

众筹融资 | 模式与监管

THE MODELS AND
REGULATION OF

苗文龙 严复雷◎著

CROWDFUNDING



经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

众筹融资 | 模式 与监管

THE MODELS AND REGULATION OF
CROWDFUNDING

苗文龙 严复雷◎著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

众筹融资: 模式与监管/苗文龙, 严复雷著. —北京: 经济管理出版社, 2018.1
ISBN 978-7-5096-5642-6

I. ①众… II. ①苗… ②严… III. ①融资模式—研究 IV. ①F830.45

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 015831 号

组稿编辑: 宋 娜

责任编辑: 高 娅

责任印制: 黄章平

责任校对: 张晓燕

出版发行: 经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: www.E-mp.com.cn

电 话: (010) 51915602

印 刷: 北京晨旭印刷厂

经 销: 新华书店

开 本: 710mm×1000mm/16

印 张: 12.25

字 数: 174 千字

版 次: 2018 年 4 月第 1 版 2018 年 4 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5096-5642-6

定 价: 98.00 元

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836



随着互联网技术的发展，众筹融资在解决公益项目、创业项目和小企业的资金需求等方面发挥了不容忽视的作用。国际上一些市场经济发达国家纷纷制定或完善众筹融资法律，健全众筹融资监管，在为众筹融资提供合法身份的同时，适度放宽市场准入条件，规范平台、项目管理方和投资者的行为。近年来，国内众筹融资发展迅速，市场主体良莠不齐，风险事件时有发生。国家及时出台了一系列规范性文件，严格规范众筹融资市场，同时也对正常的融资需求和众筹经营形成较大的监管压力。为推进我国众筹融资的健康发展，有必要将其范畴、运行特征、内在机制、主要风险、风险管理进行梳理和分析，为监管制度和监管方法的完善提供参考。

根据投资者回报形式的差别，国际上一般将众筹融资分为捐赠众筹、预售众筹、借贷众筹、股权众筹和产权众筹，国内的众筹融资也不外乎这五种形式，有时则是两种或几种形式众筹的组合。但有两点值得注意：一是国内部分人士将众筹融资和互联网金融相混淆，或将众筹融资完全归属于互联网金融；二是国内和国外对具体形式的众筹融资的称谓存在区别，如果直接引用或套用国外相关监管做法，则难以有效控制风险。因此，本书首先在第一章对众筹融资的定义、范畴、类型，以及与互联网金融和金融科技的区别、联系与融合，

进行分析介绍。进而在第二章至第六章分别对捐赠型众筹、预售型众筹、借贷型众筹、股权型众筹和产权型众筹的概念、运行机制、经营特征进行分析，并对具有金融功能的借贷型众筹（类似于国内的 P2P 网络借贷）和股权型众筹的主要风险进行分析。考虑到我国法规文件对网络借贷和众筹融资的界定区别和监管差别，本书在第七章主要分析股权型众筹的金融功能，在第八章主要分析股权型众筹的监管。对于捐赠型众筹、预售型众筹和产权型众筹，已有的《合同法》、《民法》、《商法》等法律法规已经进行了比较全面的规范，而且现实中此类众筹融资的争议问题也较少，因此本书不再对这三类众筹融资的监管进行阐述。

在本书撰写的过程中，西南科技大学经济管理学院严复雷副教授、李浩然硕士研究生、杨胜麟硕士研究生参与了第二章、第三章、第四章和第六章的资料整理和撰写，南湖互联网金融学院的张浅女士参与了第五章的资料整理和撰写，中国人民银行西安分行的张德进高级经济师参与了第八章的资料整理和撰写。初稿形成后，南湖互联网金融学院的张国东、姚崇慧、徐琳、杨鑫杰、蒋佳秀、李雪婷、赵伟等专家对本书进行了反复指导和纠正，邹传伟院长对本书的逻辑与结构进行了斧正。根据他们宝贵的意见，笔者进行了六次较大篇幅的修改。但由于笔者知识、经验和悟性所限，仍未能全面彻底完善，对此深感不安。

