

doi: 10.16112/j.cnki.53-1223/n.2019.06.017

领投人社会资本对股权众筹融资绩效影响研究

刘勋业 邓超

(中南大学 商学院 湖南 长沙 410000)

摘要: 股权众筹融资绩效的影响因素是近年来学术界和实务界关注的焦点。本文基于2014—2017年的横截面数据,运用OLS回归分析法,研究领投人社会资本对融资绩效的影响。结果表明:领投人的引入能够显著提高股权众筹融资绩效;在领投人社会资本异质性的分析中发现,结构型社会资本、地域型社会资本与股权众筹绩效之间显著正相关;进一步的研究发现,随着领投资金额的增加,社会资本对股权众筹融资绩效的影响逐渐受到抑制。本文的研究结论对于推动股权众筹相关学术研究、指导我国股权众筹平台的构建、加强政府部门对股权众筹管理能力等均有重要的理论与现实意义。

关键词: 股权众筹; 领投人; 社会资本; 领投资金额; 融资绩效

中图分类号: F832.3 **文献标志码:** A **文章编号:** 1007-855X(2019)06-0129-11

A Research on the Impact of Leading Investors' Social Capital on Equity Crowdfunding Financing Performance

LIU Xunye, DENG Chao

(Business School, Central South University, Changsha 410000, China)

Abstract: The influencing factors of equity crowdfunding financing performance are the focus of academic and practical circles in recent years. Based on the cross-sectional data from 2014 to 2017, this paper studies the impact of the social capital of the lead investor on financing performance by OLS regression analysis. The results show that the introduction of the lead investors can significantly improve the performance of equity crowdfunding financing; in the analysis of the social capital heterogeneity of the lead investors. It is found that there is a significant positive correlation between structural social capital, regional social capital and equity crowdfunding performance. Further research finds that as the amount of the lead investment increases, the impact of social capital on equity crowdfunding financing performance is gradually suppressed. The conclusions of this paper have important theoretical and practical significance for promoting academic research on equity crowdfunding, guiding the construction of equity crowdfunding platform in China, and strengthening the ability of government departments to manage equity crowdfunding.

Key words: equity crowdfunding; leader; social capital; leading investment; financing performance

0 引言

我国经济自进入新常态以来,经济下行压力巨大。特别对中小企业来说,融资难、融资贵的局面一直没有得到很好解决,严重制约了其生产经营活动,更对我国产业结构升级、经济高质量发展等产生了消极影

收稿日期:2019-04-01。基金项目:国家自然科学基金项目(71173241; 71473275)。

作者简介:刘勋业(1993-),男,硕士研究生。主要研究方向:互联网金融。E-mail: lxy_ceteb@foxmail.com

作者简介:邓超(1965-),男,博士,教授。主要研究方向:银行管理、金融理论、金融工程。

E-mail: dengchao@csu.edu.cn

响,在此背景下,进一步探索中小企业新的融资渠道显得尤为重要。

随着通讯科技和区块链、大数据等技术的快速发展,互联网以及互联网衍生品逐渐映入人们的眼帘,互联网金融以其低成本、高效率等特质涵盖了大众生活的各个层面。目前,我国的互联网金融主要包括P2P在线借贷、第三方支付、数字货币、大数据金融以及众筹等领域。在众筹的范畴中股权众筹是最适合中小企业的融资方式。事实上,为促进股权众筹的好而快发展,我国出台了许多文件,从最早的《私募股权众筹融资管理办法(试行)(征求意见稿)》到《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》,再到《股权众筹风险专项整治工作实施方案》等。2018年,中国证监会将股权众筹试点管理办法的制定纳入了年度立法计划,这必将推动股权众筹加速发展。

另一方面,我国的股权众筹发展并非是一片坦途。比如,普通投资者与融资者之间互动机会较少,无法及时获得投资项目全面信息,仍存在信息不对称现象,以聚募众筹为例,从2015年1月到8月,股权众筹项目融资的成功率只有16%,这表明大多数的股权众筹项目以失败告终。基于此,国内股权众筹平台开始寻找出路,引入了一种“领投+跟投”的模式。“领投+跟投”模式在我国出现较晚,学术界较少研究这一方面,目前的研究主要集中在股权众筹概念、融资成功的影响因素,鲜有研究涉足“领投+跟投”模式下的股权众筹,特别是“领投+跟投”模式下领投人社会资本对融资绩效的影响尚不明晰。

基于此,本文采用聚募股权众筹平台数据,实证分析领投人社会资本对项目融资绩效的影响以及领投额对这一影响的调节作用。本文的研究结论不仅有助于丰富股权众筹的相关研究,并为拓宽中小企业的融资渠道提供了新的思路。

1 文献综述

Jacobs^[1]最早提出社会资本这个概念,主要强调在社会网络中可以获取的潜在社会资源。随后大量的学者对其进行了拓展与深化。Bourdieu^[2]认为社会资本指的社会资源的丰厚程度,社会成员拥有的社会网络规模的大小决定了其可以控制的资本数量。Nahapiet等^[3]对社会资本进行了三个维度的划分:(1)结构维度是指网络关系和关系配置是如何形成社会资本资源的,它描述了个体的网络中包含了哪些人以及他们的关系是如何形成的。(2)关系维度是建立关系质量的特征,它包含由反复的社会互动行为所产生的规范、信任、身份和义务等。(3)认知维度是指社会网络中的联系可以被共同的价值观和语言所加强。

