounsbury & Glynn, 2001; Lounsbury & Glynn, 2019; Martens et al., 2007; Navis & Glynn, 2010; Navis & Glynn, 2011）。つまり、起業ストーリーの差異性はある程度までは資源提供者に受け入れられるが、標準から逸脱しすぎると拒絶されるようになり、差異性と正当性の関係は逆U字型になるというのだ。

一方で、Taeuscher et al.(2021)は最適差異化理論の限界として、認知的正当性にのみ注目していた点を指摘した。彼らは差異性が認知的正当性のみならず、規範的正当性にも影響を与えると主張し、最適差異化理論を発展させた。次節ではTaeuscher et al. (2021)の詳細なレビューを行う。

2.2 Taeuscher et al. (2021)のレビュー

Taeuscher et al. (2021)は、最適差異化理論が資源提供者の認知的側面にしか注目していないことを指摘し、起業ストーリーは規範的な面にも影響を与えると主張した。そこで同研究では、差異性と資源獲得の関係を媒介する重要

な要因として、規範的正当性と認知的正当性を区別した。従来の最適差異化理論において主に議論の対象とされてきた認知的正当性とは、組織が理解可能で、当然視される程度である。一方で規範的正当性とは、組織がおかれた環境において、資源提供者の規範的期待に合致していると認識される程度を意味する（Scott, 1995）。つまり、ベンチャー企業が規範的正当性を獲得するのは、ベンチャー企業が「なすべき正しいこと」（Suchman, 1995）に取り組んでいると資源提供者が認識する場合である。

Taeuscher et al. (2021)は、新規事業に対する規範的期待は資源提供者によって異なるという命題（Fisher et al., 2017）に基づき、新規性を期待する資源提供者であれば、差異性は正当性の獲得にプラスの効果をもたらすと仮説を立てた。この仮説を検証するため、米国の購入型CFであるKickstarterを対象とし、差異性が支援者数に与える影響を調査した。

Kickstarterの資源提供者が新規性を重視することは、先行研究やKickstarterの運営方針によって裏付けられている。たとえば、Calic & Mosakowski(2016)は、CFの資源提供者は、ベンチャー企業の斬新さや創造性を感じることで、資源提供が促進されることを示唆している。また、KickstarterのユーザーコミュニティであるKickstarterForum.orgでの議論や発言からも、Kickstarterの資源提供者が新規性を求めていることがわかる（Taeuscher et al., 2021）。さらに、Kickstarterでは、新規性のない製品のCFを明確に禁止しており、この方針は資源提供者の新規性への期待を強めている可能性がある（Taeuscher et al., 2021）。Kickstarterの運営者も、資源提供者は「市場に既に存在するものを注文する」のではなく、「ユニークなものを見つける」ためにKickstarterを利用していると述べている（Kickstarter.com, 2019）。

彼らの検証の結果、新規性を好む規範をもつ資源提供者においては、プロジェクトの差異性が高いほど正当性が高まることが実証された。

2.3 リサーチギャップと課題

Taeuscher et al.(2021)の研究により、差異性が正当性に与える影響は常に逆U字ではなく、資源提供者の規範に依存することが明らかになった。しかし、

同研究は新規性を好み、ユーザー間で共通した規範を持つ **Kickstarter** の資源提供者という、特殊なコンテキストでしか調査を行っていない。**Kickstarter** のように資源提供者が集団で規範を共有している状況はまれであり、より一般的な、集団で規範を共有していない資源提供者における差異性の影響については十分に検討されていない。

集団で規範を共有していない資源提供者とは、たとえば、一般的な **EC** サイトを利用する消費者が挙げられる。こうした消費者は、購買行動を行う際、個々人が自己の行動原理に基づいて意思決定を行うため、集団として明確な方向性が形成されないと考えられる。また、情報共有をするようなコミュニティが存在しない場合には、帰属意識が生まれず、集団で共通した規範が醸成されない可能性が高い。

このリサーチギャップを踏まえ、本研究では規範を「個人規範」と「集団規範」に区別して検討する。**Bašić & Verrina(2024)**は個人規範を、「特定の状況におけるさまざまな行動の適切さに関する個人の認識」として概念化している。この場合、適切さの基準は他者の意見に依存せず、個人が道徳的に正しい行動として認識するものに基づく。一方、集団規範は「集団メンバーによって共有された期待」として、社会的圧力の一形態と捉えられる（佐々木, 1998）。

そこで、本研究では、集団規範を持たない資源提供者において、差異性は正当性にどのような影響を与えるのか明らかにすることを目的とし、以下の調査課題を設定する：「（**Kickstarter** のように）新規性を好む集団規範を持たない資源提供者において、差異性が正当性に与える影響はどのように異なるのか？」

この調査課題を検証するため、2つの異なるコンテキストで調査を行い、それぞれにおいて差異性が正当性に与える影響を検証する。

調査1では、日本の購入型 **CF** である **CAMPFIRE** を対象とする。後に詳細を説明するが、**CAMPFIRE** では **Kickstarter** とは異なり、資源提供者が集団規範を持っていない。また、個々のユーザーが持つ個人規範の中身も **Kickstarter** とは正反対である。正反対の個人規範を持つというコンテキストにおいても、規範的正当性の影響が認知的正当性の影響よりも強くなるか。かつ差異性と正当性との関係も **Kickstarter** とは逆の因果となるのか。ロジカルレプリケーションのような位置づけで検証を行う。

調査 2 では、日本の株式型 CF である FUNDINNO を対象とする。後に詳細を説明するが、FUNDINNO では Kickstarter と異なり、資源提供者が集団規範を持っていない。一方、個々の資源提供者が持つ個人規範の中身は Kickstarter と同じく新規性を重んじる。同じ個人規範を持つというコンテキストにおいても、規範的正当性の影響が認知的正当性の影響よりも強くなるか。かつ差異性と正当性との関係も Kickstarter と同様の因果となるのか。ラテラルレプリケーションのような位置づけで行う。

購入型 CF と株式型 CF の単純な比較は難しいが、資源提供者が新規性を好む点で Kickstarter と一致している。また、調査 1 の購入型 CF と同様に集団規範は醸成されていないため、集団規範の有無や好みの違いによって差異性が正当性獲得に与える影響がどのように異なるのか調査するのに適切であると判断した。

