

Is Equity-Based Crowdfunding a Feast of the Public?

Jing Nie, Ronghua Ju

College of Economics and Management, China Agricultural University, Beijing
Email: juronghua@cau.edu.cn

Received: Oct. 18th, 2015; accepted: Jan. 12th, 2016; published: Jan. 15th, 2016

Copyright © 2016 by authors and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

Abstract

Equity-based crowdfunding develops rapidly in China, but it is still private or half public in nature. On the basis of the risks and problems that the equity-based crowdfunding is facing, the study tries to find an appropriate strategic positioning for equity-based crowdfunding through analyzing the data of crowdfunding platforms at home and abroad statistically. The study shows that equity-based crowdfunding is not suitable for a lower threshold and the public investors because start-ups usually have high risks. To solve the problem of financing, start-ups can't rely solely on equity-based crowdfunding.

Keywords

Equity-Based Crowd Funding, Crowdfunding Model, Risk, Investor Protection

股权众筹是全民盛宴吗？

聂 婧, 鞠荣华

中国农业大学经济管理学院, 北京
Email: juronghua@cau.edu.cn

收稿日期: 2015年10月18日; 录用日期: 2016年1月12日; 发布日期: 2016年1月15日

摘 要

股权众筹近年来在国内快速发展, 但实质上是互联网 + 私募或半公募的性质。本文在探讨股权众筹模

式面临的风险和问题的基础上,通过对国内外平台数据的统计分析,对股权众筹融资进行恰当的战略定位,认为初创企业本身具有高风险性,其股权众筹并不适合降低门槛向公众投资者融资,股权众筹一定程度能够缓解但难以解决初创企业融资难问题。

关键词

股权众筹, 众筹模式, 风险, 投资者保护

1. 引言

本互联网金融伴随着 21 世纪初美国互联网的兴起与发展而逐渐萌芽、发展,2001 年作为互联网金融模式之一的众筹融资诞生,美国的 ArtistShare 公司被公认为现代众筹的鼻祖,2006 年之后更多的众筹平台陆续出现,而 2009 年成立的 Kickstarter 则是目前全球最大的众筹平台。2010 年,作为众筹模式之一的股权众筹在美国诞生,随着 2012 年 4 月 5 日美国 JOBS 法案生效,股权众筹得以迅速发展。JOBS 法案放宽了对非公开融资的限制,认可投资型股权众筹模式的合法性,这一方面使得美国的初创企业和小微企业更易获得融资,并进一步使投资变成了一种更为大众化的行为;但另一方面,由于管制的放松,中小投资者的利益可能更容易受损。2014 年 11 月 19 日,李克强总理在国务院常务会议上首次提出,“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”。中国证券业协会于 2014 年 12 月 18 日公布了《私募股权众筹融资管理办法(试行)(征求意见稿)》(以下简称《办法》),就股权众筹监管的一系列问题进行了初步界定,包括股权众筹非公开发行的性质、股权众筹平台的定位、投资者的界定和保护、融资者的义务等。股权众筹以私募方式发行,与公开发行市场互补,将使我国多层次资本市场又增加一个新层次。可以预见,对我国股权众筹的规范监管将会促进股权众筹的健康发展。2015 年 3 月,“开展股权众筹试点”被写入了《政府工作报告》的同时,国务院办公厅发布的《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》中,又提到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,这一系列举措使股权众筹面临前所未有的机遇和挑战。

众筹这一概念最早是由美国学者迈克尔·萨利文于 2006 年提出的,是公众搜索和微型金融二词含义的融合(Bradford, 2012) [1]。众筹的含义就是面向公众筹集资金,是指一群人通过互联网为某一项目或某一创意提供资金支持(Mitra, 2012) [2]。依据现行国际标准,按照投资者所获得的回报不同,众筹可以分为四种模式,即商品众筹、捐赠众筹、债权众筹和股权众筹。美国的 Kickstarter 以及中国的点名时间都是典型的商品众筹平台,投资者最终获得的回报是相应的产品或服务;捐赠众筹则是投资者进行的无偿捐献;债权众筹就是目前国内发展迅速的 P2P,投资者通过投资获得债权;股权众筹是众筹四种模式中的深水区,也是目前最受关注的模式之一,就是投资者通过投资获得相应的股权。与其他众筹模式不同,股权众筹是一种风险较高、期限较长的投资行为,在公开性证券融资体系中处于金字塔的底部,可以被定位为新三板,是多层次资本市场的重要延伸(姚余栋, 2015) [3],然而也属于监管体系最不完善并且风险程度最高的公开性证券融资行为。按照投资者的组织形式不同,股权众筹可以分为以下三种模式,分别为个人直接股东模式、基金间接股东模式和集合直接股东模式(又被称为“领投 + 跟投”模式或辛迪加模式)(邱勋和陈月波, 2014) [4]。其中“领投 + 跟投”模式是被国内广泛接受的一种模式,是由具备一定经验以及足够风险承受能力的领投人发现某一具体投资项目并开始针对这一项目募集资金,带领各个跟投人进行合投,共同投资到创业企业。

随着众筹这一新生事物在中国的迅猛发展,降低股权众筹门槛的呼声渐高,有关股权众筹对中国经济的积极作用被越来越多的学者憧憬和讨论,这些积极作用主要可以概括为促进资本市场的多层次发展、