随着互联网金融的崛起,“社会资本”这一概念逐渐被运用于股权众筹模式的研究。股权众筹可以定义为企业家个人或团队为了获取资金而出售部分股权的融资方式^[4]。梳理国内外已有文献发现,学者们对股权众筹的研究始于现象的阐述,主要是对股权众筹的定义和描述以及对不同投资模式的比较分析。随着众筹平台的设立,大量理论和实证文献开始着重于众筹实证性的研究,加速了股权众筹的发展^[4-6]。社会资本与股权众筹融资绩效的关系一直是学者们的研究热点,经过对已有相关文献的总结发现,学者们主要从以下三个方面进行研究。第一,分析项目发起者个人社会资本与众筹绩效的关系^[7-9];第二,研究地域社会资本与股权众筹融资绩效的关系^[10];第三,探究股权众筹平台上聚集的社会资本对股权众筹融资绩效的影响^[4]。

项目发起者的个人社会资本指的是通过创业者线下的朋友、亲人以及个人社交网络(比如领英或微信等)可以获取的资源,而股权众筹项目筹集的大部分早期资金则来自于个人社会资本。Vismara^[6]认为早期的投资者(天使投资和风险资本)更专业,前期的专业投资可以提高后续投资者的积极性。Lukkarinen等^[11]研究表明在隐藏阶段筹集到的资金与融资绩效显著正相关,前期的大量投资会传达项目的信誉,并为潜在投资者提供信心。在地域社会资本方面:Agrawal等^[12]认为地域社会资本与股权众筹融资绩效正相关。Vismara等^[6]对意大利的众筹项目进行了研究,发现地域社会资本对于企业提高自主研发和创新能力有推进作用,而Skirnevskiy等^[13]则认为地域社会资本与股权众筹融资绩效显著不相关。还有部分学者对平台上的社会资本与项目融资成功率的关系进行了深入研究。Mollick^[4]对Kickstarter网站进行分析发现,项目发起者在众筹平台上展示更多的项目特色和个人特质,可以显著提高项目融资成功率。Dorfleitner等^[14]认为众筹平台有助于识别和评估投资机会,在中小企业融资中发挥重要作用,但并非所

有的文献都认同社会资本的积极作用. Belleflamme 等^[15]指出任何众筹模式下社会资本的丰厚程度和筹集到的资金之间没有关系.

从上述的文献来看, 目前研究主要关注项目发起人的社会资本与众筹项目绩效的关系, 也取得了显著研究成果. 但鲜有研究关注在“领投 + 跟投”这种模式下领投人的社会资本对融资绩效的影响. Nahapiet 等^[16]关于社会资本的三维度划分较为完整的包含了股权众筹项目中社会资本的来源和特征, 由于认知型社会资本涉及到价值观等更深层次的角度, 大众投资者难以通过股权众筹平台观测到领投人的认知型社会资本, 因此本文仅分析领投人结构型社会资本和关系型社会资本^[9]. 此外, Glaeser & Kerr^[17]认为不同地区的地域文化和收入水平存在差异, 不同地域项目的投资者在项目融资方面的表现也不同, 往往带有“地域因素”, 因此我们在衡量领投人社会资本时不能忽视地域产出的作用. 曾江洪^[10]在社会资本与众筹融资绩效的研究中同样也指出地域维度是社会资本的重要维度, 故本文在结构型社会资本和关系型社会资本的基础上引入领投人的地域型社会资本. 本文将从这三个维度出发, 结合领投金额差异探讨领投人社会资本对股权众筹融资绩效的影响.

2 研究假设

“大家投”股权众筹平台在 2015 年首次引入“领投人”角色并迅速推广至整个股权众筹行业. “领投 + 跟投”模式下的股权众筹是指融资者在股权众筹平台发布项目信息后, 由专业投资者或机构投资者先行领投部分金额, 再由后期投资者进行跟投的融资过程. 由于领投人身兼多重角色, 其可以从不同的路径间接或直接影响股权众筹项目融资绩效. 首先, 在征信体系不完善、普通投资者缺乏投资经验的现实情况下, “领投人”角色可以在融资者和大众投资者之间充当信用中介, 履行尽职调查和运营监督的职责, 与项目发起人进行估值议价并对其进行调整, 缓解投融资者间的信息不对称, 吸引大众投资者参与并指引其投资决策, 由于领投人的信用背书将提高对股权众筹项目保持关注的大众投资者的投资意愿. 其次, 领投人可以利用自身拥有更多业内信息来判断项目发起人在平台上发布的信息是否真实, 并对项目的价值进行全方位的评价, 从而作出合适的投资行为, 加上领投人的投资行为对跟投者的引领作用, 促进了大众投资者的最终投资. 最后, 领投人同时也是投资人, 是投资者中非要重要的组成部分, 其投资额(领投金额)会提高项目的累积投资额, 更好的帮助融资目标的达成, 同时其领投金额对于大众投资者的投资金额来说起到了正向的刺激作用. 领投人通过直接或间接的方式影响项目累积投资人数和投资金额促进项目达到既定融资目标, 进而提高股权众筹项目融资绩效. 基于此, 本文作出如下假设:

假设 H1: 领投人的引入与股权众筹融资绩效显著正相关

Nahapiet 等^[3]将结构型社会资本定义为社会成员依靠网络建立的彼此整体链接模式, 主要包括社会关系框架构建、关联层次以及联系的广度和密度等社会联系范式. 当社会网络联系的密度较大时, 个体之间容易建立强有力而又直接的联系, 较易形成集体行为. 在股权众筹背景下, 对于领投人而言, 其粉丝数可以衡量他与社交网络联系的密度和广度, 因此可以作为其结构型社会资本的衡量指标. 在股权众筹平台上, 对领投人有兴趣的投资者可以关注他, 成为领投人的粉丝, 领投人的粉丝数越多, 表明该领投人的结构型社会资本越丰厚, 对于潜在的大众投资者来说, 项目的吸引力越大, 理性的投资者进行跟投的几率也越高, 从而提高股权众筹项目的融资绩效. 基于此, 本文提出以下假设:

假设 H2: 领投人的结构型社会资本与股权众筹项目融资绩效显著正相关

结构型社会资本维度决定了领投人可以接触的潜在跟投者的范围, 而关系型社会资本则决定了领投人和跟投人之间关系的强度和数量. Nahapiet & Ghoshal^[3]认为关系型社会资本是个体通过历史互动建立的人际关系, 通过个体间的人际关系, 人们可以实现社交、认同、声望等社会性动机. 关系维度包括信任、互惠、规范、认同等若干个面, 互惠是关系维度的中的重要度量属性. 在股权众筹的语境下, 互惠主要表现在两个方面: 特定互惠和广义互惠. 以往曾受到过领投人资助的融资者, 会感到有义务对该出资人进行报答, 这种义务称为特定互惠. 融资者出于对曾经受到支持的感谢或希望日后可以继续获取

投资的心理会感到有义务去回报领投人。其次,领投人曾经投资的项目数很多时,则可受益于广义互惠。形成广义互惠的一个重要先决条件是社会成员以往的投资行为可以被社区的其他成员所看到,从而可以在社区中给予该成员建立起声望。“聚募众筹”平台上领投人的个人界面会展示其曾经投资过的所有项目,而投资者更愿意追随那些曾经表现“仗义”的领投人。当领投人投资的项目个数较多时,其可能受益于互惠行为得到其他投资者的支持,从而提高股权众筹项目成功的可能性。基于此,本文提出以下假设:

假设 H3: 领投人的关系型社会资本与股权众筹项目融资绩效显著正相关

学者用与领投人同地区的大众投资者人数来衡量领投人的地域型社会资本,并研究它与股权众筹融资绩效的关系^[10]。虽然股权众筹是通过互联网进行线上融资的,突破了地理区域的限制,貌似不受地域所影响。然而,地理位置可能代表着项目动机背后的质量,如果领投人所在区域社会资本非常集中,将轻而易举在本地获得资源^[11]。领投人是否愿意投资某一股权众筹项目是在进行了严格的尽职调查之后决定的,而领投人所在地区的跟投者向领投人了解项目质量好坏的成本相较本区域以外的跟投者更低,所以来自社会资本较多区域的股权众筹项目进行欺瞒成本较高,也就意味着项目的质量越高。而高质量的项目更受投资者的青睐,项目成功的可能性越大。基于此,本文提出以下假设:

假设 H4: 领投人的地域型社会资本与股权众筹融资绩效正相关

在“领投+跟投”模式中,领投人扮演信息中介的角色,缺乏公司信息和投资经验的后期投资者通过领投人的行为形成自己对融资者项目的价值评判。后期投资者会对拥有良好信誉的领投人的投资行为进行学习和模仿,领投人出资金额越大,使得跟投者放松对融资项目本身的质量和盈利能力的考察,容易导致非理性的羊群行为进行盲目跟投,同时也会减少跟投人对社会资本的观测。当领投人出资额较低时,跟投人回归理性,领投人社会资本的丰厚程度就显得尤为重要。因此,不同的股权众筹项目的领投金额高低不同时,大众投资者理性程度存在差异,进行投资决策的侧重点也不一样,进而导致股权众筹项目融资绩效的影响因素存在差异。基于此,本文提出以下假设:

假设 H5: 领投金额负向调节了社会资本与股权众筹的融资绩效的积极作用

假设 H5a: 项目的领投额较低时,领投人的社会资本与股权众筹的融资绩效显著正相关

假设 H5b: 项目的领投额较高时,领投人的社会资本与股权众筹的融资绩效无显著关系

3 研究设计

3.1 样本数据来源

本研究选取“聚募众筹”股权众筹平台上自2015年1月至2017年12月已完成融资的166个项目作为研究样本。“聚募众筹”于2014年7月正式上线,是国内首个以创业、金融、互联网社群交互驱动为发展模式的股权众筹服务平台。“聚募众筹”平台借鉴国际经验在国内运用了私募股权融资“领投+跟投”模式,从2015年开始运用于实际融资过程。本文的研究样本主要来自于爱杰公司数据库。