热切盼望得到广大读者的批评和指导。

苗文龙

2017 年 12 月



第一章 概 论	1
第一节 众筹融资的定义	1
第二节 众筹融资类型与经营特征	4
第三节 众筹融资的进一步发展	14
第四节 本章小结	21
第二章 捐赠型众筹融资	23
第一节 概述	23
第二节 运行机制与特征	32
第三节 案例分析	38
第四节 本章小结	39
第三章 预售型众筹融资	41
第一节 概述	41

第二节 主要类型	50
第三节 运行机制与特征	53
第四节 案例分析	59
第五节 本章小结	60
第四章 借贷型众筹融资	61
第一节 概述	61
第二节 运行机制与特征	68
第三节 主要风险与管理	75
第四节 借贷型众筹融资利率	79
第五节 案例分析	85
第六节 本章小结	87
第五章 股权型众筹融资	89
第一节 概述	89
第二节 分类与特征	92
第三节 运行机制	95
第四节 风险与控制	103
第五节 创新与发展	112
第六节 案例分析	115
第七节 本章小结	122
第六章 知识产权型众筹融资	125
第一节 概述	125
第二节 运行模式与特征	130

第三节 主要风险与管理	134
第四节 案例分析	138
第五节 本章小结	141
第七章 股权型众筹融资的金融功能及比较	143
第一节 股权型众筹融资金融功能分析	143
第二节 本章小结	148
第八章 股权型众筹融资的监管	149
第一节 概述	149
第二节 国内股权型众筹融资的监管与规范	158
第三节 股权型众筹融资监管的完善及设计	167
第四节 监管评估与风险监测	173
第五节 本章小结	178
参考文献	181

1

第一章

概 论

本章提要：本章在界定众筹融资范畴的基础上，分析众筹融资的类型与定位，介绍众筹融资运行特征、运行机制和激励约束机制，归纳国内众筹融资的主要风险，结合国际相关数据，预判众筹融资的发展前景。

第一节 众筹融资的定义

一、众筹融资的定义

2008 年金融危机后，银行业贷款收紧，创业者和处于早期阶段的企业只好另谋融资渠道。互联网的迅速发展为众包发展成为众筹融资提供了便利的网络基础。众包的目的是有效利用一个新项目潜在参与者的知识、智慧以及技能及时顺利完成该项目的投资和生产。许多专门为众包任务设计的互联网在线平台用于孵化企业项目，形成众筹融资（Crowdfunding）。

对于众筹融资范畴的具体界定，国内外存在一定的差别。国际上对众筹融资范畴的界定相对广泛。世界银行（2014）将众筹融资界定为一种互联网融资

途径，具体是指企业或其他组织通过互联网以捐赠或投资形式向社会公众筹集资金。世界银行（2016）进一步描述，众筹是一种在线为项目或企业从众人那里募集资金的技术方法。企业家通过这种方法，在互联网平台上发起项目，向大量潜在的捐助者或投资者提供他的想法。因此，国际上众筹融资可以是捐赠、预售、借贷、股权、产权等具体形式，而借贷形式的众筹实质上就是 P2P 网络贷款。国内对众筹融资范畴的界定源于互联网金融的发展。谢平等（2014）界定众筹融资为互联网上的股权融资。2015~2017 年，国内监管部门出台的系列规范性文件沿用了这一概念。例如，中国人民银行等十部委在 2015 年 7 月印发的《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》（以下简称《指导意见》）中界定“股权众筹融资主要是指通过互联网形式进行公开小额股权融资的活动”，并将国际上借贷众筹归类为网络借贷下的个体网络借贷（P2P 网络借贷）。国内众筹融资主要包括捐赠众筹、预售众筹、股权众筹等形式。因此，本书中的众筹融资是指企业或其他组织以互联网为平台发布融资项目，通过多人捐赠或债权、股权投资的形式筹集资金。

