

领投人能促进股权众筹项目成功吗?

方 兴

内容提要:随着中国互联网金融的发展,股权众筹逐渐成为创业公司融资的重要渠道之一。本文利用专业的网络爬虫软件提取京东和 36 氪股权众筹平台的项目数据,探讨“领投+跟投”这一模式下领投人在中国股权众筹中的作用,并得到以下主要结论:领投人的投资金额越高、领投人与发起人位于同一城市会提升众筹项目的融资比例,领投人的投资行为具有促进股权众筹项目成功的作用,但是领投人的投资在投资者数量方面将产生一定程度的“挤出效应”。基于此结论,本文从股权众筹平台、领投人和个体投资者三个角度提出政策建议。

关键词:股权众筹;领投人;跟投人;创业公司

DOI:10.19365/j.issn1000-4181.2017.06.12

一、引言

众筹是中国互联网金融这一全新金融业态的重要模式之一。萌芽期的众筹多为一种艺术家的融资手段,自 2009 年美国众筹平台 Kickstarter 成立以来,全球众筹行业已经逐步演变成为创新企业以及创意项目筹措资金的重要渠道。Belleflamme et al. (2014) 的研究认为,现行众筹主要包括四种业务模式,即捐赠类众筹、奖励类众筹、债券类众筹以及股权众筹,而奖励类众筹则是四种模式中最普遍的一种形式(Mollick, 2014)。众筹这一新型融资渠道于 2011 年传入中国,第一例股权众筹案例于 2013 年诞生,经过多年的积累中国的股权众筹平台已经有包括原始会、天使汇、人人投、京东股权众筹等在内的数十家平台。股权众筹的特征为:众筹项目发起人公司通过向投资者出让一定比例的公司股份而获得资金支持,投资者通过出资入股而在未来获得投资收益。作为中小型创业公司的重要融资渠道,股权众筹在刺激创新型企业发展方面功不可没。为了激发中小企业活力,美国政府于 2012 年 4 月 5 日正式推出 JOBS 法案,在投资额、融资额以及信息披露等方面对美国的股权众筹进行规范,JOBS 法案第三章的通过更是简化了 IPO 发行程序、增加发行的便利性并且降低了企业融资的成本。根据 Lukkarinen et al. (2016) 的研究,在企业资金需求的生命周期中,股权众筹填补了发起人公司自有资金与天使、风险投资金额之间的空白,对于创新型企业具有重要意义。

随着股权众筹的诞生和发展,学者们开始探讨影响股权众筹项目成功的因素有哪些,他们发现投资者的行为、众筹平台的搭建、信息瀑布、股权留存比例、企业组织构架、管理层的技能、信号传递以及人力资本等因素对股权众筹项目的顺利实施具有显著的影响(Ahlers et al., 2015; Vismara, 2015; Brown & Davies, 2016; Ralcheva & Roosenboom, 2016)。在中国股权众筹平台设定的具体形式中,一种较为普遍的模式为“领投+跟投”。“领投+跟投”这一组织形式的具体含义为:在股权众筹中预先确

收稿日期:2016-12-07

基金资助:本文获天津市教委 2016 年社会科学重大项目(2016jwzd10)的资助。

作者简介:方兴,浙江财经大学金融学院,讲师。

定一位具有丰富投资经验的资深投资者作为此众筹项目的“领投人”,在随后的公开众筹中其他投资者都作为跟投人进行投资并完成众筹目标,代表性众筹平台为美国股权众筹平台 Angelist 以及中国的京东股权众筹平台。“领投+跟投”这一模式能够降低普通股权投资者面临的风险以及信息不对称,在中国当前征信体系建设尚不完善、投资者专业性较低的情况下符合中国的国情。投资人群体的陌生化和创业风险的不确定性易引发股权众筹投资者对发起人的信任危机,而具有丰富投资经验的专业领投人则承担起信用中介的作用,领投人以其出资获取投资者的信任并将信任通过背书传递至众筹项目发起人创业公司,保证股权众筹的顺利推进(赵尧和鲁篱,2015)。

由此可见,领投人在“领投+跟投”这一典型股权众筹模式中发挥着举足轻重的作用,能够显著影响股权众筹的实际融资金额、投资者数目以及项目的成功实现,领投人对于众筹发起人和投资者而言都发挥着重要的信息中介功能,在分散投资者风险的同时也为新兴的互联网创业公司保驾护航。但是,国内外学者现有的研究鲜有探讨领投人在股权众筹中的作用,而这正是本文研究的出发点。本文的创新点在于,通过网络爬虫工具抓取股权众筹平台项目数据,并通过建立计量模型分析领投人对众筹项目融资比例以及投资者数目的影响,弥补了国内股权众筹实证研究方面的空白。

本文的后续安排如下:第二部分梳理国内外有关众筹以及股权众筹的研究;第三部分介绍本文的数据、变量和模型构建;第四部分对领投人与股权众筹进行实证研究并检验结论的稳健性;最后一部分给出本文的结论和政策建议。

二、文献综述

随着美国众筹平台 Kickstarter 的发展,众筹风靡全球,经过在欧美等发达国家的实践逐渐发展成熟。当下,对众筹具有代表性的理论研究主要集中在欧美学者,国内对于众筹的研究才刚刚起步。通过对众筹研究更为细致的分解,我们发现绝大部分研究主要关注的是奖励类众筹,且可以分为三大领域:项目发起人和公众参与众筹的动机、影响众筹成功的关键因素以及众筹中可能存在的风险。