3. リサーチコンテキストと仮説構築

3.1 調査 1 : CAMPFIRE (日本の購入型クラウドファンディング)

3.1.1. リサーチコンテキスト

調査 1 では、新規性を好まないかつ集団規範が醸成されていない資源提供者が存在する日本の購入型 CF 「CAMPFIRE」を対象に、差異性が正当性に与える影響を検証する。購入型 CF とは、資源提供者が支援の対価として製品やサービスを受け取るというものであり(石田ら, 2021)、CAMPFIRE は国内最大級の購入型 CF の 1 つである。

本研究では、CAMPFIRE の規範について調査するために、日本の購入型 CF である「CAMPFIRE」と「きびだんご」にインタビューを実施した。我々のインタビューときびだんご運営者が実施したユーザーインタビューの二次資料から、CAMPFIRE ときびだんごの資源提供者には大きな違いが無いことが明らかになった。たとえば、CAMPFIRE 運営者へのインタビュー(2024 年 12 月 18 日実施)から、CAMPFIRE を利用する資源提供者の男女比は 6 : 4 であり、

30~40 歳がボリューム層であることが明らかになったが、きびだんご運営者に行ったインタビュー(2023 年 12 月 22 日実施)でも、きびだんごの資源提供者の男女比、ボリューム層は **CAMPFIRE** と同様であることが確認された。さらに、きびだんごがユーザー 4 名に実施したインタビューからは、資源提供者は日本国内の複数の購入型 CF を併用していることが分かった。つまり、**CAMPFIRE** ときびだんごの資源提供者は似た集団である。

定性的資料から、我々は **CAMPFIRE** の資源提供者は、CF を商品購入の場として捉えていると推察する。例えば、**CAMPFIRE** の運営者へのインタビューでは、「消費者のような感覚で利用している人が多い」との见解が示された。また、きびだんごが実施したユーザーインタビューでは、「機能性が高い商品に魅力を感じる」「比較検討した上で納得して購入したい」「使えなかったら意味がない」といった意見が得られた。この結果から、「使用価値が高いものを手に入れたい」「変なものを買いたくない」といった消費者的な志向を持つ資源提供者が集まることが示唆された。

また、Kickstarter には資源提供者同士が意見交換を行い、規範を醸成する場が存在するが、我々が調査した限りでは、**CAMPFIRE** にはそのような場は見られない。そのため、**CAMPFIRE** の資源提供者は集団規範を持たない可能性が高い。しかし、集団規範を持たないものの、**CAMPFIRE** の資源提供者は共通する個人規範を持っていると考えられる。例えば、きびだんごのインタビューでは、ユーザー 4 名が共通して「機能性」や「信頼性」を重視する嗜好を示していた。また、**CAMPFIRE** の運営者は我々のインタビューにおいて、「プロジェクトやプロダクトそのものに魅力があり、モノに価値を感じるユーザーの方がリピートしやすい」と述べている。このことから、**CAMPFIRE** の資源提供者は、使用価値を求め、信頼性を重視するという共通した個人規範を持つことが推察される。

したがって、本研究において、**CAMPFIRE** には、「集団規範」の存在は認められないものの、信頼性を重視する同質的な「個人規範」を持つ資源提供者が集まる傾向があると考えられる。

3.1.2 調査 1 の仮説

集団規範がない場合、差異性は、同質的な個人規範に応えることで、規範的正当性に影響を与える可能性がある。先行研究では、購入型 CF の参加者は、プロジェクトへの支援に対して報酬を受け取るという点で、潜在的な消費者として行動することが指摘されている(Chan & Parhankangas, 2017; Mollick, 2014)。したがって、CAMPFIRE の資源提供者も消費者として利得最大化を目指す行動が予測される。

さらに、きびだんごによるユーザーインタビューでは、「商品を具体的にイメージできると安心する」「実物や類似品を知っていると不安が減る」など、資源提供者が商品情報の充実を重視していることが示唆された。また、CAMPFIRE の運営者へのインタビューでは、「有名人によるプロジェクトの応援コメントがあると、ユーザーはそのプロジェクトを安全だと認識し、支援する傾向にある」との発言が得られた。このことから、資源提供者は信頼性が高い商品を求めていると推察できる。

以上の結果から、資源提供者は消費者としての利得最大化を目指し、使用価値や信頼性を重視してプロジェクトを評価する傾向があると考えられる。そのため、ストーリーの差異性が高く、一般的なストーリーから逸脱している場合、そのプロジェクトは信頼性に欠けると認識され、規範的正当性が低く評価される可能性が高い。これを踏まえ、以下の仮説を導出する。

仮説 1a：集団規範がなく、新規性を好まないという個人規範を持つクラウドファンディングにおいて、他者との差異性は正当性に負の影響を与える

一方で、CAMPFIRE における規範は、同質的な個人規範の集合にすぎず、Kickstarter のように明確な集団規範が醸成されているわけではない。そのため、規範的正当性が正当性全体に与える影響は小さい可能性がある。規範的正当性の影響が相対的に弱い場合は、認知的正当性の影響が強くなり、最適差異化理論が適用され、差異性と正当性の関係性は逆 U 字の傾向を示すだろう。その場合、以下のような対抗仮説が成り立つ。

仮説 1b：集団規範がなく、新規性を好まないという個人規範を持つクラウドファンディングにおいて、差異性と正当性の関係は逆 U 字の傾向を示す

3.2 調査 2：FUNDINNO（日本の株式型クラウドファンディング）

3.2.1. リサーチコンテキスト

調査2では、新規性を好むが、集団規範は醸成されていない資源提供者が存在する日本の株式型 CF である「FUNDINNO」を対象に、差異性が正当性に与える影響を検証する。Taeuscher et al.(2021)と同じく、新規性を好む資源提供者を対象に分析することで、集団規範の有無による差異性と正当性の関係を比較することができる。

日本証券業協会は、株式型 CF を「新規・成長企業へのリスクマネー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」と定義している。

先行研究および収集した定性的データの分析から、株式型 CF の資源提供者は、CF を主に「投資の場」として認識していることが示唆された。例えば、日本国内で最大の市場シェアを誇る株式型 CF「FUNDINNO」の役員へのインタビュー（2024 年 12 月 20 日実施）では、以下のような発言が得られた。