支持实体经济(周灿, 2015) [5]、给予普通群众投资初创企业的机会、拓宽小微企业融资渠道以及支持创新创业活动(孙永祥, 2014) [6]。但股权众筹能在多大程度上担当为初创企业筹资的重任还需要谨慎观察, 股权形式的投资风险较高, 即使在“领投 + 跟投”模式中, 股东数量众多且分散也会使经营风险提高(张雪琦, 2015) [7]。因此, 《办法》虽然明确表示鼓励相关制度创新, 但还是将我国的股权众筹行为限制为非公开发行, 且未突破 200 人的上限, 可见在当前环境中, 股权众筹生存和创新的空间很小, 我国所谓的“股权众筹”实质上是一种私募或者说半公开的融资行为(杨东和苏伦嘎, 2014) [8]。部分业内人士认为《办法》的准入门槛偏高, 可能限制一些投资者参与, 不利于市场扩容, 使股权众筹也沦为“小圈子的游戏”而失去了众筹市场的本质意义(杨东和黄尹旭, 2015) [9]。也有学者认为, 结合目前我国的金融投资环境, 众筹准入条件过于宽松及各方监管的力度不足将导致各类风险爆发, 轻则造成我国股权众筹成长缓慢无法真正助推实体经济, 重则扼杀处于萌芽状态的股权众筹模式(李湛威, 2015) [10]。中国股权众筹发展过程中应该采取怎样的发展策略才能防止过犹不及? 已有文献在这方面的研究很少, 本研究将在探讨股权众筹模式面临的风险和问题的基础上, 对股权众筹进行恰当的战略定位, 并提出规范众筹融资完善我国资本市场的政策建议。

2. 股权众筹理应设置较高的门槛

面临资金饥渴症的初创企业是股权众筹融资的主力军, 为创业企业募集资金也是股权众筹倡议者的目标定位, 但事实却是初创企业面临高风险, 而公众投资者难以承受高风险。

2.1. 初创企业面临很高的投资风险

初创企业普遍面临融资困难, 股权众筹似乎能为初创企业的资金满足找到解决之道, 但初创企业充满了不确定性, 是企业生命周期中风险最高的阶段, 初创企业的这一特征决定了其不适合向公众投资者募集资金。据统计, 全国平均的初创企业成功率仅仅为 2%, 即使在经济发达的江浙、上海地区, 也只有 4% 的水平。这样低的成功率主要是由于初创企业所面临的高风险, 这些风险主要可以概括为以下几方面。第一, 市场风险。企业成立之初, 市场认可度低, 营销策略不健全, 市场竞争能力弱, 在复杂多变的市场环境中很难站住脚。第二, 管理风险。由于初创企业的主要任务是开拓自身业务, 因此管理者的决策至关重要, 而管理者尚未接受市场的洗礼, 更容易由于决策不当导致企业蒙受损失。第三, 资金风险。从资金的筹备到资金的回收, 这一风险伴随整个创业过程, 一旦资金流断裂, 即使有很好的创意, 初创企业也很难维持运营, 因此, 对于企业的财务管理能力也提出了很高的要求。第四, 人才风险。初创企业在人才招聘中处于劣势, 人才的缺失直接导致了初创企业缺少核心竞争力。第五, 创业团队合作风险。由于创业团队各自的利益诉求不同, 在初创过程中, 团队合作可能因为各种原因而中断, 导致企业经营难以为继。以上风险植根于初创企业内部, 能够克服这些风险而存活下来的企业凤毛麟角。

2.2. 股权众筹风险高于新三板

与新三板市场类似, 股权众筹平台主要是满足种子期或初创期小企业的融资需求, 比较两种市场中参与的企业可以发现, 股权众筹的风险高于新三板, 具体体现在以下几方面: 第一, 从企业所处的阶段来看, 股权众筹平台的定位大多为种子期的企业, 项目过于早期, 对于投资人来说, 存在很大的风险。而新三板的企业则多数为成长期, 风险相对较小。第二, 从市场内资金流动性来看, 两种市场的项目都具有投资期限长, 产品锁定期长的特点, 而股权众筹企业更需要连续几轮的筹资才能实现发展目标, 因此更加需要投资者理性选择参与。第三, 从信息披露制度来看, 股权众筹尚未出台严格的信息披露制度, 而新三板上挂牌的公司要在全国中小企业股份转让系统集中进行信息披露, 尽管还有待规范, 但是已经

形成制度框架。出于防范市场风险的考虑, 监管层对于新三板挂牌和投资者准入设定了较高的门槛。因此, 相较而言, 对于比新三板市场风险更高的股权众筹市场理应设置更高的门槛。