Belleflamme et al. (2013) 和 Gerber et al. (2012) 探讨了众筹发起人参与众筹的动机,他们的研究发现众筹项目的发起人有三方面动机:融资、吸引公众的兴趣以及获得自身产品服务的后续反馈信息。而在投资者参与众筹动机的研究方面,Ordanini et al. (2011) 的研究结果表明,众筹投资者拥有较多共同点,他们都是创新驱动型、喜好与他人进行互动以及在众筹产品中完成自我实现,在社交网络中进行互动也是投资者参与众筹的重要原因之一(Freedman & Jin, 2014)。影响众筹成功的关键因素是国内外学者重点研究的领域,目标筹资金额、项目的持续期、发起人的社交网络、是否提供产品视频、Facebook 好友数量、情感文化因素以及是否得到众筹平台的推荐将会影响众筹项目的实施(Mollick, 2014; Frydrych et al., 2014; Lin & Viswanathan, 2016)。在众筹风险研究方面, Kim & Hann (2013) 认为众筹存在信息披露风险,项目发起人需要权衡信息披露与信息泄露。Mollick (2016) 基于 Kickstarter 平台的众筹项目总结了众筹对就业、企业发展、经济状况、科技创新以及社会群体的积极作用。

在股权众筹逐渐成为创业公司重要的融资渠道之后,学者们开始重视有关股权众筹的理论和实证研究。Günther et al. (2016) 以及 Hornuf & Schmitt (2016) 从地理位置和地域歧视的角度对股权众筹进行实证研究,他们发现股权众筹中的投资者更倾向于支持自己当地的众筹项目,从而表现出了显著的地域歧视性。Herve et al. (2016) 则认为,股权众筹中的地域歧视并不明显,他们从投资者的性别视角出发研究社交网络对于不同性别投资者的影响,实证结果显示男性和女性具有不同的风险偏好,社交网络对女性投资者具有更大的影响。Block et al. (2016) 对投资者行为的研究表明,股权众筹发起人对项目的更新作为一种信息披露措施能够显著提升投资者的投资热情,且更新的字数越多,这种激励效果越明显,但是激励现象存在几天的时滞性。考虑股权众筹融资的效率, Brown & Davies (2016) 将整体投资者划分为有经验的投资者和普通投资者两大类,拥有更多信息且能够预测其他投资者行

为的熟练投资者自身并不能够提升融资的效率,降低普通投资者的信息不对称程度才能够提升整个股权众筹市场的融资效率。

在影响股权众筹成功率的研究方面,大量实证研究表明:投资者的行为、众筹平台的组织模式、创新企业的组织构架、管理层的努力、知识产权、股权众筹经验以及公司人力资本、社交网络等因素对股权众筹的成功与否密切相关(Ahlers et al., 2015; Vismara, 2016; Brown & Davies, 2016; Ralcheva & Roosenboom, 2016)。在影响股权众筹的各因素中,留存资本比例成为研究的热点之一。Leland & Pyle (1977)发现在传统金融领域,创业公司股权留存比例可以作为一种信号传递,出售大量股权的公司通常不会吸引潜在投资者。与传统公司金融理论类似,股权众筹中同样存在这样的信号传递机制,众筹发起人股权留存越高,将越容易完成众筹目标(Ralcheva & Roosenboom, 2016; Vismara, 2016; Lukkarinen et al., 2016)。

通过梳理国内外学者有关奖励众筹和股权众筹的研究发现,股权众筹作为一个新兴的创业公司融资渠道正在受到学术界的广泛关注,研究的重心集中于探讨影响股权众筹成功的因素,但是缺乏对股权众筹平台业务组织模式的分析。在“领投+跟投”模式中,领投人发挥其专业投资者的作用,履职尽责调查、投后管理的职责,通过信号传递效应引领跟投人的投资,领投人的行为将直接关系到众筹项目能否顺利进行。本文在前人研究的基础上,通过阐述“领投+跟投”这一经典股权众筹模式来解析领投人对于项目融资的重要性,在一定程度上填补了这方面研究的空白。

三、数据与模型

(一)数据来源

“领投+跟投”的股权众筹模式起源于美国著名的股权众筹平台 Angelist。AngelList 平台将这种模式称为辛迪加(Syndicat),也就是联合投资体模式。在 AngelList 的创新型“领投+跟投”模式中,单个投资者可以根据著名天使投资人的投资决策进行独立分析与判断,既可以因为项目缺乏潜力而选择拒绝,也可以与股权众筹项目的领投人组成投资联合体。作为对领投人寻觅项目、后续管理的回报,领投人可以获得部分投资收益。与传统意义上的 VC 和 PE 相比较,股权众筹中“领投+跟投”的模式可以看成是一种小型的风投基金,而众筹中领投人发挥的作用则与 VC 中的基金管理人相近^①。

本文重点研究的问题是股权众筹中领投人发挥的作用,因此选择众筹数据来源平台的首要标准就是平台应当采用“领投+跟投”的众筹形式。在综合考虑股权众筹平台数据可获得性、样本量大小以及平台项目影响力之后,我们最终选择了京东股权众筹和 36 氪股权众筹平台作为研究的样本。京东和 36 氪平台的股权众筹都符合“领投+跟投”的模式,其中 2015 年京东众筹总额度高达 4.5 亿元人民币,占到了中国整个众筹市场份额的 56.3%,且京东在 2015 年 3 月正式推出了其股权众筹项目,具有重要的市场影响力;而 36 氪作为中国互联网时代涌现出的新媒体企业,是重要的创业生态服务平台,经过多年的快速发展在 2015 年 6 月股权投资平台正式运行。因此,选择京东和 36 氪股权众筹平台作为研究样本具有合理性。本文通过专业的网页数据抓取工具提取了两个平台自成立以来全部公开的股权众筹数据,在经过筛选、过滤存在缺失的众筹项目后,最终确定研究的股权众筹项目为 127 个,其中京东平台项目总计 88 个,36 氪平台项目累计 39 个。