「我々が事業の一環として行っている株式型クラウドファンディングは、1人1人の投資家がプラットフォームで投資先を決めるという点で金融業、証券業で同義である。対して、購入型クラウドファンディングは EC サイトに近いものであり、同じクラウドファンディングでも全く異なる。」

さらに、FUNDINNO の利用には、資産状況、株式投資に関する知識、過去の投資経験の審査が必要である。これらの結果から、資源提供者は投資家として機能していると考えられる。

また、FUNDINNO には、KickstarterForum.org のような資源提供者同士が意見交換を行い、コミュニティとして共有された規範を醸成する場合は、我々が調査した限りでは見られなかった。そのため、FUDINNO の資源提供者は集団規範を持たない可能性が高い。しかし、集団規範は持たないものの、共通する個人規範を持っていると考え

られる。例えば、FUNDINNO の役員は、資源提供者に関して「ビジネスモデル等の新規性を好む」と述べている。また、同 CF が実施した投資家へのインタビューでは、記憶に残ったベンチャー企業について「自分が考えていたビジネスモデルの一步先を行っていました」と回答しており、革新的で新しいビジネスモデルに惹かれる傾向があることが確認された。このことから、FUNDINNO の資源提供者は、投資価値を求め、新規性を重視するという共通した個人規範を持つことが推察される。

したがって、本研究において、株式型 CF である FUNDINNO では「集団規範」の存在は認められないものの、新規性を重視する同質的な「個人規範」を持つ資源提供者が集まる傾向があると考察する。

3.2.2 調査 2 の仮説

集団規範が存在しない場合、差異性は、同質的な個人規範に依ることで、規範の正当性に影響を与える可能性がある。前述のとおり、株式型 CF の資源提供者は投資家として行動すると考えられる。van Balen et al.(2019)によれば、株式型 CF に参加する投資家は、新規性が低いベンチャー企業はリターンの可能性が低いいため、そのプロジェクトの正当性が低いと認識する傾向がある。したがって、株式型 CF の資源提供者は、投資家としての利得最大化を目指す視点から、リターンを重視し、新規性の高いプロジェクトを支持する傾向にあると考えられる。一般に新規性が高いプロジェクトは差異性が高いと評価されることが多いため、FUNDINNO においては、ストーリーの差異性が高く、一般的なストーリーから逸脱しているプロジェクトは、規範的正当性が高いと評価される可能性がある。これを踏まえ、以下の仮説を導出する。

仮説 2a: 集団規範がなく、新規性を好むという個人規範を持つクラウドファンディングにおいて、他者との差異性は正当性に正の影響を与える

一方で、FUNDINNO における規範は、同質的な個人規範の集合にすぎず、Kickstarter のように明確な集団規範が醸成されているわけではない。そのため、規範的正当性が正当性全体に与える影響は小さい可能性がある。規範的正当性の影響が相対的に弱い場合は、認知的正当性の影響が強くなり、最適差異化理論が適用され、

差異性と正当性の関係性は逆 U 字の傾向を示すだろう。その場合、以下のような対抗仮説が成り立つ。

仮説 2b: 集団規範がなく、新規性を好むという個人規範を持つクラウドファンディングにおいて、差異性と正当性の関係は逆 U 字の傾向を示す

4. リサーチデザイン

4.1 サンプル

調査 1 を検証するために、本研究では日本の購入型 CF である CAMPFIRE を分析対象とした。CAMPFIRE は 2011 年のサービス開始から 2024 年末までに 86,000 件以上のプロジェクトを掲載し、会員数 400 万人以上、支援資金総額は 830 億円に達しており、日本国内最大の CF プラットフォームである。

CAMPFIRE の資源提供者も Taeuscher et al.(2021) と基本的には同じ特性を持つと考えられる。基本カテゴリーの中からテクノロジーのサンプルに限定し、下位カテゴリーとしてガジェットを選択した。ただし、CAMPFIRE には、基本カテゴリーの分類しか存在しないため、著者 4 名で Kickstarter の下位カテゴリー分類を参考に、手作業で分類し、クロスチェックを行った。2024 年 1 月時点で終了していた全てのガジェット分野のプロジェクトを対象とし、最終的なサンプルは 553 件となった

調査 2 の検証においては、日本国内の株式型 CF である FUNDINNO を対象とした。FUNDINNO は 2024 年 3 月末時点でユーザー数が 13 万 5000 人以上、累計成約額が 150 億円を突破しており、取引量が国内 NO.1 の代表的な株式型 CF である。

調査 2 においては調査 1 と異なり、基本カテゴリーのみの分類に留めた。われわれが FUNDINNO で実施したインタビューでは「株式型の資源提供者は、起業家の経歴や用いている技術の新規性などを総合して判断する」という声がきかれた。そのため、Taeuscher et al.(2021) が言及していた「CF の資源提供者は下位カテゴリー内で比較する」という前提には当てはまらないと考えられ

る。また、カテゴリーを下位カテゴリーまで限定してしまうと分析に十分なサンプルサイズを得られないことも理由の一つである。2024 年 9 月時点で終了していた全てのプロジェクトを対象とし、最終サンプルは 249 件となった。

4.2 従属変数

われわれは Taeuscher et al.(2021)と同様に、従属変数に CF 中にベンチャーが獲得した支援者の数を採用した。支援者の数は、財務的資源だけでなく非財務的資源の獲得を反映できるため、資源獲得の適切な代理変数である。Butticè et al.(2017)や Mollick(2014)によると、新規ベンチャーは CF を通じて、社会資本を発展させ、製品やサービスの認知度を集めることができる。また Fisher et al.(2017)は、多様な CF 参加者を支援者として集めることで、プロの投資家など他の資源提供者にアピールすることができるとする。このように、社会関係資本を含めた資源獲得を議論できるという点で支援者数が従属変数として適切であると考えた。

4.3 独立変数

本研究では独立変数として Taeuscher et al.(2021)と同様に、起業ストーリーの「差異性」を採用した。「差異性」は、Taeuscher et al.(2021)を踏襲し、潜在ディリクレ分配モデル(LDA)に基づいたトピックモデリング手法で算出した。以下で手順を説明していく。