2.3. 股权众筹失败案例分析

企业在初创期即使通过众筹方式筹集到资金, 也很容易因各种原因招致失败, 从而损害到投资者的利益, 以下将剖析股权众筹成功后企业经营失败的案例, 以进一步说明股权众筹的潜在风险。一类案例是和西少爷肉夹馍事件类似, 这些初创企业由于内部经营管理引发的股东对立, 最后导致经营失败, 并严重损害了众筹投资者的利益。此类案例说明了两个方面的问题: 一方面, 不论是投资人的价值观、利益诉求、经营管理理念以及风险承受能力等都是存在差异的, 这些差异在完全陌生的投资者中会更加显著, 并可能给整个投资带来巨大的附加风险。另一方面, 我国现在的社会信用环境较差, 公司的财务信息可信度差, 众筹投资者难以全面了解公司经营情况, 在股权被稀释、利益受损害的情况下都难以知情; 此外, 参与股权众筹的股东也无法在有需要时退回股份撤出资金, 对投资者的权益保护不到位, 对众筹项目发起人的监督管理还基本处于法律空白阶段。另一类案例是以 HER COFFEE 为代表的一批股权众筹咖啡店接连破产事件。这些众筹咖啡店的原始股东很大一部分都有学识、有自己的事业和足够的风险承受能力, 并且开始建立咖啡店是出于满足自己的情怀而非盈利。此类案例也体现了两方面的问题: 第一, 如果一个寻求筹资的项目中股份过于分散, 就会缺少激励机制, 股东们普遍存在搭便车的心理, 导致决策很难被监督落实。第二, 众筹投资者认为这家咖啡店不以盈利为目的, 却不能代表他们准备好了承受持续的亏损。第一阶段的众筹获得的资金能保证支付第一年的经营成本, 然而收入再高的股东也无法承受每一年都要投资来填补亏损, 一定的投资回报是所有参与股权众筹的投资者需要的, 更何况是面对众多普通投资者的时候。综上所述可以看出, 股权众筹面临较高的风险, 即使能够众筹成功, 经营失败的概率也很大。因此, 股权众筹需要对参与的投资者设定较高的门槛。

3. 股权众筹不是解决企业融资难问题的灵丹妙药

在讨论完股权众筹投资者面临的高风险以后, 有必要进一步澄清认为初创企业可以很容易通过股权众筹获得资金的认识误区。从初创企业的角度看, 通过股权众筹解决融资难问题并不容易。

3.1. 股权众筹成功的比例低

据 IT 桔子发布的《互联网股权众筹盘点报告》显示, 我国股权众筹业务近几年一直呈现上升趋势, 2011 年到 2014 年间, 国内 21 家股权众筹平台共发布项目超过 49,381 个, 然而截止到 2014 年成功融资的项目共有 333 个, 众筹项目获得融资的成功率仅仅为 0.67% 的低水平。从创立至今表现最好的天使汇平台, 在 2015 年第一季度成功融资的项目也只有 4 个。同时, 股权众筹的资金供给还远远不能满足初创企业的资金需求, 我国现阶段的股权众筹还没有能力承担起各方期待的支持初创企业发展的重任。

3.2. 初创企业众筹融资的成本高

通过股权众筹融资时企业要承担很高的成本, 主要体现在以下几方面: 首先, 企业需要通过多次众筹满足自己的发展需求。初创企业的资金缺口较大, 资金需求也具有持续性, 因此, 和寻求风投基金或者天使投资人获得较为连续的融资相比, 选择多次股权众筹的方式成本更高。其次, 股权众筹企业的经营管理成本更高。初创企业的管理团队要面对股权结构、公司架构、运营决策机制等诸多问题, 风险投资或者天使投资人在满足企业资金的需求的同时, 也有能力对初创企业面临的这些问题进行指导。而个人直接股东和基金间接股东模式的股权众筹则很难提供这些指导, 但领投 + 跟投的众筹模式, 在一定程度上能起到这种作用。最后, 股权众筹使企业内部沟通协调成本增加。如果股权由于众筹而太过分散,

沟通效率低下, 初创企业就会承担额外的沟通协调成本。在股权分散的前提下, 若公司的内部控制不完善、治理结构不健全, 则可能无法对公司进行有效的管理和控制。

3.3. 初创企业依然要接受风险投资专业人士的审查

总结我国成功通过股权众筹进行融资的全部 333 个项目, 有 230 个项目出自我国最大的股权众筹平台天使汇, 这家平台的项目成功率在同业中处在遥遥领先的地位。从天使汇平台成功融资的项目来看, 都是借鉴了美国较为成熟的“领投 + 跟投”模式, 整个投资过程中领投人都起着重要的作用。首先, 领投人根据自己的经验在平台上发现有潜力的项目并且负责和初创企业进行线下约谈, 判断是否要进行投资; 随后, 领投人确定投资后号召跟投人筹资并对跟投人进行一定的选择, 牵头形成一个联合投资体; 最后, 领投人负责指示持股平台作出决策、签署投资文件, 并在完成投资后根据初创企业的要求参与扩展业务, 以及代表众多投资人关注企业发布的信息等等。此外, 当个别跟投人想要撤出资金或者寻找到了机会可以整体撤出资金取得回报, 也是由领投人负责与企业谈判, 选择时机, 分配投资利益等。由此可见, 这种“领投 + 跟投”模式本质上就是互联网平台上的风险投资, 和传统的风险投资相比, 项目的寻求和融资过程通过互联网完成, 因为互联网的作用, 平台能够聚集到众多的合格投资者, 帮助初创企业更迅速获得融资和更多的人脉资源。但是, 初创企业要通过股权众筹方式筹资, 依旧要经过风险投资专业人士火眼金睛的挑选, 只有真正优秀的企业的融资需求才能被挑选出来加以满足。

