

研究报告

(2020年 第18期 总第71期)

2020年5月30日

浅析创新型券商的几种发展方向

【摘要】全球互联网券商发展以美国为代表，近年来随着行业竞争愈演愈烈，美国互联网券商行业出现了多种创新商业模式。互联网券商的创新涵盖服务模式、产品和营销渠道创新等多方面，根据其经营模式特点的不同，本文将其划分为零佣金券商、股票分拆型券商、社交型券商三种。针对这些券商创新商业模式，本文从运作方式、业务特点、获利模式等方面进行简要介绍，并对每种商业模式中较为典型的“成功者”与“失败者”进行研究，从中总结出券商在寻求创新模式发展过程中应注意的几点经验：①创新模式“噱头”引流，完善投资者服务固流。②开源节流，寻找合理盈利模式。③多重创新商业模式复合。结合当下国内市场、监管等实际情况来看，零佣金模式受制于证券经纪监管趋严，在国内难以落地实施；社交化模式发展初具规模，当下多为新兴投资社交平台与老牌券

商合作共赢；股票分拆服务在 A 股市场缺少需求激励，美股投资的股票分拆服务或是一种可供参考的新思路。

BC

目录

一、引言	1
二、零佣金券商	3
(一) 发展历程.....	3
(二) 零佣金模式的特点.....	4
案例一 Robinhood: “无交易佣金” 券商.....	4
案例二 Zecco: 零佣金交易的早期尝试者.....	10
小结.....	11
三、股票拆分型券商	12
(一) 股票拆分的定义.....	12
(二) 股票拆分的运作模式.....	13
(三) 股票拆分模式的优点.....	14
(四) 股票拆分模式的缺点.....	16
案例一 Stockpile.....	17
案例二 Folio Investing.....	20
案例三 Loyal3.....	22
小结.....	28
四、社交型券商	28
(一) 社交型券商的定义.....	28
(二) 社交型券商的运作模式.....	29
(三) 社交型券商模式的特点.....	29
案例一 Motif Investing: 主题投资.....	30

案例二 Kapitall: 游戏化的社交券商.....	37
小结.....	43
五、总结	43

PBCSF

浅析创新型券商的几种发展方向

郭奕君 韩瀚 张一凡

(互联网金融实验室)

一、引言

互联网券商最早起源于美国，得益于 1975 年美国取消固定佣金制度以及 90 年代末计算机的问世，互联网券商雏形开始显现。深入探究互联网券商的发展历程，不难发现其产生、发展与佣金制度的改革、计算机及互联网技术的进步、分业经营限制的解除等紧密相连。佣金制度的改革促使折扣互联网券商开始发展，券商佣金利润被逐渐削平。随着佣金利润逐年下降、经纪账户增速放缓，美国互联网券商开始积极寻求新的利益增长点，从最初单一券商业务逐渐转型为综合金融服务公司。1999 年，《金融服务现代化法案》的颁布废除了分业经营的限制，促使全面服务型券商业务向互联网线上转移。20 世纪 90 年代开始，美国互联网券商进入了疯狂发展的繁荣时期，1997 年到 1999 年期间，由 37 家剧增至 160 家，短短两年便增加了近 5 倍。

美国证券市场比较发达，且机构投资者占比较大，据统计，美国 2018 年机构投资者持有市值占比达到 93.2%。相对于个人投资者，机构投资者对佣金价格水平的敏感度较低，相应更注重经纪商的综合服务质量水平。传统券商经纪业务的主要客户群为机构投资者和中高端客户，由于客户群体特点的不同，美国互联网券商的兴起，并未对其经纪业务收入产生冲击。恰恰相反的是，由于互联网券商在服务方面难以与传统

券商的高质全套服务相比较，在佣金“价格战”中，互联网券商首当其冲，如何开拓和发展多元化收入成为共同难题。在此背景下，互联网券商如何利用技术和设计创新商业模式，在激烈竞争中建立优势、占据一席之地值得探究。

互联网券商的创新涵盖服务模式、产品和营销渠道创新等多方面的创新：①佣金战的白热化和在线折扣券商的深度发展催生了“零佣金”模式；②基于普通投资者对高价优质股的需求，一部分互联网券商创新产品模式推出“fractional share”，允许客户交易不足一股的股票；③近年来全球互联网社交化的发展，促使网络社交平台 and 金融行业相结合，改变了金融服务业的运作方式，融合催生出了—种新的券商模式：“社交型券商”。本文通过分析不同创新性商业模式及发展特点，将这些创新型券商（如表—）分为三类：零佣金券商、股票拆分型券商、社交型券商。

表 1 创新型券商

公司名称	成立时间	状态	业务类型	资产类型	备注
Firsttrade	1985 年	—	免佣金服务	股票、ETF、 期权、共同基金	2018 年宣布全面零佣金
Zecco	2006 年	B 轮 已被收购	免佣金服务	股票、ETF	先后被 TradeKing、 Ally Invest 收购；已 恢复佣金收取
Acorns	2012 年	E 轮	免佣金服务	ETF	大学生免管理费（\$1- 3/月）
Robinhood	2013 年	E 轮	免佣金服务	股票、ETF、 期权、加密货币	
WiseBanyan	2013 年	—	免佣金服务 股票拆分服务	股票、债券、 ETF	智能投顾
M1 Finance	2015 年	A 轮	股票拆分服务 免佣金	ETF、股票、 债券	

	Webull	2017 年	B 轮	免佣金服务	股票、ETF	
	Public	2017 年	A 轮	免佣金服务	股票	每日四次免费交易；原名 Matador
股票拆分型券商	Folio Investing	2000 年	——	股票拆分服务	股票、ETF、共同基金	投资组合 Folios: 由 100 种股票、ETF 和共同基金组成
	Loyal3	2008 年	已消亡	股票拆分服务 零佣金服务	75 种股票	“粉丝经济”；社会化 IPO
	Stockpile	2010 年	B 轮	股票拆分服务	股票、ETF、ADR	股票礼品卡；单个股票；
	Betterment	2008 年	E 轮	股票拆分服务	ETF	智能投顾
	stash	2015 年	E 轮	股票拆分服务	ETF、股票	
社交型券商	Motif Investing	2010 年	E 轮	社交化； 股票拆分服务	股票、ETF、IPO	Motifs 是由 30 只股票或 etf 组成的集合，关注一个特定的主题或想法
	Kapitall	2008 年	已消亡	社交化	股票、ETF、共同基金	游戏化社交
	eToro	2007 年	E 轮	社交化	股票、加密货币、ETF、大宗商品、外汇	截至 2019 年，除加密货币外，其余服务在美国暂不可用

二、零佣金券商

(一) 发展历程

1975 年，针对 70 年代美国证券行业的不断整合，美国国会于 1975 年对 1934 年《证券交易法》进行修订，要求股票交易所放弃传统的经纪人收取固定佣金的做法，随后引发了第一次佣金价格战。在 20 世纪 80 年代早期，新贵折扣券商 Charles Schwab & Co 通过提供 12.9 美元佣金来削弱当时收取 500 美元或更多的全服务经纪公司。而在 80 年代末期，计算机和信息技术开始广泛使用，特别是 90 年代中期互联网技术广泛商业化以后，企业纷纷将其作为一条低成本、高效率的交易渠道而推广，互联网券商开始出现。网络经纪业务的出现加剧了本已激烈的佣金战，引发了继佣金自由化之后的第二次佣金价格

战。佣金战的直接后果是经纪业务的佣金率再次大幅下调。

1999 年, Ameritrade 第一个尝试零佣金服务, 推出了 FreeTrade.com; 2006 年, 互联网券商 Zecco 推出零佣金服务, 风头一时无双, 但两者均在几年后放弃零佣金, 恢复佣金收取。2013 年 Robinhood 横空出世, 针对 5000 多种美国股票和 ETF 提供免佣金交易服务, 发展至今已拥有 600 多万用户。

(二) 零佣金模式的特点

零佣金券商是在线折扣券商的一种, 为投资者提供免费的证券交易服务。是互联网发展与佣金战白热化的产物。由于这类券商不收取交易费用, 盈利收入主要依赖于利息收入、订阅服务费用及下单流量报酬 (payment for order flow) 等, 如何快速发展并实现稳定获利是其成长的关键。

对于投资者而言, “零佣金服务”能够节省买卖股票和 ETF 的交易费用, 非常适合交易频繁、投资规模较小的投资者, 对于市场新入投资者而言是一种低成本的学习方式。但是, 由于此类券商商业模式中获利方式的特殊性, 可能会形成对券商的激励机制, 使投资者无法获得订单的“最佳执行”、利益受损。

案例一 Robinhood: “无交易佣金”券商

Robinhood 是美国一家“零佣金”券商, 于 2013 年推出, 以“免佣金模式”进行交易, 可以降低投资者交易股票、ETF、期权及加密货币的成本。

Robinhood 的成立灵感始于 2011 年“占领华尔街”运动，其初衷是“让美国的金融体系民主化”，并通过为年轻一代投资者提供免佣金交易平台来破坏现有的在线投资。在创立 Robinhood 之前，两位创始人 VladimirTenev 和 BaijuBhatt 从事的都是金融科技工作——为投资银行或者算法交易搭建金融软件。公司以“劫富济贫”的虚拟人物 Robinhood 命名，旨在解决“大型华尔街公司实际上无需支付任何交易股票的费用，而大多数美国人每笔交易最多收取 10 美元”这一痛点，为下一代提供便宜的交易渠道，帮助他们早日参与市场交易。