3.2 变量的设置与定义

1) 被解释变量

本文采用项目的筹资完成率作为股权众筹项目融资绩效的衡量指标。Mollick^[11]认为当该比值较高时,说明该项目超额募集的金额较多,进一步可以推知,该项目的吸引力越大,即投资者对该项目的支持程度和参与热情越高,也反映了该项目的众筹绩效更高。

2) 解释变量

本文选取了如下指标对领投人社会资本的结构维度、关系维度以及地域维度进行度量:结构型社会资本用股权众筹平台上的粉丝数(fans)进行衡量,粉丝数是股权众筹页面上显示的关注我们的人数;关系型社会资本用项目领投人投资的其他项目个数(case)测度;而地域社会资本用项目中与领投人同一省市的投资者数量(area)衡量。指标的选取主要借鉴以下学者,详见表1。

表1 相关学者研究
Tab.1 Related scholars' research

研究学者	领投人不同维度社会资本的测量指标			研究方法
	关系维度	结构维度	地域维度	
彭红枫(2018)	发起人订单数、项目跟新次数	投资人数、评论数目		实证分析
张悦(2016)	支持他人次数	粉丝数、话题书		实证分析
郑海超(2015)	互动次数	支持他人次数、被支持次数		实证分析
Haichao Zheng(2014)	支持他人次数	粉丝数		实证分析
Colombo(2014)	支持他人次数	粉丝数		实证分析
曾江洪(2014)		粉丝数	同地区投资者人数	实证分析
Molick(2014)	支持他人次数	粉丝数		实证分析
Michael(2014)		粉丝数、话题数		实证分析
Giudici(2013)		话题数		实证分析
Faraj(2011)	支持他人次数			实证分析
Shane(2009)		粉丝数		实证分析
Burt(2009)	支持他人次数			实证分析

3) 控制变量

本文选取融资目标(goal)、项目估值(val)、最小投资额(min)、团队人数(team)、股权出让百分比(e_prop)这5个变量来衡量项目特质对融资进程的影响。

4) 分类变量

本文选取领投额作为分类变量,为研究领投金额对领投人社会资本与众筹融资绩效之间关系的影响,本文采用 Wertheim 等^[18]提出方法对全样本进行分组,具体方法如下:首先,按照领投金额变量的数值由低到高对全样本进行排序;接着利用中位数将全样本分割为二个容量基本相等的分组,分别对两个样本进行实证研究.所有变量的符号及释义均展示在表2中。

3.3 模型设计

为了检验领投人社会资本的三个维度对股权众筹项目融资绩效的影响,本文采用多元回归(OLS)分析,进行实证检验,具体模型如下:

$$FP = \alpha_0 + \sum \alpha_i * x_i + \sum \beta_j * control_j + \varepsilon \tag{1}$$

其中:FP代表股权众筹融资绩效,是项目实际融资额与目标融资额的比值, x_i 代表所有的解释变量,包括是否有领投人,粉丝数,投资案例数,同地区投资人数. $control_j$ 代表所有的控制变量,包含项目估值,股权出让比例,最小投资额,目标融资额,团队规模,是否有领投人.各变量具体含义见表2。

表2 变量的定义及释义

Tab.2 Definition and interpretation of variables

变量类型	测量指标	变量符号	变量释义
因变量	实际融资金额/目标融资金额	FP	实际融资金额与目标融资金额之比
	是否有领投人	leader	变量为1则引入了领投人,否则为0
自变量	粉丝数/个	fans	领投人众筹网站上的粉丝数
	投资项目数/个	case	领投人投资其他众筹项目的数量
	同地区投资人数/个	area	项目中与领投人同地的投资者人数
	融资目标/万元	goal	发起人设定的众筹目标金额
	项目估值/万元	val	项目融资方对项目的估值
控制变量	最小投资额/元	min	投资者可以投资的最小金额
	团队人数/个	team	公司所有的员工数量
	股权出让百分比/%	e_prop	融资方拟出让的股权比例
	是否提供解说视频	video	项目主页的详情介绍中是否提供解说视频.
分类变量	领投额/元	lead_acc0	领投人投资项目的金额

4 实证结果与分析

4.1 描述性统计与相关分析

1) 全变量描述性统计

本样本共包含 166 个关于股权众筹项目的数据. 从表 3 中可以看出部分变量数值差异很大, 比如领投人的粉丝数最小为 0 个, 而最大值达到了 158 个. 有的项目股权仅出让 6%, 而有的项目股权全部出让. 在这 166 组有效数据中, 有 4 组数据项目估值缺失. 存在领投人的项目有 103 组, 其中有 10 组数据领投金额变量存在遗漏, 因此在进行分组回归时予以剔除. 为了消除异方差性以及防止数据量级对实证结果产生重大影响, 本文对项目估值、最小投资额及融资目标进行了对数化处理. 详见表 3.