(二)京东平台“领投+跟投”模式

本文以京东平台为例,详细阐述股权众筹“领投+跟投”机制的具体运作流程。京东股权众筹平台“东家”中领投人的投资流程如下:申请领投人认证—领投人实名认证—约谈并达成项目领投意向—

^① 详解 AngelList“领投+跟投”的股权众筹模式, <http://money.163.com/15/0403/10/AM955PV300253G87.html>

资金在线募集并发起公司—尽职调查和投后管理—退出机制构建—退出获得跟投人 20% 收益。跟投人的投资流程则是：申请跟投人认证—跟投人实名认证—考察领投人—资金在线募集并发起公司—公司持股—退出支付跟投人 20% 收益。鉴于股权众筹领域的高风险性,京东平台规定了以下四类合格的投资者:金融机构专业人士、收入不低于 30 万人群、金融资产 100 万以上人群和专业 VC^①。股权众筹项目“领投+跟投”模式的全过程见图 1。

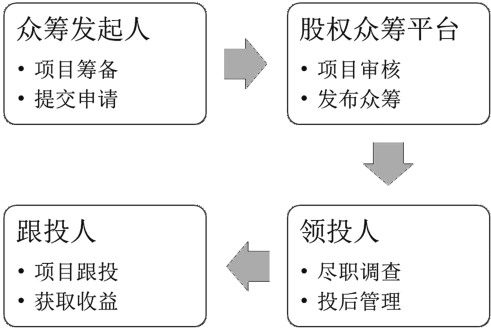


图 1 股权众筹“领投+跟投”模式

(三) 变量构建

在理论分析和文献综述的基础上,本文在变量选择方面借鉴 Mollick (2014) 以及 Ahlers et al. (2015) 在众筹方面的相关研究,同时考虑京东和 36 氪股权众筹平台数据的可获得性,最终确定实证研究的变量,各变量的设计和描述见表 1。

表 1 变量设计与描述

变量	变量描述
Ratio	股权众筹项目的融资比例,即实际融资金额除以目标融资金额;
Investor	众筹项目的投资人数量;
Leader	项目领投人的投资金额;
Equity	众筹项目发起人出让的股权比例;
Target	众筹项目的目标融资金额;
Value	众筹项目的市场估值;
Least	投资者最低投资金额,低于此金额则不能参与项目;
Same	领投人是否与发起人位于同一城市;
Famous	领投人是否是著名投资人;
Institution	领投人是否是具有较高市场影响力的投资基金或机构投资者;

在京东股权众筹平台中,投资者分为大东家和小东家两类,实证研究中投资人的数量为大东家和小东家的总计,投资门槛为小东家的最低投资金额;众筹发起人出让的股权比例为区间值,本文取其中间值作为出让比例;项目市场估值的披露分为两部分,事前估值和事后估值,这里将其统一为项目估值;项目发起人所在城市以发起人公司总部所在地为准,领投人所在城市以领投人机构总部所在地为准;若领投人为个人投资者,则取个人投资者公司总部所在地作为领投人所在城市;Same、Famous 和 Institution 都为虚拟变量;当领投人与发起人位于同一城市时 Same 取 1,其他情况取 0;当领投人是

① 领投人+跟投人+投后管理:京东众筹三点须知, https://www.zczj.com/news/2015-04-02/content_1277.html

市场公认的著名投资者时 *Famous* 取值为 1,其余时刻取 0,用以刻画股权众筹中的“名人效应”;当领投人为具有较高市场影响力的投资基金或机构投资者时将 *Institution* 赋值为 1,其他情况则 *Institution* 为 0,用以描述股权众筹中领头人市场地位对项目成功率的影响。

(四) 计量模型构建

基于上述的理论分析和变量定义,本文所构建的研究股权众筹领投人对众筹项目融资效果的实证模型由公式(1)所示:

$$\begin{aligned} Ratio_i = & \alpha_0 + \alpha_1 Leader_i + \alpha_2 Equity_i + \alpha_3 Target_i + \alpha_4 Value_i \\ & + \alpha_5 Least_i + \alpha_6 Same_i + \alpha_7 Famous_i + \alpha_8 Institution + \varepsilon_i \end{aligned}$$

(1)

其中, *Ratio_i* 代表股权众筹项目的融资比例,是模型的因变量,其余变量均为自变量,各变量的含义见变量定义部分的描述。

此外,在研究领投人对众筹项目融资效果的基础上,Ralcheva & Roosenboom(2016)认为股权众筹的另一项重要目标是吸引潜在的投资者,并将其转化成公司股东。根据 Ahlers et al. (2015)以及 Ralcheva & Roosenboom(2016)的研究,同时考虑项目投资者分布的非正态性,本文进一步构建负二项回归模型来拟合领投人对投资者总体数量的影响,具体模型见公式(2)。

$$\ln \lambda_i = \beta_0 + \beta_1 Leader_i + \beta_2 Equity_i + \beta_3 Target_i + \beta_4 Value_i + \beta_5 Least_i + \varepsilon_i$$

