

创投类项目私募股权众筹绩效影响因素分析*

邱佳砚¹, 贺翔²

(1. 宁波大学科学技术学院, 浙江宁波 315212; 2. 宁波大学商学院, 浙江宁波 315211)

摘要: 基于互联网平台的股权众筹为初创型小微企业提供了新的融资渠道。该文以京东的私募股权平台“京东东家”为例, 运用回归分析研究了其创投类项目私募股权众筹绩效影响因素。研究表明, 领投人的投入占比、创始人出让的股权份额、前期融资次数对跟投完成率有显著正影响。成立年限、项目投后估值、创始人性别和创始人前期创业经验对跟投完成率没有显著影响。

关键词: 私募股权众筹; 绩效; 影响因素

中图分类号: F832.48 **文献标识码:** A **文章编号:** 1671-2404(2017)79-0021-05

引言

初创型小微企业融资难是个世界性的难题。虽然中国政府为解决初创型小微企业融资难做了很多努力, 但是问题依然比较严重。股权众筹模式的出现, 极大地拓宽了初创型小微企业融资渠道, 有助于解决初创型小微企业融资难问题。股权众筹是指依托开放的互联网平台, 企业通过出让股份的形式向大众投资者募集资金的过程, 而投资者则通过购入股权以期未来获得良好收益。股权众筹分为公募股权众筹和私募股权众筹两种类型。2015年7月国务院颁布《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》规定, 公募股权众筹必须“公开、小额、大众”, 随后发布的《关于对通过互联网开展股权融资活动的机构进行专项检查的通知》进一步要求, 公募股权众筹的经营机构必须是证监会批准具有相关资质的机构。根据上述要求, 目前只有京东众筹、前海众筹, 以及蚂蚁达客等三家机构有资格从事“公募股权众筹”业务。由于目前国家还未出台公募股权众

筹具体实施细则, 故这三个平台几乎没有相关业务。与之相比, 私募股权的融资规模却在逐渐壮大。根据《中国众筹年报》统计, 2016年1-6月, 私募股权的项目数为7532个, 融资规模高达51.9亿元。

课题组通过检索文献发现, 大多数股权众筹论文主要研究如何保护投资者利益问题, 鲜有学者研究创投类项目私募股权众筹的融资绩效。由于京东的私募股权平台——“京东东家”在融资额和融资项目数上均列国内各私募股权平台之首, 所以本文对“京东东家”上的所有创投类项目进行回归分析, 以厘清创投类项目私募股权众筹融资绩效的影响因素。

1 文献回顾与理论假设

信号传递是指信息优势方通过一定行动向信息劣势方传递相关信号从而降低逆向选择。在股权众筹中, 通过项目领投人的信号可以降低投资者对项目不确定性的担心。相较于跟投人, 领投人的投资金额更大, 且代替跟投人对项目进行尽职调查、信息披露、项目管理及设计退出方案的设计, 因此领投人信号对跟投人决策有重要的影响。此外, 项目发起人释放的项目经营信号也会影响投资人决策。而项目估值则直接决定了投资者对项目投资价值的判断。基于此, 本文以领投人投入、项目经营、投资风险和人力资本为信号, 以融资完成率为被解释变量, 跟投完成率为中介变量, 建立了以下模型:

1.1 领投人投入信号

Colombo(2013)等通过对权益类众筹平台Kickstarter的研究表明早期承诺投入额与项目成败密切

收稿日期: 2016-11-30

作者简介: 邱佳砚, 讲师, 主要从事资本市场、资产定价等方面的研究; 贺翔, 副教授, 硕士生导师, 主要从事区域经济、中小企业管理等方面的研究。E-mail: velan83@qq.com

* 基金项目: 本文系2016年度宁波大学科研基金项目《小微企业股权众筹融资的问题及对策研究》(编号: XYW16007)、2015年度国家社科基金一般项目《新常态下地方政府支持小微企业发展的公共服务质量优化模式构建研究》(编号: 15BGL199)、2016年度宁波市科技局软科学项目《服务型政府视角下宁波扶持科技型小微企业发展的路径研究》(编号: 2016A10030)的研究成果之一。

相关;众筹平台 Appbacker 的研究数据表明早期投资人的投入对融资是否成功有重要的影响。由于中国目前的股权众筹平台大多采用“领投-跟投”模式,故领投人的投入金额占比对跟投者有显著影响,因此提出假设:

(H1)领投人投入占比对跟投完成率有显著正影响。

1.2 项目经营信号

创业项目的未来发展业绩是不确定的,投资者往往会以项目说明书和项目发起人的行为为依据来选择投资项目及其金额。本文重点关注3个反映项目经营情况的信号。分别为:所成立年限、愿意出让股权份额、前期融资次数。

1.2.1 成立年限与跟投完成率

根据企业生命周期理论,成立3年以内的企业生存率较低,而随着经营逐渐规范,企业的生存能力会增强。因此提出假设:

成立年限对跟投完成率有显著正影响。(H2a)

1.2.2 愿意出让股权份额与跟投完成率

项目发起人如果愿意出让较少的股权,从一定程度上说明其对该项目的前景充满信心,同时较多股权的保留又可以激励创业团队的创业热情。Ahlers(2013)等人发现,项目发起人愿意出让的股权份额降低了融资完成率。因此提出假设:

愿意出让股权份额对跟投完成率有显著负影响。(H2b)

1.2.3 前期融资次数与跟投完成率

外部投资方对项目经营好坏的判断直接决定了对该项目的融资次数。值得一提的是,本文的融资次数不含传统金融机构对项目的贷款,也不含在东

家平台上的融资。提出假设:

前期融资次数对跟投完成率有显著正影响。(H2c)

1.3 投资风险信号

投资人在评估项目投资风险时常常使用项目估值这一指标。奖励型众筹的相关研究发现,估值较小的项目往往更容易融资成功,其中的原因既有估值过高的因素,也有估值高的项目造成的投资风险更大。因此提出假设:

项目投后估值对跟投完成率有显著负影响。(H3)

1.4 人力资本信号

1.4.1 创始人性别与跟投完成率

相关研究表明,创始人的性别对融资的完成没有显著影响。因此提出假设:

创始人性别对跟投完成率没有显著影响。(H4a)

1.4.2 创始人是否有前期创业经验

提出假设:创始人前期创业经验对跟投完成率有显著正影响。(H4b)

1.5 跟投达成率信号

考虑到中小投资者在进行项目评估时缺乏经验和专业性,信息不对称问题也更加突出,因此目前国内的股权众筹平台大多采用“领投+跟投”模式。相较于传统风险投资(VC)和天使投资,股权众筹的成败更强烈地受到中小投资者的影响,因此设置跟投达成率作为衡量项目成功的中介变量。提出假设:

跟投达成率对最终融资完成率有显著影响。(H5)

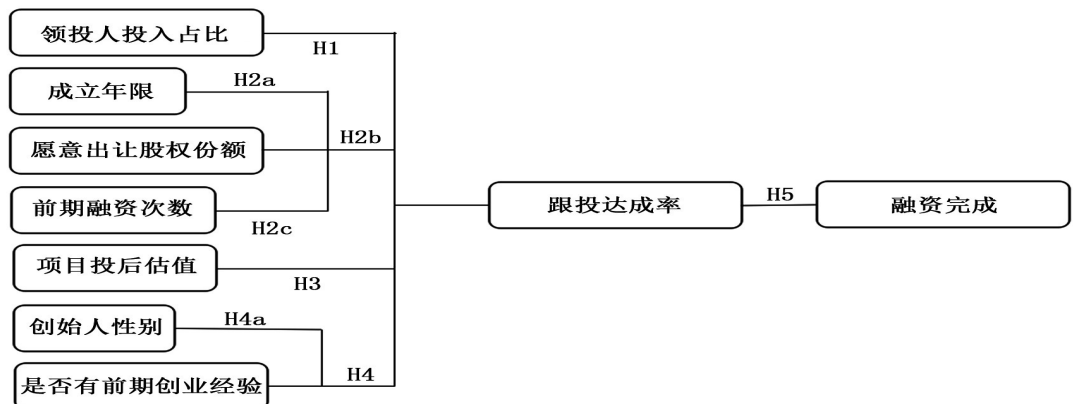


图1 模型

2 研究设计和实证结果

2.1 变量设计

本研究以项目最终融资完成率作为被解释变量,从四个维度来解释私募股权众筹的融资完成率

的影响因素,分别是领投人信号、项目经营信号、投资风险信号和人力资本信号。以领投人投入占比、公司愿意出让的股权份额、前期融资次数、公司成立年限、项目估值、创始人性别和创始人的前期创业经验为解释变量,以跟投完成率作为中介变量。