二、众筹融资、互联网金融和金融科技的关系

进入 21 世纪后，伴随网络技术和大数据的发展，互联网金融风起云涌。由于具有透明度高、参与广泛、中间成本低、支付便捷、信用数据更为丰富和信息处理效率更高等优势，互联网金融引起国内政府、银行、IT 企业等主体的迅速反应。而随着科技创新的不断推动，金融科技（Fintech）概念应运而生。在此，有必要区分众筹融资、互联网金融和金融科技的关系。

（一）互联网金融

准确地说，互联网金融指传统金融机构与互联网企业利用互联网技术和通信技术实现资金融通、支付、投资和信息中介服务的新型金融业务模式。根据



谢平等著的《互联网金融手册》，互联网金融是一个庞大的谱系，谱系一端是传统银行、证券、保险、交易所等金融中介和市场，另一端是瓦尔拉斯一般均衡对应的无金融中介或市场情形，介于两端之间的所有金融交易和组织形式都属于互联网金融的范畴。该著作按照 2013 年 12 月各种互联网金融形态在支付、信息处理、资源配置三大支柱上的差异，将其划分为 6 种主要模式：①金融互联网化（包括网络银行、手机银行、网络证券公司、网络保险公司、网络金融交易平台、金融产品的网络销售）；②移动支付和第三方支付；③互联网货币；④基于大数据的信用评估和网络贷款；⑤P2P 网络贷款；⑥众筹融资（主要是股权众筹融资）。

（二）金融科技

金融科技指金融和科技相融合后所形成的业务模式，具体包括数字支付、网络借贷、数字货币、股权众筹以及智能投顾等。例如，沃顿商学院将金融科技定义为“用技术改进金融体系效率的经济行业”。Fintech Weekly 将金融科技作为企业使用软件来提供金融服务的一种创新，金融科技公司一般是指对较少依赖软件的金融系统 and 公司造成颠覆的初创公司。美国商务部将金融科技公司定义为“应用软件和科技为客户提供金融服务的公司”。此外，人们将金融科技赋予了更为广泛的含义，将其定义为一种科学技术。例如，《牛津词典》将金融科技定义为用来支持银行业和其他金融服务的电脑程序和其他科技，包括互联网、大数据、云计算、区块链以及人工智能等。

（三）三者之间的关系

根据上述分析，众筹融资、互联网金融和金融科技的共同之处是人们运用互联网和计算机技术改进金融交易方式、提高金融交易效率。因此，三者都涵盖了具有金融交易性质和互联网交易形式的借贷众筹融资（即 P2P 网络借贷，

本书对此不再做具体区分)和股权众筹融资。

不同之处体现在众筹融资、互联网金融和金融科技各自的侧重点有所不同。众筹融资侧重于通过计算机网络实现“积沙成塔”式的项目融资,重点在于由社会公众共同对发起项目进行投资,体现出互联网式金融市场的特点。互联网金融侧重于互联网技术和金融业务的融合,重点在于通过互联网技术提高金融交易和金融资源配置的效率,体现出互联网技术对整体金融体系补充和完善的特点。金融科技侧重于通过科学技术完善金融服务,重点在于各类科技在金融领域的运用,体现为金融服务的科技化特点。

三、众筹融资的定位

从金融体系创新发展的视角,可初步分析得出众筹融资的定位。金融互联网化主要解释传统金融业务顺应技术发展而进行的经营销售方式的改变和拓展,实质上是现有金融体系利用科学技术节约交易成本、提升交易效率。众筹融资,特别是借贷型众筹融资和股权型众筹融资,是融资者规避金融市场融资规定、减少金融交易中间环节、直接与投资者进行资金融通的一种金融交易模式,是对现有直接融资体系的重要补充,是多层次资本市场的探索和发展。