4. 国外股权众筹的启示

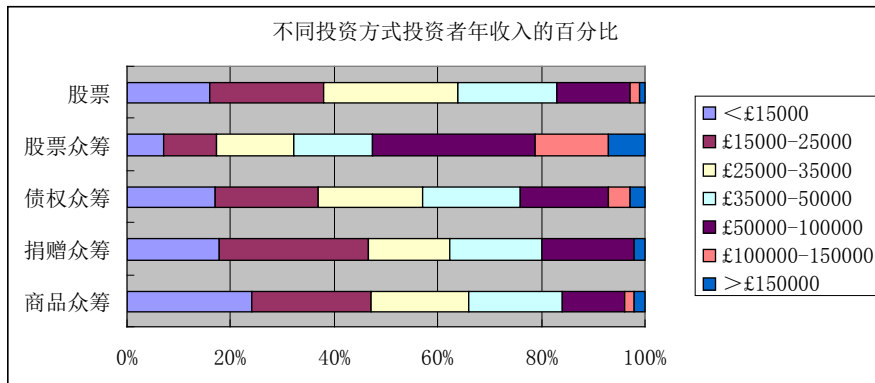
股权众筹虽然有一定的风险, 但并非没有积极作用, 借鉴国外成功经验, 通过适当的机制安排, 可以降低社会风险, 又能充分发挥其积极作用。

4.1. 股权众筹的参与者更大比例是高收入人群

英国的股权众筹始于 2009 年, 在 2012 到 2014 年两年间, 股权众筹的市场规模增长了 410%, 是几种替代性金融方式中增长最快的。如图 1 所示, 在各种替代性金融方式中, 最高的三个投资者年收入段中, 股权众筹的百分比都是最高的, 且投资者年收入在 5 万英镑之上的人数占 50% 以上。图 2 则体现了投资者年龄的分布情况, 选择股权众筹方式的投资者, 小于 35 岁的人数是最多的, 且明显多于其他方式。投资者的高年收入和低龄化都能体现股权众筹这种投资方式的高风险性, 高收入者有较高的风险承受能力, 且投资者的风险偏好随着年龄的升高而降低, 所以年龄小的投资者更喜欢选择股权众筹的方式进行投资。值得注意的是, 由于初创企业的高风险性和所处生命周期的特点, 英国大多数的股权众筹投资者还未取得投资收益。所以, 从股权众筹自身的特点出发, 加强对投资者的保护是十分必要的。英国在 2014 年新颁布的众筹监管规则中特别强调了在扩展众筹平台客户群的同时确保投资者能够理解并承受其中的风险, 例如规定禁止投资者每年投入超过 10% 的净资产于股权众筹投资, 以及投资者必须是高资产投资人或者是经过 FCA 授权的机构认证的成熟投资者。如图 3 所示, 英国 38% 的股权众筹投资者有相关的投资经验和专业知识, 也体现了这种投资方式在专业知识方面要求有相对较高的门槛, 以避免盲目投资。

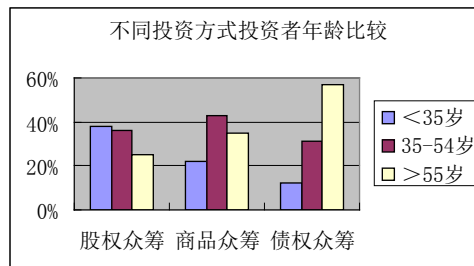
4.2. 股权众筹有更高的回报预期

如图 4 和图 5 所示, 英国参与股权众筹的投资者中, 61% 的投资者认为获得投资回报是非常重要的原因, 并且 96% 的投资者认为这一原因是重要的, 也是调查的全部原因中最被投资者所认可的; 和股权众筹的投资者一样, 债权众筹的投资者也把投资回报看为最重要的; 但是超过 70% 的商品众筹投资者并不看重投资回报。所以在支持初创企业发展方面, 商品众筹比股权众筹和债权众筹更加适合。虽然降低股权众筹的投资门槛能够增加对初创企业的资金支持, 但是众多普通投资者对于投资回报的期待也会给



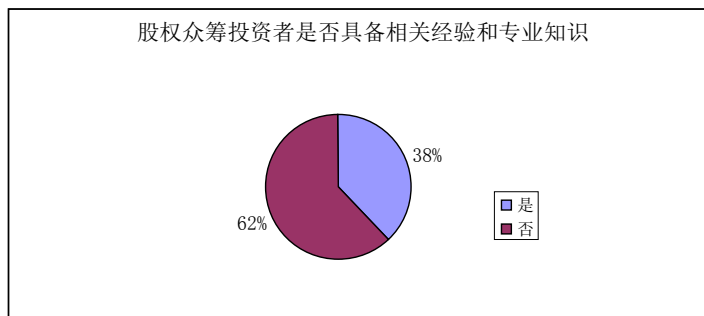
数据来源: 2014 年英国替代性金融行业报告

Figure 1. Comparison of funders' annual income in different ways of investment
图 1. 不同投资方式投资者年收入的百分比