发展历程

2013 年 8 月，Robinhood 公司成立于美国加州。

2014 年 12 月，Robinhood 正式上线。

2015 年 8 月，Robinhood 完成超过 10 亿美元的交易额。

2015 年 11 月，Robinhood 与 StockTwits、Openfolio、Quantopian 和 RubicoIn 合作。

2016 年 6 月，RobinhoodChina 进驻中国市场

2016 年 9 月，Robinhood 推出智能投顾类产品 RobinhoodGold。

2017 年 1 月，Robinhood 推出了网络交易界面。

2017 年 12 月，Robinhood 宣布提供免费期权交易

2018 年 2 月，Robinhood 推出 Robinhood Crypto，提供加密货币交易服务。

2019年3月，Robinhood 收购 MarketSnacks，推出 Robinhood Snacks，提供每日财经新闻和时事通讯。

2019年8月，子公司 Robinhood International 获得英国金融行为管理局（FCA）授权，不久后将登陆英国市场

Robinhood 一经推出后很快成为市场的宠儿，通过饥饿营销在应用程序正式上线前便已获得了超过100万的注册用户。此外 Robinhood 获得了风险投资的相继追随，自成立以来共获得6轮共8.62亿美元的风险投资。在最近的E轮融资中，Robinhood 筹集了3.23亿美元，估值增至76亿美元相较于D轮融资时的估值上升了36%。

表2 Robinhood 融资情况

时间	融资额	轮次	领投人
2013年12月	0.03亿	种子轮	Index Ventures
2014年9月	0.13亿	A轮	Index Ventures
2015年5月	0.5亿	B轮	New Enterprise Associates
2017年4月	1.1亿	C轮	DST Global
2018年5月	3.63亿	D轮	DST Global
2019年7月	3.23亿	E轮	DST Global

备受质疑的获利模式

目前，Robinhood 主要针对年轻人提供“零佣金”交易服务，截至2019年其用户量已超600万，增长率较上一年翻了一番。据统计，Robinhood 开户投资者平均年龄为28岁，而且78%的用户小于35岁，每个账户的平均资产约为1000-5000美元。

零佣金如何保证 Robinhood 的企业发展？Robinhood 并

没有列明其收入来源。据估计，Robinhood 的收入可能主要来自四个方面：

(1) 保证金贷款利息：向用户提供保证金贷款，并收取 5% 的利息

(2) 客户账户现金余额产生的利息：通过借出投资者账户中的闲置资金来获取利息

(3) 向 Robinhood 接入的第三方收费；

(4) Robinhood Gold 账户费用：用户每月支付固定费用 5 美元，可以获得保证金交易服务。

(5) 下单流量报酬 (payment for order flow, 即零售券商由于交易导流获得的报酬)：主要是指做市商和交易场所的回扣，根据联合创始人兼联合首席执行官 Vlad Tenev 在 2018 年发表的声明，“Robinhood 每美元交易的回扣约为 0.00026 美元。这意味着如果投资者以 100 美元的价格购买股票，Robinhood 会从做市商那里获得 2.6 美分”。

事实上，Robinhood 一直面临着对其收入模式的批评。根据 Alphacution Research 的一项估计，Robinhood 在 2018 年得到了高达 6900 万美元的“下单流量报酬”收入，较之 2017 年飙升了 227%。

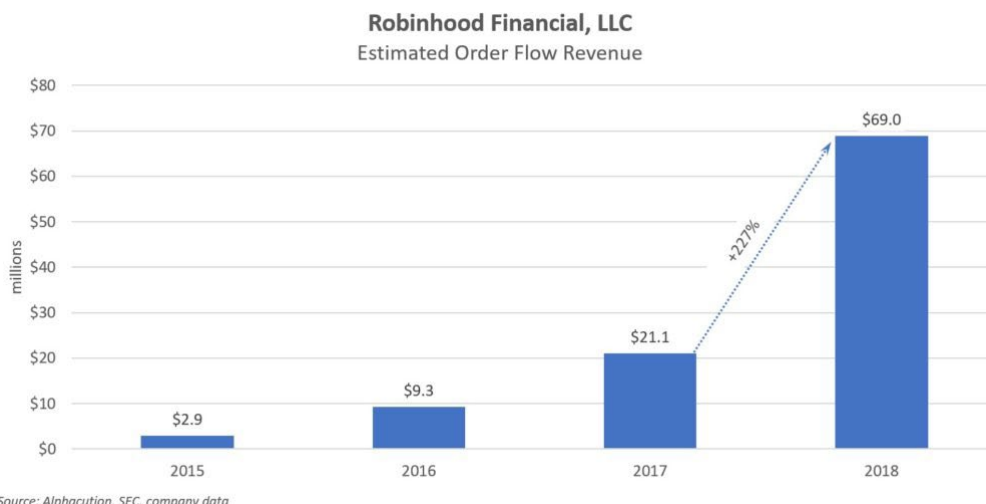


图 1 Robinhood 下单流量报酬

出售订单流量获取报酬的做法在美国零售券商中并不少见，但 Robinhood 的问题在于较之竞争对手，其收入模式过于依赖向 Citadel Securities 和 Virtu 等高频交易公司出售客户订单，而并非证券交易所。并且 Robinhood 的运作模式也略有不同：SEC 要求所有出售订单流的券商披露他们向谁销售订单流，以及他们支付了多少钱，但 Robinhood 与其他折扣经纪商披露的信息存在着本质上的差异，这使得 Robinhood 收入模式因缺少透明度而备受质疑。从各公司披露的信息来看，TD Ameritrade 和 E* TRADE 均报告其下单流量报酬约为每股 0.1 美分，而 Robinhood 则宣称**每美元交易**的回扣约为 0.026 美分。这一数字看起来相对更小，实则并非如此。假设交易的股票平均价格为 50 美元，100 万美元的股票交易量为 2 万股，E*TRDE 从中可以获取 20 美元报酬，而 Robinhood 可从同样的高频交易公司获得 260 美元！

为什么高频交易公司愿意为 Robinhood 支付的价格是其他券商的 10 倍以上？为什么 Robinhood 不像其竞争对手那样报告他们每股获得的报酬，而是报告每一美元的交易价值？针对此类质疑，Robinhood 的联合创始人兼首席执行官 Vlad Tenev 曾为这种做法辩护，并宣称公司将订单发送给最可能为客户提供最佳执行质量的做市商，而不会考虑回扣。但 Robinhood 并没有公布它为客户提供多少执行质量改善的数据，其获利模式并不透明。如果它真正的客户是高频交易公司的话，受“免费/无佣金服务”吸引的千禧一代投资者则为真正的产品。

2019 年，金融业监管局（FINRA）发布的年度风险监测和审查优先级信函中表明，将重点关注零售券商最佳执行原则下，企业所有或实质上所有客户订单流向个别做市商，并由此收到订单流量报酬的问题。并且将审查公司如何量化下单流量报酬给客户带来的好处，以及他们如何管理利益冲突。

在过去的六年中，Robinhood 已经从股票交易应用程序扩展到投资平台，提供股票、ETF、期权和加密货币的免佣金投资。成长为拥有 600 多万客户的增长最快的券商之一。其收入的增长伴随着客户量的大幅增长，这似乎得益于其独特的商业模式。但在监管趋严、获利模式质疑声愈大的情况下，“下单流量报酬”可能难以成为 Robinhood 的可持续收入来源，其现有收入模式将难以为继。但 Robinhood 的投资者认

为，从长远来看该公司的愿景是向最初被免费交易吸引的千禧一代客户出售各种各样的服务来获得收入，将从现有的下单流量报酬收入中解脱出来。2018 年来，Robinhood 推出的大多数新功能的确更加注重于完善平台的服务，未来公司能以多快的速度进行转换并稳定现有客户量是关键。

案例二 Zecco：零佣金交易的早期尝试者

Zecco 成立于 2006 年，其名源自“Zero Commission Cost（零佣金成本）”这一短语，并推出零佣金服务——账户余额高于 2500 美元的持有者，每月可获得 10 笔免费股票/ETF 交易，超出次数限制的交易则需要支付每笔 4.5 美元的佣金。在免费运营了 5 年之后，2011 年，Zecco 宣布不再提供免费的交易服务，股票交易每笔收费 4.95 美元，与其他在线折扣券商如 E*Trade 等相同；2012 年，Zecco 与另一家在线深度折扣券商 TradeKing 合并，后于 2016 年被 Ally Invest 收购。

早期的 Zecco 凭借着积极的市场营销和每月免费交易服务的推广，极大地吸引着寻求低成本的投资者和交易频繁的投资人。在短短五个月内，这家初创公司已吸引超过 12,000 个用户开设账户，并以每周超过 1000 个新增账户的速度持续增长。至 2009 年 7 月，Zecco 共发展了 16 万个账户。

但其缺点也随之日益显现：①空帐户占总帐户 30%左右。这部分客户并没有为账户提供先进，无法为 Zecco 带来真实

的现金流。②在各大银行降低佣金加入竞争后，Zecco 难以在短时间内获得足够多的客户资源。在 Zecco 推出三天后，美国银行推出了自己的免佣金交易计划，次年 2 月份富国银行也加入“战局”。③仅仅依赖于价格优势并不能带来持久的竞争力。Zecco 在客户服务、用户界面、研究资料的广度和深度等方面存在较大不足，短期内激增的客户量又对此提出更高要求。④收入难以抵消成本。Zecco 期望从基于资产的收费(如客户保证金账户利息、现金余额利息)、股票期权交易费以及广告费用等方面赚取收入。然而经济危机导致利率处于历史地位，市场不确定性增强，客户股票交易量大大减少。为促进交易量，Zecco 于 2009 年 3 月将免费佣金交易账户的最低限额提升至 25,000 美元，并允许每月交易量在 25 次以上的客户也可获得 10 次免费交易。