まず、テキストデータの収集と下処理を行った。CAMPFIRE と FUNDINNO では、プロジェクトのトップページにおいて、サービス内容やビジネスモデル、創業背景、プロジェクトにかける思いなどを記載している。本研究では、トップページに記載されている文章全てを起業ストーリーと捉え、Python を用いた Web スクレイピングによって抽出した。Taeuscher et al.(2021)や黒宮ら(2019)に従って、文章を単語ごとに区切る作業（形態素解析）、ストップワード（助詞・助動詞など、それ自体ではほとんど意味を成さない語群）の除去、大文字小文字や半角全角の統一を行った。また、テキストデータには「クラウ

ドファンディング」と「クラファン」など明らかな同義語については、指導教員とテキスト分析を専門とする大学院生の指導のもと、著者4名で同義語リストを作成しクロスチェックを行った。加えて、固有名詞の **mecab** カスタム辞書登録も行った。例えば、起業ストーリーに大企業名を記載することは、潜在的な顧客や投資家への有効なシグナルになると考えられるため、日本経済新聞が発表する米国市場に上場している企業等の時価総額上位ランキングと、日本株ランキングで上位100銘柄であった企業名を「大企業」として登録した。また、「超音波」や「フードコート」など分割されると意味が大きく異なってしまうような単語のリストを作成し、登録した。さらに、**Taeuscher et al.(2021)**を参考に、テキストの50%以上に出現するすべての単語や低頻出語を除外し、テキストデータを整えた。

次に、トピックモデリングを実行した。これによって、起業ストーリーの内容が、同様のカテゴリーにおける一般的な内容からどの程度逸脱しているかを定量化することができる。**Haans(2019)**のアプローチに従って、 QT_i はトピック T に対するベンチャー i のウェイトを、 $\bar{QT}$ はトピック T の平均ウェイトを意味するとして差異性を計算した。トピック数 n については黒宮ら(2019)を参考に、定性的に一貫性があるクラスターを確認できたトピック数に決定した(CAMPFIRE は 28、FUNDINNO は 22)。

したがって、あるベンチャーの差異性は、 n トピック (CAMPFIRE は 28、FUNDINNO は 22) にわたるベンチャー i のトピックウェイトとそれぞれの平均トピックウェイトとの間の絶対偏差の合計として次のように計算される。

$$\sum_{T=1}^n abs(QT_i - \bar{QT})$$

4.4 統制変数

Taeuscher et al.(2021)に可能な限り準拠して統制変数を定めた。まず仮説1a,1bを検証するための統制変数として、「目標金額」「動画の数」「動画の長さ」「報酬の数」「期間」「画像数」「掲載者が過去支援したプロジェクトの数」「掲載者が過去に実施したプロジェクトの数」「キャンペーン開始時点で

のサイト月齢」「プロジェクト実施形式」の 10 個の変数を置いた。「目標金額」「動画の数」「動画の長さ」「報酬の数」「期間」「画像数」を用いた理由は、プロジェクトレベルをコントロールするためである。「掲載者が過去支援したプロジェクトの数」「掲載者が過去に実施したプロジェクトの数」は、プロジェクト掲載者のレベルを統制するために設定した。また、「キャンペーン開始時点でのサイト月齢」を変数に加えることで CF サービス自体の変化を統制できると考えた。最後に、「プロジェクト実施形式」について、CAMPFIRE には目標金額の達成の有無にかかわらず資金提供する All-in 方式と、目標金額未達成の場合は資金提供を行わない All-or-Nothing 方式という 2 種類の実施形式が存在している。その形式が支援者数の獲得に影響を与える可能性があるため、All-in 方式を 1、All-or-Nothing 方式を 0 とするダミー変数を加えた。

次に、仮説 2a,2b を検証するために、上記の「目標金額」「動画の数」「動画の長さ」「報酬の数」「画像数」に加えて、「VC 出資実績」「特許」の 2 つのダミー変数を設定した。Pietro et al.(2024)や Audretsch et al.(2012)によると、資金調達において、起業家の過去の実績や特許は重要なシグナルとして機能する。差異性の効果を正確に推定するためには、その影響を除外する必要がある。これら 2 つの変数は、その実績があった場合に 1、なかった場合に 0 とした。

4.5 分析方法

起業ストーリーの差異性が資源獲得に与える影響を明らかにするために、Taeuscher et al.(2021)と同様に、支援者の従属変数について 通常の最小二乗 (OLS) 回帰モデルを用いた。変数に多重共線性がないことを確認した後、IBM SPSS statistics²⁹ で分析を行った。

5. 分析結果

図表 1 は、調査 1 で用いた変数の平均値、標準偏差と変数間の相関である。分析にあたっては 3 σ 法を用いて支援者数の外れ値を検出し、平均値から標準

偏差の 3 倍の値で置換し、異常値を排除した。また、多重共線性の有無を確認するために、VIF(Variance Inflation Factor：分散拡大要因)を測定した結果、いずれの変数も一般的な多重共線性の目安である 10 を上回らなかった。

図表 1 記述統計量と相関行列（調査 1：CAMPFIRE）

	平均	標準偏差	最小値	最大値	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1 支援者数	96.551	195.547	0.000	1255.363	-										
2 差異性	1.746	0.145	1.023	1.957	-0.080**	-									
3 目標金額	631350.814	3904978.074	10000.000	60000000.000	0.151***	0.075**	-								
4 動画の数	1.002	1.310	0.000	9.000	0.176***	-0.018	-0.056*	-							
5 動画の長さ	202.506	883.990	0.000	15983.000	0.123***	-0.024	-0.008	0.612***	-						
6 報酬の数	6.450	3.557	1.000	25.000	0.259***	-0.011	-0.034	0.157***	0.127***	-					
7 期間	42.307	13.818	10.000	80.000	0.198***	0.014	0.138***	0.098**	0.077**	0.131***	-				
8 過去実施プロジェクト数	16.918	25.116	1.000	109.000	-0.087**	-0.022	-0.081**	-0.015	-0.035	0.038	0.097**	-			
9 過去支援プロジェクト数	0.129	0.552	0.000	5.000	0.042	-0.007	0.033	0.070*	-0.002	0.037	0.104***	-0.076**	-		
10 サイト月齢	135.580	8.184	122.000	150.000	-0.044	0.024	0.006	0.045	0.051	0.003	-0.028	0.130***	-0.094***	-	
11 画像数	35.705	19.173	0.000	133.000	0.273***	0.020	-0.122***	0.203***	0.112***	0.305***	0.108***	0.142***	0.025	0.036	-
12 形式ダミー	0.110	0.314	0.000	1.000	-0.082*	0.063*	0.059*	0.075**	0.104***	0.033	0.036	0.151**	0.014	-0.006	-0.108***