(2)

其中, $\ln \lambda_i$ 是因变量 *Investor_i* 的期望频数的对数,各自变量的含义与公式(1)相同,估计方法为最大似然估计法。

四、实证研究

(一) 变量描述性统计分析

鉴于本文的研究变量金额较大且离散程度较高,因而在后续的实证研究中我们对包括 *Leader*、*Real*、*Target* 以及 *Value* 在内的原始变量进行对数化处理,以消除各变量在数量级和量纲上的差异,保证模型估计的精确性。本文回归变量的描述性统计分析结果由表 2 给出,股权众筹融资比例的分布状况见图 2。

表 2		变量描述性统计结果			
变量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
<i>Ratio</i>	127	1. 3631	0. 5723	0. 7201	4. 1601
<i>Leader</i>	127	5. 6582	0. 9121	2. 9962	7. 6961
<i>Investor</i>	127	46. 0212	27. 1723	5	163
<i>Equity</i>	127	0. 1141	0. 0602	0. 0034	0. 4331
<i>Target</i>	127	6. 2902	0. 7390	4. 7592	8. 0252
<i>Value</i>	127	8. 8063	0. 8681	6. 6720	11. 4612
<i>Least</i>	127	1. 8092	2. 3202	0. 5001	20
<i>Same</i>	127	0. 5353	0. 5013	0	1
<i>Famous</i>	127	0. 1101	0. 3141	0	1
<i>Institution</i>	127	0. 8902	0. 3142	0	1

观察图 2 可以清晰地发现,在本文所研究的样本数据中,股权众筹的融资比例主要集中在 1-2 之间,其均值为 1. 363,偏度为 2. 491,峰度达到 9. 656;从 JB 统计量的 P 值来看,融资比例并不服从正态

分布。而在股权众筹领投人的地域分布方面,北京、上海和深圳是领投人主要聚集地,分别达到了70、25和16家,三者之和占据领投人总数的85%以上,由此可见中国股权众筹中领投人的分布非常集中,多位于一线城市。我们进一步观察众筹发起人的地域特点,与领投人的分布类似,发起人的公司总部所在地集中于四大一线城市,北、上、广、深的发起人合计112家,同样超过了全部样本中发起人总数的85%^①。通过对比分析发起人与领投人的地域分布,我们认为股权众筹与产品类众筹不同,鉴于其较高的进入门槛以及风险敞口,股权众筹发起人与投资人的分布相对集中。

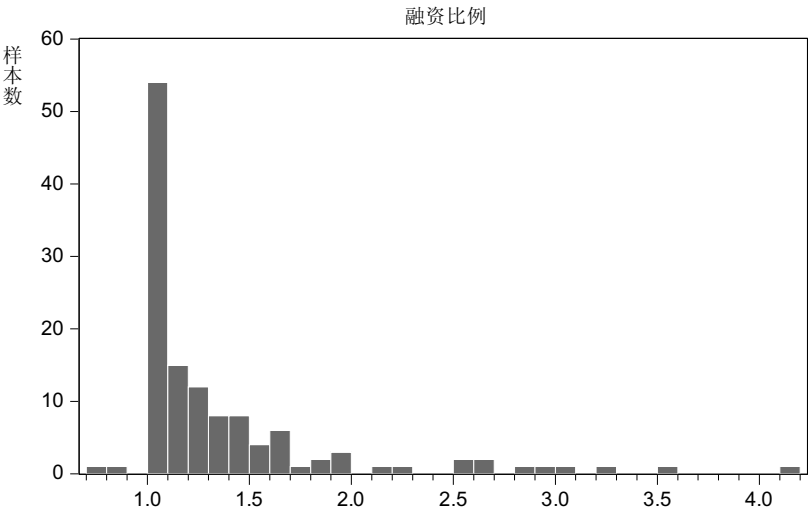


图2 股权众筹融资比例分布图

(二) 领投人对融资比例影响的实证研究

在对变量进行描述性统计分析后,我们依据公式(1)和公式(2)研究股权众筹领投人对项目融资比例及投资人数的影响,各模型回归结果由表3给出。考虑到 OLS 模型估计中可能存在的异方差性,本文采用 New-West 方法对模型(1)–(3)进行修正并报告异方差稳健的标准误,模型(4)是负二项回归模型。模型(1)–模型(3)是全部127个样本的拟合结果,模型(1)考虑主要解释变量对项目融资比例的影响,模型(2)和模型(3)则加入了与领投人相关的虚拟变量进一步分析中国股权众筹中的“名人效应”以及“大公司效应”;模型(4)同样是全部样本,考察领投人对投资者数量的影响。观察模型(1)–(3)的F统计量可以发现,模型的构建具有合理性;对于模型(4)而言,卡方检验值和Alpha值高度显著,其设定同样满足统计要求。

表3 股权众筹领投人与融资比例回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
Leader	0.1141 * (0.0641)	0.1582 * (0.0932)	0.1581 * (0.0933)	-0.3281 *** (0.1212)
Equity	6.8720 *** (1.2780)	6.7643 *** (1.2391)	6.7642 *** (1.2388)	2.3912 * (1.3187)
Value	0.6280 *** (0.1342)	0.6292 *** (0.1280)	0.6290 *** (0.1278)	0.2161 * (0.1169)