最终，由于未能在客户账户量和社交网络参与度方面成功建立起临界规模，其收益仍旧无法抵消成本，Zecco 在 2011 年被迫恢复佣金收取。

小结

零佣金券商的商业模式在早期能够以“零佣金/免费交易”的噱头，吸引大量年轻一代投资者，但随着社会公众对其盈利模式的质疑声愈大、政府监管愈严，其现有收入来源似乎并不具备可持续性，如何尽快搭建完善的服务平台，通过向客户出售各种各样的服务来获得收入，从现有的下单流量报酬收入

中解脱出来，实现盈利模式的转型是其发展关键。

三、股票拆分型券商

股票拆分型券商，是指向客户提供股票拆分服务的券商，即允许客户交易不足一股的“fractional share”（分数股）。

通常这类券商也提供ETF、共同基金易服务。

（一）股票拆分的定义

Fractional Share 是指实际不足一股的股票单位，主要是由于股票分割、股息再投资计划（DRIPs）、兼并收购或类似的交易行为产生。此类股票通常不可转让，不能以证书形式或者实物邮寄、一般没有投票权。

纽约证券交易所等主要股票交易所均要求每笔股票交易的最低限为一股，对于像 Alphabet (\$1214.03/股¹)、Amazon (\$1871.72/股)、Berkshire Hathaway (\$310,250.00/股) 这样的高价股，普通投资者难以直接进行投资。股票拆分型券商购买整股并拆分为分数股按相应比例分给投资者，允许投资者不再局限于以整股价格购买股票、ETF 以及共同基金等。在此种模式下，投资者能够以较低的价格持有高价股的部分股票，即使用于投资的资金有限，投资者也能够以多种股票构建投资组合。

举个简单的例子，资金有限的年轻投资者想要投资于亚马逊股票 (\$1871.72/股) 而又苦于资金不足无法购买一只完

¹此处 Amazon 股价为 2019 年 8 月 1 日开盘价。

整股票时，他们便可以选择一家愿意出售分数股票的券商，以至少至 5 美元、10 美元的资金购买相应的部分股票，保留余下资金用于投资多种其他股票。

（二）股票拆分的运作模式

单个股票、ETF、共同基金或其他资产被分割为分数股形式在不同购买者之间分配。投资者只需简单地设置所希望投资的金额，经纪人就会投入该金额并相应分配股票数量（即使该数量少于整股）。分数股可以应用于股息再投资计划，获得复利。当投资者所持有的某只股票向其支付股息时，由于股息金额通常较小不足以购买整股，公司可以自动将这笔钱（或其中的一部分）再投资于分数股。此外，分数股还经常应用于“美元成本平均法”（定投）中，即不管股票的价格如何，都以固定的美元购买股票。通常美元成本平均计划是按时间表制定的，在预定的时间投入一定数量的资金，股票价格的变动相应会产生不足整股价格的资金。

以购买单一股票的分数股为例，此种商业模式的运作可大致描述如下：

- ① 假设客户订购 0.25 股 AAPL
- ② 经纪人执行此交易。

经纪人可以购买整股，只需分割出相应的 0.25 份分数股。

或者，经纪人可以选择等待更多购买 AAPL 的订单出现，如一个 0.25 股 AAPL 订单、0.20 股 AAPL 股票订单、0.15 股

AAPL 股票订单、0.10 股 AAPL 股票订单、0.05 股 AAPL 股票订单，上述订单总和达到一个整股。

再则，经纪人可能会等待其他客户的更多类似订单，而不仅仅限于单个整股。

此过程可以由算法自动计算完成，算法非常灵活，可以处理不同数量的股票拆分并实现公平分配。

③ 经纪人创建一个足以满足所有客户订单要求的批量订单并执行。

④ 订单执行后，资产将相应分配到客户的账户。

（三）股票拆分模式的优点

1. 降低投资门槛，增加投资机会

实际上，只有大约一半的美国家庭持有股票。千禧一代的股市参与率甚至更低，几乎五分之三的人缺乏市场投资，难以积累财富是千禧一代无法入市的重要原因之一。工资水平停滞不前、学生贷款压力沉重、不平等现象增加，多种因素累积使得千禧一代储蓄率几乎为零。从这一方面来看，高入门成本可能成为潜在投资者难以克服的障碍。

然而，分数股几乎可以使得任何人利用现有资金（无论资金多少）进行投资交易，相对较低的价格点为更多潜在投资者打开了大门。高价值的股票分割成 10%、1%、1‰甚至任意更小单元，人们可以投资于他们原本无法承担的高价股，从而增加了许多投资机会。通过购买分数股，投资者能够以 5 美元

甚至“零”门槛进入股市，相较于以数百数千美元购买整股，很大程度上降低了市场准入门槛。

2. 更具灵活性，适合多元化

即使只拥有少量资金，投资者也可以通过分数股投资轻松实现多元化。

在传统投资模式下，投资者以 1000 美元进行投资，显然无法投资于谷歌、亚马逊等高价股，即使全部投资于价格更低的股票，也难以同时持有超过 10 种具有吸引力的股票。然而，通过投资分数股，无论预算多少投资者均能够开始投资，并将资金分散到最后一分钱，准确地投向目标位置，以实现将风险分散到各种股票和债券等资产中的目标。由于资金不再被某一或某几个高价股所占据，投资者能够获得更多灵活性，可以根据他们认为可能获得的最佳回报，而不是他们能够承受的股价来做出投资决策。通过多元化投资降低风险，最大化潜在回报。

3. 充分利用资金、提高投资效率

只需调动少量资金即可开始利用分数股进行投资，而无需等待直至储蓄足够多的资金，这意味着投资者可以快速应对不断变化的市场条件。散户投资者不必等待直至筹集到足够购买他们感兴趣股票的资金，相反，分数股投资允许投资者将大量投资分成更小的部分并随着时间的推移进入市场，避免存在剩余的现金游离在市场之外，形成“浪费”。

4. 对新进投资者友好

对于缺少经验和信心的市场新进投资者，使用分数股进行投资，能够以较少的资金成本开始学习并测试自己的投资策略。使用分数股开始投资，能够为投资者的投资组合奠定基础。当您了解有关投资的更多信息时，当您开始看到回报时，您可以调整您的策略以包含不同类型的资产，甚至开始购买一些更昂贵股票的全部股票。

5. 复利

当投资者获得红利时，无论资金多少，均可以持续用于投资股票。投资者持有资产组合中每家公司都以不同的频率、在不同的日期支付股息。一些公司每季度，每月甚至每年支付股息。

（四）股票拆分模式的缺点

1. 证券选择有限

投资者购买分数股时的选择有限，并非所有的证券均有分拆服务。Loyal3 通过 Social Stock Plan 免费向客户提供的股票仅有 75 支，且大多为面向消费者的零售品牌；Stockpile 也仅仅支持 1000 余种股票、ETF 和 ADR，而在交易所共有数千种；债券、共同基金、期权等则完全不支持。

2. 交易不能实时进行

股票分拆型券商大多不提供实时交易服务，而是在交易日内按照预定时间进行批量处理。如 Stockfile 规定下午 3

点之前执行的交易将在当天结算，下午 3 点之后的交易将在下一个工作日执行。

3. 股票投票权受限

美国《公司法》2008 年第 71 号（经修订）中并未明确禁止或者监管分数股。但是，就该法案而言，仅拥有公司分数股的投资者不能成为公司的“股东”。法案中规定股东是指公司发行股份的持有人，这里说的“股份持有人”必须持有利润公司的所有权分成的一个单位。换言之，一个股东要想成为法案中的股东，他必须至少持有一股，而不是部分股份。因此，分数股不享有一般投票权，分数股持有人在公司决策中不享有一般表决权。此外，该法第 37(3)(a) 条规定，每一已发行股份均享有股东不可撤销的权利，对修改于该股份有关的优惠、权利、限制和其他条款的提议进行表决。这意味着公司章程中若无特殊规定，对于分数股的任何协议变更，分数股的持有人将不被允许对其股份的变更进行投票，使其权利受到其他股东的危害。

提供分拆服务的券商一般可分为两类：一类是以 Stockpile、Stash 为代表的折扣经纪商，允许投资者以支付一定交易费用的方式购买单一股票的分数股。一类是以 Folio Investing 为代表的以投资组合为核心的券商，允许客户在构建投资组合进行投资时购买分数股。

案例一 Stockpile

Stockpile 是由 AviLele 和 Sanj Kulkarni 于 2010 年创立的一家股票经纪商，提供 1000 多种股票、ETF 以及 ADR 的拆分交易服务。不仅允许普通用户，也鼓励孩子购买高价股的部分股票。它主要提供两种服务：一种为普通的经纪业务，允许投资者以每笔 0.99 美元的交易费购买股票和 ETF 的部分，最低投资额为 5 美元；一种为股票礼品卡业务，可以通过购买 Stockpile 礼品卡赠送股票。