注：***p<0.01, **p<0.05, *p<0.1

図表 2 従属変数に支援者数を置いた重回帰分析の結果
（調査 1：CAMPFIRE）

従属変数:支援者数	Model1	Model2
差異性	-126.325** (52.960)	-128.591 (301.678)
差異性(二乗項)		0.609 (79.856)
目標金額	0.000*** (0.000)	0.000*** (0.000)
動画の数	14.841** (7.520)	14.842** (7.528)
動画の長さ	0.002 (0.011)	0.002 (0.011)
報酬の数	9.387*** (2.276)	9.385*** (2.288)
期間	1.874*** (0.573)	1.874*** (0.573)
過去実施PJT	-0.835* (0.325)	-0.835** (0.325)
過去支援PJT	-2.139 (14.040)	-2.138 (14.053)
サイト月齢	-0.839 (0.950)	-0.840 (0.951)
画像数	2.240*** (0.436)	2.240*** (0.436)
形式	-37.637 (26.322)	-37.640 (26.350)
R2乗	0.196	0.196
観測数	553	553

注：括弧内は標準誤差。

***p<0.01, **p<0.05, *p<0.1

図表 2 は、CAMPFIRE を対象とした調査 1 の分析結果を示している。CAMPFIRE において、他者との差異性は正当性に負の影響を与えるとした仮説 2a が Model1、差異性と正当性の関係は逆 U 字の傾向を示すとした仮説 2b については、Model1 に差異性の二乗項を加えた Model2 で検証を行った。

Model1 から、差異性が支援者に対して有意かつ負の効果を持つことが確認された ($p<0.05$) ため、仮説 1a が支持された。また Model2 から、差異性の二乗項が支援者に対して有意な結果は得られなかった ($p=9.94$) ことが確認できたため、仮説 1b は棄却された。つまり、CAMPFIRE において差異性は支援者数に線形に負の効果を持つことが明らかになった (図表 5)。

図表 3 記述統計量と相関行列 (調査 2: FUNDINNO)

	平均	標準偏差	最小値	最大値	1	2	3	4	5	6	7	8
1 支援者数	187.440	109.797	28.000	520.243	-							
2 差異性	1.747	0.146	1.309	1.954	0.118**	-						
3 目標金額	13619228.554	6603613.038	3500000.000	50000000.000	0.519***	-0.011	-					
4 動画の数	1.984	0.954	0.000	7.000	-0.021	-0.149**	-0.011	-				
5 動画の長さ	281.112	254.667	0.000	2286.000	0.064	-0.410	0.022	0.500***	-			
6 報酬の数	0.799	1.860	0.000	15.000	-0.126**	0.158***	-0.177***	-0.034	-0.017	-		
7 画像数	26.631	7.513	0.000	55.000	0.004	0.094*	-0.111**	0.249***	0.043	0.118**	-	
8 VC実績ダミー	0.237	0.426	0.000	1.000	0.094	0.028	0.087*	-0.020	-0.018	0.020	0.145**	-
9 特許ダミー	0.357	0.480	0.000	1.000	-0.035	-0.149**	0.028	-0.014	-0.027	-0.014	-0.133**	-0.041

注: *** $p<0.01$, ** $p<0.05$, * $p<0.1$

図表 4 従属変数に支援者数を置いた重回帰分析の結果
(調査 2: FUNDINNO)

従属変数: 支援者数	Model1	Model2
差異性	95.999** (42.505)	738.262 (849.297)
差異性(二乗項)		-190.412 (251.476)
目標金額	0.000*** (0.000)	0.000*** (0.000)
動画の数	0.637 (7.601)	0.951 (7.619)
動画の長さ	0.018 (0.027)	0.018 (0.027)
報酬の数	-3.026 (3.304)	-2.951 (3.309)
画像数	0.089 (0.857)	0.104 (0.857)
VC実績	4.872 (14.274)	4.024 (14.330)
特許	-1.540 (12.636)	-1.144 (12.658)
R2乗	0.248	0.250
観測数	249	249.000

注: 括弧内は標準誤差。

*** $p<0.01$, ** $p<0.05$, * $p<0.1$

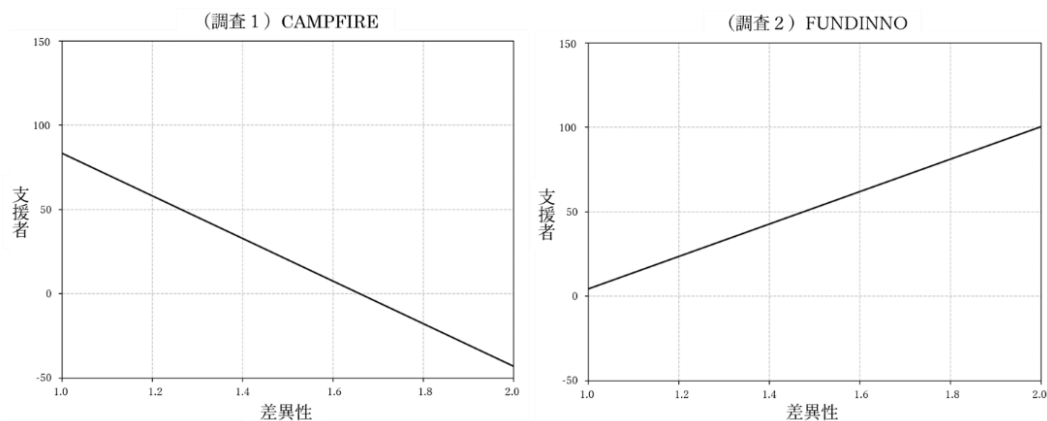
次に調査 2 の結果について説明する。図表 3 は、調査 2 で用いた変数の平均値、標準偏差と変数間の相関である。調査 2 においても、3 σ 法を用いて支援者数の外れ値を検出し、平均値から標準偏差の 3 倍の値で置換した。各変数間においても多重共線性は確認されなかった。