① 限于篇幅,本文并未给出股权众筹项目领投人和发起人的地域分布图,有兴趣的读者可向作者索取。

续表

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Target</i>	-0.7992 *** (0.1651)	-0.8271 *** (0.1523)	-0.8274 *** (0.1524)	0.3442 * (0.1779)
<i>Least</i>	0.0390 * (0.0211)	0.0371 * (0.0212)	0.0372 * (0.0210)	0.0410 * (0.0252)
<i>Same</i>		0.1281 * (0.0792)	0.1293 * (0.0801)	
<i>Famous</i>		0.0723 (0.1342)		
<i>Institution</i>			-0.0753 (0.1250)	
<i>Constant</i>	-0.6431 (0.4932)	-0.7887 (0.5542)	-0.7163 (0.5810)	1.2423 * (0.6734)
<i>F</i>	7.1300 *** (0.0000)	6.1900 *** (0.0000)	6.2100 *** (0.0000)	
<i>Wald $\chi^2(5)$</i>				22.0100 *** (0.0010)
<i>Alpha</i>				0.2540 ***
<i>Lnalpha</i>				-1.3710 ***
<i>N</i>	127	127	127	127

注:回归系数下方括号内是异方差稳健的标准差,模型检验下方括号内代表 P 值,***、**和* 分别表示通过了显著水平为 1%、5% 以及 10% 的显著性检验。

下面来具体分析股权众筹中领投人对项目融资比例的影响。模型(1)–(3)中 *Leader* 的系数显著为正且显著,这表明领投人的投资金额越高,众筹项目的融资比例将会越高,领投人的投资行为具有促进股权众筹项目成功的作用。根据前文的理论阐述,在“领投+跟投”这一模式中领投人发挥着信息中介的作用,缺乏公司信息和投资经验的个体投资者通过领投人的行为形成自己对项目发起人公司的价值评判。领投人出资越多,个体投资者将越倾向于认为该项目具有较好的投资前景从而选择跟进领投人,因此项目将获得更高的融资且更容易获得成功。在信息不对称的前提下,领投人的投资行为无形中形成一种信号传递效应(Ahlers et al., 2015),向潜在个体投资者传递出正面的信号,从而吸引这部分投资人加入。

观察 *Equity* 的估计系数不难发现,众筹发起人出让股权比例与融资比例呈现出高度正相关关系,且在 1% 的显著性水平下显著,稳健性检验的结果也支持这一结论,因此我们认为在中国股权众筹中,股权出让比例越高则越容易募集到预先设定的筹资目标。但是,本文这一结论与国外学者的实证研究结果相反(Ahlers et al., 2015; Vismara, 2016)。究其原因,我们尝试从投资者信号识别能力的角度进行解释。Leland & Pyle(1977)以及 Busenitz et al. (2005)的研究认为创业公司股权留存比例能够反映公司所有人对公司未来前景的预测,降低投资的不确定性,进而投资者能够识别这一信号从而进行投资决策。鉴于中国金融市场发展的相对滞后以及个体投资人投资能力的欠缺,中国股权众筹投资者并没有正确识别这一信号,而是将股权出让看做是参与创业公司经营管理的渠道加以追捧,因此最终表现为股权出让越多融资比例越高。此外,易玄和谢志明(2008)对中国 IPO 公司价值信号传递机制的研究表明,风险越大的公司将更倾向于出让更多股权。我们对样本公司的观察发现,绝大部分创业公司都属于互联网行业,面临较高的失败风险,所以众筹项目发起人本身就具有出让较多股权的动

机。

在众筹项目的估值方面, *Value* 的回归系数显著为正且在 1% 的显著性水平下异于零, 说明股权众筹项目的估值越高, 将更容易获得成功。项目估值反映了发起人公司所在市场对其未来发展的评价, 拥有较好市场前景的项目通常会获得较高的估值, 这也向众筹投资者传递出优质项目的信号。

众筹发起人预先设定的融资目标与融资比例表现出强烈的负相关关系, 对此合理的分析是: 项目的目标融资金额越高, 表明项目风险与不确定性越大, 处于信息不对称中的投资者将会对项目持谨慎态度, 此结论也与 Mollick (2014) 对奖励类众筹项目的研究结果相仿。而在股权众筹门槛 *Least* 的系数方面, 所有模型的估计结果均在 10% 的显著性水平下显著, 这表明发起人设定的最低投资金额能够提升股权众筹项目获得成功的概率, 高门槛代表了发起人对自己项目的信心。

接下来, 我们将分析作为虚拟变量的领投人地域和类型对融资比例的影响。在模型 (2) 和模型 (3) 中, *Same* 的系数在 10% 的显著性水平下显著为正, 这意味着当发起人与领投人位于同一座城市时, 众筹项目将获得更高的融资。股权众筹的领头人承担尽职调查、项目评估和投后监督管理的重要责任, 领投人凭借自身的影响力为发起人企业背书, 在两者地域一致的情况下, 发起人对众筹企业的调研和监督管理将更加方便, 获得的信息也更加准确, 将进一步降低众筹市场信息不对称的程度, 使得领投人的投资行为更加可信, 因此有助于众筹项目成功完成融资目标。

而领投人是否是著名投资人、是否为具有较高市场影响力的投资基金或机构投资者的估计系数均不显著, 表明中国股权众筹市场领投人不存在“名人效应”, 投资者的跟投行为也没有表现出对大型投资基金的偏好。对此可能的一种解释是: 中国股权众筹市场起步较晚、投资者成熟度较低, 知名天使投资人和机构投资者的领投行为尚未发挥有效地信用背书作用。未来随着中国多层次资本市场的日益完善以及投资者能力的不断提升, 天使投资人和投资基金的领头作用将逐步显现。

