



香山投资·新资本丛书

EQUITY
CROWDFUNDING
IN
PRACTICE

股权众筹
实务指南

马庆泉 刘 钊 黄 琳◎编著

股权众筹是互联网金融领域一种崭新的金融业态，是投资银行业务的前端延伸，是多层次资本市场的重要组成部分。本书不仅全面梳理了股权众筹的发展和现状，更重要的是对实务操作进行了系统讲解，具有很高的实战参考价值。

 中国金融出版社

股权众筹实务指南

马庆泉 刘 钊 黄 琳 编著



中国金融出版社

责任编辑：吕楠

责任校对：孙蕊

责任印制：陈晓川

图书在版编目 (CIP) 数据

股权众筹实务指南 (Guquan Zhongchou Shiwu Zhinan) / 马庆泉, 刘钊, 黄琳编著. — 北京: 中国金融出版社, 2015. 6

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7953 - 7

I. ①股… II. ①马…②刘…③黄… III. ①企业融资—研究
IV. ①F275.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 102956 号

出版
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010) 63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京松源印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 15.25

字数 211 千

版次 2015 年 6 月第 1 版

印次 2015 年 6 月第 1 次印刷

定价 45.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7953 - 7/F. 7513

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

我们生活在一个“大众创业、万众创新”的时代，创业精神正在中国大地唤醒民族的创造性，催生花样丛生的创新创业路径，激发全民的创新创业热情。拥抱创新、拥抱创业，已经成为时代的标志。股权众筹在中国大地上已然落地生根，走进了我们的生活当中。

股权众筹是乘着政策的东风顺势发展的。党的十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》正式提出“发展普惠金融。鼓励金融创新，丰富金融市场层次和产品”。2014年11月19日，国务院常务会议提出要“建立资本市场小额再融资快速机制，开展股权众筹融资试点”。2015年1月28日，国务院常务会议提出“为创业创新搭建新平台”和“完善互联网股权众筹融资机制”等要求。2015年3月11日，国务院办公厅下发《国务院办公厅关于发展众创空间推进大众创新创业的指导意见》，提出“开展互联网股权众筹融资试点，增强众筹对大众创新创业的服务能力”。这些政策的密集推出，说明股权众筹已经得到了国家层面的高度重视和认可。正是有了政策的支持，股权众筹机构才如雨后春笋，破土而出；甚至像京东、百度、阿里这样的互联网巨头也都跃跃欲试，期望在这个领域里再展宏图。

股权众筹之所以被热捧，是因为其在解决中小微企业融资难问题上被寄予重望。一直以来，中小微企业由于制度不规范、资产抵押能力弱、信用观念较差等方面的局限，融资难问题比较突出，同时，受制于规模、成本、风险等因素，这类企业融资一般不具备议价能力，存在融资贵的问题。这些都严重制约了中小微企业的发展。股权众筹正是顺应这类企业的融资

需求而诞生的。股权众筹的本质是“互联网+投行”，是互联网金融的一种全新业态。股权众筹门槛低、效率高、形式多样、参与性广，并且能够突破地域及渠道等融资限制，为中小微企业和自主创业者提供了一种便捷高效的全新融资模式。股权众筹还是适应这个时代的一种创新创业方式，可以大大降低融资成本，有望成为解决中小微企业融资难、融资贵问题的一个重要的途径。

股权众筹在促进企业和项目融资的同时，也为普通投资者开拓了新的投资渠道。在存在中小微企业融资难的同时，我国还存在着老百姓投资渠道狭窄的问题，居民储蓄率居高不下。这是一个问题的两个方面，共同反映出我国经济发展背后存在着金融抑制。股权众筹颠覆了唯有专业机构才能参与股权投资的传统模式，普通投资者只要具备一定的条件就可以参与，股权众筹日益成为理财市场的新宠。可以说，这正是股权众筹的吸引力所在。股权众筹最大的特点就是分享，可以让普通百姓分享资本市场发展的成果，享受改革开放的红利，成为实践普惠金融的一种重要方式。

正因为股权众筹在打通投融资渠道、支持实体经济发展中担当着重任，必然成为我国多层次资本市场的重要一环。股权众筹的主要服务对象是处于创意阶段的项目或初期已有发展但尚不够一定规模的公司，这正好可以弥补现有资本市场体系尚未涉及的空白点。中国多层次资本市场体系，主要的格局是两所两系统：两所即上海和深圳证券交易所；两系统，一个是全国股份转让系统，即新三板，另一个就是为股权众筹融资这类新金融业态提供服务的中证机构间报价系统。