図表 4 には、FUNDINNO を対象とした調査 2 の分析結果を示している。

FUNDINNO において、他者との差異性は正当性に正の影響を与えるとした仮説 2a が Model1、差異性と正当性の関係は逆 U 字の傾向を示すとした仮説 2b については、Model1 に差異性の二乗項を加えた Model2 で検証を行った。

Model1 では、差異性が支援者に対して有意かつ正の効果を持つことが確認できる ($p<0.05$) ため、仮説 2a が支持された。さらに Model2 では、差異性の二乗項は支援者に対して有意に影響を与えていない ($p=0.450$) ため、仮説 2b は棄却された。つまり、FUNDINNO において差異性は支援者数に線形に正の効果を持つことが検証された (図表 5)。

図表 5 差異性と支援者数の関係



本研究では得られた結果の頑健性を評価するために、さらに追加の調査として従属変数に資金調達額を用いて同様の分析を行った。図表 6 は調査 1 の CAMPFIRE における、差異性と資金調達額について検証した Model1 と、差異性の二乗項を追加した Model2 である。また、図表 7 は調査 2 の FUNDINNO について同様の分析を行なったものである。支援者数を従属変数とした場合と同様の結果を示しており、差異性と資源獲得の関係は、CAMPFIRE においては線形に負の影響を与え、FUNDINNO においては線形に正の影響を与えることが検証された。

図表 6 従属変数に資金調達額を置いた重回帰分析の結果
(調査 1 : CAMPFIRE)

従属変数:資金調達額	Model1	Model2
差異性	-7619442.649*** (2783061.347)	-15375433.001 (15849661.831)
差異性(二乗項)		2085511.721 (4195512.678)
目標金額	0.582*** (0.105)	0.578*** (0.106)
動画の数	650226.608 (395190.735)	653020.163* (395511.135)
動画の長さ	1057.753* (580.054)	1065.541* (580.677)
報酬の数	552795.640*** (119613.48)	547383.413*** (120192.549)
期間	95549.529*** (30093.861)	95663.776*** (30116.096)
過去実施PJT	-42038.671** (17067.400)	-41989.351** (17079.801)
過去支援PJT	-880569.085 (737790.738)	-877772.629 (738335.788)
サイト月齢	-50786.979 (49928.984)	-51441.481 (49981.765)
画像数	105402.506*** (22904.325)	105316.283*** (22921.237)
形式	-1785660.764 (1383235.680)	-1796053.957 (1384375.276)
R2乗	0.206	0.205
観測数	553	553

注：括弧内は標準誤差。
***p<0.01, **p<0.05, *p<0.1

図表 7 従属変数に資金調達額を置いた重回帰分析の結果
(調査 2: FUNDINNO)

従属変数:資金調達額	Model1	Model2
差異性	14438484.396** (6837503.569)	45523740.732 (136676837.940)
差異性(二乗項)		-9213257.277 (40458276.345)
目標金額	1.367*** (0.149)	1.366*** (0.149)
動画の数	-1010025.703 (1223274.812)	-993909.135 (1227739.868)
動画の長さ	5616.325 (4372.680)	5629.892 (4381.748)
報酬の数	-600357.008 (532425.298)	-596954.195 (533689.356)
画像数	138568.993 (137636.147)	139376.446 (137954.403)
VC実績	1596272.768 (2288850.449)	1559518.201 (2299057.453)
特許	-806539.780 (2033400.494)	-786451.706 (2039337.754)
R2乗	0.297	0.298
観測数	249	249

注：括弧内は標準誤差。
***p<0.01, **p<0.05, *p<0.1

6. 考察

6.1 調査 1 : CAMPFIRE (日本の購入型クラウドファンディング)

調査 1 の結果、購入型 CF である CAMPFIRE においては、差異性は正当性に負の影響を与えることが明らかになった。「新規性を好まない」という Kickstarter とは正反対の規範を持つ集団において、差異性が正当性に逆行す

ることを示したことで、Taeuscher et al.(2021)の論理の妥当性を確かめることができた。

本節では、まず、調査 1 において差異性と正当性の関係が逆 U 字型を描かなかった理由を考察する。先行研究によると、認知的正当性の効果が強く働く場合には、最適差異化理論に従い逆 U 字型の関係が観察され、一方で規範的正当性の影響が強い場合には、Taeuscher et al.(2021)の研究に基づき、線形の関係が観察されるとされている。CAMPFIRE の資源提供者は、同質的な個人規範を持っており、集団規範と類似の役割を果たし、規範的正当性が強く影響したと考えられる。

次に、差異性と正当性の関係が負の方向であった背景について議論する。CAMPFIRE の資源提供者の個人規範が、信頼性を好むものであったからだと我々は推察する。CAMPFIRE の資源提供者は、使用価値が高い商品を求める消費者的な特徴を持っており、信頼性を重視する傾向が強い。例えば、きびだんごによるユーザーインタビューでは、「商品の様々な情報を知った上で支援判断をしたい」「いくらデザインや機能が良くても、実際に使えなければ意味がない」などの意見が得られており、商品の機能性への注目が確認された。また、CAMPFIRE 運営者へのインタビューでは、「いくら良いプロジェクトであっても、0 円のものには応援されない。データでは『1 週間で目標額の 30 パーセント以上が集まると達成しやすい』とデータが示している。このように、ユーザーは、支援金がある程度集まっているのを見て、信頼できるプロジェクトだと認識して、急激に支援者数、支援金が増えていく。」と述べている。したがって、資源提供者は信頼性が高いと感じた時に支援を決定していることが推測される。このことから、本研究において、CAMPFIRE の資源提供者は、信頼性を重視する個人規範を持っていると考えられる。

したがって、信頼性を重視した同質的な個人規範を持つ CAMPFIRE の資源提供者は、市場一般から逸脱したプロジェクトを異端なものに見なし、差異性がわずかでも高いプロジェクトは支持されない傾向にあったと推察される。資源提供者は典型的なプロジェクトを好む傾向があり、そのため差異性と正当性の関係が線形にマイナスの結果となったと考えられる。