鉴于股权众筹重要目标之一是吸引潜在投资者加入 (Ralcheva & Roosenboom, 2016), 因此观察投资者数量的变化具有重要的研究意义, 本文将通过模型 (4) 进一步分析领投人的投资是否会对众筹项目的总投资人数产生作用。

不难发现, 领投人投资金额对投资者数量的影响与其对融资比例的作用相反, 呈现出负相关关系。这意味着领投人投资的增加会减少项目投资者的总体数目, 即领投人对投资者存在“挤出效应”。对此现象较为合理的解释是: 与奖励类众筹相比股权众筹投资者的门槛较高, 而前文对众筹项目融资比例图形的分析证明项目的融资比例大都集中在 1.0-1.5 之间, 出现超额融资的项目较少; 当领投人投资金额占据了目标融资金额较高的百分比之后, 留给散户投资者的投资额度将会减少, 同时考虑投资的高门槛, 仅有少部分投资人能够继续参与众筹项目, 最终表现出投资者总数随着领投人投资金额上升而下降的统计结果。

此外, 项目股权出让比例和估值对投资者人数的影响与其对融资比例的作用类似, 都呈现出正相关关系。与 Mollick (2014) 对奖励类众筹项目的研究结论不同的是, 我国股权众筹项目设定的目标融资金额与投资者数量同向变动, 即预先设定的融资目标越高, 将收获更多的股权投资者。这里的差异来源于奖励众筹与股权众筹投资者关注焦点的不同, 对于股权投资者而言, 他们关心的是自己投资公司未来的发展前景, 高融资金额带来的大量募集资金将会使公司有能力采取更多实质性的运营措施, 可能提升潜在投资者对众筹项目的信心, 从而促进企业的长期价值增长。相比之下, 奖励众筹的投资者往往只关注一次性的实物回报, 他们并不关心企业长期的发展, 较高的融资目标会让这部分投资者重新审视众筹项目是否能够顺利完成, 本文这一发现也和 Lukkarinen et al. (2016) 对欧洲股权众筹市场的研究结论相吻合。

(三) 稳健性检验

表 4 给出了股权众筹领投人与融资比例关系的稳健性检验结果, 模型 (1)-(3) 将研究样本限定为领投人投资占总投资比例位于 10%-80% 之间的研究项目, 以便排除领投人投资比例过高的异常

项目;模型(4)-(6)则从众筹发起人目标融资金额角度出发,排除了目标融资金额低于 200 万元的小额项目,从而保证股权众筹的高门槛性;各模型变量的含义与表 3 一致。

表 4 股权众筹领投人与融资比例稳健性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Leader</i>	0.1762 * (0.0951)	0.2261 * (0.1152)	0.2263 * (0.1148)	0.1588 * (0.0901)	0.2040 ** (0.1032)	0.2042 ** (0.1033)
<i>Equity</i>	6.9100 *** (1.7081)	6.7320 *** (1.6522)	6.7321 *** (1.6519)	6.7232 *** (1.5402)	6.6731 *** (1.4869)	6.6730 *** (1.4868)
<i>Value</i>	0.6312 *** (0.2271)	0.6261 *** (0.2188)	0.6258 *** (0.2189)	0.6229 *** (0.2122)	0.6227 *** (0.2031)	0.6280 *** (0.2030)
<i>Target</i>	-0.8632 *** (0.2272)	-0.8890 *** (0.2250)	-0.8891 *** (0.2251)	-0.7932 *** (0.2051)	-0.8152 *** (0.2077)	-0.8151 *** (0.2082)
<i>Least</i>	0.0381 * (0.0221)	0.0360 * (0.0208)	0.0358 * (0.0210)	0.0352 * (0.0201)	0.0321 * (0.0142)	0.0321 * (0.0154)
<i>Same</i>		0.1492 * (0.0897)	0.1501 * (0.0788)		0.1432 * (0.0752)	0.1410 * (0.0761)
<i>Famous</i>		0.0752 (0.1154)			0.0743 (0.1011)	
<i>Institution</i>			-0.0782 (0.1041)			-0.0760 (0.1113)
<i>Constant</i>	-0.6081 (0.9931)	-0.7422 (0.9958)	-0.6644 (0.9742)	-0.8872 (0.9860)	-1.1251 (1.0252)	-1.0510 (1.0371)
<i>F</i>	5.7400 *** (0.0000)	6.0400 *** (0.0000)	6.0900 *** (0.0000)	7.1000 *** (0.0000)	5.6300 *** (0.0000)	5.6000 *** (0.0000)
<i>N</i>	120	120	120	117	117	117

注:回归系数下方括号内是异方差稳健的标准差,模型检验下方括号内代表 P 值,***、**和 * 分别表示通过了显著水平为 1%、5% 以及 10% 的显著性检验。

通过对比分析表 3 和表 4 稳健性检验的结果不难发现,各变量的系数及显著性没有发生实质性的变化,上文有关领投人行为与融资比例关系的结论是稳健的。为进一步验证本文实证结论的稳健性,我们使用众筹项目实际融资金额 *Real* 的绝对数值代替融资比例 *Ratio* 的相对数值作为因变量,其余变量保持不变,结论亦未发生明显变化,不予赘述。

表 5 验证了众筹领投人与投资者数量结论的稳健性,模型(1)样本为领投人投资占总投资比例位于 10% -80% 之间的研究项目,模型(2)则排除目标融资金额低于 200 万元的项目,模型(3)是全样本 OLS 模型估计结果。稳健性检验再次证明领投人的投资在投资者数量方面将产生一定程度的“挤出效应”。

