

美国互联网众筹及其对中国的启示

裴平¹, 师晓亮²

(1. 南京大学商学院, 江苏南京 210093; 2. 美国伊利诺伊大学香槟分校商学院, IL61801)

摘要: 随着2012年美国JOBS法案颁布,借助互联网平台、大数据技术,美国互联网众筹迅速发展,已逐渐成为美国个人和小微企业为项目筹资的主要渠道之一。本文通过论述美国互联网众筹的发展现状,特别是分析美国两大互联网众筹平台Kickstarter和AngelList的实际案例,进而提出美国互联网众筹对我国互联网众筹健康发展的有益启示。

关键词: 美国; 互联网众筹; 模式; 经验与启示

中图分类号: F830.39 **文献标识码:** A **文章编号:** 1672-6049(2016)04-0001-13

一、引言

互联网众筹作为互联网技术进步和金融服务发展相融合的产物,以其受众范围广、发起融资项目门槛低、投资金额准入少等优点迅速风靡全球,为大众创业、万众创新、小微企业融资以及投融资渠道多元化发展发挥了积极作用。我国互联网众筹起步晚、发展快,还有不少理论与实践问题急需解决。因此,有必要借鉴互联网众筹最发达国家——美国的理论成果和实践经验,这不仅有利于解决我国互联网众筹发展中的问题,而还能够为我国互联网众筹健康发展提供有益的启示。

“众筹”这一概念由Michael Sullivan提出。Belleflamme、Lambert、Schwienbacher(2010)把“众筹”定义为一种在互联网平台上发起的、对金融资源的公开要约,响应要约的金融资源提供者可以无偿捐献这种金融资源,或者要求发起要约者给予一定的奖励或股权。^[1] Poetz、Schreier(2012)指出,众筹作为经济学层面上的自觉融

资行为,起源于众包。众包是一种利用互联网远程分配工作、收集商业创意、解决技术难题的行为,众筹正是借鉴了众包的运作方式,把融资任务分配给众多投资者。^[2] Tomezak、Brem(2013)认为,众筹把传统意义上由指定机构进行的放贷行为以公开要约的形式外包给众多普通投资人。^[3]

根据筹资方式,Belleflamme(2010)认为,互联网众筹可以被分为两大类,分别为All or Nothing和Keep it All。All or Nothing方式是指如果一个项目没有达到预期的筹资金额,那么所有投资人先前投入的所有金额都将被退回,项目发起者得不到一分钱,Kickstarter平台是All or Nothing的典型代表。Keep it All方式是指即使项目在互联网众筹平台的约定时间内无法筹集到预计金额,项目发起者依然可以获得已经筹集到的项目金额,例如美国的Indiegogo。^[1]

根据回报方式,美国经济学界主流观点是把互联网众筹分为四类:(1)捐赠模式。投资人通

收稿日期:2016-07-01

基金项目:本文系国家社会科学基金重大项目“互联网金融的发展、风险与监管研究”(14ZDA043)的阶段性研究成果。

作者简介:裴平(1957—),男,浙江天台人,管理学博士,南京大学国际金融研究所所长,教授、博士生导师,研究方向为金融理论与实务、国际金融管理、互联网金融等;师晓亮(1994—),女,江苏靖江人,美国伊利诺伊大学香槟分校2016级金融专业硕士生,研究方向为金融理论与实践、互联网金融等。

过网络捐赠小额现金给某个特定项目,但并不要求任何形式的回报。Burtch、Ghose、Wattal (2013)指出,捐赠模式便利了人们向公共产品的私人捐献,而这种捐献常常是建立在利他主义上的。^[4](2)奖励模式。根据 Belleflamme、Lambert、Schwienbacher (2014)的阐述,在项目处于构想设计阶段时,发起人就把该项目的草案公布在互联网众筹平台上,中意该项目的投资人通过为项目提供启动资金来换取一定的“奖励”,该“奖励”不是现金或股权形式的,而是对项目产品或服务的优先购买权、较低的购买价格等。^[5]Rossi (2014)指出,该模式通常用于创意型公司或者小商品的生产,因为奖励型众筹的预先融资方式可以为产品提供需求测试,一旦项目融资达到预期,发起人就可以确定市场的可得性。^[6](3)债权模式。投资人以获取利息为目的,把自身资金当做贷款放给项目发起人。Kirby 和 Worner (2014)又进一步把债权模式按互联网众筹平台的作用大小分为客户账户分离型、公证型和回报保障型。在客户账户分离型中,互联网众筹平台的作用相当有限,仅局限于匹配发起人和投资人,发起人筹集的资金全部存放在独立于互联网众筹平台的银行账户中,互联网众筹平台对该账户没有任何权利。在公证型中,互联网众筹平台不仅可以匹配发起人项目和投资人要求,还会向投资人出具单据以证明投资人的投资行为和投资金额。在回报保障型中,互联网众筹平台作用最大,在具有以上类型所有功能的同时,还可以规定贷款的条件,为投资人设定特定的投资回报率。在债权模式中,互联网众筹平台一方面需要选择、评估可以上线的投资项目,监督贷款期限内项目的实施情况并及时通报投资人,另一方面还需要为投资人提供在二级市场上卖出未到期贷款的服务,以控制流动性风险。^[7](4)股权模式。投资人投入自身资金以获取目标企业的股权,投资人在项目成功后转变为公司股东,并且根据公司业绩和投资份额获得红利。Wilson、Testoni (2014)与 Deffains-Crapsky、Sudolska (2014)都认为,在风险资本和私募股权基金难以充分支持小微企业在早期阶段的发展时,股权模式是一种很好的替代方法。但是,股权模式下投资人需要承担比债权模式下更大的、由于信息不对称带来的风险,当局对于股权模式的互联网

众筹平台监管也更加严格。^{[8][9]}

美国经济学界对于互联网众筹的评价也观点各异。根据 Gubler (2013)的观点,互联网众筹具有无穷潜力,表现在它可以革新小微企业的融资方式,可以迅速把 Facebook 等社交媒体上的百万用户变为风险资本家,可以让原本很难得到融资的有价值的商业创意得到实现。^[10]Agrawal、Catalini、Goldfarb (2013)指出,互联网众筹让众筹发起人获得资金的成本降低、获取的信息来源增多,并且让投资人获得更多的投资机会、更早得到项目承诺的产品。但是,因为信息不对称和投资人缺乏经验,互联网众筹产生了更大的项目风险和欺诈风险。^[11]Colgren (2014)认为,运用互联网技术,众筹拓展了小微企业获得融资的途径,使之高效省时。^[12]Viotto (2015)指出,众筹作为新兴企业融资的可选途径,能够通过互联网匹配潜在企业家、项目所有者和潜在投资者。^[13]