6.2 調査 2 : FUNDINNO (日本の株式型クラウドファンディング)

続いて調査 2 の結果、株式型 CF である FUNDINNO においては、差異性は正当性に正の影響を与えることが明らかになった。「新規性を好む」という Kickstarter と同様の規範を持つ集団において、差異性が正当性に正の影響を与えることを示したことで、Taeuscher et al.(2021)の主張の妥当性を確かめることができた。

Taeuscher et al.(2021)が分析した Kickstarter のようなユーザーコミュニティは、我々が調査した限りでは FUNDINNO には確認できなかったため、集団規範は醸成されていないと考えられる。では、なぜ集団規範を持つ Taeuscher et al.(2021)と同じ結果になったのだろうか。本節では、調査 2 において、差異性と正当性の関係が逆 U 字を描かなかった理由と、集団規範を持たない資源提供者において Taeuscher et al.(2021)と同様の傾向が見られた理由について議論する。

まず、FUNDINNO において差異性と正当性の関係が逆 U 字を描かなかった理由について説明する。FUNDINNO の資源提供者は、同質的な個人規範を持っており、集団規範と類似の役割を果たしたため、規範的正当性が強く影響したと考えられる。そのため、前節で記述したとおり、Taeuscher et al.(2021)と同様に線形の関係が観測されたと推察する。

次に、集団規範を持たない資源提供者において Taeuscher et al.(2021)と同様の傾向が見られた理由について議論する。FUNDINNO の資源提供者が持つ同質的な規範が、新規性を好むものであったため、Taeuscher et al.(2021)と同様に差異性の高いプロジェクトが支持されたと考えられる。FUNDINNO の資源提供者は、新規性を重視する傾向が強い。我々が FUNDINNO 運営者に行ったインタビューでは、「新規性や革新性、独自性、ユニーク性などをかなり重要視する投資家の方が多い」とある。また、株式型 CF のユーザーによる対談では、投資判断を決める基準として「独創的なビジネスモデル」を持っていることが挙げられている。これらのことから、FUNDINNO の資源提供者は新規性に惹かれることが示唆されている。

我々が FUNDINNO 運営者に実施したインタビューでも、「類似の事業が世

の中になく、新規性が高いものは投資価値がある」と述べられており、資源提供者は、差異性の高いものに投資価値を感じることを裏付けている。

したがって、FUDINNOの資源提供者は、新規性を重視するという同質的な個人規範を持っており、Taeuscher et al.(2021)が分析したKickstarterが持つ集団規範と同等の効果を持ったと考えられる。ゆえに、Kickstarterの資源提供者と同様に、市場一般から逸脱したプロジェクトを新規性が高いと認識し、支持したのだと考察する。

7. 結論

本研究では、集団規範が醸成されていない資源提供者において、差異性が正当性の獲得に与える影響がどのように異なるのかを明らかにすることを目的とした。調査1では、新規性を好まないというKickstarterと正反対の規範であっても、規範的正当性の影響が強くなるか検証した。調査2では、新規性を好むというKickstarterと類似した個人規範を持つ集団では、Taeuscher et al.(2021)と同じ結果が観測できるか検証した。その結果、集団規範が醸成されていない集団でも、個人規範を持つ集団であれば、規範的正当性が認知的正当性よりも強く働くことが実証された。

本稿の貢献点は主に3点に集約される。第一に、規範的正当性を「集団規範」、「個人規範」に区別して検証した点である。Taeuscher et al.(2021)の研究では、集団で共通した規範を持たない資源提供者における差異性の影響については検討されていなかった。しかし、Taeuscher et al.(2021)が分析したKickstarterのように、資源提供者が集団規範を持っていることはまれであり、一般的な資源提供者は集団規範を持たない。そこで本研究は、集団規範を持たない資源提供者を対象に検証を行なった。その結果、資源提供者が集団規範を持たずとも、同質的な個人規範を持っていれば、規範的正当性に影響を与えうることが明らかになった。

第二に、Taeuscher et al.(2021)の主張を、複数のコンテキストで検証したことだ。Taeuscher et al.(2021)では、集団規範を持つ単一の資源提供者においてのみ検証が行われていたが、本研究では、集団規範が醸成されていない複数の

資源提供者を対象に検証を行なった。調査 1 では、集団規範を持っておらず、個人規範の中身も **Kickstarter** とは正反対である **CAMPFIRE** においても、規範的正当性の影響が認知的正当性の影響よりも強くなるかという、いわばロジカルレプリケーションのような位置づけで検証した。調査 2 では、集団規範を持っていないが、個人規範の中身が **Kickstarter** と同じである **FUNDINNO** においても、規範的正当性の影響が認知的正当性の影響よりも強くなるかという、いわばラテラルレプリケーションのような位置づけで検証した。調査 1 において差異性が正当性に負の影響を与えることを、調査 2 においては正の影響を与えることを実証したことで、**Taeuscher et al.(2021)**の論理の妥当性を確かめた。

第三に、我々の実証結果は、ベンチャー企業や起業家への実務的な示唆を提供している。実績や経営資源など差別化の源泉が乏しい起業家の多くは、ストーリーの差異性により、自社の正当性を高めようとするだろう。しかし、必ずしも差異性が資源提供者に支持されるとは限らない。例えば、今回の調査では信頼性を重視する資源提供者に対しては、差異性が正当性の獲得に負の影響を及ぼすことが示された。このことから、起業家は資源提供者の規範に応じて起業ストーリーを構築することが肝要である。

一方で、本研究の限界点は 3 つ存在し、今後の研究の展開に対して興味深い方向性を示している。

第一に、今回の 2 つの調査では、購入型と株式型でそれぞれの特性に合わせた統制変数を投入したため、2 つの調査の結果を単純に比較することはできない。例えば、株式型を調査対象とした調査 2 では、調査 1 には含まれない「VC 出資実績」や「特許」といった統制変数が含まれている。これらは資源提供者が投資家として機能している株式型 **CF** において、資源提供者の意思決定に強い影響を与えると推察し、統制が行われた。2 つの調査で統制変数を統一することができれば、直接的な比較検討ができると考えられる。