Stockpile 首席执行官阿维·勒 (AviLele) 在为他的侄女侄子购买圣诞礼物时，决定将一些他们最喜欢公司的股票作为礼物送给他们，但他很快发现这几乎是不可能的，因为像亚马逊和苹果这样的大公司一股整股太贵了。基于此，AviLele 和联合创始人 Sanj Kulkarni 创建了一家股票经纪公司——Stockpile，提供股票分拆服务让股票市场变得简单，价格合理且易于获取。Stockpile 填补了 Loyal3 留下的空白，客户能够以低至 5 美元的价格交易标准普尔 500 指数中任何股票的一小部分，也可以购买股票礼品卡送给任何人。

业务模式

客户有两种通过 Stockpile 购买股票的方式：为某人购买礼品卡或为自己选择股票。

1. 为某人购买礼品卡

Stockpile 礼品卡可用于购买数百家知名公司的股票——包括 Google, Amazon, Apple, Berkshire Hathaway, the

Bitcoin Investment Trust, Disney, Cisco, McDonald's, Microsoft、Netflix 等等。这些礼品卡由 Stockpile Gifts. Inc 发行，具有电子礼品和实体礼品卡两种形式，无到期日，可以随时兑换。

电子礼品卡上的费用结构类似于商店的礼品卡。客户为第一只股票支付 2.99 美元，其余股票每只额外支付 99 美分，以及总价 3% 的信用卡或借记卡费用。

实体礼品卡按照金额的不同分为三种：25 美元、50 美元和 100 美元。费用从 4.95 美元到 7.95 美元不等，具体取决于卡的面值：

- 25 美元的礼品卡价格为 29.95 美元
- 50 美元的礼品卡价格为 56.95 美元
- 100 美元的礼品卡价格为 107.95 美元

Stockpile 的礼品卡计划分为两部分：第一部分是购买礼品卡，第二部分是受礼者将卡片兑换为股票。

购买礼品卡的过程非常简单，无需注册 Stockpile 账户，只需在网站上选择好股票及金额，填写相应收件人的姓名和电子邮件地址，可以选择通过信用卡、借记卡或 PayPal 支付礼品卡的费用。除了在 Stockpile 网站上购买，礼品卡也可以在一些主流零售商店购买，如 Kmart、Kroger、Lowe's 等。

购买 Stockpile 礼品卡非常简单，但将其兑换为股票相对复杂。收款人必须使用 Stockpile 开立经纪账户，由于收

件人通常不符合法定年龄，父母必须以他的名义开立一个保管账户。礼品卡永不过期，收件人可以等到 18 岁才能开户，但在此期间，礼品卡可能会丢失或遗忘，甚至公司可能会停业或停止该计划。如果收件人无法将礼品卡兑换成股票或者选择不兑换，则可以将卡换成零售商礼品卡，或者用于购买卡上实际列出股票以外的股票。

2. 为自己选择股票

Stockpile 支持 1000 多种股票和 ETF 的拆分，客户投资的最低限额为 5 美元，每笔交易费用为 99 美分。

Stockpile 并非第一个经营分数股票业务的券商，采用低佣金策略，其最大的特色是允许用户以电子礼品卡或实物礼品卡的方式向家人及朋友赠送股票，这大大扩宽了分数股票交易的服务场景，也给很多未成年人提供了从小接触股票交易的机会。但 Stockpile 经纪业务针对千禧一代设计，适于无投资经验的新进投资者，缺少投资工具和额外服务，并且交易资产选择有限，交易非实时。这在吸引千禧一代投资者的同时，也限制了业务拓展。总的来说，Stockpile 是一个相对较新的市场参与者，得到市场投资者信任还需一段时间。

案例二 Folio Investing

Folio Investing 是美国证券交易委员会前委员 Steven Wallman 于 1999 年创建的经纪和投资公司 Foliofn, Inc. 旗

下的一家在线零售经纪公司。该公司成立于 2000 年，以低廉的交易费用和“随时待命”的投资组合而闻名。这些投资组合名为 Folios，是由多达 100 种股票、ETF 和共同基金组成的定制投资组合，并且客户可以自主构建定制化投资组合。此外，Folio Investing 另一个突出特征是提供拆分，允许投资者购买个股和 ETF 的部分。它能够为散户客户提供几乎不受限制的、在每天特定时间进行的无佣金交易，年费为 290 美元。

与前文分析的 Stockpile 不同，Folio Investing 将股票分拆这一创新模式与投资组合融合，针对的客群为具有一定投资经验及知识、投资金额较大、交易频繁的投资者的投资者。

业务模式

1. Ready-to-Go Folio

Folio Investing 为用户提供了 160 多个现成的投资组合 Ready-to-Go Folios，涵盖目标日期、策略、行业、资产配置、债券、基本投资、地理、市场指数以及投资风格九大类，用户只需每月支付设计和监控投资组合的费用即可参与投资。当 Folio Investing 修改或重新平衡其投资组合时，公司会向用户发送电子邮件提醒，允许个人投资者密切监控投资。

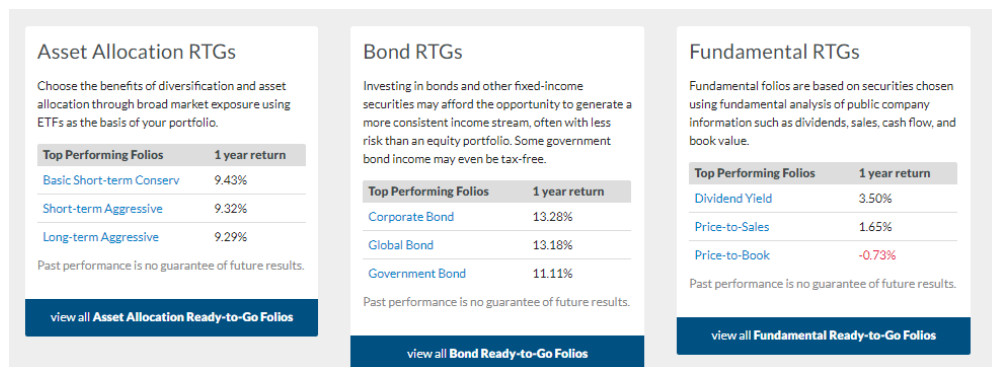


图 2 Ready-to-Go Folio 示例

2. 投资者自建 Folio

除平台提供的现成投资组合，投资者也可以利用股票、共同基金和 ETFs 来自建投资组合。投资者甚至可以每天修改自建投资组合，实现对投资组合的完全控制。

3. 费用

Folio Investing 提供两种费用选择。一种是固定费用，投资者只需每月支付 29 美元（290 美元/年），即可进行每月多达 2000 次的免费交易，超过此次数限制则为 0.5 美元/次。对于那些喜欢频繁投资的投资者来说，如果他们的投资者组合足够大，采用此种模式可以节省很大一笔交易费。例如，对于 25000 美元的投资组合，29 美元的交易月费相当于 1.4% 的年费。另一种费用方式为针对每笔交易收取 4 美元的佣金费用，如果在一个季度内的交易次数少于三次，则需要追加 15 美元的季度费。此种模式适于喜欢长期持有固定投资组合的投资者。

案例三 Loyal3

Loyal3 于 2008 年在美国旧金山成立，持有 SEC 券商牌照，其核心运营理念为“Own what you love”（拥有你所爱），致力于为上市公司的粉丝用户提供免费的股票交易服务。事实上，Loyal3 这一商业模式的背后实际是“粉丝经济”，其平台上交易的股票均为面向众多消费者的零售品牌，如可口可乐、Apple 和 AMC 等。券商名也传达了这一理念，Loyal3 中的“Loyal”表示“忠诚”；“3”代表上市公司、持股股东和公司客户。在 Loyal3 关闭前，曾有 20 万个经纪账户通过 Loyal3 进行股票交易，且有超过 20% 用户会设置每月自动投资和股息自动再投资。Loyal3 还曾被评为了 FinovateFall 2014 年度最具创新性的公司之一。

业务模式

1. Social Stock Plan

Social Stock Plan 是 Loyal3 于 2012 年推出的第一个产品，该计划允许投资者购买分数股，对于每只股票可投金额最低为 10 美元，最高为 10000 美元，不收取交易费用。适合初级投资者，可以用很少的钱开始投资。Loyal3 免费向客户提供的股票共有 75 支，且大多是面向消费者的零售品牌，包括 AMC、Facebook、麦当劳、星巴克、谷歌和阿里巴巴等。

2. Social IPO Platform

除股票交易服务外，Loyal3 于 2013 年创新性推出 Social IPO Platform。该平台允许 Loyal3 作为承销商向个人投资者

配售 IPO 股票，使得除了机构投资者或者高净值投资者之外的个人投资者也可以有机会参与 IPO 认购。Loyal3 的 IPO 配售的投资额度为 100-10000 美元，最终配售的 IPO 股票多少取决于相应公司最终的 IPO 股票配给和 IPO 认购参与人数。免费向投资者提供，只面向企业收费。Loyal3 参与 IPO 配售的股票包括 AMC、GoPro、Square、HubSpot 等。

3. Stock Reward 服务

Loyal3 提供 Stock Reward 服务，允许参与的公司将部分股票用于奖励用户，以替代传统的折扣促销方式来提升用户忠诚度。

4. Automatic Monthly Stock Purchase Plan: 每月股票自动购买计划

为个人投资者提供的，每个月自动投资一个自定义的投资金额，从而实现平均投资成本的目的。自定义的投资金额可以是 10 美元、25 美元或者 50 美元。

盈利模式

Loyal3 并不面向用户收取交易费用，收入主要来源于向企业收取的费用。如前所述，Loyal3 定位于“粉丝经济”，瞄准面向消费者的零售公司，为这些公司的顾客提供参与该公司股票交易和 IPO 配售的机会。这有益于提升消费者品牌的参与度和忠诚度，基于此，这些企业自然愿意承担这笔费用。此外在成本方面，Loyal3 并不提供实时交易，而是以