数据来源: 2014 年英国替代性金融行业报告

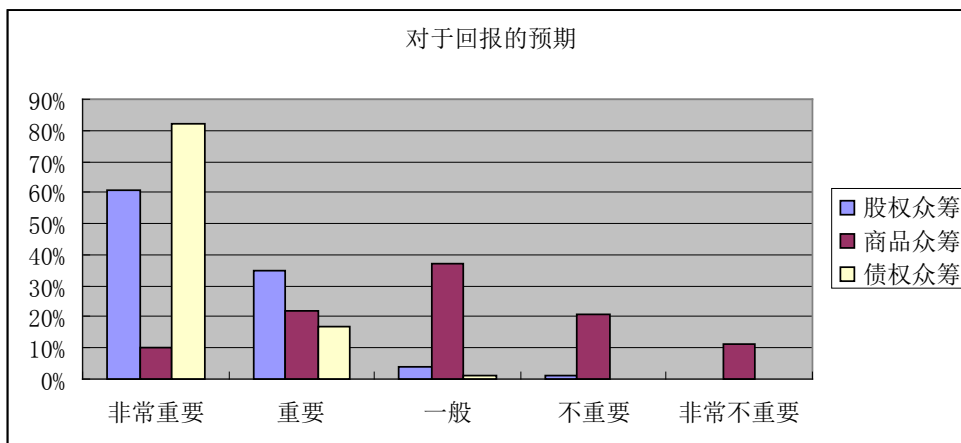
Figure 2. Comparison of funders' age in different ways of investment
图 2. 不同投资方式投资者年龄比较



数据来源: 2014 年英国替代性金融行业报告

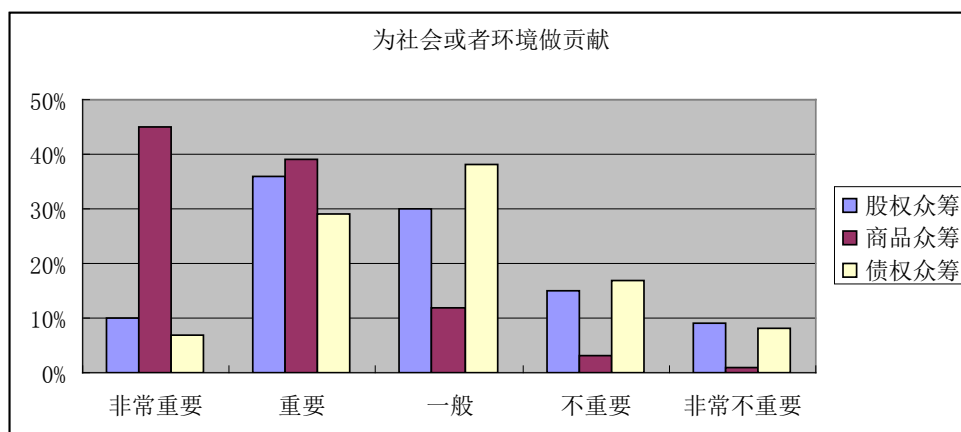
Figure 3. Do funders in equity-based crowdfunding have relevant experience and professional knowledge
图 3. 股权众筹投资者是否具备相关经验和专业知识

企业造成压力, 与之相比, 参与商品众筹的投资者对初创企业更加宽容, 也更适合更多地投资者参与, 同时产生一种营销效应。相应的, 如图 6 所示, 在初创企业对于投资者的需求方面, 50%以上的通过股权众筹融资的企业希望通过投资者产生营销与广告效果、验证创意可行性和扩展人际关系, 而通过商品众筹融资的企业这类需求较少。初创企业的这些需求, 一方面需要通过适当增加投资者的数量来实现, 另一方面也要求投资者具备一定的专业素质和能力, 能给企业以帮助, 所以“领投 + 跟投”是一种值得推广的股权众筹模式。



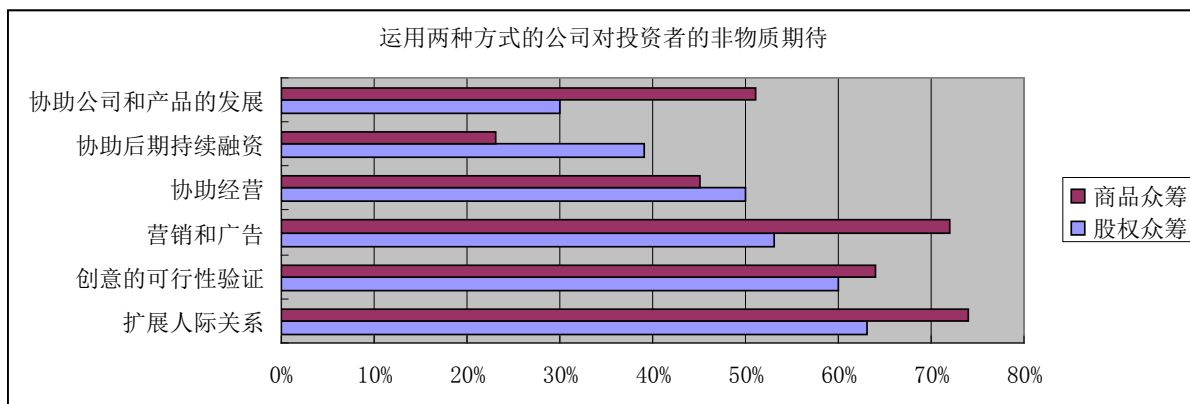
数据来源: 2014 年英国替代性金融行业报告

Figure 4. Reasons for investing in equity-based crowdfunding: the prospect of financial returns
图 4. 投资者的投资原因调查: 对于回报的预期