表 3 全样本描述性统计

Tab. 3 Full sample descriptive statistics

变量符号	样本量	均值	上四分卫	中位数	下四分位	标致差	最小值	最大值
<i>FP</i>	166.00	1.01	0.93	1.04	1.20	0.44	0.00	2.78
<i>leader</i>	166.00	0.63	0.00	1.00	1.00	0.49	0.00	1.00
<i>fans</i>	166.00	11.87	0.00	1.00	9.00	27.21	0.00	158.00
<i>area</i>	166.00	6.71	0.00	0.00	9.00	14.81	0.00	155.00
<i>case</i>	166.00	0.86	0.00	0.00	1.00	2.65	0.00	18.00
<i>e_prop</i>	162.00	0.17	0.06	0.10	0.20	0.16	0.00	1.00
<i>team</i>	166.00	6.02	3.00	5.00	7.00	8.90	1.00	100.00
<i>goal</i>	166.00	13.61	13.12	13.82	14.29	1.14	4.61	16.12
<i>min</i>	166.00	8.48	8.01	8.52	9.21	1.04	0.00	11.51
<i>val</i>	162.00	15.88	15.02	16.12	16.81	1.39	10.82	20.32

2) 相关分析

对各变量之间的相关关系进行了 Pearson 相关性检验, 表 4 给出了解释变量之间的相关系数. 由于大多数解释变量之间的相关系数不超过 0.50, 可以初步判定各变量之间不存在高度相关关系. 同时, 对所有变量进行了方差膨胀因子 (VIF) 分析, 结果表明: 所有变量的方差膨胀因子 (VIF) 值全部都在 5 以下, 并且所有变量的平均方差膨胀因子 (VIF) 值仅为 2.34, 显著低于经验分析定义的临界值 10. 通过上述分析可以判断各变量之间不存在严重的多重共线性问题. 共线性在能够接受的范围之类. 详见表 5.

表 4 变量相关分析结果

Tab. 4 Results of variable correlation analysis

	<i>FP</i>	<i>leader</i>	<i>fans</i>	<i>area</i>	<i>case</i>	<i>e_prop</i>	<i>team</i>	<i>goal</i>	<i>min</i>	<i>val</i>
<i>FP</i>	1.000									
<i>leader</i>	0.175**	1.000								
<i>fans</i>	0.214***	0.338***	1.000							
<i>area</i>	0.257***	0.351***	0.168**	1.000						
<i>case</i>	0.104	0.250***	0.439***	0.129*	1.000					
<i>e_prop</i>	0.038	-0.212***	-0.103	-0.094	0.106	1.000				
<i>team</i>	0.007	-0.094	0.030	-0.033	-0.020	-0.085	1.000			
<i>goal</i>	-0.209***	0.224***	0.058	-0.032	-0.041	-0.088	-0.106	1.000		
<i>min</i>	-0.203***	0.155**	0.034	-0.106	0.034	-0.059	-0.023	0.732***	1.000	
<i>val</i>	-0.132*	0.209***	0.079	0.065	-0.120	-0.717***	-0.085	0.548***	0.292***	1.000

注: ***, **, * 分别代表参数估计值在 1%, 5%, 10% 的水平上显著.

4.2 全样本实证结果

4.2.1 领投人引入对股权众筹融资绩效影响检验

表 6 反映的是领投人的引入对股权融资众筹绩效的影响。其中模型 1 是仅加入了领投人变量的基础回归模型。模型 2 在模型 1 的基础上加入了控制变量。从回归系数来看, 领投人变量的显著性水平展现出良好的稳健性, 对股权众筹绩效产生显著的正向影响。因此假设 H1 成立。

4.2.2 社会资本对股权众筹绩效直接作用检验

模型 1、2 证明了领投人的引入可以提高股权融资绩效, 为了进一步论证领投人的社会资本是否会影响股权众筹绩效, 根据式(1), 通过逐步加入变量的方式, 构建四个模型, 详见表 7。模型 3、4 在控制变量的基础上分别加入 *fans*、*area* 变量, 主要为了探究领投人结构型、地域型社会资本对股权众筹融资绩效的影响。粉丝数 *fans*、同地区投资者人数 *area* 的估计系数分别为 0.003、0.005, 代表了其对融资绩效的弹性值, 显著为正说明了领投人三个维度的社会资本对融资绩效均起到了正向促进作用, 该结果与 zheng 等^[7]的实证结果一致。模型 5 是为了探究领投人关系型社会资本对股权众筹融资绩效的影响, *case* 的系数不显著。为了检验领投人三个维度的社会资本对项目绩效的综合影响, 保证回归结果的准确性, 模型 6 是在控制变量的基础上再加上领投人三个维度的社会资本。从回归结果来看, 与模型 3、4、5 的结果一致。其中项目的粉丝数反映了股权众筹项目社会资本结构维度的广度, 而回归结果中的粉丝数在 5% 的显著水平上与融资比例正相关, 说明领投人结构型社会资本越丰厚, 越能引起投资者的瞩目, 进而项目成功率得到提高。同地区投资者人数在 5% 的显著性水平下通过统计检验, 这说明在融资过程中, 项目有更多和领投人同区域的本地投资者, 项目更容易获取投资, 这与曾江洪^[10]的结论一致。投资的案例数系数不显著, 这说明领投人关系型社会资本与融资绩效不相关, “强调个人利益追逐”的投资大环境可能是导致这一结果的主要原因。因此假设 H2、H4 成立, H3 不成立。