表 1 变量设计

变量类别	度量指标	定义
被解释变量	融资完成率	实际融资额和目标融资额比值的自然对数
中介变量	跟投完成率	跟投人实际投资额和跟投人目标融资额比值的自然对数
领投人信号	领投人投入占比	领投人实际投资额和目标融资额比值的自然对数
	愿意出让股权份额	(创始人愿意出让最大股权+创始人愿意出让最小股权)/2
项目经营信号	前期融资次数	该项目前期融资次数
	成立年限	截至项目发布公司成立年限
投资风险信号	项目投后估值	投后估值=投前估值+实际融资额(1+服务费率)
人力资本信号	创始人性别	虚拟变量,男性为 0,女性为 1
	创始人前期创业经验	虚拟变量,前期无创业经验为 0,有创业经验为 1

2.2 数据收集

本研究选取的是京东东家平台上创投类项目的相关数据,总计 90 个。京东东家自 2015 年 3 月上线以来表现明显领先于其他平台,且所有项目均有领投人。由于平台上只披露了融资完成率大于(或等于)100%的项目,因此所选的 90 个项目均实现了融资目标。

2.3 描述性统计分析

本文用 Eviews 软件对变量进行了描述性分析,结果如下:

表 2 变量描述性统计

	平均值	标准差
融资完成率	0.282	0.347
跟投完成率	0.613	0.683
领投人投入占比	-0.574	0.306
愿意出让股权份额	-2.191	0.423
前期融资次数	0.689	0.816
成立年限	2.559	2.801
项目估值	1.055	1.189
创始人性别	0.122	0.329
是否有前期创业经验	0.522	0.502

2.4 相关系数分析

表 3 相关系数分析

	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1.融资完成率	1.000								
2.跟投完成率	.896 **	1.000							
3.领投人投入占比	.129	.385 **	1.000						
4.愿意出让股权份额	.048	.035	-.090	1.000					
5.前期融资次数	.200 *	.271 **	.055	-.189 *	1.000				
6.成立年限	.027	.109	.130	-.187 *	-.095	1.000			
7.项目估值	.246 **	.266 **	.169	-.366 **	.443 **	.078	1.000		
8.创始人性别	-.049	-.057	-.175 *	-.028	-.108	.037	-.042	1.000	
9.是否有前期创业经验	-.147	-.179 *	-.151	.203 *	.017	-.320 **	-.107	.085	1.000

注: ** p<0.05, * p<0.1

2.5 多元回归分析

首先分析领投人信号、项目经营信号、投资风险信号和人力资本信号对跟投完成率的影响。

表4 多元回归分析

假设	自变量	系数	P 值
H1	领投人投入占比	0.764	0.0001
H2a	成立年限	0.016	0.5150
H2b	愿意出让股权份额	0.343	0.0438
H2c	前期融资次数	0.195	0.0318
H3	投后估值	0.095	0.1453
H4a	创始人性别	0.104	0.6044
H4b	创始人前期创业经验	-0.19	0.1721

由此可见:(1)在1%的置信度下,领投人投入占比对跟投完成率有显著正影响,即领投人投入占比增加1%,则跟投完成率增加0.764%。说明领投人的行为对中小投资者投资行为的影响较大。这个结论与假设一致。

(2)在5%的置信度下,创始人愿意出让的股权份额对跟投完成率有显著正影响。即愿意出让的股权份额增加1%,则跟投完成率增加0.343%。这个结论与之前的假设(H2b)正好相反,究其原因,笔者认为,可能是因为投资者认为,当创始人愿意出让较多股权来融资,说明融资创投项目对企业具有较大的诱惑,能给企业带去丰厚的收益。

(3)在5%的置信度下,前期融资次数对跟投完成率有显著正影响。前期融资次数越多,则说明企业的经营情况得到投资者的认可。这与我们的假设一致。

(4)成立年限、项目投后估值、创始人性别和创始人前期创业经验对跟投完成率没有显著影响。

接下来分析跟投达成率对融资完成率的影响,结果分析如下:

表5 一元回归分析

假设	自变量	系数	P 值
H5	跟投达成率	18.93	0.0000

结果表明,跟投达成率对融资完成率有显著的正影响,即跟投达成率每增加1%,则融资完成率增加18.93%。

3 结论与启示

通过上述分析发现,项目创始团队是否能找到合适的领投人对最终的融资完成率有重要的作用。中国目前的私募股权融资主要采用“领投+跟投”模式,这种模式可以减少投资者盲目投机行为,使融资成功后投资者的权益得到更大的保障。实证分析还表明,创始人愿意出让的股权份额越高,则跟投达成率也越高,这个结论与之前假设不同,可能说明股权出让比率与融资成功之间没有必然的关系。另外研究还发现,项目创始人开展股权众筹融资前如果已有前期融资经验,则会在一定程度上提高融资完成率。

本文通过文献综述和实证分析研究了领投人投入占比、项目经营、投资风险和人力资本对创新企业私募股权众筹绩效的影响。由于此前的研究主要集中在对股权众筹合法性问题的探讨,影响因素分析也大多以奖励型众筹为研究对象,因此本文的研究具有一定的创新性。不过,由于样本选取和研究方法选择的原因,本文还有一定的局限,主要表现为以下三点:(1)本研究选取了京东东家平台上的90个创投类项目,样本数目较少,且都是融资成功的样本,缺乏样本的多样性,这对研究项目绩效影响因素有一定的局限;(2)由于平台信息披露不够详尽,在因素选取方面也是较为粗糙;(3)由于样本时间较短,未能包含时间序列。这些都是在未来需要克服的。

参考文献

- [1] 郑海超,黄语梦,王涛,陈冬宇.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.
- [2] 吴文清,等.我国众筹成功影响因素及羊群现象研究[J].软科学,2016,30(2):5-8.
- [3] 陈林,余明阳.股权众筹融资绩效影响因素的实证研究[J].山东农业大学学报(自然科学版),2016,47(4).
- [4] AHLERS G K C, CUMMING D J, GUENTHER C, et al. Equity crowdfunding[EB/OL].[2013-12-2].<http://ssrn.com/abstract=2362340>.
- [5] MOLLICK E. The dynamics of crowdfunding: a exploratory study[J]. Journal of business venturing, 2014, 29(1): 1-16.
- [6] Burtch G, Ghose A, Watal S. An empirical Examination

- of the antecedents and consequences of contribution patterns in crowdfunded markets[J].*Information Systems Research*, 2013,24(3): 499-513.
- [7] Barabas R L. Crowdfunding: trends and developments impacting entertainment entrepreneurs [J]. *NYSBA Entertainment, Arts and Sports Law Journal*, 2012,23(2): 38-40.
- [8] Ward C, Ramachandran V. Crowdfunding the Next Hit: Microfunding. Online Experience Goods[R]. Working Paper Workshop on Computational Social Science and the Wisdom of crowds at NIPS2010,2010.
- [9] Ordanini A, Miceli L, Pizzetti M, et al. Crowd-funding: Transforming Customers into Investors through Innovative Service Platforms [J]. *Journal of Service Management*, 2011, 22(4): 443-470.
- [10] Harrison R T, Mason C M. Does Gender Matter? Women Business Angels and the Supply of Entrepreneurial Finance[J]. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2007, 31(3): 445-472.

An Analysis on Factors for the Performance of Private Equity-based Crowd-funding of Venture Capital Enterprises

QIU Jiayan¹, HE Xiang²

(1. College of Science & Technology, Ningbo University, Ningbo Zhejiang Province 315212, China;

2. School of Business, Ningbo University, Ningbo Zhejiang Province 315211, China)

Abstract: Internet-based crowd-funding provides a new financing channel for newly established small businesses. The study, using regression analysis, takes the example of Jingdong's private equity-based crowd-funding platform to analyze the factors which influence financing performance of venture capital enterprises on private equity-based crowd-funding panel. The result indicates that proportion of capital investment of lead investor, shares of ownership that founder will sell, number of financing times before have significant positive influences on financing performance. On the other side, duration time of the enterprises, valuation of project post-investment, gender of founder and startup experience have insignificant influences on the financing performance.

Key words: private-equity crowd-funding; performance; influencing factors