数据来源: 2014 年英国替代性金融行业报告

Figure 5. Reasons for investing in equity-based crowdfunding: doing social or environmental good
图 5. 投资者的投资原因调查: 为社会或者环境做贡献



数据来源: 2014 年英国替代性金融行业报告

Figure 6. The non-financial support received from funders in different ways of crowdfunding
图 6. 通过不同众筹方式的公司对投资者的非物质期待

4.3. 少数投资者完成了股权众筹的大额投资

美国的 Wefunder 股权众筹平台从 2012 年成立至 2015 年 5 月底共有 75 个初创企业成功融资，而 Angellist 股权众筹平台从 2010 年成立至今有 289 个初创企业在线完成融资，本文分别随机选取了其中数据全面的项目进行统计分析。这两家股权众筹平台中，单个投资者的最低投资金额为 1000 美元，Angellist 平台中注册的投资者人数为 43,771 人，而 Wefunder 平台中注册的投资者人数为 39,580 人。Angellist 平台中的项目大多数都在平台中进行了不止一轮融资，并且种子阶段筹集到的平均金额高于种子阶段之后的第二轮融资。如图 7 所示，从单个项目参与的投资者人数上看，种子阶段的投资者人数也略多于初创期的第一阶段投资人数，但是不管是那一轮融资，投资者的人数基本不会超过 15 人。Wefunder 平台成功的项目中，单个项目参与投资的人数比 Angellist 平台更多，如图 8 和图 9 所示，其人数分布的期望在 30 人左右，而且有 50% 的项目投资人数在 20 到 30 人间，这些投资者满足了项目平均 200 万美元的融资需求。从这两个平台的统计数据可以看出，想要支持初创企业的融资需求，并不需要放开股东人数的上限；另一方面，初创企业如果发展顺利，会进行不止一轮的融资，过多的股东人数也不利于初创企业进行股权登记管理。虽然美国 JOBS 法案使得股权众筹在美国面临的管制下降，推动了股权众筹在美国的发展，并增加了股权众筹参与人数，但不容忽视的是，美国拥有完备的征信体系和完善的投资者利益保护制度，而这些配套机制在中国尚不健全，所以，国内放松对股权众筹的管制所面临的成本也是高昂的。