4.2.3 依照领投额不同分样本回归实证结果

对样本进行分组后再回归得到的结果与全样本回归结果具有明显差别。参见表 8 可以发现, 领投人的投资额不同时, 领投人社会资本的三个维度对融资绩效的影响也不尽相同。

1) 领投额低时, 领投人的结构型社会资本、地域型社会资本与项目融资绩效显著正相关, 而关系型社会资本在全样本回归不显著, 故在此不做讨论。当领投金额较低时, 项目的投资者大部分是理性的。行为金融理论认为, 在收益和风险不确定且投资者是理性的前提下, 投资者会尽可能多的收集信息进行有益于自

表 5 变量多重共线性检验

Tab. 5 Variable multicollinearity test

Variable	VIF	1/VIF
<i>Investor</i>	1.44	0.692 845
<i>fans</i>	1.35	0.739 083
<i>area</i>	1.18	0.845 402
<i>case</i>	1.34	0.746 887
<i>e_prop</i>	3.30	0.303 083
<i>team</i>	1.08	0.928 158
<i>min</i>	2.47	0.404 142
<i>goal</i>	4.27	0.234 295
<i>val</i>	4.60	0.217 316
MeanVIF	2.34	-

表 6 领投人对股权众筹融资绩效的影响

Tab. 6 Influence of leading investors on equity crowdfunding performance

变量	因变量 <i>FP</i>	
	模型 1	模型 2
<i>investor</i>	0.158** (2.28)	0.224*** (3.06)
<i>e_prop</i>		0.151 (0.41)
<i>Team</i>		-0.000 (-0.05)
<i>Goal</i>	不控制	-0.062 (-1.04)
<i>Min</i>		-0.056 (-1.11)
<i>Val</i>		-0.005 (-0.11)
<i>_cons</i>	0.916*** (16.76)	2.261*** (3.70)
<i>N</i>	166	162
<i>adj. R - sq</i>	0.025	0.074

注: 表中*、**和***分别表示 10%、5%和 1%的显著性水平, 括弧内为 *t* 值。

身效用最大化的投资决策. 在判断股权众筹项目是否具有高额投资回报率时, 投资者不仅会关注领投额这一因素来调整投资策略, 还会根据领投人的社会资本来进行投资决策, 所以领投人的社会资本越丰厚, 投资者进行跟投的可能性越大, 从而提高股权众筹融资绩效. 因此假设 **H5a** 基本成立.

表7 社会资本与股权众筹绩效的层级回归结果

Tab.7 Hierarchical regression results of social capital and equity crowdfunding performance

变量	因变量: <i>FP</i>			
	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6
<i>Fans</i>	0.003** (2.34)			0.003** (2.41)
<i>Area</i>		0.005** (2.54)		0.005** (2.50)
<i>Case</i>			0.003 (0.26)	-0.011 (-0.86)
<i>e_prop</i>	0.693 (1.25)	0.724 (1.31)	0.672 (1.15)	0.817 (1.47)
<i>Team</i>	0.001 (0.04)	0.011 (0.72)	0.011 (0.66)	0.002 (0.10)
<i>Goal</i>	-0.188*** (-2.67)	-0.196*** (-2.79)	-0.189** (-2.59)	-0.200*** (-2.88)
<i>Min</i>	0.010 (0.17)	0.036 (0.59)	0.013 (0.21)	0.036 (0.60)
<i>Val</i>	0.088 (1.29)	0.089 (1.31)	0.087 (1.24)	0.091 (1.37)
<i>_cons</i>	2.018** (2.44)	1.817** (2.19)	2.016** (2.37)	1.835** (2.26)
<i>N</i>	103	103	103	103
<i>adj. R-sq</i>	0.192	0.199	0.146	0.230

2) 领投额高时, 领投人的结构型社会资本、关系型社会资本以及地域社会资本与融资绩效无显著相关关系. 这是因为领投人领投金额越高, 大众投资者认为项目质量越高、投资前景更好, 进行跟投的几率也越高, 可能会较少观测领投人的社会资本, 从而导致领投人的社会资本与股权众筹绩效显著不相关. 因此 **H5b** 成立.

综上, 领投人的领投金额负向调节了社会资本对融资绩效的积极作用, 假设 **H5** 成立.