“批量交易”的方式减少成本。通过“批量交易”，Loyal3 将数笔交易合为 1 笔，每天下午 2:00 执行一次卖出交易、上午 11:00 与下午 2:00 分别执行一次买入交易。

Loyal3 关闭原因

在 2016 年 1 月，Loyal3 的创始人、CEO，同时也是 Loyal3 理念的灵魂人物 Barry Schneider 宣布因“个人原因”离开公司，其背后的深层原因并未向外界披露更多。但很显然在当时 Loyal3 内部已经问题重重，最后不得不在 1 年后关闭。在 Loyal3 倒闭的背后，我们不得不思考，究竟是哪些因素导致了这家曾经风光无限且注重模式创新的公司的失败。

1. 仅依赖模式创新，互联网券商很难获得独占优势

在一个相对成熟且高度监管的行业进行任何突破性创新都是极其困难的，也因此在互联网券商领域多数初创公司的创新都是浮于表面，很难靠创新建立起独占优势，Loyal3 也不例外。Loyal3 的两大核心业务可能都是行业内最早的开拓者，但由于并不存在技术壁垒，很快出现了一大批的模仿者与之竞争，行业竞争十分激烈。“非整数股票交易”是 Social Stock Plan 的最重要特征，但在 Google 上能搜出一长列提供此类服务的经纪商，包括 Stockpile、Motif Investing、M1、Folio Investing、Betterment、Stash、Computershare 等。Loyal3 的第二个产品 Social IPO Platform 的出现，曾开创性地打破了美国长期以来 IPO 只面向机构投资者或高净

值投资者发售的现状。但同样在该领域，Loyal3 也没能建立起一定的壁垒，Motif Investing 开始进入与之竞争。在 2015 年 10 月，Motif Investing 与 JP Morgan 达成合作，向平台上的个人投资者提供 JP Morgan 参与承销的 IPO 股票，并对于认购额超过 250 美元的订单给予免除手续费。

2. 单点可能优于多元化战略

对于美国的初创型互联网券商来说，大多都将目标客群瞄准美国的“千禧一代”（注：1982 年-2000 年出生），因此实际上行业竞争十分激烈。在此情况下，初创公司很难 hold 住多条赛道共同发展，多元化发展策略可能不如专注聚焦一项业务更为实用。与竞争对手相比，Loyal3 可能在业务多元化方面高于竞争对手，但由于多线发展过于分散精力，导致其在单项业务方面处于劣势。

在经纪业务方面，Loyal3 提供的服务只能满足缺乏投资经验的低资产个人投资者的需求，很难将持股股东与公司客户的需求完美契合。与竞争对手相比，Loyal3 至少存在以下缺陷：①不提供实时交易，基于降低成本和实现非整数股交易的考量，Loyal3 会聚合数笔交易中进行买卖，1 天执行卖出交易 1 次、买入交易 2 次；②提供的可交易产品过于单一，除了股票外，Loyal3 不提供其他任何证券产品（如共同基金、ETF、期权等）的交易；③可交易的股票数量极为有限，截至关闭前 Loyal3 只提供 75 支股票的交易服务，很难支撑投资

者构建多样化的投资组合；④不提供退休账户，不同于大多数经纪商，Loyal3 不提供税收优惠的 IRA 账户；⑤投资限额过低，Loyal3 为用户设定了每月每股 2500 美元的购买限额（购买普通股票和 IPO 股票合并计算），很难满足真正“忠诚”客户的需求；⑥不提供股票筛选、研报等增值服务，多数 Loyal3 的用户缺乏投资经验，在交易股票时需要借助平台提供的研究工具或服务，但 Loyal3 却没有提供。

3. cial IPO Platform 业务表现不如预期

Loyal3 倒闭的一大重要原因就是创始人对社会化 IPO 业务过于乐观，据公开资料显示，Barry Schneider 曾公开对媒体表示 Loyal3 已投入公司 95% 的资源集中发力 IPO 业务，并希望在 2019 年 IPO 业务能够达到公司收入的 70%。实际上，早在 2011 年开始，Barry Schneider 就开始筹备 IPO 业务，并为此花费三年多时间与美国证监会（SEC）反复沟通来满足合规要求。但从 2013 年至公司关闭，Loyal3 平台一共只参与过 15 家公司的 19 个融资项目（包括 IPO 及二次发行），特别是在 2016 年，仅完成 HOME 一单 IPO 项目。很显然，IPO 项目的缺乏，是 Loyal3 团队制定战略之初始料未及的，IPO 业务陷入困境是直接导致 Loyal3 关闭的最重要原因之一，可能也是创始人 Barry Schneider 引咎辞职的主要原因。事实上，即使是背靠 JP Morgan、Goldman Sachs 的 Motif Investing 在 IPO 业务方面也同样面临项目缺乏的问题。

小结

股票分拆服务对市场上的散户投资者尤其是年轻一代的新进投资者而言，确实具有诸多益处——降低投资门槛、增加投资机会、灵活多元化、提高资金使用效率等等。但对于券商而言，此种创新商业模式不具备技术壁垒，易于被其他竞争者模仿。单单依靠“股票分拆”，券商难以获得独占优势与发展。特别是当前诸多股票分拆型券商，均针对“千禧一代”客群发力，而大多数千禧一代仍在偿还巨额贷款，因此可用于投资的资金很少，能够带来的交易量及收入十分有限。此类券商如何立足于股票分拆这一创新点，结合自身实际情况与特点进行优化“再创新”，扩大这一商业模式的应用场景，获取足够交易量、费用收入是个问题。此外，在做好客户引流的同时，也应注重通过增加额外服务、优化投资者教育资源等打造亮点，保持客户稳定量，避免流失。

四、社交型券商

（一）社交型券商的定义

随着全球社交化和互联网金融的发展，社交化与券商行业的融合催生出了一一种新的券商模式：“社交型券商”。社交型券商提供投资社交平台供投资者们交流观点，分享市场行情信息和投资组合策略，一般支持用户在平台上进行“跟投”，即使用复制交易(Copy Trading)或者镜像交易(Mirror Trading)技术跟踪、复制专业投资者的交易策略，并直接在

平台上完成交易。社交型券商即是指具备上述功能、且业已取得券商交易牌照的证券经纪公司。

(二) 社交型券商的运作模式

社交型券商基于社交媒体模式，提供社交平台允许交易者与他人互动，监控他们的交易，然后决定是否复制他们的交易组合进行跟投。在传统的金融交易中，投资者依靠基本面分析和技术分析进行金融资产买卖，然而在实际生活中，大部分投资者特别是散户投资者经常依靠从亲朋好友处获取信息来作为投资交易的依据。但是市场会传递着一些不准确的信息或者具有欺骗性的信息，投资者以此为依据进行交易难免会遭受损失。因此，投资者特别是那些不具备分析能力或者没有时间精力进行投资分析的投资者往往希望身边能够有一些投资的“高手”，他们能够及时从这些高手或者专业投资者那里获知真实有效的投资策略。社交型券商能够使交易者跟随他们尊重和钦佩的交易者，通过复制更有经验交易者的交易组合，降低风险提高收益。

(三) 社交型券商模式的特点

网络社交平台和金融行业的结合，改变了金融服务业的运作方式，允许投资新手与有经验的专业投资者实时在线交流，帮助他们了解甚至模拟交易某些资产类别，如股票、期货、加密数字货币等，提高了人们对金融投资活动的认识以及参与度。在线投资社交平台对于增加金融的包容性、降低服务成

本和改善客户服务具有不可估量的作用。

对于个人投资者而言，投资者在券商提供的社交化投资平台上分享、贩卖自建投资组合，其他投资者可以依据意愿进行跟投，从而经验丰富的投资者能够实现个人能力的变现。社交化平台的出现打破了专业与非专业之间的信息壁垒，使信息传播更有效率，在一定程度上消除信息不对称。投资者可以利用不同的个人或集体智慧，而并非总是依赖单一的信息来源。此外，此种商业模式可以实现用户集体智慧整合，“优胜劣汰”掉不适用的投资方式。对于券商而言，可以通过提供用户激励（如与民间“大V”、专业投资者对投资组合交易费用按比例进行分成），吸引炒股高手入驻社交平台，进而达到引流普通客户的目的。各个层次的投资用户之间形成良性互动以及产生大量的社交和投资关系链使得用户转移成本增加，流失率降低，提升用户粘性和 ARPU。

然而需要指出的是，社交只是为投资服务，更重要的是借助社交做智慧化投资。当然，社会投资本身并不能保证更好的回报，盲目模仿他人的交易行为也有其自身的危险。对券商而言，专业和非专业之间信息壁垒的打通实际上会对券商的监督提出更高要求，缺乏经验和判断能力的部分投资者可能会出现盲目跟随大V的现象。

案例一 Motif Investing: 主题投资

Motif Investing 平台 2010 年成立于加州，于 2012 年 6 月正式上线提供投资组合服务，是在 SEC 注册的在线经纪商。主要交易品种是股票和 ETFs，目标客户是经验不足的中小投资者，具有低门槛、低成本、投资便捷和透明度高等特点。与传统证券经纪商不同的是，Motif Investing 平台向用户提供基于某个主题的投资组合——Motif²，并以投资组合为单位向用户收取交易佣金。平台提供了两个模块：一是投资者交易平台，一是投资者交流平台。其主题投资模式强调“直观”逻辑，投资组合的主题来自于日常趋势，十分便于普通投资者理解。用户可以根据自己的投资理念/主题，从平台上直接选择购买并持仓一整个已有的 Motif，也可以对组合中各证券的投资比例进行调整，或者自行创建一个全新的 Motif。

