

股权众筹业务：模式、问题与前景

摘要

通过对股权众筹平台业务模式的分析，指出其本质是私募，但与目前私募基金相比，其所投行业更具风险，投资项目的成功与否在于领投人的素质与自律，易引发道德风险，业务运作又并无创新之处，因此股权众筹业务平台的发展是不可持续的，股权众筹业务或会被私募基金所兼并。

正文

近年来我国众筹平台增长迅速，2013 年众筹平台尚不到 20 家，2014 年便达到 132 家，股权众筹平台 27 家，增长了 5 倍多，至 2015 年 4 月份，平台数量达到 149 家。平台数量增长的同时，融资规模也在大幅增长，股权众筹平台的融资规模也在节节上升，但不同股权众筹平台融资规模的差异很大，最大的平台天使汇占比达 50%。虽然目前国内对众筹争议较多，我们对此不作评价，仅研究其融资运营模式，研究中以天使汇和大家投为案例。

目前国内大部分众筹平台将自己定位为风投项目的孵化器。以天使汇与大家投为例，天使汇的主要投资人是天津邦盛投资有限公司，而天津邦盛投资有限公司是天津市政府主导的国有资本和风投共同投资设立的，大家投的背后机构则是专注于 TMT 项目的孵化器和加速器——深圳创新谷。虽然投资方向各异，但通过分析大家投和天使汇，可以概括出我国股权众筹平台的主要运营模式。

一、股权众筹的运营模式

（一）业务范围

股权众筹平台的主要业务就是为初创企业或初创项目融资，找到对应的投资人，同时向投资人推荐优质的初创项目或企业。除了在线上进行交易挂牌及合投业务外，还对一些项目进行线下直接投资，以及承担咨询、线上工商注册及股权变更等业务。

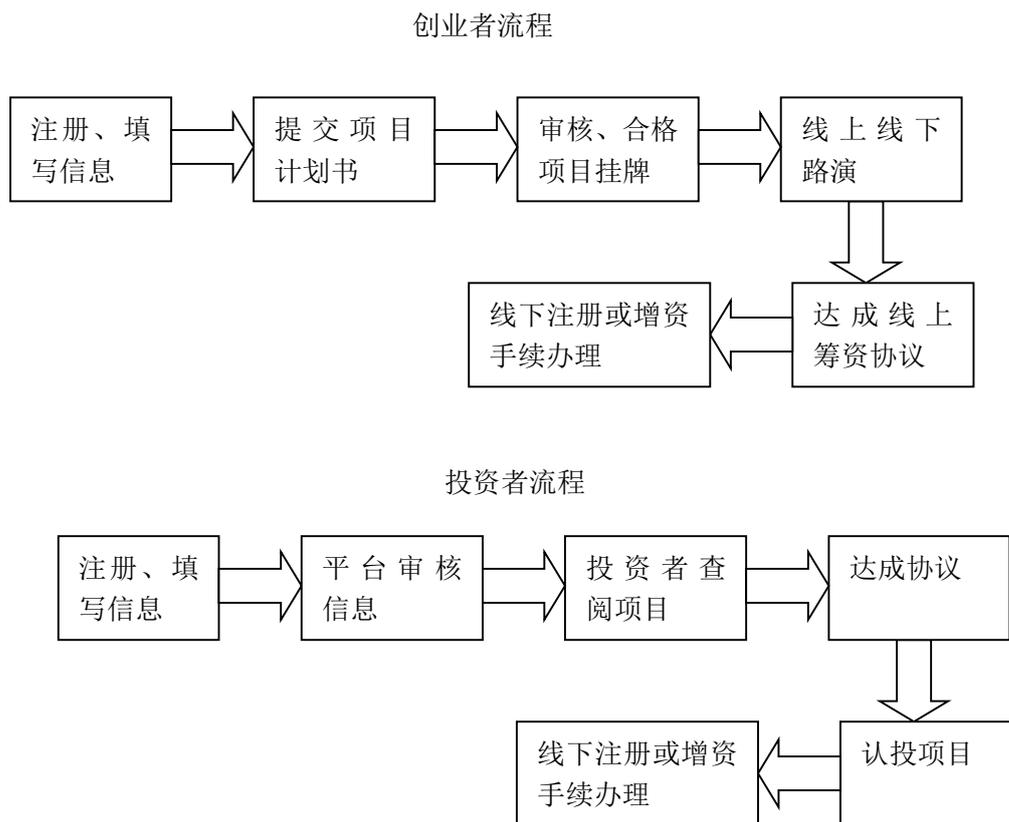
（二）运营流程

目前众筹运营流程可分为投资人和创业者两条线。创业者与投资者的基本流程如下。

下图所示：

图 4. 股权众筹运营流程

Figure1.股权众筹运营流程



就运营流程而言，大家投采用的是“领投+跟投”模式，所谓的“领投人”是指具有相关领域的投资经验与风险承受能力，且通过平台审核的投资人；“领投人”负责项目分析、尽职调查、项目估值议价、投后管理等事宜，带领“跟投人”进行合投。跟投人要取得项目跟投资格，也需注册天使投资人，但创业者有权拒绝跟投人的认投。天使汇的运营流程除类似的“领投+跟投”模式以外，2013年初，为提高优质项目的融资效率，该平台还以“快速团购优质创业公司股权”的形式推出了“快速合投”功能。