第二に、扱ったカテゴリーをテクノロジー・ガジェットに限定して検証が行われている。例えば、**Taeuscher et al.(2021)**はテクノロジーに加えて食品や演劇、アートを扱っている。本研究の結果を他分野でも検証することでより一般化可能性を高めることができるだろう。

第三に、実証環境が日本という単一国のみでの実証に留まっている点だ。我々

が対象とした CAMPFIRE と FUNDINNO は、日本国内向けのプロジェクトがほとんどである。購入型、株式型それぞれについて、類似の環境を持つ国において同様の結果が得られるかどうかを検証することが、より一般化可能性を高めるために重要であると考えられる。

最後に、集団規範、同質的な個人規範のどちらも持たない資源提供者における差異性と正当性の関係については、本研究で扱っていないため、今後の研究で拡張する必要があると考えられる。これらの限界を踏まえて研究を進めることで今後の研究の発展に寄与できると考えられる。

参考文献

- Ahlers, G. K., Cumming, D., Günther, C., & Schweizer, D. (2015). Signaling in equity crowdfunding. *Entrepreneurship theory and practice*, 39(4), 955-980.
- Aldrich, H. E., & Fiol, C. M. (1994). Fools rush in? The institutional context of industry creation. *Academy of management review*, 19(4), 645-670.
- Audretsch, D. B., Bönte, W., & Mahagaonkar, P. (2012). Financial signaling by innovative nascent ventures: The relevance of patents and prototypes. *Research policy*, 41(8), 1407-1421.
- Bašić, Z., & Verrina, E. (2024). Personal norms—and not only social norms—shape economic behavior. *Journal of Public Economics*, 239, 105255.
- Calic, G., & Mosakowski, E. (2016). Kicking off social entrepreneurship: How a sustainability orientation influences crowdfunding success. *Journal of Management Studies*, 53(5), 738-767.
- Chan, C. R., & Parhankangas, A. (2017). Crowdfunding innovative ideas: How incremental and radical innovativeness influence funding outcomes. *Entrepreneurship Theory and practice*, 41(2), 237-263.
- Di Pietro, F., & Tenca, F. (2024). The role of entrepreneur's experience and company control in influencing the credibility of passion as a signal in equity crowdfunding. *Venture Capital*, 26(2), 109-130.

- Fisher, G., Kotha, S., & Lahiri, A. (2016). Changing with the times: An integrated view of identity, legitimacy, and new venture life cycles. *Academy of Management Review*, 41(3), 383-409.
- Fisher, G., Kuratko, D. F., Bloodgood, J. M., & Hornsby, J. S. (2017). Legitimate to whom? The challenge of audience diversity and new venture legitimacy. *Journal of Business Venturing*, 32(1), 52-71.
- Hannigan, T. R., Haans, R. F., Vakili, K., Tchalian, H., Glaser, V. L., Wang, M. S., ... & Jennings, P. D. (2019). Topic modeling in management research: Rendering new theory from textual data. *Academy of Management Annals*, 13(2), 586-632.
- Lounsbury, M. D., & Glynn, M. A. 2019. Cultural Entrepreneurship: A New Agenda for the Study of Entrepreneurial Processes and Possibilities: *Cambridge University Press*.
- Lounsbury, M., & Glynn, M. A. (2001). Cultural entrepreneurship: Stories, legitimacy, and the acquisition of resources. *Strategic management journal*, 22(6-7), 545-564.
- Martens, M. L., Jennings, J. E., & Jennings, P. D. (2007). Do the stories they tell get them the money they need? The role of entrepreneurial narratives in resource acquisition. *Academy of management journal*, 50(5), 1107-1132.
- Mollick, E. (2014). The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. *Journal of business venturing*, 29(1), 1-16.
- Navis, C., & Glynn, M. A. (2010). How new market categories emerge: Temporal dynamics of legitimacy, identity, and entrepreneurship in satellite radio, 1990–2005. *Administrative science quarterly*, 55(3), 439-471.
- Navis, C., & Glynn, M. A. (2011). Legitimate distinctiveness and the entrepreneurial identity: Influence on investor judgments of new venture plausibility. *Academy of Management Review*, 36(3), 479-499.
- Scott, W. R. 1995. Institutions and organizations: Ideas, interests and

- identities (1st ed.). Los Angeles, London, New Delhi, Singapore, Washington DC: Sage.
- Suchman, M. C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of management review*, 20(3), 571-610.
- Taeuscher, K., & Rothe, H. (2021). Optimal distinctiveness in platform markets: Leveraging complementors as legitimacy buffers. *Strategic Management Journal*, 42(2), 435-461.
- Van Balen, T., Tarakci, M., & Sood, A. (2019). Do disruptive visions pay off? The impact of disruptive entrepreneurial visions on venture funding. *Journal of Management Studies*, 56(2), 303-342.
- Zimmerman, M. A., & Zeitz, G. J. (2002). Beyond survival: Achieving new venture growth by building legitimacy. *Academy of management review*, 27(3), 414-431.
- 石田大典, 大平進, & 恩藏直人. (2021). 購入型クラウドファンディングの成功要因—シグナリング理論に基づく実証研究—. *マーケティングジャーナル*, 40(3), 6-18.
- 黒宮寛之, 日高一郎, & 山本義春. (2019). トピックモデルによる研究型アクティブラーニングの分析. *日本教育工学会論文誌*, 42(4), 23-330.
- 佐々木薫. (1998). 集団規範の研究: 理論化の試み. *関西学院大学社会学部紀要* = *Kwansei Gakuin University School of Sociology journal*, (81), 51-60.
- CAMPFIRE ACADEMY「クラウドファンディングとは? | 種類やメリット・デメリットなど基礎知識を一挙にご紹介」<https://camp-fire.jp/academy/articles/article-1>(2024年12月4日閲覧).
- FUNDINNO 公式ホームページ <https://fundinno.com/>(2024年11月30日閲覧).
- MINKABU「株式投資型クラウドファンディング FUNDINNO は何がすごい?」<https://minkabu.jp/ad/fundinno-interview/>(2024年12月24日閲覧).
- 日本証券協会「株式投資型クラウドファンディング」<https://market.jsda.or.jp/shijyo/kabucrowdfunding/>(2024年12月24日閲覧).