4.3 稳健性检验

为了验证社会资本与融资绩效的关系这一研究结果是否可靠, 本节使用不同于上述研究过程的变量来衡量融资绩效以展示结果的稳定性. 众多学者^[19-21]认为实现最优融资绩效的关键在于能否吸引更多的支持者, 并让他们投资更多的资金, 因此本研究使用项目的投资者人数来衡量融资绩效. 模型9、10、11分别在模型6、7、8的基础上替换了因变量(融资绩效)的衡量指标, 使用投资者人数来衡量融资绩效, 然后进行全样本回归以及分组回归, 回归结果见表9. 从领投人结构型、关系型以及地域社会资本与投资者人数的关系来看, 结构型和地域型社会资本对投资者人数有促进作用, 而关系型社会资本与投资者人数无显著相关关系. 由此可以判断假设 **H2**、**H3**、**H4** 的检验结果比较稳定. 在低领投额样本组, 领投人结构型和地域型社会资本与投资者人数显著正相关, 而关系型社会资本与投资者人数无显著相关关系. 在高领投额组, 领投人结构型、关系型以及地域社会资本对投资者人数无显著相关关系. 由此可以判断假设 **H5**、**H5a**、**H5b** 的检验结果比较稳定. 结果显示, 股权众筹项目中领投金额高的样本、领投金额低的样本以及全样本中社会资本的各项指标的正负符号和显著性水平均没有明显变动, 说明结果稳健.

表8 领投额不同时的众筹融资绩效影响因素差异回归结果

Tab. 8 Regression results of factors influencing crowdfunding performance with different lead investment

变量	因变量 <i>FP</i>		
	模型 6 全样本	模型 7 低领投额	模型 8 高领投额
<i>Fans</i>	0.003** (2.41)	0.005** (2.08)	0.001 (0.43)
<i>Area</i>	0.005** (2.50)	0.004* (1.71)	0.008 (1.35)
<i>Case</i>	-0.011 (-0.86)	-0.016 (-0.88)	0.039 (0.60)
<i>e_prop</i>	0.817 (1.47)	-0.260 (-0.30)	1.070 (1.05)
<i>Team</i>	0.002 (0.10)	0.014 (0.54)	-0.005 (-0.30)
<i>Goal</i>	-0.200*** (-2.88)	-0.249** (-2.32)	0.067 (0.38)
<i>Min</i>	0.036 (0.60)	0.087 (0.86)	0.157* (1.84)
<i>Val</i>	0.091 (1.37)	0.006 (0.07)	0.075 (0.47)
<i>_cons</i>	1.835** (2.26)	3.494*** (2.84)	-2.781** (-2.37)
<i>N</i>	103	51	52
<i>adj. R - sq</i>	0.230	0.363	0.278

注: 表中*、**和***分别表示10%、5%和1%的显著性水平, 括弧内为*t*值。

5 结论与建议

本文基于2014—2017年的横截面数据, 针对我国股权众筹市场融资绩效整体偏低的实际现状, 以当前我国股权众筹市场中新推出的“领投+跟投”模式为研究切入点, 发现这一角色的引入对提升股权众筹整体融资绩效有着积极作用。继续深入研究领投人社会资本对于融资绩效的影响, 得出以下结论:

1) 在股权众筹项目上, 如果项目领投人粉丝数较多且他们之间的互动较频繁时, 项目的融资绩效可能性越高, 即领投人结构型社会资本与股权众筹绩效正相关。这是因为领投人的粉丝数越多, 对其他潜在支持者的吸引力越大, 越容易获取理性投资者的跟投。

2) 与领投人同地区投资者人数对股权众筹绩效有积极作用, 即领投人地域型社会资本与股权众筹绩效正相关。社会资本比较多的区域的项目质量可能比较高, 而高质量的项目更易受到投资者的青睐, 从而项目的融资绩效越高。

3) 领投人投资的项目数量与股权众筹项目的融资绩效无关, 即领投人关系型社会资本与股权众筹绩效无显著相关关系。“强调个人利益追逐”的投资大环境可能是导致这一结果的主要原因。

4) 随着领投金额的增加, 社会资本对股权众筹融资绩效的影响逐渐受到抑制。当领投金额较低时, 投资者是理性投资人, 领投人的社会资本越丰厚, 投资者进行跟投的可能性越大。而当领投金额较高

时,容易导致非理性的羊群行为进行盲目跟投,放松对融资项目本身的质量的考察,减少对领投人社会资本的观测.

表9 改变模型的稳健型检验
Tab.9 Robust test of changed models

变量	因变量: 投资者人数		
	模型 9 全样本	模型 10 低领投额	模型 11 高领投额
<i>fans</i>	0.369*** (3.32)	0.541** (2.29)	0.254 (1.60)
<i>area</i>	0.833*** (4.33)	0.892*** (3.57)	0.905 (1.39)
<i>case</i>	-0.951 (-0.82)	-0.943 (-0.51)	-1.147 (-0.20)
<i>e_prop</i>	-27.830 (-0.52)	-44.591 (-0.47)	15.174 (0.14)
<i>team</i>	1.272 (0.78)	-0.347 (-0.13)	2.783 (1.39)
<i>goal</i>	18.883*** (2.97)	9.204 (0.82)	9.656 (0.51)
<i>min</i>	-21.675*** (-3.87)	-12.351 (-1.16)	-25.224*** (-2.95)
<i>val</i>	-5.190 (-0.85)	-2.518 (-0.26)	-1.286 (-0.08)
<i>_cons</i>	56.438 (0.73)	69.489 (0.54)	148.033 (1.06)
<i>N</i>	81	45	36
<i>adj. R - sq</i>	0.416	0.354	0.468

注:表中*、**和***分别表示10%、5%和1%的显著性水平,括弧内为*t*值.