表 5 股权众筹领投人与投资者稳健性检验

变量	(1)	(2)	(3)
<i>Leader</i>	-0.2428 * (0.1431)	-0.2971 ** (0.1342)	-17.2980 *** (5.8114)

续表

变量	(1)	(2)	(3)
<i>Equity</i>	2. 3212 * (1. 3611)	2. 4758 * (1. 3604)	115. 1472 * (63. 9832)
<i>Value</i>	0. 2083 * (0. 1209)	0. 2072 * (0. 1217)	8. 4500 (5. 4982)
<i>Target</i>	0. 2601 (0. 2002)	0. 3572 * (0. 1871)	20. 6380 ** (8. 3190)
<i>Least</i>	0. 0434 (0. 0292)	0. 0342 (0. 0290)	1. 4171 (0. 9879)
<i>Constant</i>	1. 3822 ** (0. 7042)	1. 0551 (0. 7294)	-76. 0390 ** (32. 3861)
<i>Wald $\chi^2(5)$</i>	17. 6000 *** (0. 0039)	20. 4200 *** (0. 0008)	
<i>Alpha</i>	0. 2591 ***	0. 2620 ***	
<i>Lnalpha</i>	-1. 3510 ***	-1. 3382 ***	
<i>F</i>			4. 8300 *** (0. 0010)
<i>R-squared</i>			0. 1670
<i>N</i>	120	117	127

注:回归系数下方括号内是标准差,模型检验下方括号内代表 P 值,***、**和*分别表示通过了显著水平为 1%、5% 以及 10% 的显著性检验。

五、结论与政策建议

在全球经济复苏依然存在较大不确定性的环境下,中国经济将迈入新的发展阶段。传统的经济增长模式难以为继,急需新的增长点来保证宏观经济平稳较快发展,因此中国政府将普惠金融提升至战略高度,大力发展互联网金融这一新兴行业,向作为中国经济支柱的民营经济和中小企业提供融资服务。中国中小企业数量众多且大都面临融资难的困境,社会网络是中小企业获得贷款的重要渠道之一(张彩江和周宇亮,2017)。同时,金融市场的投资者也在寻觅优质的创业项目和优秀的创业者,在互联网技术飞速发展的背景下股权众筹成为创业公司和风险投资者的新选择。本文利用专业的网络爬虫软件提取了中国具有代表性的股权众筹平台(京东和 36 氪)的项目数据,以研究在“领投+跟投”这一经典模式下领投人对中国股权众筹的影响。本文的实证研究得到如下结论:领投人的投资金额越高、领投人与发起人位于同一城市会显著提升众筹项目的融资比例,领投人的投资行为具有促进股权众筹项目成功的作用;股权出让比例、项目估值和投资者数量同样对融资比例产生正向作用;但是领投人的投资“挤出”了一部分个体投资者,在投资者数量方面表现出较为显著的“挤出效应”。基于本文的结论,我们将从股权众筹平台、领投人和个体投资者三个角度提出政策建议。

站在股权众筹平台的角度,良好的机制设计是促进项目顺利开展的必要条件。“领投+跟投”这一股权众筹模式适合中国国情,专业的领投人在降低市场信息不对称的同时也向个体投资者传递出积极的信号,通过其专业能力帮助创业公司维护协调好与投资人之间关系,从而促进中国全民创业和经济的发展。因此,京东和 36 氪股权众筹平台需要不断完善其“领投+跟投”的业务组织模式。值得注意的是,我们在注册成为合格投资者的时候发现两个平台并没有对申请人的身份进行仔细审查,仅通

过简单的填写资产、收入等资料便注册成功,缺乏对合格投资者身份的有效鉴定。股权众筹这一众筹模式具有门槛高、风险大的特点,股权众筹平台亟待加强其责任意识,在尽职审核申请人资历的同时应当对投资者进行充分的风险揭示,减少盲目跟风投资的行为。此外,众筹平台还需要对发起人和领投人进行详尽的调研,确保其符合众筹的要求并完善信息披露机制。

从众筹项目的领投人出发,本文的研究证实领投人对众筹项目的成功开展至关重要,领投人的行为具有信号传递效应,其投资的专业性将影响跟投人的行为。因此,作为项目领投人应当承担起其尽职调查、投后管理的职责,秉承对发起人负责、对投资者负责的态度评估项目的风险和可行性,并给出合理的估值和投资额度。研究发现领投人更倾向于投资与自己位于同一城市的众筹项目,同时对投资者总体数目具有“挤出效应”。随着未来中国股权众筹行业的不断发展,领投人应当充分考虑其投资的地域偏好,克服存在的地域歧视性,对非同一城市的项目加强监督管理。在设定投资金额时也需要考虑其投资对散户投资者的挤出,使更多投资者能够参与到股权众筹项目中来,从而起到分散风险的作用。

对于项目个体投资者而言,鉴于中国整体金融市场发展的相对滞后,投资者并没有很好地判断和识别项目风险以及领投人传递出的信号,成熟股权众筹市场中的信号作用在中国并不显著,投资者的行为表现出一定的非理性。在中国股权众筹行业监管细则尚未正式颁布的时期,考虑到股权众筹的高风险性,个体投资人应当充分理解项目的潜在风险,培育自身的投资水平,结合自己实际的风险承担能力做到不盲目跟投,逐步消除股权众筹市场中的非理性因素。监管部门也应当尽快出台诸如美国 JOBS 法案等股权众筹法律法规。