由于互联网众筹是近几年来新出现的融资工具方式,美国经济学界的研究多以理论叙述和实践总结为主。我国互联网众筹起步较迟,发展较快,有许多理论与实践问题还亟需解决。因此,在借鉴相关文献的基础上,本文首先对美国互联网众筹的总体发展进行论述,然后对美国最具特色的两大互联网众筹平台 Kickstarter 和 AngelList 的实际案例进行分析,最后提出美国互联网众筹对我国互联网众筹健康发展的有益启示。

二、美国互联网众筹的整体分析

(一) 发展现状

在全球众多大力发展互联网众筹的国家中,美国凭借其雄厚的金融实力和丰富的人才资源,拔得头筹。面对全球各个国家互联网众筹平台的激烈竞争,美国的互联网众筹平台依托广阔的目标市场和数量众多的潜在投资人,筹资金额和成功筹资的项目数量不断增长。根据美国经济学界通常将互联网众筹模式划分为捐赠型众筹、奖励型众筹、债权型众筹和股权型众筹;而捐赠型众筹和奖励型众筹统称社会型众筹,债权型众筹和股权型众筹统称金融回报型众筹(见图1)。

在美国互联网众筹发展过程中,上述四种模式的发展情况不尽相同(见图2)。在数量上,奖励模式占据主流地位,采用奖励模式的互联网众筹平台占美国互联网众筹平台总数的43.5%,债权模式在美国互联网众筹平台的占比较低,为

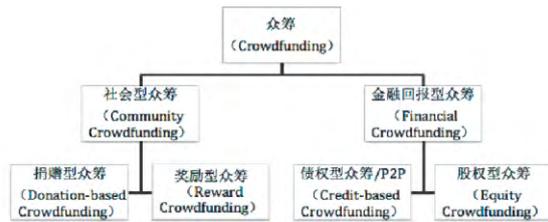


图1 众筹模式分类

14.5% , 股权模式由于投资的高风险性和专业性数量占比最低 , 为 14% 。在单个项目平均筹资金额方面 , 四种模式下的项目平均筹资金额随着模式风险性的增加而增加。因此 , 在股权模式下 , 高风险对应的高投入和高回报使得单个项目平均筹资金额很高 , 为 84597 美元。



图2 2012年美国众筹模式发展情况

数据来源: Massolution 2013 Crowdfunding Market: Software and Solution Report; Crowdfunding Industry Reports of 2013 and 2015

(二) 迅速发展的主要原因

美国互联网众筹之所以能够在短时间内得到迅速发展 , 得益于多种因素 , 包括美国自身的经济实力、制度保障和信用文化等 , 其中最主要的原因是:

1. 小微企业融资难。小微企业因为自身资本实力薄弱、财务制度不完善、内部控制制度不健全 , 难以使用传统融资方式(银行贷款、风险投资、发行股票) 获得融资。尤其是 2002 年美国 Sarbanes-Oxley 法案后 , 企业上市筹资成本和合规成本大幅增加 , 小微企业愈发难以通过公司上市发行股票融资。在 2008 年金融危机后 , 美国银行惜贷的心理更加严重 , 使得小微企业也难以通过银行贷款融资。美国联邦存款保险公司 (FDIC) 的统计表明 , 金融危机之后 , 美国银行业净息差在 2010 年至 2012 年期间居高不下 , 分别

为 3.76% , 3.60% 和 3.42% 。高净息差水平主要是由于在金融危机的余波中 , 银行不愿意向工商业企业发放贷款 , 导致银行贷款供不应求 , 贷款利率居高不下。在惜贷的情况下 , 银行更愿意选择资金实力雄厚的公司放款 , 首先被淘汰的贷款对象就是小微企业。因此 , 一方面 , 小微企业对资金存在巨大需求 , 另一方面 , 传统金融市场只能为小微企业提供少量资金。在资金供给与需求如此不平衡的情况下 , 互联网众筹平台敏锐察觉到了商机 , 开始组织普通投资人为小微企业提供资金 , 因其潜在投资人数量众多、投资门槛低 , 受到小微企业和普通投资人的双重欢迎 , 美国互联网众筹因此如火如荼地发展起来。

2. 互联网普及。互联网不仅为互联网众筹提供了技术依托和发展平台 , 而且还为互联网众筹提供了广阔的潜在用户资源。在全球互联网用户大规模增加、使用互联网的进入门槛进一步降低的情况下 , 互联网众筹平台的潜在项目发起人和投资人都大幅增加 , 互联网的亿万用户都成为广阔无边、开放共赢的潜在投资者和项目合作者。

3. 大数据运用。传统的商业战略建立在对具有核心竞争力资产的绝对控制上 , 忽略了通过综合利用亿万普通人的智慧来获得惊人效果的可能性。大数据的运用是一种“多者异也”思维在商业上的充分运用 , 能够使金融服务创新向收集、处理、运用海量信息流的方向发展 , 为互联网众筹平台的构建做好了技术支持和理论准备。数据库的软件技术让互联网众筹平台可以在短时间迅速捕获、流程化处理、快速保存海量资金供给与需求信息 , 大数据的运用让互联网众筹平台对发起人和投资人的信息进行整合、分类、匹配、运用 , 向人们展示一个项目不依赖于独特的资源、高昂的固定支出 , 以及无与伦比的天赋和人才 , 同样可以获得巨大成功。

4. 创业创新需求。因为创业企业内部控制制度不完善、财务制度不健全 , 缺乏有价值的抵押品 , 银行对创业企业的贷款审批非常严格 , 甚至不愿意放贷给创业企业。同时 , 因为银行贷款的高门槛和严苛的贷款条件 , 创业企业对银行也并不满意。创业企业希望贷款形式有所创新 , 能够尽可能的连接生产者和消费者 , 并且使消费市场的反馈迅速传递给生产者。这种需求为互联网众筹的提供了市场。互联网众筹的投资人通

常能够先于普通消费者优先试用他们投资的产品,能够为创业企业及时提供产品反馈,帮助企业进行产品调整以适应未来市场需求。另外,涉及知识产权、版权的行业更加需要新型筹资方式帮助他们解决产权、版权限制访问的问题。互联网众筹以投资人进行投资交换在线内容的访问权、制造权的方式,解决了在线内容生产时搭便车的问题,即获得在线内容访问权的人员擅自把在线内容分享给未获授权的人,导致商业秘密泄露。搭便车问题在互联网众筹中极少出现,因为