互联网金融(股权众筹)的迅速发展,颠覆了以往传统的融资模式,有效的促进实体经济的创新和转型.但是在其运行过程中,由于缺乏足够的法律规范而损害了投资者利益,严重时可能导致柠檬市场的出现,那么市场机制产生的“领投+跟投”模式便成为保护投资者利益的有效手段.因此本文认为领投人制度在当前中国股权众筹市场应当得到大力提倡,且应对领投人资质进行严格审核,以提升领投人的专业水平,并最好由大型机构投资者担任,从而保护中小投资者的利益,提升投资者信心.此外,由于普通投资者缺乏投资经验以及知识水平、教育程度存在显著差异,所以有必要对投资者进行分类管理,进行与其相匹配的投资知识培育.最后,政府应该制定符合股权众筹平台发展的管理条例,为股权众筹行业创造一个良好的发展环境,让股权众筹平台真正意义上成为创新驱动发展的催化剂,为我国经济创新发展贡献一份力量.

参考文献:

- [1] Jacobs D S, Amaral W J. Aberrant salivary gland defect in the mandible. Report of a case [J]. Oral Surg Oral Med Oral Pathol, 1961, 14(6): 748 - 752.
- [2] Bourdieu P. Social Space and Symbolic Power [J]. Sociological Theory, 1989, 7(1): 14 - 25.

- [3] Nahapiet J , Ghoshal S. Social Capital , Intellectual Capital , and the Organizational Advantage [J]. Knowledge & Social Capital , 1998 , 23(2) : 242 – 266.
- [4] Mllick E. The dynamics of crowdfunding: An exploratory study [J]. Journal of Business Venturing , 2014 , 29(1) : 1 – 16.
- [5] Ahlers G K C , Cumming D , Günther C , et al. Signaling in equity crowdfunding [J]. Entrepreneurship Theory and Practice , 2015 , 39(4) : 955 – 980.
- [6] Vismara S. Equity retention and social network theory in equity crowdfunding [J]. Small Business Economics , 2016 , 46(4) : 579 – 590.
- [7] Zheng H , Dahui L I , Jing W U , et al. The role of multidimensional social capital in crowdfunding: A comparative study in China and US [J]. Information & Management , 2014 , 51(4) : 488 – 496.
- [8] 彭红枫 , 林川. 众筹参与者是“凑热闹”还是“真投资”——社会资本视角下基于“众筹网”的经验证据 [J]. 中国经济问题 , 2018(2) : 83 – 101.
- [9] 郑海超 , 黄宇梦 , 王涛 等. 创新项目股权众筹融资绩效的影响因素研究 [J]. 中国软科学 , 2015(1) : 130 – 138.
- [10] 曾江洪 , 甘信禹. 社会资本对众筹项目融资成功率影响的实证研究 [J]. 技术经济 , 2014 , 33(11) : 90 – 95.
- [11] Lukkarinen A , Teich J E , Wallenius H , et al. Success drivers of online equity crowdfunding campaigns [J]. Decision Support Systems , 2016 , 87: 26 – 38.
- [12] Agrawal A , Catalini C , Goldfarb A. Are Syndicates the Killer App of Equity Crowdfunding? [J]. Social Science Electronic Publishing , 2016 , 58(2) : 111 – 124.
- [13] Skirnevskiy V , Bendig D , Brettel M. The Influence of Internal Social Capital on Serial Creators' Success in Crowdfunding [J]. Entrepreneurship Theory & Practice , 2017 , 41(2) : 209 – 236.
- [14] Dorfleitner G , Hornuf L , Weber M. Dynamics of investor communication in equity crowdfunding [J]. Electronic Markets , 2018: 1 – 18.
- [15] Belleflamme P , Lambert T , Schwienbacher A. Crowdfunding: Tapping the right crowd [J]. Journal of Business Venturing , 2014 , 29(5) : 585 – 609.
- [16] Nahapiet J , Ghoshal S. Social Capital , Intellectual Capital , and the Organizational Advantage [J]. Knowledge & Social Capital , 1998 , 23(2) : 242 – 266.
- [17] Glaeser E L , Kerr W R. Local Industrial Conditions and Entrepreneurship: How Much of the Spatial Distribution Can We Explain? [J]. Journal of Economics & Management Strategy , 2009 , 18(3) : 623 – 663.
- [18] Wertheim P E. Institutional portfolio composition: An examination of the prudent investment hypothesis [J]. Quarterly Review of Economics & Finance , 1998 , 38(1) : 93 – 109.
- [19] Beier M , Wagner K. Crowdfunding between Social Media and E – Commerce: Online Communication , Online Relationships and Fundraising Success on Crowdfunding Platforms [J]. Social Science Electronic Publishing , 2014.
- [20] Coleman S , Robb A. A comparison of new firm financing by gender: evidence from the Kauffman Firm Survey data [J]. Small Business Economics , 2009 , 33(4) : 397 – 411.
- [21] Zhou M J , Lu B , Fan W P , et al. Project description and crowdfunding success: an exploratory study [J]. Information Systems Frontiers , 2018 , 20(2) : 259 – 274.