在为股权众筹鼓与呼的同时也应看到，股权众筹在我国刚刚起步，在监管政策尚未“落地”的情况下，仍然是一把“双刃剑”。股权众筹自诞生之日起，就因可能触碰非法集资的红线而饱受诟病，同时，还存在着经营风险以及退出机制不健全而导致的投资风险等。因此，如何识别风险、构建完善的风险防范架构，是股权众筹规范发展的关键，必须引起高度重视。

从国际经验和我国实践来看，要控制风险，就必须强调和完善监管的机制和作用。加强监管的第一个理念就是宽进严管。只要符合规定条件的机

构，都应该支持发展，但是一定要具备完善的制度建设和风险管理机制。第二个理念是守住底线。底线之上可以放开探索，但底线坚决不能触碰。第三个理念是鼓励创新。一方面要监管到位，另一方面要防止过度监管，阻碍行业的创新。同时，要充分认识到行业自律在促进和规范股权众筹发展中的重要作用。在这方面，中国证券业协会作为股权众筹行业的自律组织，进行了积极的探索。2014年11月26日，协会召开了座谈会，探讨股权众筹发展方向以及股权众筹融资中介的运作模式。2014年12月18日，协会公布了《私募股权众筹融资管理办法（试行）（征求意见稿）》，使股权众筹在众多的互联网金融创新模式中率先被纳入监管视野。协会还成立了股权众筹专业委员会，定位为股权众筹行业的交流平台、议事平台和办事平台。协会打造的中证众筹平台作为股权众筹的公共平台，将在支持创新创业、解决中小微企业融资难、投资者教育等方面发挥积极的作用。此外，为顺利推进各项工作，协会还加强了同地方政府、工商管理等有关部门的协调和沟通。希望通过这些努力，能够为股权众筹创造良好的发展环境。

如果说2013年是“互联网金融发展元年”，那么2015年则可以说是股权众筹实践的元年。股权众筹在我国还刚刚起步，尚未定型，制度建设、业务规范等还处于探索之中，监管思路 and 手段也处于探索之中，很多方面还不知道应该怎么做，存在很大的想象空间，可以大胆尝试。在这种情况下，系统地总结股权众筹的发展历史，借鉴国际先进经验，剖析我国股权众筹模式，提出适合国情的政策建议，是一件非常有意义的事。我们高兴地看到，马庆泉博士等编著的《股权众筹实务指南》就在这些方面进行了一个很好的探索。本书不仅对股权众筹的发展进行了清晰的梳理，更重要的是对操作实务进行了详细的介绍，并重点对社会各界最为关注的风险防范及监管等问题给出了切实可行的建议。马博士曾担任中国证券业协会的常务副会长，还曾担任过基金公司的董事长，具有非常扎实的理论功底和丰富的从业经验，从本书中可以看到，他对股权众筹很多问题的研究是比较敏锐的、专业的，我相信本书会对关心股权众筹的读者有所启发。

我们相信，在“大众创业、万众创新”的大趋势中，股权众筹在推动创

新，引导各类投资促进中小微企业发展方面将会大展身手。新事物的发展需要大家共同呵护，希望业界同仁凝心聚力，共同推进股权众筹事业的稳步健康发展。

中国证券业协会会长 陈共炎
2015 年 5 月

前 言

2014年11月19日，李克强总理在国务院办公会议上提出，为了解决中小微企业融资难的问题，要“开展股权众筹融资试点”。其后，在2015年3月召开的“两会”上，这一决定又被写入政府工作报告。2015年3月11日，国务院办公厅进一步下发了《关于发展众创空间推进大众创新创业的指导意见》，要求开展互联网股权众筹融资试点，增强众筹对大众创新创业的服务能力。

在中国证监会领导下，中国证券业协会雷厉风行，迅即开展全面的调查研究，于2014年12月18日发布了《私募股权众筹融资管理办法（试行）（征求意见稿）》，并组织召开研讨活动。

股权众筹是互联网金融领域一种崭新的金融业态，是投资银行业务的前端延伸，是多层次资本市场的重要组成部分。它率先在欧美国家出现，为走出世界金融危机的压力所推动，继而成为科技创新引领经济复苏的有力杠杆。