投资人为维护自身利益不可能外泄在线内容。

(三) 互联网众筹的特点

互联网众筹四种模式的特点可以分为模式自身的特点和融资过程中存在的特点两大类。从模式自身特点来说,四种模式的不同体现在其投资本质、报酬形式、平台的建成难易程度、投资动机、平台项目类型五个方面(见表1)。捐赠模式下的众筹类似公益捐款,随着投资专业性和风险性的上升,从奖励模式、债权模式,直至股权模式,众筹越来越接近风险投资。

表1 四种互联网众筹模式及其特点

	捐赠模式	奖励模式	债权模式	股权模式
投资本质	捐款	捐款/预购	贷款	投资
报酬形式	精神满足感	无形奖励	本息和(部分公益性贷款无息)	股权。如企业经营顺利,可获得红利。部分情况下存在无形奖励
建成难易	易,门槛极低		难,平台需要承担尽职调查	经过合规检查
投资动机	利他主义/内心需求/社会激励	社会激励/内心需求	内心需求/社会激励/投资需求	
项目类型	公益性	资本要求低		资本要求高

除了自身的特点之外,四种互联网众筹模式在融资过程中也存在不同特点,具体表现在筹资的地域限制、资金的集中程度、筹资速度、资金流向、投资风险等方面。在总结融资过程中的特点时,一般把这四种模式归结为非股权型众筹(捐赠模式、奖励模式、债权模式)和股权型众筹两大类。

1. 非股权型众筹的特点

(1) 融资不再受到地域限制。当早期互联网众筹平台 Sellaband 开始提供服务时,超过86%的投资人来自项目发起人60英里以外的地方。到现在,投资人和发起人之间的平均距离大约是3000英里。

(2) 筹资高度倾斜。在2009年中,Kickstarter平台0.7%的项目得到了超过整个平台总筹资金额73%的资金。在成功筹到目标资金的项目中,1%的项目占据了总金额的36%,10%的项目占据了总金额的63%。

(3) 筹资速度与已筹集资金的数目成正比,投资人群体存在羊群效应。在互联网众筹平台 Sellaband 给定的一个星期中,已筹集目标金额80%的项目所获得的新投资者数目是已筹集目标金额20%项目所获得新投资者数目的两倍。

在融资过程中,已筹集资金数目越大,潜在投资人对项目的信心就越充足,导致筹资速度加快。筹资速度的提高进一步巩固了投资人的信心,由此吸引更多资金投入,形成良性循环。

(4) 亲朋好友在早期融资过程中起到关键作用。相比其他投资人,亲朋好友与发起人之间的信息更加对称,因此在早期融资中占据了一大部分,也能够为后来的其他投资人加入提供积极信号。

(5) 资金流向遵循传统规律。虽然互联网众筹平台使得投资人来源不再受地域限制,但是众筹资金的流入地和传统融资一致,都会流向人力资源丰富、互补资源充足、后续融资便利的地方。

另外,在非股权型众筹中,投资人和项目发起人都会对结果过分乐观。在 Sellaband 上,在第一波受资助的艺术家不能向投资人兑现有形回报后,投资人在后续投资中降低了自己的期望值。相似的是,在 Kickstartert 平台上,由于众多评级较高的项目推迟投资报酬承诺的时间或公开宣布不能兑现投资报酬(在技术和设计类项目中超过50%的产品交付延迟),管理层不得不调

整平台对项目的评价方法。

2. 股权型众筹

除了具有上述非股权型众筹的融资特点之外,股权型众筹还有自身的特点,其中主要的是点:

(1) 股权型众筹投资人选择投资项目时主要考量项目的收益,而不是像非股权型众筹投资人主要是基于对项目的兴趣。

(2) 股权型众筹不适合对未来发展有高质量规划的创业企业,因为股权型众筹虽然能为创业企业融资,但却导致了股权的分散和稀释,使得创业企业在渡过早期发展难关后,难以向实力雄厚的投资者筹集更大规模的资金。

(3) 股权型众筹投资人通常会支付比传统股权投资人更高的价格,因为股权型众筹投资人难以对投资项目进行实地尽职调查,不能准确地评估风险和回报,只能通过发起人提交的商业方案和互联网众筹平台的调查报告等信息进行判断,所以经常会高估项目报酬、低估项目风险,付出更高的投资价格。

(4) 股权型众筹的投资人将承担更大的风险。由于缺乏严格的公司治理、公开披露、会计制度和其他在公开证券交易市场的一般要求,股权型众筹中的信息不对称比非股权型众筹中更为严重,表现在投资人无法预测发起人能否成功建立公司以实现股权价值。另外,股权型互联网众筹平台一般会在项目正式上线前对项目,尤其是创业项目,进行尽职调查以保护非专业投资人。76%的股权型互联网众筹平台会进行事前的尽职调查,24%的股权型互联网众筹平台在项目筹到目标金额后会进行尽职调查。

(四) 运作流程

虽然互联网众筹被分为多种模式,但是它们的经营流程具有相似之处。互联网众筹平台在整个众筹操作流程中处于关键地位,他连接着投资人与项目发起人。项目投资人把经过平台审核的项目上传到互联网众筹平台上以信用信息^①吸引投资人关注,投资人通过互联网众筹平台了解项目、寻找投资机会并与发起人沟通。一

旦确定投资,投资人会通过银行账户或支付平台进行转账,互联网众筹平台会暂时帮投资人保管这笔资金。如果筹集资金达到目标金额,或未达到目标金额但平台依据 Keep it All 模式,互联网众筹平台会把所筹资金转交给发起人,且平台因此收取手续费和交易费;如果筹集资金未达到目标所需金额,互联网众筹平台依据 All or Nothing 模式,会将资金返还给投资人。在项目实施时,平台监督与项目有关的资金流、信息流和报酬流。项目成功后,发起人直接向投资人兑现承诺。具体流程如下(见图3):

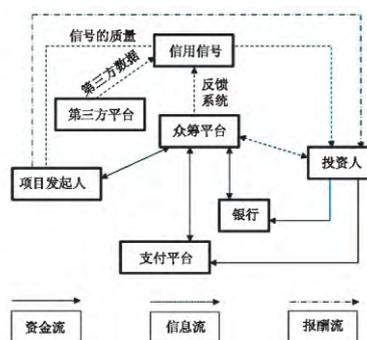


图3 互联网众筹平台的运作流程

在图3中,信用信息是项目发起人能够获得投资人投资的最主要因素。在互联网众筹机制的设置中,项目发起人公开的信息都是他们愿意公开的部分,然后他们对外界发出“相信我!”的信号,以此来吸引投资人注意。信用信息的可信程度一般可以通过以下三个方面得到证明:

1. 信号的质量。信号的质量是能够证明信用信息真实程度的最有力证据。在众筹市场上,建立企业的品牌声誉是最简单的提高信号质量的方式。但是由于众筹项目涉及的企业都刚刚创立或还未创立,难以提供可信赖的品牌支撑。所以,发起人提供的项目信息数量越大、可得性越高,所发出的信号的质量就越高。其他可以提高信号质量的方法,包括寻找担保人、参与在线平台的慈善捐款等。另外,项目发起人教育水平的高低与项目的质量信号好坏成正比。

2. 反馈系统。大多数互联网众筹平台都会设立反馈系统,投资人和项目发起人可以提交他

^①信用信息:为证明项目的投资价值 and 可信程度,项目发起人公布的有关项目信息,目的是获取投资人的青睐。

们对交易或对交易对手的意见,从而互联网众筹平台就能够利用众多反馈信息,对投资人和发起人做出信用评价。反馈系统最基本的版本是双方反馈交易情况,最为复杂的版本依赖于双方提供的各项评分来完善用户的信用信息。如果一个信号是反馈系统中评级较高的发起人发出的,那么该信用信号就能较快获得投资人的信任。

3. 第三方数据。独立于发起人、投资人和互联网众筹平台的第三方往往能够提供最为公正客观的信用数据。互联网众筹平台通常会借助大型社交平台如 Facebook、Twitter、LinkedIn 和支付平台的数据来完善客户的个人信用信息。

(五) 监管规则和法律

对于互联网众筹这一新兴的金融工具,美国的互联网众筹平台和监管层都制定了相应的法律和规则来规范互联网众筹的发展,并解决市场失灵问题。

1. 平台规则。主要包括设置发起人和投资人的准入条件、对项目介绍的真实性要求、投资人投资金额的限制、项目实施中对发起人定期反馈项目进度的要求等等。

2. 法律法规。2012年4月5日,美国总统奥巴马正式签署了《工商初创企业推动法》(Jumpstart Our Business Startups Act,简称JOBS法案)。JOBS法案的第三章重点探讨了众筹的相关规定,因此JOBS法案第三章又被称为《众筹法案》(Crowdfund Act)。2015年10月30日,美国国会通过了JOBS法案的修正案,在修正案中美国证券交易委员会(SEC)向普通投资人开放了股权众筹市场。在以上法案中有这样几点值得重视:(1)投资人在单个项目中投资金额不得超过一定限额。众筹法案规定投资人对单个项目的投资金额不得超过年收入的10%,最高不得超过100000美元(Sec. 2. a. B. ii)。另外,年收入不足100000美元的投资人所投金额不得超过年收入的5%,最高不得超过2000美元(Sec. 2. a. B. i)。(2)互联网众筹平台必须在美国证券交易委员会登记注册,必须加强对投资人的风险意识教育,必须采取措施逐步减少欺诈风险,如对投资人进行历史信用记录审查,尤其是持有公司股权超过20%的投资人。另外,互联网众筹平台还必须确保投资人没有在投资金额限额方面违反规定。(3)众筹法案明确规定股权型

互联网众筹平台必须设置融资门槛,不允许未达到目标金额的项目使用已获得的筹资金额,即股权型众筹必须使用 All or Nothing 模式。

3. 众筹尽职调查。对比传统投资人,众筹投资人很难进行尽职调查,因为单个众筹投资人持有的投资份额非常小,难以有动力耗时耗力投入金钱调查项目发起人。因此,互联网众筹平台必须承担起尽职调查的责任,可以采用的方法包括:利用多位投资人提供的反馈收集对项目的评价和质疑、要求大型项目的发起人进行项目阐述和简报等。

三、美国互联网众筹的案例分析

美国互联网众筹的发展领先全球,而在美国互联网众筹的四大模式中,奖励型众筹是数量占比最多的一种,股权型众筹是平均筹资金额最高、最有发展潜力的一种。Kickstarter 和 AngelList 分别是奖励型众筹和股权型众筹中成立最早、规模最大的互联网众筹平台,因此针对 Kickstarter 和 AngelList 进行案例分析是有重要意义的。

(一) Kickstarter

1. Kickstarter 概述

Kickstarter 由 Perry Chen 创办于 2009 年,在初期主要发展艺术类众筹项目,如绘画、电影、音乐等项目。现今 Kickstarter 已经成为全球最大的在线互联网众筹平台,涵盖设计、技术、戏剧等 15 类项目,宗旨在于让创意照亮生活,通过帮助音乐家、街头艺术家和设计师等创意工作从业者寻找资金和赞助,让他们的创意得以实现。

Kickstarter 作为一个全球性的互联网众筹平台,吸引着全球创意工作从业者把他们的创意项目上传到 Kickstartert 平台上。从谷歌趋势数据(图 4)可以看出,除在 Kickstartert 平台早期阶段,在 2011 年中期以后,Kickstarter 平台的新兴融资方式,比传统风险资本更受人们关注。



图 4 Kickstarter 与风险资本的谷歌趋势指数

数据来源: <http://www.google.com/trends/explore?q=kickstarter>

截至2015年12月25日,Kickstartert平台拥有在世界各地超过10,109,570位投资者,总筹资金额为2,149,269,316美元,共成功运行98,690个项目,成功筹资项目比例为36.46%,成功筹资金额为1,870,000,000美元。图5展示了截至2015年12月25日,Kickstartert平台15大类项目的成功数和成功率。



图5 Kickstarter 各类别成功项目数和比例
数据来源: https://www.kickstarter.com/help/stats?ref=about_subnav

从图5可以看出,Kickstartert平台践行了自己的创建宗旨,音乐、影视、出版、艺术类成功筹资的项目数位列前四,舞蹈、戏剧、音乐类项目成功融资的比例位列前三。

由于Kickstartert平台主要是为个人创意项目进行融资,因此成功融资的项目金额主要在一万美元以下,但是高额项目(筹资总金额在10万美元以上)数量由2013年的854增长到2015年12月25日的2666个(见图6)。

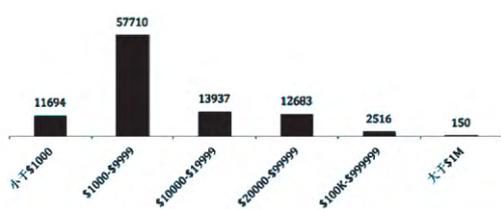


图6 Kickstarter 成功融资的项目金融分类
数据来源: https://www.kickstarter.com/help/stats?ref=about_subnav