第二节 众筹融资类型与经营特征

众筹融资中,主要有两类参与者:一类是生产者或项目管理者。他们在众筹平台展示新项目,进行筹资活动;如果能筹集足够的资金,后期按照募资计划执行项目生产。另一类是众筹出资者。尽管大多数众筹融资平台是“购买你想要的”(pay-what-you-want)模式,但一般会给众筹出资者提供其他非物质的补偿,如感谢的电子邮件、公司发行音乐的CD、观看电影制片工厂、在电



影中扮演一个小角色或者具有文化价值的纪念品等。众筹融资的主要回报是产品本身,但对于金额较大的参与者还有其他奖励计划,如更高的股权回报率。在众多众筹融资平台中,Kickstarter 最为流行,其原因主要有两个:第一,Kickstarter 上的项目范围广泛,平台的参与者和关注者较多;第二,Kickstarter 作为早期众筹融资的代表,其机制较为健全,多为后来者模仿或复制。本节主要通过划分类型,归纳众筹融资的经营特征。

一、运作原理与奖励计划

(一) 企业融资环节与众筹融资

企业筹集资金一般包括捐赠、接受赞助、前端销售(预订或预售)、借贷、股权出售等环节。这些环节的要求和操作复杂性差别很大,根据复杂程度描述为图 1-1。捐赠融资的复杂程度最低。接受赞助可能附有其他条件,复杂程度要略高于捐赠。初期的众筹融资往往采取前端销售的方式。前端销售必须有创新产品的样本,而且要有相应的股权配置规则,以及未来的回报计划,因此复杂程度要高于捐赠和赞助。企业运行稳定且达到一定规模后,常用借贷(包括银行贷款和发行债券)工具进行融资,此时复杂程度又要高于前端销售。复杂程度最高的就是传统的股票公开发行。

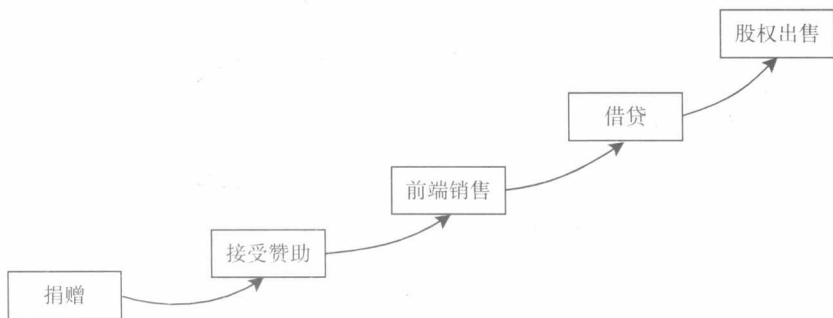


图 1-1 企业融资工具的复杂性变化

资料来源: Hemer J. A Snapshot on Crowdfunding [R]. Working Papers, Firms and Region, No. R2/2011, 2011.

(二) 众筹融资基本流程

众筹融资作为企业的融资工具，操作具有一定的困难，它不仅需要大量的资金支持者，而且需要对数目庞大的小额支付交易进行管理。许多企业启动项目，要么是经验不足，要么是没有兴趣管理众筹融资过程，他们往往把这个任务委托给所谓的“中间人”——众筹融资平台。从众筹融资的起源来看，这些服务中介开始往往是网络公司或软件公司。它们拥有广泛的活动范围和活动强度，起初只提供信息发布平台，充当项目管理者与众筹融资基金之间中立的调解人。随着参与者对平台需求的提高和众筹融资机制的发展，他们提供的平台又增加了证实融资过程、监督项目执行、向项目管理者提供融资建议、为参与者组建更为广泛的社交网络、帮助成员寻求共同投资者等内容。