MotifInvesting 的创始人 Hardeep Walia 曾担任微软高管，另一联合创始人 TariqHilaly 曾是 Alliance Bernstein 对冲基金的副总裁，他们渴望建立一种具备“互联网 DNA”的基金体系——让群体去决策，用生态系统的模式去自动“优胜劣汰。” Motif Investing 通过允许用户分享自行创建的投资组合，帮助用户之间相互联系。其社交网络是类似于 Facebook 式的双向网络，通过好友申请才能看到“好友”对不同股票或投资组合的讨论。同时 MotifInvesting 也有类似于 Google Circle 的圈子概念，用户可以分享自己创建的投资组合到特

²Motif: 包含一系列具有相似主题或理念的证券组合（股票或 ETF，最多 30 只）。

定圈子。截止到 2019 年 8 月，Motif 拥有超过 350,000 名客户，平台本身提供投资组合 140 个，用户自建组合有 11000 多个。这些 Motif 覆盖了不同的投资主题和理念，例如云计算、移动互联网、3D 打印等等。

发展历程

2010 年 6 月：Hardeep 从西雅图搬到旧金山

2010 年 9 月：公司名称改为 Motif

2012 年 6 月：推出第一个基于美元的投资组合交易平台

2013 年 2 月：平台用户自建投资组合达到 80,000 个

2014 年 5 月：与 JP 合作，为个人投资者提供 IPO 申购服务

2015 年 11 月：Motif Capital 成立，为机构客户提供服务

2016 年 5 月：高盛和 Motif Capital 合作，推出结构化投资的
主题指数

2017 年 3 月：推出 Motif Impact，

2019 年 3 月：GSAM 宣布推出一系列五个 ETF³

即将推出：加密投资组合

创新之处

该平台的独特之处在于：

1. 投资组合，而不是只注重个股讨论

³五个 ETF 分别是：Goldman Sachs Motif Data-Driven World ETF、Goldman Sachs Motif Finance Reimagined ETF、Goldman Sachs Motif Human Evolution ETF、Goldman Sachs Motif Manufacturing Revolutions ETF、Goldman Sachs Motif New Age Consumer ETF

提供了强大的自助式投资组合设计工具。用户可非常方便、直观的修改、创建、评估 Motif，只需要几分钟便可拥有个性化的投资组合，让“非专业投资人士”也能轻而易举的参与投资，往往收益也还不错。

2. 引入社交机制

Motif 建立的投资者交流平台不仅具有社区性，还具有比赛激励色彩。社区性是指，用户可以通过平台把自己的 Motif 分享给好友或者选定的圈子，大家共同对 Motif 进行讨论和优化，集众人智慧。而激励色彩是指该平台通过像其他比赛一样，给予所有投资者一个共同目标——设计出最好的 Motif，激发大众的“竞技”心理，增加客户粘性。Motif 的好坏是由该 Motif 的收益和被跟单数决定，共同目标和“奖励”机制使得人们不再只是仅仅为了盈利而理性投资，而增添了一些为了设计出最好的 Motif 的感性投资色彩。

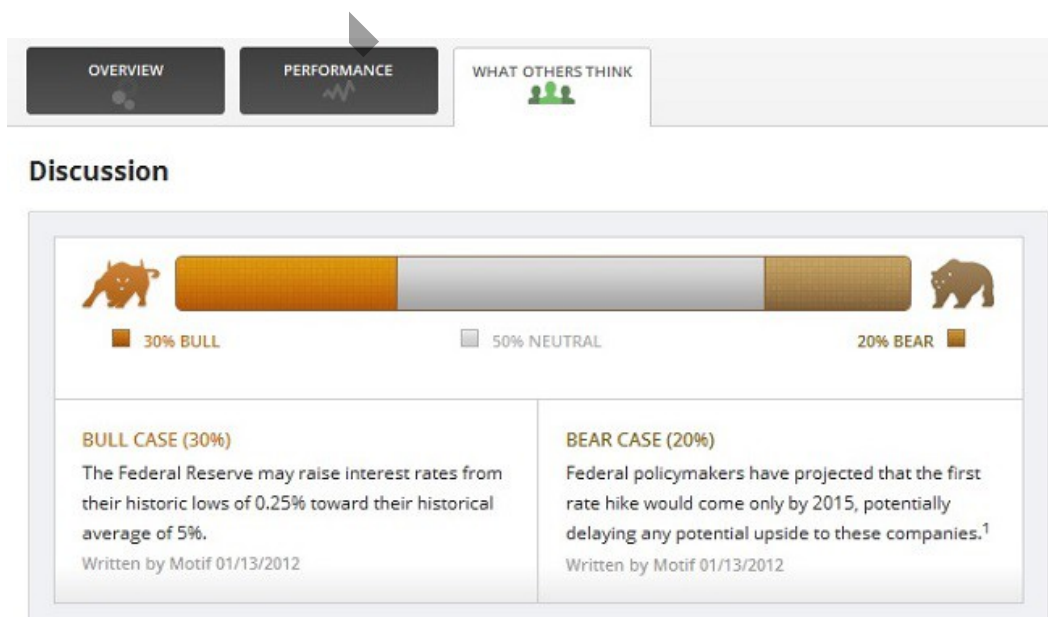


图 3 Motif 社交平台截图

业务模式

1. 投资对象

Motif Investing 平台交易以投资组合 Motif 作为最小交易单位，主要包含两种——平台专家组合（Professional Motifs）、用户自建组合（Community Created Motifs）。

平台专家组合由 Motif Investing 提供，并由专业投资专家团队创建和维护。Motif Investing 上的“平台专家组合”共有 140 个，分为以下六大类：资产配置（Asset Allocation）、收入策略（Income Strategies）、交易策略（Trading Strategies）、价值导向类（Values-Based）、全球机会（Global Opportunities）、行业趋势（Sectors），大类之下共细分为 23 个子类主题。

用户自建组合是指用户根据自己的投资想法所组建的投资组合，截至到 2019 年 8 月，Motif 平台上的用户自建组合已有 11312 个。用户创建投资组合的过程非常简单，仅需三步——①组合命名②选择股票并赋权重③创建完成，购买组合。Motif 的创建者可以通过 Facebook、Twitter、LinkedIn 以及邮件分享自建组合。此外，加入 Creator Royalty Program 的创建者可以从其他投资者的跟投行为中获得 1 美元的收益回报。

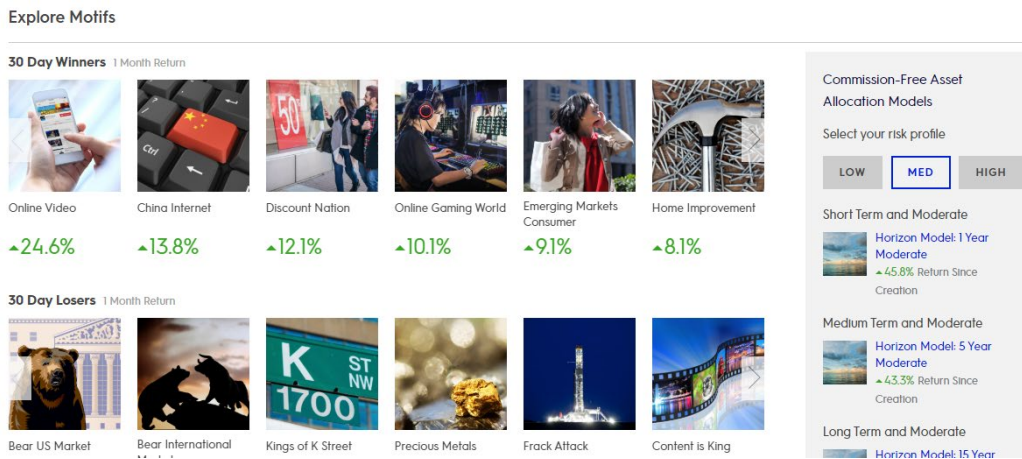


图 4 Motif 用户自建组合

2. 投资方式

Motif Investing 以投资组合 Motif 为投资对象，每个 Motif 的最低投资额度为 250 美元。Motif 用户可以选择购买平台专家组合，也可以选择用户自建组合。对于用户自建组合，用户可以直接完全复制进行投资，也可以根据自身情况进行一定修改后再投资，如手动添加和删除某只股票，或者调整股票比重。用户购买 Motif 无需支付费用，但每交易一个组合需要支付 9.95 美元的佣金，而单个股票、ETF 交易需支付 4.95 美元的佣金。

此外，Motif Investing 允许个人投资者参与 IPO，最低限额为 250 美元，并且即将推出加密投资组合允许投资比特币和其他数字资产。



图 5 Motif 投资流程

盈利模式

Motif Investing 的盈利模式也十分有趣，交易佣金是其盈利来源。虽然 Motif 提供投资组合服务，但这些投资组合大都是用户自主创建，所以对于所有的 Motif 平台均不收取基金管理费，仅收取每购买或卖出一个 Motif 的交易费 9.95 美元。如果只是交易其中的一只证券，则每次收取 4.95 美元的交易费用。此外，用户可以通过平台贩卖自己创建的投资组合模型，Motif 会从中收取一定的提成，越赚钱的 Motif 投资组合模型相应会有越多的购买者，Motif 建立的“生态环境”可以自动“优胜劣汰”出真实有效的投资组合。