值得注意的是,在成功筹资的小额项目(筹资总金额在10万美元以下)中,音乐和影视类占据了绝对多数,但是在成功筹资的高额项目中,科技、游戏、设计类占据了75%。这表明Kickstartert平台投资人越来越愿意在前沿新兴产业中进行投资,这些前沿产业未来也能够在此平台获得较多的资金和机会。

2. Kickstarter 的运作流程

2015年6月,Kickstartert平台推出了全新的项目上线流程,重点改进了项目审核的方法。2015年12月,Kickstartert平台官方博客对新流程的运作方式及其效果做了总结性说明。

在新的运作流程中,Kickstartert平台团队特别突出了审核的重要性。在新项目上线之前,首先由计算机程序进行审查。计算机程序会分析新项目中的上千个要素,根据要素内容匹配过去人工处理的相似项目,对比新项目和老项目,如果程序判定项目通过,则发起人可以立刻在平台上发布该项目或寻求Kickstartert平台团队的帮助进行优化。如果程序判定不通过,则继续由Kickstartert平台特设的审核小组审查,以保证项目符合平台规定。图7显示了自2015年6月实行该制度至2015年12月25日新项目的上线情况,31%的新项目不加修改直接上线筹资,9%的项目寻求了Kickstartert平台团队帮助,60%的项目需要人工审核。

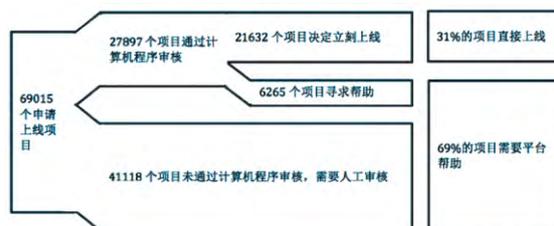


图7 Kickstarter 新项目上线流程

数据来源: <http://www.kickstarter.com/blog/how-projects-launch-on-kickstarter>

新运作流程的实施具有重要意义:首先,它为曾经能够迅速被批准上线的项目保留了快捷通道;其次,它能够为项目发起人提供向Kickstartert平台专业团队寻求帮助的便利途径;最后,它能够给予Kickstartert平台团队更多得时间对需要人工审核的项目作出决定。随着更多的项目提出申请,计算机审核程序会进一步提高效率和精准度,帮助更多的发起人把创意分享给全世界。

对于项目筹集资金的时限,Kickstartert平台有一个非常特殊的规定,即采用定点机制(Provision Point Mechanism):发起人必须在60天之内完成目标筹资金额,在60天内如果不能完成目标,由于Kickstartert平台采用All or Nothing模

式,所有已经筹集的资金必须全部返还到投资人账户。如果在 60 天内完成了目标金额,发起人可以提取所融资金,并把融资金额的 5% 作为手续费和交易费用支付给 Kickstartert 平台,把融资金额的 3—5% 支付给 Kickstartert 平台的支付服务提供商亚马逊。在项目运行后,发起人需要按承诺向投资人提供奖励,如唱片、T 恤、漫画等产品或服务。

3. Kickstarter 与风险投资的区别

在 Kickstartert 平台平台参与奖励型众筹的投资人不仅仅是为了获得投资收益,更重要的是为获得与投资项目直接产出有关的产品或服务。因此,Kickstartert 的经营模式类似于对项目产品的预定,但由于 Kickstarter 经营模式下投资人处于平等的投资环境,这使得 Kickstartert 平台的投融资效率远高于传统风险投资的投融资效率。

Kickstarter 与风险投资的区别还在于在项目运行之后,风险投资的报酬通常包含公司的股份分配,投资人与项目之间的联系不会在事前承诺兑现之后中断,因为存在股权激励,投资人会更加积极地参与到公司运营中直到股份被卖出。而在 Kickstarter 经营模式中投资人只是获得单纯的产品或服务作为奖励,所以在获得预定回报之后就与项目断绝了联系。

最后,投资的风险大小也是 Kickstarter 和风险投资不同之处。在 Kickstarter 经营模式下,投资人有权在获得产品或服务之前撤回投资资金,因而可以避免投资风险。但是在风险投资中,一旦确定投资,投资人无法撤回资金。如果项目失败,在没有其他特定条款的规定下,投资人将会失去所有投资资金。

(二) AngelList

1. AngelList 概述

AngelList 是美国最著名的股权型互联网众筹平台之一,由 Naval Ravikant 和 Babak Nivi 创立于 2010 年,其宗旨是为初创的成长型企业提供融资。作为一个专业的股权型互联网众筹平台,在 2012 年 JOBS 法案放宽股权在线众筹的要求后,AngelList 共推出了三种融资方式,即联合投资(Syndicate)、自主联合投资(Self-Syndicate)和基金(Fund)。除基金模式只向美国本土投资人开放外,前两种投资模式均向全球投资人开放。另外,AngelList 平台还提供在线平台,为求

职者寻找合适的初创企业和为初创企业寻找员工。

在 AngelList 平台上,个人用户分为平台用户、投资人、求职者等。经过简单注册,网站访客即可成为平台用户,但是如果需要进行交易、投资,则必须通过美国证券交易委员会(SEC)认证成为投资人。投资人按照投资经验被分为普通投资人、顶级投资人、领投人;按照资产由少到多被分为个人投资人、信托投资人、公司或基金投资人。求职者则需要平台用户上传简历。

AngelList 平台上的机构用户可以分为创业企业、投资机构、企业孵化器和加速器。按照筹资情况和所处成长阶段,创业企业可分为初创企业、热门企业和精选企业。AngelList 平台用户分类如图 8 所示。

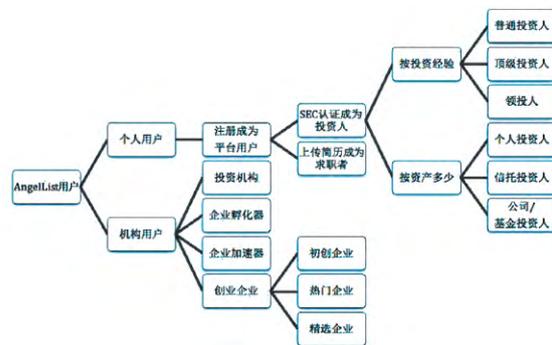


图 8 AngelList 平台用户分类

截至 2015 年底,共有 722 696 家企业在 AngelList 平台上注册。注册企业中 208 983 家企业有融资需求,其中初创企业 30 085 家;15 796 家企业有招聘需求;企业孵化器 4 196 家,接受申请的有 1 682 家;专业投资公司 6 748 家。共有 24 368 位投资人,其中 144 位是专业领投人。AngelList 平台共筹资 240 000 000 美元,620 家企业成功筹资。