众筹融资平台之所以能迅速发展是因为它具备了解决信息不对称和降低交易成本的关键功能。首先，作为资金需求的一方——创新项目的管理者（生产者）与众筹融资平台进行信息交流，听取平台的建议，按照平台规则发布较为详细的项目信息、发展计划、股权配置以及奖励回报等信息。其次，创新项目在众筹融资平台发布后，资金提供方——众筹出资者根据自身的效用需求，在平台上输入出资条件，搜寻符合条件的创新项目，直接与项目管理者进行谈判；或者委托银行进行投资，银行可以投资既定的项目，也可以投资符合条件的非既定项目，类似于信托贷款。当然，这一过程更多的是投资金额较低的出资者，自由在平台上查找各自偏好的项目，进行投资。最后，随着资金的划转，项目管理者启动生产，并向出资者奖励回报。其运作关系描述为如图 1-2 所示。需要注意的是，众筹融资平台一般对项目管理者的国籍有一定要求，但对出资者则无国籍限制。

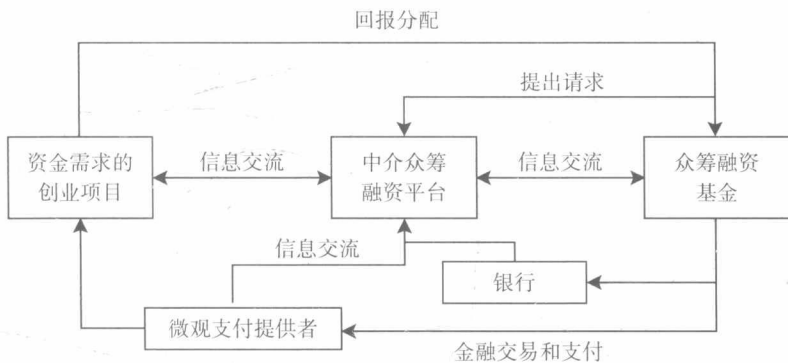


图 1-2 众筹融资基本流程

资料来源：作者根据众筹融资流程进行绘制。

二、主要类型及市场作用

(一) 主要类型

根据出资方与项目管理方之间的利益分配及风险承担关系，国际上众筹融资主要有五种类型，分别是：捐赠型众筹、预售型众筹、借贷型众筹、股权型众筹和产权型众筹。捐赠型众筹的发起不是为了股权资本金，而是为了解决前期资金困难，或者为了爱心活动。一般情况下，捐赠型众筹是为了支持一个早期阶段的公司建立或产品革新，条件是为众筹出资者提供早期革新产品和服务。预售型众筹是项目管理者通过提前销售在一段时间后交付的产品获得当前需要的生产资金。借贷型众筹是项目管理者通过借贷的方式向社会投资者筹集债务资金。股权型众筹是出资者通过投资收到股权凭证或利润分享安排。产权型众筹是出资者通过出资获得信托，一单位信托产生一份收益，收益来源于公司的知识产权。根据世界银行发展项目信息组的分析，众筹融资类型可归纳为表 1-1。

表 1-1 众筹融资类型

模式	特征	风险	收益
捐赠型众筹	众筹出资者没有任何货币化补偿	无风险	捐赠者不获得任何安全收益。项目管理者对募集基本的资金存在一定的失败风险
预售型众筹	出资者可获得象征性的礼物，或者提前购买项目商品服务。这种模式包括通过提前销售获得大额资金	风险较低。主要是项目基本的执行风险和欺诈风险。无金融投资收益	基本收益很小。安全性较低，无问责机制。项目管理者如果没有商品销售，则筹集足够的资金具有较大的困难
借贷型众筹	出资者收到债务性投资凭证，可获得关于这一特定项目的固定利率收益	债权持有者收益安全性高于股权持有者，但存在项目破产风险	借贷双方提前约定收益率。项目启动时，失败率较高，亏损风险和股权投资类似。项目如果已经产生现金收益流，此时基于贷款的众筹是一个可考虑的选择
股权型众筹	出资者收到股权凭证或利润分享安排	潜在的创业收益概率	潜在的投资损失。企业破产时股权持有者从属于债务持有者
产权型众筹	出资者的一单位信托产生一份收益，收益来源于公司的知识产权	潜在收益无具体限额。但收益率由双方参照利率决定	收益和风险高于债务工具，低于股权工具

资料来源：The World Bank, Crowdfunding's Potential for the Developing World [R]. Washington DC 20433, www.infoDev.org, 2013.