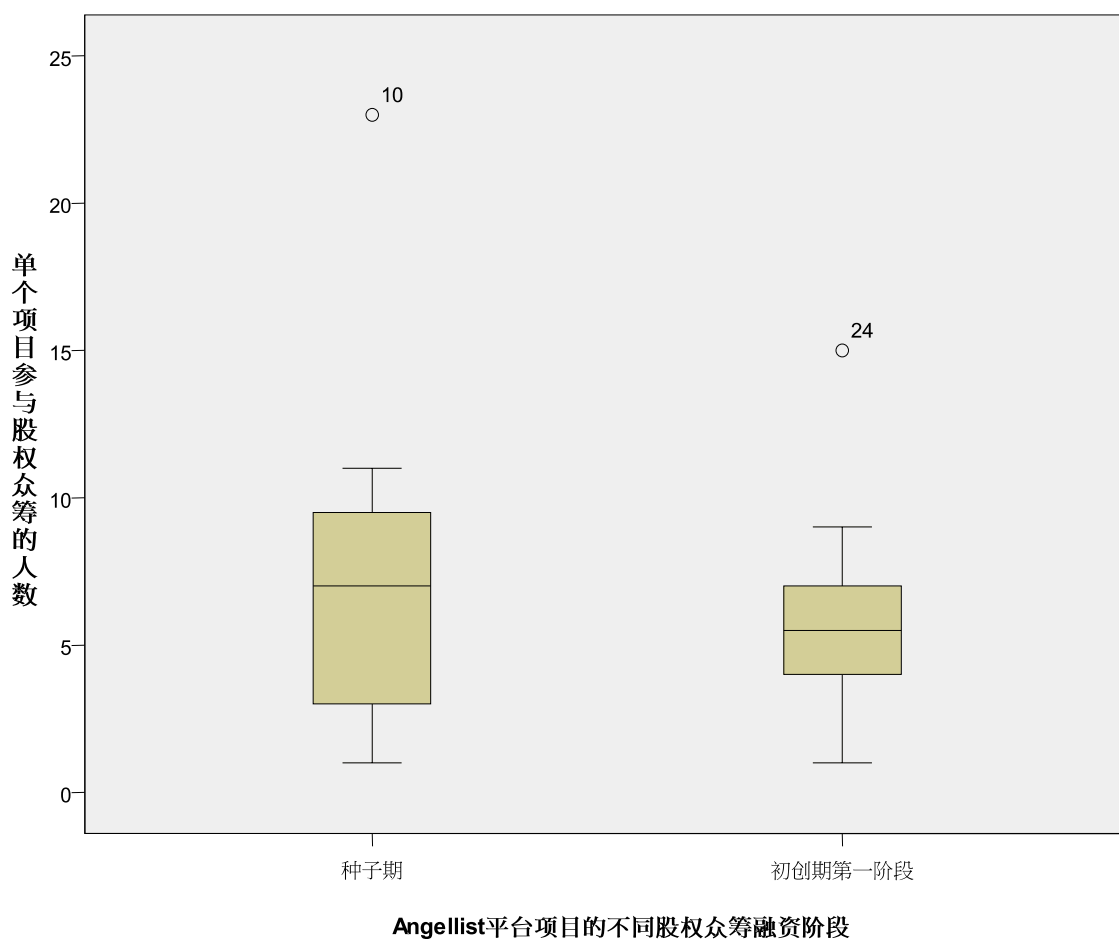


Figure 7. The number of participants at different stages in Angellist

图 7. Angellist 平台项目不同阶段融资的参与人数

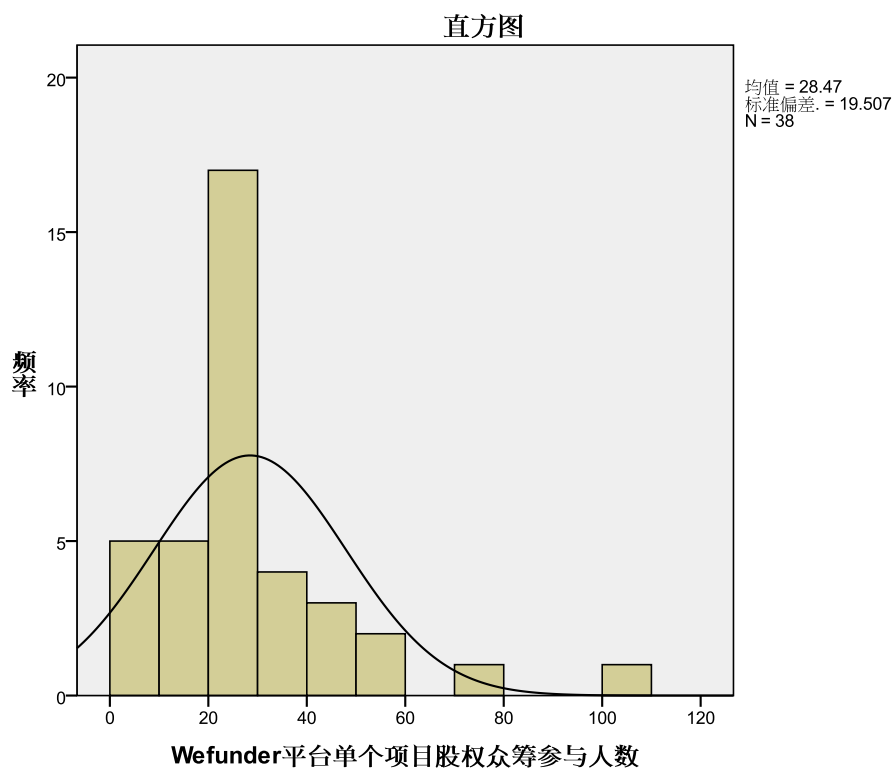


Figure 8. The frequency statistics of the number of participants in Wefunder
图 8. Wefunder 平台参与股权众筹的人数频率统计

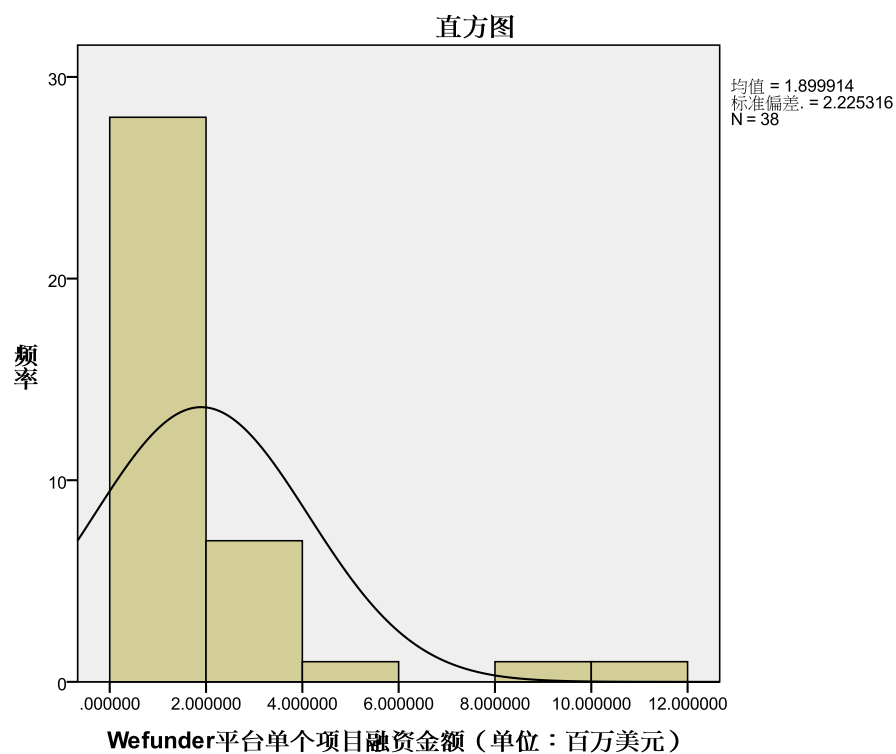


Figure 9. The frequency statistics of financing amount in Wefunder
图 9. Wefunder 平台股权众筹融资金额频率统计