在 AngelList 平台项目数、投资人数量和企业数量不断增加的同时,AngelList 平台上的企业价值也在逐年增长。截至 2015 年 12 月 25 日,AngelList 平台上初创企业价值的平均值已经接近四百万。如图 9 所示,初创企业价值大多集中在三百万到五百万之间,有接近 700 家初创企业的价值超过七百万。

AngelList 平台的迅速发展不仅体现在初创企业不断增加的价值上,还表现在项目融资金额

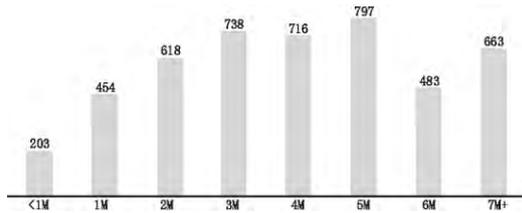


图9 AngelList 平台初创企业估值

数据来源: <https://angel.co/valuations>

的分布上。截至 2015 年 12 月 25 日,AngelList 平台上融资金额超过一百万的项目已有 2067 个,241 个项目的融资金额超过了一千万(见图 10)。

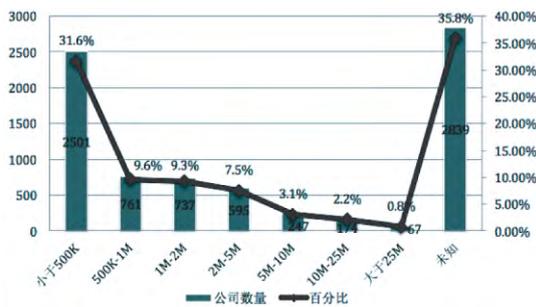


图10 AngelList 平台项目融资金额分布

数据来源: <https://angel.co/valuations>

AngelList 平台成功地运用了大数据和数据分类技术。AngelList 平台在企业分类浏览中以标签“所有企业(All Companies)”、“融资企业(Claimed Companies)”、“有招聘需求企业(Hiring Companies)”区分,并在每一类别下进一步按企业类别(初创企业、投资企业、孵化器等)、地区、行业类型、运用技术类型(Javascript、iOS、Android、HTML5 等)、创建者背景、发展阶段、热度进行细分。在市场数据查询中,AngelList 平台用“信息技术”、“生命科学”、“保险”等 500 个标签为所有注册企业分类,并且罗列出每个类别的上游行业(Parent) 和下游行业(Children),提供每个类别的企业数、投资人数、关注人数、提供工作数等数据。表 2 列出截至 2015 年 12 月 25 日,AngelList 平台的十大行业标签及其相关内容。

2. AngelList 平台的运作流程

AngelList 平台共推出了三种融资方式,即联合投资(Syndicate)、自主联合投资(Self-Syndicate) 和基金(Fund)。

(1) 联合投资

联合投资中涉及两个投资角色: 领投人、普通合格投资人(跟投人)。

表 2 AngelList 平台十大行业标签及其相关内容

行业	公司数	投资人数量	关注人数量	工作数量	公司数占比
信息技术	113406	2540	8618	24024	15.69%
消费	78520	2540	8618	24024	10.86%
企业服务	48621	1253	4073	11506	6.73%
媒体	12689	1661	5591	1918	1.76%
医疗保健	10661	29242	153255	2122	1.48%
教育	9866	4076	13986	1860	1.37%
金融	9568	1871	6365	2479	1.32%
健康福利	5700	2220	8051	909	0.79%
生命科学	5463	1401	4639	561	0.76%
社交平台	5337	1319	4389	1047	0.74%

数据来源: <http://angel.co/markets>

领投人可以是个人用户或专业风险投资公司,风险投资基金(VC) 和私募股权基金(PE) 等也可以成为领投人。AngelList 平台要求领投人必须投资不少于项目目标筹资金额的 10%,必须考察跟投人的资信情况和投资情况,在跟投人不符合要求时领投人有权移除该跟投人的投资份额。在投资项目运作过程中,领投人将担任

AngelList 平台对该项目的主要责任人,负责用自己的资金和跟投人资金形成的基金进行投资,负责对项目进行后期监督,还需要在初创企业股东大会组织对重大事项的表决。同时,领投人必须向跟投人和 AngelList 平台公布自己在该项目中所做的决定以及股份的买卖情况。另外,如果领投人是投资公司,那么它所获得领投人的收益必

须与其基金的管理合伙人(LP)分享。如果领投人是个人用户,那么他所获得领投人收益则不需与任何人分享。

跟投人不直接对筹资企业投资或直接持有企业的股权,而是把资金投入 AngelList 平台,作为该项目设置的基金,该基金由 AngelList 平台特定人员担任顾问并进行管理,负责把跟投人的资金投资于筹资企业。

联合投资由领投人发起,在发起投资项目之前,领投人需要向潜在投资人发布有关投资该项目的信息,如将要达到的投资规模、跟投人投资金额的最低和最高限额、项目的附带收益等。在这些信息公开后,其他普通合格投资人可以向领投人申请进行跟投,领投人可以自由选择接受或拒绝跟投人的申请。跟投人确定后,投资项目正式形成,AngelList 平台会对项目计划进行审核,审核通过后,所有被领投人接受的跟投人都会收到投资邀请。

如果项目成功,AngelList 平台会收取该项目利润的 5% 作为附带收益,领投人可以获得不超过 25% 的项目利润作为附带收益,跟投人则按投资比例分享剩余投资收益。如果项目失败,领投人仅损失自己的投资资金,不对跟投人负责。

AngelList 平台也有不需要领投人带领、普通合格投资人可以直接投资的项目。但是对所有项目,领投人都有优先投资权。

在联合投资方式下,对于领投人来说,可以集合大量资金进行专业投资,在项目实施过程中可以干涉项目的运营以保证自己的利益,但领投人需要维护所有跟投人的利益。对于跟投人而言,可以在项目选择、项目跟进上花费较少的精力,还能分享领投人的专业投资知识。但是在联合投资方式下,跟投人在投资中自主性较低,表现在跟投人的跟投申请可能被领投人拒绝,跟投人在项目实施中不具有发言权,只能听从领投人的决定等方面。另外,在项目获利后,跟投人需要与领投人、AngelList 平台分享所获得的利润。

(2) 自主联合投资

自主联合投资只面向已经获得优质投资人至少 10 万美元投资保证的筹资企业。与联合投资不同的是,自主联合投资中的率先投资人并不是领投人,而是普通合格投资人,他们不承担对

项目的后期监督和投资资金的运用,而是由 AngelList 平台全程负责资金募集和后期管理。因此,AngelList 平台在项目成功后会收取投资利润的 10% 作为附带收益。