Motif Investing 从引入社交机制的投资组合交易平台出发，多年来一直稳步扩张业务范围，陆续增加了自动投资服务 Motif Impact、允许个人投资者参与 IPO 以及即将开放的加密货币和其他数字资产。此外，交易费用低廉、投资灵活性

高、自主性强也是 Motif 得以长久发展的原因之一。虽然在投资研究工具、研究报告等方面存在不足，但 Motif 的社交属性很好地弥补了这一缺陷——投资者可以在社区上评论和分享他们的主题研究，其中不乏真正有助于分析投资策略的研究内容和新闻链接。目前为止，Motif 已有包括 Goldman Sachs、J.P. Morgan 以及 US Bank 在内的 350,000 多名客户。未来，Motif 还将继续发展。

在 Motif Investing 之前，早期 Kaching (Wealthfront 前身)、Cake Finance (2007-2010, 后被 E *Trade 收购)、Robinhood.io (Robinhood 前身) 均尝试过将社交机制引入投资交易，但均以失败告终，而 Motif Investing 受到市场认可，稳步发展并先后获得 6 轮共 1.265 亿美元的风险投资，时至今日在创新企业排名中稳居前列，我们应当从其发展模式和经营理念中汲取经验。

案例二 Kapitall: 游戏化的社交券商

Kapitall Inc. 由前视频游戏企业家 Gaspard de Dreuzy 于 2008 年创立，旨在将网络游戏与真实投资结合起来。它最初只是一个简单的投资游戏平台，但随着时间的推移，已经成长为一个证券经纪公司。Kapitall 提供一个互动投资平台，拥有传统经纪网站的研究工具和交易产品，同时还设计了一款 Playground 游戏。用户可以通过该公司的虚拟投资组合进行交易（最高可达 10 万美元），也可以对更有经验的投资者进行实时证券交易，每笔交易 7.95 美元起。

大众投资者在不具备足够专业知识的情况下，对股票一类的投资再感兴趣也不敢轻易涉足。由于人们更易于接受图形化的内容，所以 Kapitall 以此为切入点，推出高度图形化的股票交易平台。大众投资者可以在投资游戏平台上分析股票、共同基金和交易所交易基金，测试自建投资策略，也可以利用其同期推出的股票交易平台进行在线交易。Kapitall 创新设计的出发点是希望用户可以通过该平台轻松创建投资组合、分享想法以及执行交易，同时让那些既没有财务规划师也没有上市公司财务报表筛选经验的用户，也可能从中学习操纵股票市场。

创新之处

1. 导航与设计

Kapitall 以图形化的用户接口和工具为特色，拖曳式操作界面设计灵感来源于视频游戏界面，设计者 Cordell Ratzlaff 曾经在苹果主导过 Mac OS X 的设计。Kapitall 网站的所有功能都可以从主页面 Playground 访问，具有卡通式的城市景观背景。不同于传统页面上的投资者账户，用户可以在 Playground 静态栏直观看到当前账户余额和 Koins 数。其导航栏也独具特色，用户不是通过滚动页面，而是以拖动屏幕标识或使用键盘的箭头来浏览 Playground。分散在页面上的图标不是标准的导航菜单内容，而是允许投资者查看投资组合、股票监视列表、研究成果以及其他教育资源。所有标识的具体内容均以弹出窗口显示，允许投资者在页

面之间来回轻松地进行操作。



图 6Kapital1 网站主页面

Kapital1 将上市公司分为“可选(Green Picks)”“优选(Beauty)”“高风险(High Risk)”“高成长(High Growth)”几类，投资者可以根据相关动态选择自己的投资对象。网站上用图标代替传统的股票代码，投资者可以通过拖动证券图标到投资组合图标进行交易。当投资者试图进行风险交易时，网站会相应弹出窗口进行警告。投资者可以看到与自己投资组合相关，基于行业、回报以及其他内容的形象化展示，也可以查看自己所有的交易历史，并与其他用户分享自己的投资组合等。

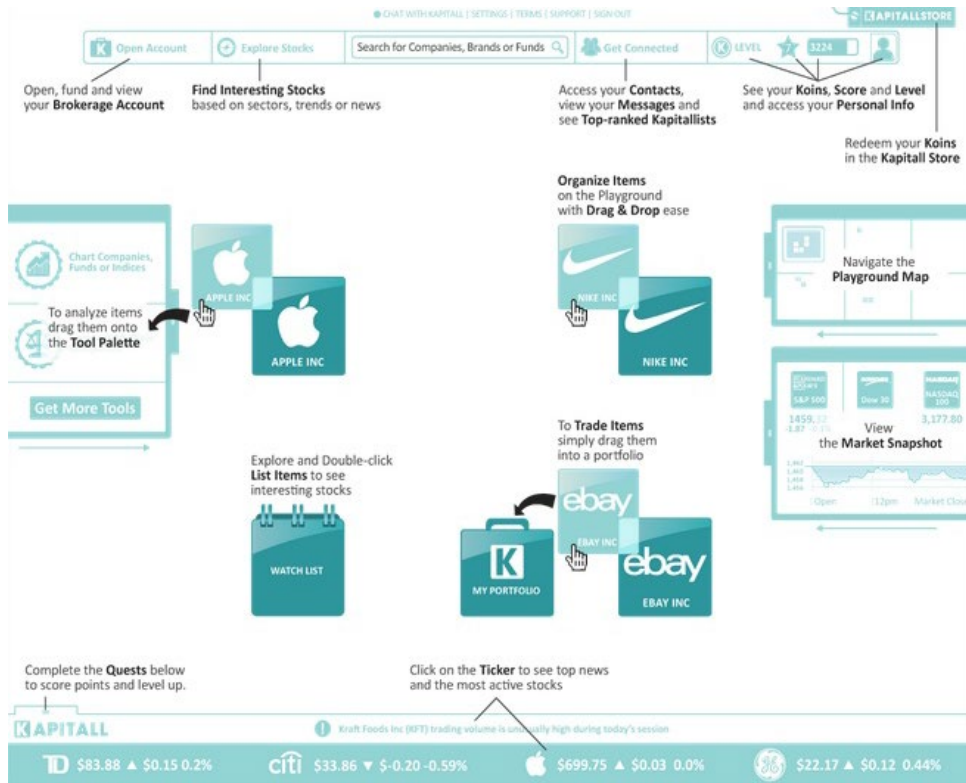


图 7Kapitall 网站拖曳功能示意图

2. 游戏化和用户激励

Kapitall 针对在视频游戏时代长大的投资者，除了新颖的页面设计，Kapitall 还旨在通过游戏化、友好竞赛和社交互动，使得投资更具趣味性。用户可以探索有趣的、类似游戏的交互，获得可以兑换奖品的奖励“Koins”——一种可以兑换商品、工具和免佣金交易的虚拟货币。Koins 主要通过投资相关活动获得，例如利用工具、查看投资者教育内容、交易和参与平台的每月市场大师赛（用户以 100,000 美元的虚拟投资组合竞争）。此外，用户也可以通过纯粹的娱乐活动赚取 Koins。

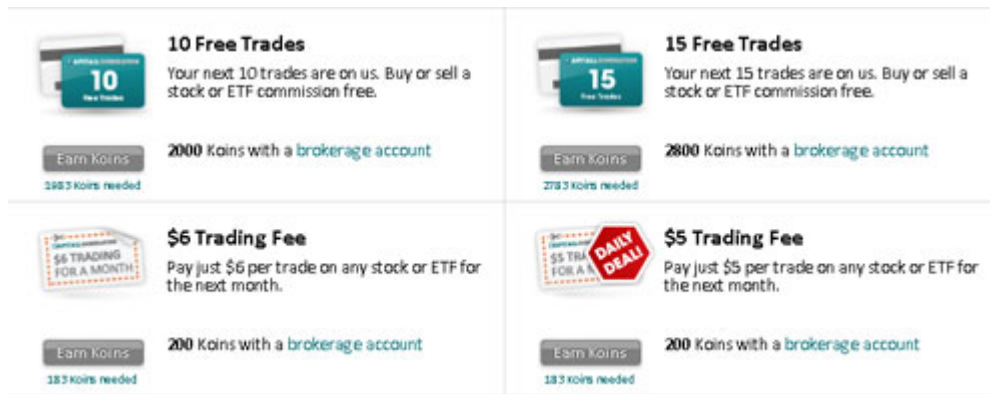


图 8Kapital1 网上商店

Kapital1 存在的问题

总体而言，Kapital1 对在线游戏和投资的整合吸引了大量新入投资领域的千禧一代投资者。界面设计和游戏化方面为初出茅庐的投资者提供了一种更为舒适，更具趣味性的方式来获得投资体验，Kapital1 的平台还通过易于使用的研究工具，实践虚拟投资组合以及鼓励分享建议的投资者社区来关注投资者教育。然而，尽管 Kapital1 的创新模式在前期得到了很高的评价，但其并未做好后续的投资支持服务，在扩张用户群等方面表现不如预期。在最初的新鲜感淡去之后，Kapital1 暴露出很多问题：

①网站界面体验很差——所有有用信息均位于主页面 Playground，各项图标仅包含图像而缺少必要的醒目标题，用户必须依次打开模块才能知道该图标代表什么，甚至连最必要的“费用/定价”都难以直观找到。此外，投资者若想了解交易费用或者 Kapital1 能够提供哪些账户服务都必须使用 Google 自行搜索或者联系公司的客服服务(常常无法联系)，投资者甚至不能随时随地访问网站来进行账户管理。