项目发展阶段及融资周期与众筹方式之间的关系如图 1-3 所示。其含义为：在技术创新处于想法或概念设计的阶段，资金需求规模一般小于 50 万美元，捐赠型众筹可以更有效地解决此类项目的融资需求。当创新理念得到资金并论证，启动项目、生产出初期产品时，如果市场前景乐观，需进一步扩大规模生产，此时融资规模在 50 万~100 万美元，借贷型或股权型众筹可以解决此阶段的项目融资需求。当生产规模继续扩大后，企业拥有了持续上升的销售收入、资产规模和良好的财务资本，主流金融体系如银行信贷等可解决此类融资需求。

(二) 市场作用

从金融功能角度分析，不同类型的众筹融资不一定都具备金融性质，其市

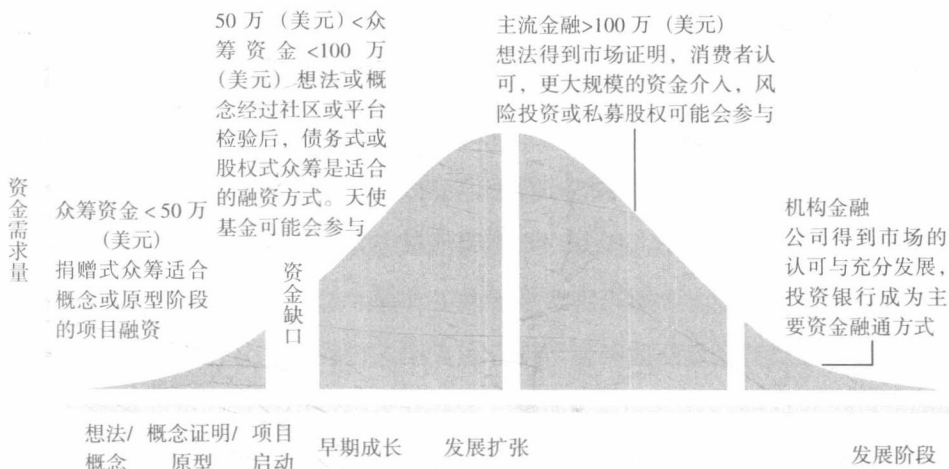


图 1-3 众筹融资与企业融资生命周期

资料来源: The World Bank. Crowdfunding's Potential for the Developing World [R]. Washington DC 20433, www.infoDev.org, 2013.

场作用也不尽相同。

第一, 捐赠型众筹是出资者和项目管理者之间的赠与合同, 受到我国《公益事业捐赠法》和《合同法》中有关条款的约束 (肖凯, 2015)。按照 1999 年《公益事业捐赠法》第 10 条的规定, 只有公益性社会团体和公益性非营利的事业单位可以接受捐赠, 具体包括以发展公益事业为宗旨的基金会、慈善组织等社会团体, 从事公益事业的不以营利为目的的教育机构、科学研究机构、医疗卫生机构、社会公共文化机构、社会公共体育机构和社会福利机构等。如果受赠人为个人, 则可适用《合同法》有关赠与合同的规定, 如第 185 条至第 195 条。

第二, 预售型众筹是具体商品的买卖或者特定服务的提供, 双方之间的合同权利义务关系应通过众筹平台的项目说明加以明确。除了《合同法》之外, 对于具体产品的质量问题的, 预售型众筹也可适用《产品质量法》。对于出版物众筹, 应遵守相关新闻出版的法律法规。捐赠型众筹和预售型众筹, 本质上与资金的跨期配置并不相同。