在自主联合投资模式下,所有投资人都是平等的,项目利润只需要与 AngelList 平台分享,因此具有更大的盈利空间。但是在项目实施过程中不再有投资人的参与,只有 AngelList 平台负责跟进,由于跟进者和该项目不存在直接利益关系,跟进者可能玩忽职守,甚至和融资者合伙对投资人进行欺诈。

(3) 基金

AngelList 平台自身还设立了多种类型的投资基金以供投资人对筹资企业进行投资。由于每个基金的投资领域并不相同,投资人可以依照自身的风险偏好、兴趣偏好选择基金。基金由天使投资人或专业投资公司负责管理运营。在项目成功后,基金管理者收取利润的 15% 作为附带收益,AngelList 平台则收取项目利润的 5% 作为附带收益。

在基金模式下,投资人可以依据自己的投资偏好选择投资基金,并可以享受专业投资人的投资知识。另外,基金集合了众多投资人的资金,可以获得更多投资收益。但是,在项目实施过程中,投资人会丧失对自己资金的管理权,项目利润要与基金管理者、AngelList 平台分享。

AngelList 平台推出的以上三种投资方式大相径庭,需要投资人根据自身投资经验、自有资金数量、时间精力等进行选择。三种投资方式的主要区别表现在投资项目选择权、投资项目数决定权的归属、最低投资金额的设定、投资的退出机制和投资收益的分配等方面(见表 3)。

不同于其他股权型互联网众筹平台,AngelList 平台不收取任何项目撮合费用,盈利主要来自于以上三种模式中项目成功后的附带收益和增值服务费用。附带收益主要来自于:联合投资中跟投人投资利润的 5%、联合投资中跟投人资金形成的基金获利的 5%、自主联合投资中普通合格投资人投资利润的 10%,以及平台基金获利的 5%。增值服务费用主要包括筹资项目向平台申请文书、法律、合同、会计、审计等服务时支付的费用。

表3 AngelList 平台三种投资方式比较

	联合投资	自主联合投资	基金
项目选择者	领投人	普通合格投资人	AngelList 平台
投资项目数	领投人决定	自主决定	100 个左右
最低投资额	领投人决定	\$ 1000	\$ 25000
中途能否退出		在支付投资款之前,跟投人随时可以退出	不能单独退出
附带收益	领投人收取 5%—25% 投资收益,AngelList 平台收取 5%	AngelList 平台收取 10%	运营者收取 15%,AngelList 平台收取 5%

3. 求职与招聘平台

AngelList 平台求职与招聘平台于 2012 年 8 月上线,宗旨是为求职者和筹资失败的创业者提供进入初创企业的机会,同时也为初创企业提供优质员工资源。

虽然求职与招聘平台和投融资没有直接关联,AngelList 平台对求职和招聘平台也不收取任何费用,但 AngelList 平台却获得了经济利益之外的其他收益。在求职招聘平台上活跃的投资人和企业机构,通常在发起项目、进行投资等方面也有出色表现。不少著名的新兴企业如 Uber 等也会在 AngelList 平台上招聘员工。利用求职招聘平台,AngelList 平台大大提高了用户的忠诚度和活跃度,不失为一种人力资源的众筹。

4. 社交功能

AngelList 平台还为用户提供了极其强大的、基于创业和融资的社交平台,主要功能包括:从 Facebook、Twitter 等社交平台导入联系人、关注特定投资人和投资机构、为企业或投资项目点赞或评论、通过查看用户关系构建自己的创业投资人际网络、向联系人和企业发送消息、为朋友写推荐信。

这些功能并不是用来单纯进行社交,而是为了打破平台上个人用户内部、机构用户内部、个人用户和机构用户之间的壁垒,有利于用户之间的信息快速流动,从而带动资金流动。另外,这一功能还加强了用户对平台的归属感和忠诚度,同时为平台带来更多的关联用户。

四、对我国互联网众筹健康发展的启示

在美国互联网众筹发展如火如荼之际,我国互联网众筹也异军突起。房地产企业,大型券商,特别是互联网巨头如百度、阿里巴巴、腾讯、京东,以及民间团体都已经加入互联网众筹这片

蓝海市场,比较著名的互联网众筹平台见图 11。我国第一个互联网众筹平台“点名时间”创立于 2011 年,截至 2014 年底,我国已有 128 家互联网众筹平台。

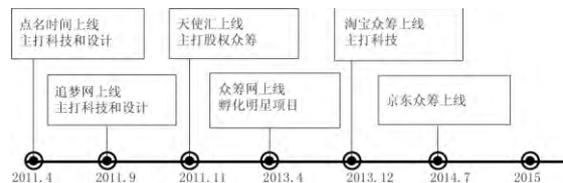


图 11 我国互联网众筹发展的重要时间点

我国互联网众筹的发展不仅表现为互联网众筹平台数量的不断增加,而且还表现为筹资规模的逐步扩大。以股权型众筹和奖励型众筹为例,仅在 2014 年,股权型众筹的筹资规模增加了 6 倍有余,第四季度内达到 34682 万元,奖励型众筹的筹资规模增加了 20 倍有余,第四季度内达到 10435 万元(见图 12)。

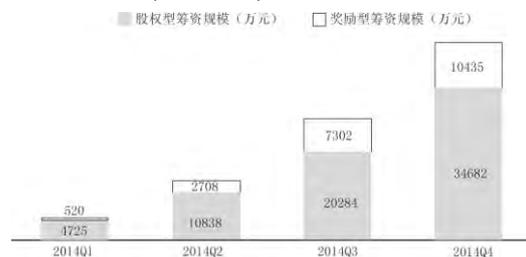


图 12 我国互联网众筹平台筹资规模
数据来源:2015 年互联网众筹研究报告

虽然我国互联网众筹已经取得了长足的进步,但对比美国,我国互联网众筹在发展过程中还面临着许多理论和实践问题,突出地表现在:监管体制不健全、征信系统和信用文化建设落后、知识产权保护制度不完善、互联网众筹平台对申请上线项目的审批和项目后期监管不到位、互联网众筹平台盈利点单一、互联网众筹平台对

所融资金管理混乱,以及投资人风险意识较差等。

从对美国互联网众筹的整体论述和案例分析中,可以得到的有益启示主要有:

1. 完善互联网众筹的法律法规。JOBS 法案出台之前,美国互联网众筹的发展并不如人意,但是随着 JOBS 法案对众筹监管方式的更新,美国互联网众筹迅速发展,尤其是帮助小微企业融资的股权型众筹得到了长足发展。因此,我国监管部门要借鉴美国经验,结合互联网众筹发展的基本国情,兼顾谨慎和包容性原则,综合考虑互联网众筹平台已有的规章制度,尽快出台相关的法律法规,加强众筹市场管理,引导互联网众筹健康发展。当前,特别是要准确界定“互联网众筹”与“非法集资”的差别,改进对互联网众筹平台和项目发起人的资格认定和备案,积极为合法的互联网众筹松绑,并且坚决打击以互联网众筹为幌子的金融欺诈行为。

2. 加快征信系统的建设。信用是众筹文化的基础,美国良好的银行信用系统和信用文化孕育了快速发展的众筹市场。在我国,除了央行要进一步完善个人征信系统以外,互联网众筹平台还可以和支付宝等第三方平台合作,共享客户信用记录,提高大数据征信水平,对信用风险防患于未然。

3. 完善知识产权保护机制。如果互联网众筹平台忽视知识产权的保护,那么任何平台用户都能随意查看项目发起人的商业计划书、产品创意,这可能导致发起人的商业秘密被泄露,给项目发起人造成巨大损失,并且还会使互联网众筹平台的用户流失。因此,互联网众筹平台必须严格审核投资人的资质,将投资人可以查看的项目信息层次与投资人的投资资质和投资金额相联系,使投资人为保护自身利益而自觉地保护项目发起人的知识产权。政府要制定相关法律法规,加强监管,惩罚侵犯知识产权的行为,同时将投资人侵犯知识产权的行为记录在案并在互联网众筹平台公布黑名单。

4. 建立项目准入审查制度和后期管理制度。我国互联网众筹平台要参照美国互联网众筹平台的一些做法,结合基本国情,形成合理而高效的投融资流程,如为大型投融资项目召开说明会、审查会,要求项目发起人到场说明并提供

相关证明;鼓励项目发起人和潜在投资人进行线下面谈,更好地识别和防范欺诈风险。另外,一旦项目融资成功,互联网众筹平台还应该跟进项目的实施进度、监督所筹资金的运用,并及时投资人披露相关信息。

5. 形成互联网众筹平台的自身特色。互联网众筹平台应当有意识地选择项目的侧重点,避免千篇一律,真正为投资人提供优质的投资项目,而不是让互联网众筹成为无意义项目的营销和炒作工具。互联网众筹平台应像 AngelList 平台那样提供特色服务,虽然有些附加的特色服务不能直接扩大投资人数量和筹资规模,但可以增强平台用户的忠诚度和创造盈利增长点。

6. 引入第三方管理互联网众筹平台资金流。在互联网众筹中,项目的融资大多涉及资金池,极易导致平台对资金的挪用,使得项目发起人和投资人可能面临巨大损失。因此,互联网众筹平台应当与第三方资金托管机构合作,并由资金使用者和托管机构协商托管费用。

7. 加强投资者的风险教育。互联网众筹涉及众多普通投资人,这些投资人并没有必要的投资经验和风险意识,容易把互联网众筹与产品预售混为一谈,而且会盲目相信发起人提供的信息,忽视对项目后期实施跟进,更意识不到互联网众筹中存在的各种风险。另外,互联网众筹作为新型投资方式,与传统融资的理念和方式有很大不同,投资人很可能因为不了解众筹规则或自以为是而遭遇投资风险。因此,监管部门和互联网众筹平台应当普及众筹知识和平台规则,让投资人全面了解互联网众筹中存在的风险,使其能够树立正确的投资理念和选择理性的投资方式。

参考文献:

- [1] Belleflamme P, Lambert T, Schwienbacher A. Crowdfunding: An Industrial Organization Perspective [R]. SSRN Working Paper 2010 No. 2151179.
- [2] Poetz M, Schreier M. The Value of Crowdsourcing: Can Users Really Compete with Professionals in Generating New Products Ideas? [J]. Journal of Product Innovation Management 2012 29(2): 245-256.
- [3] Tomczak A, Brem A. A Conceptualized Investment Model of Crowdfunding [J]. Venture Capital: An Internation-

- al Journal of Entrepreneurial Finance ,2013 ,15 (4) : 335-359.
- [4] Burtch G , Ghose A , Wattal S. An Empirical Examination of the Antecedents and Consequences of Contribution Patterns in Crowd-Funded Markets [J]. Information Systems Research 2013 24(3) : 499-519.
- [5] Belleflamme P , Lambert T , Schwienbacher A. Crowdfunding: Tapping the Right Crowd [J]. Journal of Business Venturing 2014 29(5) : 585-609.
- [6] Rossi M. The New Ways to Raise Capital: An Exploratory Study of Crowdfunding. International [J]. Journal of Financial Research 2014 5(2) : 8-18.
- [7] Kirby E , Worner S. Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast [R]. IOSCO Staff Working Paper 2014: 3.
- [8] Wilson K , Testoni M. Improving the Role of Equity Crowdfunding in Europe's Capital Markets [R]. Bruegel Policy Contribution 2014: 9.
- [9] Deffains-Crapsky C , Sudolska A. Radical Innovation and Early Stage Financing Gaps: Equity-Based Crowdfunding Challenges [J]. Journal of Positive Management ,2014 5 (2) : 3-19.
- [10] Gubler Z. Inventive Funding Deserves Creative Regulation [J]. Wall Street Journal 2013(January) : 31.
- [11] Agrawal A , Catalini C , Goldfarb A. Some Simple Economics of Crowdfunding [R]. NBER Working Paper Series 2013 No. 19133.
- [12] Colgren D. The Rise of Crowdfunding: Social Media , Big Data , Cloud Technologies [J]. Strategic Finance 2014 , 95(10) : 56-57.
- [13] Viotto J. Competition and Regulation of Crowdfunding Platforms: A Two-sided Market Approach [J]. Communications & Strategies 2015 99(3) : 33-50.

(责任编辑:黄明晴)

American Internet Crowdfunding and Its Enlightenment to China

PEI Ping¹ , SHI Xiaoliang²

(1. Nanjing University , Nanjing 210093 , China; 2. University of Illinois Urbana-Champaign , IL61801 , America)

Abstract: Along with the introduction of JOBS Act ,with the assistance of internet platform and big data technology ,internet crowdfunding market in the USA has been greatly expanded and become one of the major methods for individuals and small-scale entrepreneurs to finance for their projects. In the context of the rapid development of internet finance and entrepreneurs' eager desire for fund in China ,this essay introduces the current situation of the development of American internet crowdfunding , illustrates the cases of two famous crowdfunding platforms in the USA——Kickstarter and AngelList ,and concludes the enlightenment to internet crowdfunding in China in order to promote its development.

Key words: the U. S; internet crowdfunding; mode; enlightenment