为了推动我国股权众筹事业发展，我们根据国内外的实践和有关资料，编写了《股权众筹实务指南》这本书。近两年来，国内有学者出版过几本有关众筹的著作，例如中国人民大学杨东教授，他的著作具有开创性的意义和重大理论与实践价值，但这些著作并非专门研究股权众筹。集中探讨股权众筹操作实务的著述，则是目前所迫切需要的。有鉴于此，我们查阅了大量资料，根据国家相关的指导意见及中国证券业协会《私募股权众筹融资管理办法（试行）（征求意见稿）》的精神实质，编写了这本小册子，希望对我国股权众筹这一互联网金融最新形态的发展尽一点绵薄之力。

在这里，笔者愿就私募股权众筹谈点个人的观点。在笔者看来，私募股权众筹是真正解决中小微企业融资难问题的有效机制，是金融服务实体经济的重大创新，绝不能被一些纯概念的笔墨官司和口水战所淹没，例如，一些观点认为“私”和“众”在逻辑上是矛盾的，等等。

客观地说，股权众筹也应该是分层级的。公募股权众筹有其适用范围，而私募股权众筹也有其无法替代的适用范围。公募股权众筹面向不特定公众募集，单个投资人出资额较小，风险较低，适用于较小的项目或微小企业的融资需求，或者说适用于天使阶段的投资。但是，我们在实践中发现，还有一类企业的融资需求，更是处于求告无门的境地：这就是不仅达不到主板上市条件，甚至连新三板挂牌条件也达不到的小型企业的资金需求。这类企业一两千万元的融资需求，是靠公募股权众筹无法满足的。这些企业怎么办？逻辑的结论是：

第一找银行贷款。这个建议等于废话。银行肯给贷，就不存在什么中小企业融资难问题了。

第二找 P2P。有的学者把 P2P 理想化了。这两年除了跑路的 P2P，确实有 P2P 平台发了大财。但笔者以为，在国家经济艰难转型、中小企业举步维艰之际，P2P 平台以如此之高的融资成本获取高额利润，其正当性是值得考虑的。通常的 P2P 模式包括三方当事人：银行或其他出资人、平台方、融资方。银行或其他出资人一般拿到 15% 的回报，平台方拿到 3% 的回报，那么融资方拿到资金的成本是多高呢？起码在 18% 以上。这是在放高利贷呢，还是解决中小企业融资难呢？在这种情况下，加上人力成本的提高和企业税负，企业要达到多高的毛利率才能活命呢？！

第三找券商。但是要明白，券商的目的是要赚取企业上市或挂牌的承销费。但是就调查来看，我们现在所谈的企业类型，相当一部分是达不到这个条件的。此外，券商的口味是数百万元级的；没有这样的回报率，再没有上市和挂牌的希望，这样的企业和项目是不入券商法眼的；最近就发现，券商是不对找上门来希望推荐挂牌的这类企业青眼相看的。如果说，银行的传统是锦上添花而非雪中送炭，那么可以说，券商是像挑选上门女婿一样甄别找

上门来的企业。

然而，处于这个发展阶段的企业，又是迫切需要融资的。它有了一定的体量，已经穿不下天使投资给它缝制的婴儿装了。不过它还没有长好个头，达不到吸引券商把它装进笼子送到市场出售的标准。但是，这又是绝大多数企业发展过程中的必经阶段。在其中，会成长出未来一大批优秀的企业。

谁能解决它的融资需求呢？

私募股权众筹就是为解决这个悖论应运而生的。就投资人而言，它针对相对富裕的人群，这个人群的投资能力可以承受这类企业在这个发展阶段所需投资的时间成本和风险。就融资企业而言，它所需承担的资金成本，大致就是股权融资额的5%左右，而且是一次性的。相比而言，即使银行肯给贷款，利率多高呢？至少也在8%左右，而且是年年要付的！哪个做法对社会、企业、大众是更有利的呢？