参考文献:

- [1] Ahlers G. K. C., D. Cumming, C. Günther and D. Schweizer, 2015, “Signaling in Equity Crowdfunding,” *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(4):955-980.
- [2] Belleflamme P., T. Lambert and A. Schwienbacher, 2013, “Individual Crowdfunding Practices,” *Venture Capital*, 15(4):313-333.
- [3] Belleflamme P., T. Lambert and A. Schwienbacher, 2014, “Crowdfunding: Tapping the Right Crowd,” *Journal of Business Venturing*, 29:585-609.
- [4] Block J., L. Hornuf and A. Moritz, 2016, “Which Updates during an Equity Crowdfunding Campaign Increase Crowd Participation?” working paper.
- [5] Brown D. C. and S. W. Davies, 2016, “Equity Crowdfunding: Harnessing the Wisdom of the Crowd,” working paper.
- [6] Busenitz L. W., J. O. Fiet and D. D. Moesel, 2005, “Signaling in Venture Capitalist-New Venture Team Funding Decisions: Does It Indicate Long-Term Venture Outcomes?” *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29(1):1-12.
- [7] Frydrych D., A. J. Bock, T. Kinder and B. Koeck, 2014, “Exploring Entrepreneurial Legitimacy in Reward-Based Crowdfunding,” *Venture Capital An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 16(3):247-269.
- [8] Freedman S. and G. Jin, 2014, “The Signaling Value of Online Social Networks: Lessons from Peer-to-Peer Lending,” NBER Working Paper w19820.
- [9] Gerber E., J. Hui and P. Kuo, 2012, “Crowdfunding: Why People Are Motivated to Post and Fund Projects on Crowdfunding Platforms,” working paper.
- [10] Günther C., S. Johan and D. Schweizer, 2016, “Is the Crowd Sensitive to Distance? How Investment Decisions Differ by Investor Type,” working paper.
- [11] Herve F., E. Manthe, A. Sannajust and A. Schwienbacher, 2016, “Investor Motivations in Investment-Based Crowdfunding,” working paper.
- [12] Herzenstein M., U. M. Dholakia and R. L. Andrews, 2011, “Strategic Herding Behavior in Peer-to-Peer Loan Auctions,” *Journal of Interactive Marketing*, 25(1):27-36.
- [13] Hornuf L. and M. Schmitt, 2016, “Does A Local Bias Exist in Equity Crowdfunding? The Impact of Investor Types and Portal Design,” Max Planck Institute for Innovation & Competition Research Paper No. 16-07.
- [14] Kim K. and I. -H. Hann, 2013, “Does Crowdfunding Democratize Access to Capital? A Geographical Analysis,”

working paper.

- [15] Leland H. E. and D. Pyle, 1977, “Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation,” *Journal of Finance*, 32:371–387.
- [16] Lin M. and S. Viswanathan, 2016, “Home Bias in Online Investments: An Empirical Study of An Online Crowdfunding Market,” *Management Science*, 62(5):1393–1414.
- [17] Lukkarinen A., J. E. Teich, H. Wallenius and J. Wallenius, 2016, “Success Drivers of Online Equity Crowdfunding Campaigns,” *Decision Support Systems*, 87:26–38.
- [18] Mollick E., 2014, “The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study,” *Journal of Business Venturing*, 29(1): 1–16.
- [19] Mollick E., 2016, “Containing Multitudes: The Many Impacts of Kickstarter Funding,” working paper.
- [20] Ordanini A., L. Miceli, M. Pizzetti and A. Parasuraman, 2011, “Crowd-funding: Transforming Customers into Investors through Innovative Service Platforms,” *Journal of Service Management*, 22(4): 443–470.
- [21] Ralcheva A. and P. Roosenboom, 2016, “On the Road to Success in Equity Crowdfunding,” working paper.
- [22] Vismara S., 2016, “Equity Retention and Social Network Theory in Equity Crowdfunding,” *Small Business Economics*, 46(4):579–590.
- [23] Vismara S., 2015, “Information Cascades among Investors in Equity Crowdfunding,” working paper.
- [24] 易玄、谢志明, 2008, “审计师选择、留存股权和盈余披露——中国 IPO 公司价值信号传递机制研究”, 《财经论丛》, 第 9 期, 第 76–82 页。
- [25] 张彩江、周宇亮, 2017, “社会子网络关系强度与中小企业信贷可得性”, 《中国经济问题》, 第 1 期, 第 85–98 页。
- [26] 赵尧、鲁篱, 2015, “股权众筹领投人的功能解析与金融脱媒”, 《财经科学》, 第 12 期, 第 28–36 页。

Can Lead-Investors Promote the Success of Equity Crowdfunding?

FANG Xing

Zhejiang University of Finance & Economics, Hangzhou, 310018

Abstract: With the development of China’s Internet Finance, equity crowdfunding gradually became one of important channels of corporate finance. This paper collects data from two important equity crowdfunding platforms JingDong and 36 Krypton and explores the role of lead-investors in China’s equity crowdfunding market. We get the following conclusions: Leading investments contribute to the total investment amount and if leading investor is located in the same city with project sponsor, the financing ratio will increase. But investments from lead-investors will have a crowding-out effect on the total number of investors. Based on these conclusions, this paper puts forward policy recommendations from three perspectives: equity crowdfunding platform, lead-investors and individual investors.

Key Words: equity crowdfunding; lead-investor; co-investor; start-up companies

[责任编辑:宋 涛][校对:杨伊婧]