②经纪账户少。尽管 Kapitall 独特的设计使得投资充满趣味性，但对于大多数投资者而言，特别是具有一定经验的投资者，他们可能对于此种游戏设计不屑一顾，对于赚取除现实货币以外的东西不感兴趣。

③收入来源有限。Kapitall 的收入主要包括：针对每笔真实交易收取 7.95 美元的交易佣金，80 美元的股票证书交付费用以及订阅费用。但由于人们对投资仍相当保守，从虚拟游戏到真实货币交易的转变一直缓慢，截至 2012 年底，其 100,000 名注册用户中仅有 2150 人开设了真实经纪账户，这些投资者投入资金十分有限。

④作为券商表现不佳，整体不成熟。Kapitall 作为初创券商，在模式创新上确实富有创意，为客户提供了独特的投资方式，但整体来说不太成熟，投资者服务、产品范围以及投资者教育等方面均存在较大不足。仍然更像是一个投资游戏平台，不适于进行真正的投资交易。

Kapitall 是一家规模非常小的初创公司，由网站公布的信息来看，它仅有十多名员工，涵盖软件工程师、界面设计师、游戏制作人、股票交易员以及技术专家，明显缺乏投资专业人士，这也可能是 Kapitall 在投资者服务、教育资源等配套服务方面表现不佳的原因。基于以上种种问题，Kapitall 在 2013 年和 2014 年的 Barron 杂志年度经纪人调查中被评为最差经纪人。截止到 2018 年底，Kapitall 公司在各项社交平台上的官方账号已不再更新，网站也处于无法访问状态。这一创新公司未来何去何从，令人担忧。

小结

总的来说，社交型投资的整体理念较为新颖，作为一种创新商业模式还具有很大的发展空间。社交投资和社交投资网络将随着技术发展不断扩大、完善，大众投资者尤其是初期投资者将受益于投资社交平台所带来的诸多好处。此外，低成本和高透明度的互联网社交选股模式不仅得到国外投资者的欢迎，在日渐成熟的中国市场也具有很大的发展前景。当前国内大部分选股软件仍旧把个股作为最大卖点，这就给社交型券商的创新活动提供了发展机遇与前景。

五、总结

近年来出现的几种创新型券商商业模式中，既存在深受投资者青睐、稳步发展至今的成功者，也不乏经营不善、最终破产关闭的失败者。通过前文对他们发展历程、经营模式等方面的分析，我们可以总结出以下几点经验教训：

① 创新模式“噱头”引流，完善投资者服务固流。

多数创新型券商均定位于千禧一代的年轻投资者，他们大多缺乏投资经验，在交易股票时需要借助平台提供的研究工具、资讯或服务，但诸如 Loyal3、Zecco、Kapital1 却在方面存在较大不足。相关配套功能的缺失，使得这些公司难以长久地稳定客户量，创新模式噱头带来的新鲜感褪去后，已获得一定投资经验的客户很容易便转向其他提供较完善服务的平台。此外，据调查千禧一代更容易受“零手续费”“无最低限额”卖点的刺激目前他们缺少足够资产，

因而容易被零佣金、股票分拆等服务吸引，但当他们成为中年人拥有足够资产进行投资，那时情况会是怎样呢？他们依旧会选择能节省一小笔费用或仅要求较少投资额的创新型券商吗？还是转向稍为昂贵但服务更完善的大平台呢？以创新模式的噱头吸引客户固然重要，但如何完善投资者服务，稳定客户量是创新型券商同样需要重视的问题。

② 开源节流，寻找合理盈利模式。

收入来源少，盈利难以抵消成本是“失败者”的一个突出特征。Zecco 依赖于从客户保证金账户利息、现金余额利息、股票期权交易费以及广告费用等方面赚取收入，但经济危机的冲击使得上述收入来源难以为继；Loyal3 仅向有限的 75 家公司收取费用，而对交易者并不收取佣金费用，社会化 IPO 表现亦远不如预期；Kapital1 诸多游戏账户中转为真实经纪账户的比率非常有限，且由于客群定位特殊（主要是针对在网络游戏时代长大的千禧一代）投资者资金十分有限，加之 Kapital1 不提供分拆服务，这使得愿意参与真实投资游戏的年轻投资者们“有心无力”——资金有限无法支撑对游戏平台中投资策略进行复制，他们只能选择放弃或者干脆转到能提供此项服务的其他券商。

③ 多重创新商业模式复合。

在一个相对成熟且高度监管的行业进行任何突破性创新都是极其困难的，也因此在互联网券商领域多数初创公司的创新都是浮于表面，由于并不存在技术壁垒，很难靠单

一创新模式建立起核心竞争优势。多种创新商业模式可以共存，前文分析的“成功者”大多未拘泥于某一种创新模式——Motif Investing 集股票拆分与社交于一身，Folio Investing 允许拆分股票构建投资组合的同时，提供免佣金服务；Stockpile 则是赋予股票分拆以“礼品卡”这一亮点。

回看至国内，受限于政策监管与制约，市场基础薄弱，创新动能不足等现实原因，我国证券行业在业务模式、网点布局、经营模式以及营销策略等方面一直保持同质化发展。大型券商凭借规模优势、平台优势、品牌优势，龙头优势逐渐扩大，市场集中度加速提升。此外，根据中国证券业协会公布的数据，2019年上半年，券商代理买卖证券业务净收入合计实现444亿元（该数据指向经纪业务经营规模），占营业收入的比重为24.8%，较之去年下降了4个百分点。而在2008年，这一数据为882亿元。也就是说十多年前，传统经纪业务在券商营业收入的占比一度高达七成，当前传统经纪业务模式为券商创造价值的能力正在逐渐衰退。传统业务模式较少考虑市场细分和客户需求，更多的是追求绝对规模扩张；营销方面多以低佣金、大幅返佣等价格竞争方式来争夺客户、通过营业网点规模扩张抢占客户资源。

金融行业的竞争已经从牌照和规模制胜的阶段，步入到客户体验和模式创新制胜的阶段。当前监管环境利于大型券商进一步做大做强，但中小券商因为缺少资本实力难以发展

成综合性券商，因此如何抓准客户痛点、深耕某一细分市场，谋求差异性发展对其十分重要。结合以上三种券商创新商业模式和国内市场、监管等实际情况，本文提出以下思考：

① 零佣金券商

佣金价格战历来是券商经纪业务无法避免的话题，今年年初，随着券商之间的佣金战愈演愈烈，甚至有券商打出了零佣金的口号。然而，2019年7月26日，中国证监会发布《证券经纪业务管理办法(征求意见稿)》对券商佣金的收取做出了明确规定，零佣金等类似的宣传口号被明令禁止。监管约束是国内券商发展零佣金模式面临的首要问题。

② 股票分拆型券商

由于A股市场价格普遍不高，股票分拆这一模式在A股市场缺少需求激励。而伴随着境内科技公司扎堆境外上市，全球资产配置浪潮兴起，美股市场企稳回升，国内投资者对美股投资尤其是中概股投资日趋关注。一方面，国内存在大量散户投资者，投资美股的仍是少数，大片市场亟待开发。以专擅美股交易的两大国内互联网券商富途证券和老虎证券为代表，截至2018年末其交易账户数分别为50.2万、50万。而根据中国证券登记结算公司的数据，截至2018年末自然人投资者（也就是个体户）有14615.11万人。另一方面，美股价格普遍较高，在当前外汇管制下，每人每年可兑换不超过5万美元的等值外汇，对于像Alphabet(\$1214.03/

股) 、 Amazon(\$1871.72/ 股) 、 Berkshire Hathaway(\$310,250.00/股)这样的高价股，国内投资者在外汇管制红线内难以实现规模投资。随着国内对跨境投资的市场越来越开放，向境内投资者提供美股股票分拆服务或许是此种商业模式在国内发展落地的新思路。

③ 社交型券商

国内社交投资模式发展已久，已有社交投资平台多为信息交流社区或通过接入持牌券商提供投资交易服务。2010年雪球网成立，国内社交型投资模式的大门正式打开，2011年股票雷达运营主体北京聚信量化科技有限公司成立，2014年2月北京淘金者科技有限公司(牛股王)成立。2014年12月专注于量化领域策略分享的社交投资平台Ricequant成立，之后各种内容分享、跟投、复制交易组合等社交投资型企业如雨后春笋拔地而起。而就持牌金融机构而言，最早涉足社交投资领域的是嘉实基金，2015年2月嘉实基金成立了全资子公司深圳市金篮子网络有限公司，推出主打社交股票投资的移动应用金贝塔，打造中国版本的Motif。同年国内持牌券商平安证券携手全球社交投资平台eToro宣布进入社交投资领域，2017年eToro国内版正式接入微信和平安一账通账户，而2017年至今的几个平安证券APP版本中出现了牛人个人专栏、民间牛人、我的圈子和我的社区等社交功标志着传统持牌金融机构正式

进入到“社交投资”这一领域。

综上，零佣金模式受制于证券经纪监管趋严，在国内难以落地实施；社交化模式发展初具规模，当下多为新兴投资社交平台与老牌券商合作共赢；股票分拆服务在 A 股市场缺少需求激励，美股投资的股票分拆服务或是一种可供参考的新思路。

PBCSF

联系人：郭奕君

邮 箱：guoyj@pbcfsf.tsinghua.edu.cn