吸引富裕阶层的富余资金到实体经济，企业获得最低成本的股权融资，社会经济增长在江河的源头补充了水源，有百益而无一弊的事情为什么不干呢？

所以，应该做的事情就是：

大胆推进私募股权众筹融资！从券商的弃儿中抱养企业！从P2P高利率下解放企业！从天使投资人的手中承接企业！

因此，私募股权众筹融资的正式立法立规，应当抓紧前行。

在《股权众筹实务指南》出版之际，写一点笔者一得之见。或有不妥，祈方家教正！

孙思慧、孙梦超、刘楠、戴欢欢、周恺锴等同事和专家参与了本书的写作，感谢他们辛勤的付出。感谢东吴证券研究所给予的大力支持。感谢中国金融出版社为本书出版所作出的努力。

马庆泉
2015年4月于北京

目 录

第一章 股权众筹概述	1
第一节 众筹的基本概念及分类	2
一、众筹的基本概念	2
二、众筹的分类	3
(一) 公益众筹	3
(二) 商品众筹	4
(三) 债权众筹	5
(四) 股权众筹	7
第二节 股权众筹的概念、分类与发展前景	9
一、公募股权众筹	9
二、私募股权众筹	10
三、股权众筹前景广阔	12
(一) 市场需求巨大	12
(二) 居民财富急需有效的投资渠道	14
(三) 政策支持力度空前	14
第三节 股权众筹的构成要素与主要特征	17
一、股权众筹的构成要素	17
(一) 股权众筹的参与主体	17
(二) 股权众筹的运作流程	17
二、股权众筹的主要特征	18

第四节 股权众筹的产生与发展	19
一、国外股权众筹的发展情况	19
二、中国股权众筹的发展情况	20
三、股权众筹未来的发展方向	25
第二章 股权众筹在国外的发展	27
第一节 国外股权众筹概述	28
一、美国的股权众筹	28
二、英国的股权众筹	28
三、其他国家的股权众筹	29
第二节 国外股权众筹发展展望	31
一、股权众筹逐渐走向阳光化	31
二、股权众筹步入国际化	32
三、股权众筹平台有望通过 IPO 公开上市	32
四、发展模式出现分化	33
第三节 国外股权众筹案例	34
一、Yeastie Boys	34
二、Holoxica Limited	35
三、Trillion	35
四、Front up Rugby	36
五、Robop Ltd. (失败案例)	37
第四节 国外股权众筹的监管	38
一、国外股权众筹监管概述	38
二、美国 JOBS 法案	39
(一) JOBS 法案简介	39
(二) JOBS 法案的出台背景	41
(三) JOBS 法案之前美国关于股权众筹的立法探索	43
(四) JOBS 法案关于股权众筹的规定	45
(五) 对于 JOBS 法案的思考	48

三、日本的《金融商品交易法等部分修改法案》	50
四、其他国家对股权众筹的监管	52
第三章 股权众筹在中国的发展	57
第一节 国内股权众筹发展概况	58
一、股权众筹与小微企业	58
(一) 我国小微企业发展情况	58
(二) 小微企业融资发展现状	60
(三) 股权众筹助力小微企业发展	62
二、股权众筹与投资机构	64
(一) 国内风险投资(天使投资)的变化趋势	64
(二) 国内股权众筹平台应运而生	65
(三) 国内股权众筹平台发展概况	66
(四) 国内股权众筹相关数据	67
(五) 国内股权众筹项目分析——以天使汇为例	69
三、股权众筹与个人投资者	73
(一) 居民金融资产总量不断上升	73
(二) 居民储蓄存款比重居高不下	74
(三) 居民部门金融产品发展不均衡	75
(四) 股权众筹——居民金融投资的春天	76
第二节 国内股权众筹案例	79
案例一: 美微创投——凭证式众筹	79
案例二: 3W Coffee——会籍式众筹	80
案例三: 大家投——天使式众筹	81
案例四: 中科柏诚——产品股权伴随众筹	84
案例五: 联合光伏——互联网金融与绿色经济完美结合	85
案例六: 约拍——让生活更美好	87
案例七: 云起·轻应用——搭建移动互联网科技平台	88
案例八: 云视野——打开心灵之窗	89