5. 规范股权众筹完善我国资本市场的政策建议

随着股权众筹的迅速发展，对于放松股权众筹限制的呼声很高，但是这种放松所付出的成本也必须被审慎加以考虑，投资者盲目参与并不适合股权众筹模式，而应该对众筹参与者、众筹平台进行合理约束，创新融资模式，稳步实现“大众创新创业”的构想。

5.1. 适当限制股权众筹参与者的资格条件

因为股权众筹的高风险性，投资者在股权众筹平台注册为投资者时，应确保满足一定的资格条件，以避免不合格投资者的盲目参与。这些条件应该参照并略高于新三板市场，并通过对股权众筹平台的监督管理，由股权众筹平台加以落实。这些条件可以概括为以下几个方面：第一，对参与股权众筹的投资者进行专业知识能力测评，以保证投资者具备相关的投资经验、从业经验，从而对投资风险具有自主识别能力；第二，对于投资者的收入状况和财富状况进行阶段性评价和监督，一定的财富水平对应相应的投资限额，以保证投资者具有足够的风险承受能力。第三，由于众筹平台审核不到位而造成投资者遭受重大损失时，应由平台承担相应的法律责任，以督促股权众筹平台保护投资者的利益。只有把保护投资者利益作为制定众筹法规的根本原则，才能在互联网金融逐步发展的今天，更好的实现金融效率和金融安全的统一。

5.2. 加强众筹平台监管

股权众筹平台作为实现众筹融资的金融中介，是连结投资者和企业的纽带，其自身必须有能力承担责任，因此，有必要加强对众筹平台的监管。第一，平台的设立应该符合一定的审核程序，参考我国对于私募基金的审核做法，众筹平台应该在相关行业协会进行登记备案之后，满足监管部门制定的准入标准之后才能上线运行。第二，众筹平台在上线运行之后，业务范围也必须接受监管，并依据法律法规进行经营，当项目进入平台时，平台应该向投资者和监管机构披露筹资者的各项信息，揭示项目的潜在风险，以降低投资者的投资风险。同时，众筹平台应该配合监管机构进行筹资者和投资者的征信工作，但要注意保护众筹参与者的隐私和信息安全。第三，一旦众筹平台出现违规操作或不配合监管，应进行警告，严重的直至取缔。违规操作主要包括未能对上线项目、投资者和筹资者尽到审核义务，对于失败项目的处理失当或者众筹平台隐瞒重要信息和欺诈投资者等行为。

5.3. 支持初创企业以商品众筹的方式融资

与股权众筹相比，商品众筹的回报为实物产品，投资风险小且投资金额低，投资者面临的最大的投资风险是收到实物商品不及时或存在质量或数量上的问题。由于其风险较低，商品众筹更加适合放开投资者人数限制，起到积少成多、筹集资金的作用。根据 Kickstarter 商品众筹平台的统计，这一平台注册的投资者人数接近 300 万，成功募资项目中参与投资者的人数也在几百人不等。虽然商品众筹融资以解决企业的流动资金缺口为主，但在一定程度上也可以满足中小企业的部分资金需求。

5.4. 完善多层次资本市场

为应对初创企业融资难的问题，增加投资者的参与程度，我国还可以进一步完善多层次的资本市场结构，如新三板市场扩容；建立全国统一监管的场外交易市场；借鉴美国场外柜台交易系统的做法，增加直接私募报价品种，丰富企业的融资品种，通过私募产品报价与服务系统的发展，建立更加丰富的金融产品体系，为投融资双方提供更加全面的金融服务。

参考文献 (References)

- [1] Bradford, C.S. (2012) Crowdfunding and the Federal Securities Laws. *Columbia Business Law Review*, **1**, 1-150.
- [2] Mitra, D. (2012) The Role of Crowdfunding in Entrepreneurial Finance. *Delhi Business Review*, **2**, 67-72.
- [3] 中国人民银行金融研究所互联网金融研究小组. 股权众筹是资本市场多层次创新的需要[N]. 第一财经日报, A08, 2015-03-03.
- [4] 邱勋, 陈月波. 股权众筹: 融资模式、价值与风险监管[J]. 新金融, 2014(9): 58-62.
- [5] 周灿. 我国股权众筹运行风险的法律规制[J]. 财经科学, 2015(3): 14-21.
- [6] 孙永祥. 我国股权众筹发展的思考与建议——从中美比较的角度[J]. 浙江社会科学, 2014(8): 146-151.
- [7] 张雪琦. 股权众筹: 现状、风险及应对策略[J]. 互联网金融, 2015(3): 42-44.
- [8] 杨东, 苏伦嘎. 股权众筹平台的运营模式及风险防范[J]. 国家检察官学院学报, 2014(4): 157-168.
- [9] 杨东, 黄尹旭. 中国式股权众筹发展建议[J]. 中国金融, 2015(3): 63-66.
- [10] 李湛威. 股权众筹平台运营模式比较与风控机制探讨[J]. 当代经济, 2015(5): 36-39.