（三）投资者资格

投资总与风险相伴，天使投资与其它投资相比风险更大，因此，股权众筹平台对投资者准入设定了一定的门槛。要求有两点，第一，为避免投资项目失败影响投资者的生活水平，要求投资者能够达到中产或以上水平，并且投入的资金只占其收入或资产的一部分。第二，要求投资者尤其是领投人具有较高的风险甄别能力，对其投资领域有比较全面的了解，审核的主要依据是投资者的职业、专业知识及过往的投资经验等。2015年12月18日，中国证券业协会发布《私募股权众筹融资管理办法(试行)》征求意见稿，对投资者资格进行了认定，办法明确投资者为净资产不低于1000万元人民币的单位，或金融资产不低于300万元人民币或最近三年个人年均收入不低于50万元人民币的个人。

（四）盈利来源

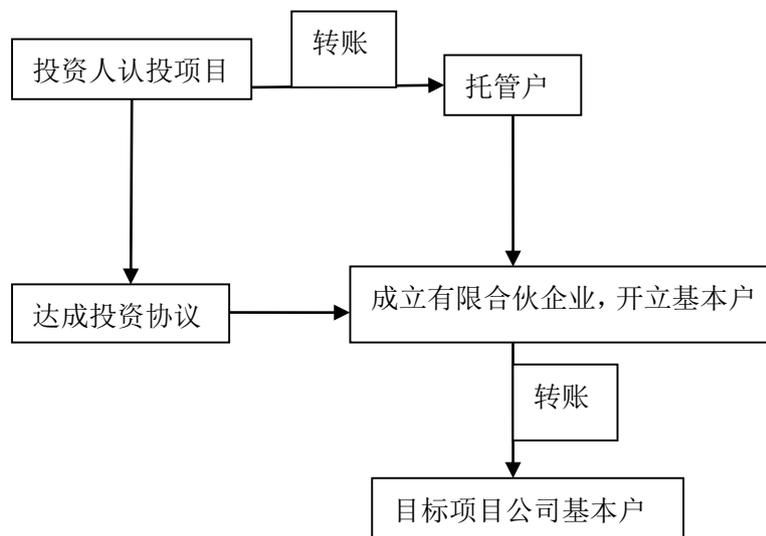
中国证券业协会发布的征求意见稿中将众筹股权平台确定为“通过互联网平台（互联网网站或其他类似电子媒介）为股权众筹投融资双方提供信息发布、需求对接、协助资金划转等相关服务的中介机构”，因此其主要的收入来源为交易佣金费、增值服务费和流量导入费。交易佣金费一般按照成功筹资金额的特定比例来收取，此费用包括项目的筛选、沟通、指导等服务；增值服务费是指企业可以把合同、文书、法律、财务、信息化等方面的具体操作外包给平台，平台收取相应的费用；有些平台为项目提供广告和市场营销服务，收取流

量导入费。目前，面对激烈的市场竞争，交易佣金费率正在逐步降低，增值服务费占比则逐步提升。在“领投+跟投”的模式下，股权众筹平台的盈利模式也正在逐步发生变化。

（五）投后资金管理

投后资金的管理涉及到投资者、托管户及有限合伙企业等参与方，以大家投的投后资金管理为例，其具体流程如下图所示。

Figure 2.投后资金管理流程



2015年12月18日，中国证券业协会发布《私募股权众筹融资管理办法(试行)》规定券商、基金公司等证券经营机构开展股权众筹业务可以通过备案形式直接开展。因此投资者或可借道私募股权的基金或专户，进行投资。

二、股权众筹发展趋势（或将不可持续、或融入私募股权基金）

股权众筹模式得到发展背景在于全国持续掀起大众创业万众创新热潮，双创再迎政策利好。但通过对股权众筹模式的分析可以发现与私募相比，其并没有太多创新之处，反而存在着劣势。

（一）投资者准入门槛高

2015年12月18日，中国证券业协会发布《私募股权众筹融资管理办法(试行)》征求意见稿，对投资者资格进行了认定，办法明确投资者为净资产不低于1000万元人民币的单位，或金融资产不低于300万元人民币或最近三年个人年均收入不低于50万元人民币的个人，这一规定便将之前一些众筹平台排除在外，且对投资者做出了限定。

（二）风险高、退出机制不明晰

毫不讳言，与其它投资相比，参与股权投资的风险相对较高，而众筹业务的风险更高，目前国内大部分众筹平台将自己定位为风投项目的孵化器，与风投项目相比，其风险程度更高、且没有明晰的退出机制。

（三）缺乏监管，易引发道德风险

众筹项目的发展在于领投人的经验与道德自律上，缺乏外部监管，更缺乏高素质的PE专业人员，目前我国受传统教育体制和人才流动

机制的影响，加上私募股权投资基金在国内刚刚起步，因此，高素质PE 专业人员非常缺乏，且大部分专业人员从事基金、证券等行业，这一点严重制约了我国众筹业务的发展。

（四）或融入私募基金

通过分析股权众筹的运营模式，可以发现相比私募基金的运作，其并没有较大的创新，其本质仍是私募基金。且与正规的私募基金相比，其在人才配置、经验、资金运作上存在劣势，另外众筹资金所投行业的风险更高，时间可以检验一切，一大批众筹投资项目失败后，或会被私募基金兼并。