案例九：众筹咖啡——如何打破盈利魔咒	90
第四章 股权众筹的业务框架与操作实务	93
第一节 股权众筹的业务框架及盈利模式	94
一、股权众筹业务的总体框架	94
(一) 业务主体	94
(二) 业务流程	96
(三) 业务架构	97
二、股权众筹业务的盈利模式	98
(一) 股权众筹平台的盈利模式	99
(二) 股权众筹投资者的盈利模式	100
第二节 股权众筹的平台建设	102
一、平台建设应遵循的原则	102
(一) 资金规模原则	102
(二) 风控设计原则	103
(三) 报备原则	104
二、平台建设思路	105
(一) 平台访问权限设置	106
(二) 平台栏目设置	110
第三节 股权众筹的业务流程	112
一、第一阶段：项目筛选	114
(一) 众筹项目的推荐或自荐过程	114
(二) 主筹人对推荐或者自荐项目的筛选过程	114
二、第二阶段：项目上线阶段	115
(一) 初次尽职调查	115
(二) 评筹人出具项目报告	117
(三) 项目路演	117
(四) 第二次深度尽职调查	117
(五) 联席会议议筹	118

三、第三阶段：项目开展阶段	118
第四节 股权众筹风险控制机制设计	123
一、股权众筹平台风险控制制度	123
二、领筹 + 跟筹模式	127
三、二次尽职调查机制	128
第五章 股权众筹项目评估与尽职调查	129
第一节 股权众筹项目概述	130
一、什么样的项目适合股权众筹	130
二、如何设计股权众筹项目	132
三、如何撰写股权众筹项目商业计划书	134
第二节 股权众筹项目评估实务	138
一、股权众筹项目评估的特点、原则及意义	138
（一）股权众筹项目评估的特点	138
（二）股权众筹项目评估的原则	139
（三）股权众筹项目评估的意义	140
二、如何对股权众筹项目进行评估	141
（一）关于人的考察	144
（二）关于产品的考察	145
（三）关于项目独占性的考察	146
三、股权众筹项目评估的关键点	147
（一）技术能力	147
（二）市场情况	147
（三）运营团队的素质	147
（四）融资需求	147
第三节 股权众筹项目尽职调查实务	148
一、股权众筹项目尽职调查的必要性	148
（一）风险控制	148
（二）发现项目价值	149

(三) 设计合理的投资方案	149
二、股权众筹项目初步尽职调查关注的几个方面	150
(一) 被投资企业的产业类型	150
(二) 被投资企业的发展阶段	150
(三) 目标企业所需投资的规模	150
(四) 创业企业的经营环境	151
三、股权众筹项目尽职调查的重点	152
(一) 法律问题	152
(二) 财务问题	153
(三) 业务调查	153
(四) 人员调查	153
(五) 环境调查	154
四、尽职调查报告模板参考	154
第六章 股权众筹的风险控制与监管	160
第一节 股权众筹的风险	161
一、股权众筹的法律风险	161
(一) 股权众筹的非法集资风险	162
(二) 股权众筹的非法发行证券风险	169
(三) 股权众筹法律风险控制对策	172
二、股权众筹的市场风险	176
(一) 市场风险的界定	176
(二) 股权众筹市场风险的来源	177
(三) 股权众筹市场风险控制对策	179
三、股权众筹的信用风险	181
(一) 与投资者有关的信用风险	181
(二) 与发行人有关的信用风险	182
(三) 与众筹平台有关的信用风险	183
(四) 股权众筹信用风险控制对策	184

四、股权众筹的操作风险	185
(一) 操作风险概述	185
(二) 股权众筹的操作风险	189
(三) 操作风险控制对策	191
五、股权众筹的流动性风险	192
(一) 流动性风险概述	192
(二) 股权众筹的流动性风险分析	193
(三) 流动性风险控制对策	194
六、其他风险	195
(一) 知识产权受到侵害的风险	195
(二) 对投资者保护不足的风险	195
第二节 股权众筹风险与金融稳定	195
一、股权众筹对金融稳定的影响	195
二、对股权众筹监管的关注点	197
(一) 根据股权众筹融资的具体模式决定是否纳入监管	197
(二) 股权众筹融资平台向社会推介自己的融资产品时是否 需要发布募资说明书	197
(三) 是否可以公开发行业股票筹资	197
(四) 能否吸收可回收资金	198
(五) 是否纳入另类投资基金的监管范畴	198
(六) 是否明确规范股权众筹融资的经营模式与经营范围	198
第三节 中国股权众筹的监管措施及政策建议	199
一、《私募股权众筹融资管理办法(试行)(征求意见稿)》 解读	199
二、对私募股权众筹发展的政策建议	201
附录1 私募股权众筹融资管理办法(试行)(征求意见稿)	205
附录2 众筹平台资料	212
参考文献	220