

股权型大众筹资*

库迪·莫尼卡，拜德·若尔特，盖斯尔·多罗嘉

本篇论文介绍关于股权众筹的最新国际研究结果，也可看作是作者们根据自身现有知识对匈牙利专业文献的补充。股权众筹是中小型企业通过网络平台筹集股权投资资金的手段，这是在数字化时代中新兴的增长形式，也是创新融资的另一种形式。投资者重视的是经过风险溢价调整的投资回报率，而在“大众筹资”过程中发生的资本市场摩擦及中介费用有多种处理方法。与企业质量相关的信息承载对经验丰富的投资者非常重要，因为这决定着他们面对众筹项目宣传时的投资决策。除了相关国家的法律框架，众筹平台本身也制定了不少规则、技术和文化习惯，以弥补资本市场上的缺陷。

《经济文献杂志》（JEL）编码：F36、G19、O16

关键词：股权众筹（equity-based crowdfunding）；金融创新；起步融资

一、引言

信息技术推介的资源为新型商业模式和参与方式开拓了道路。网络用户之间的在线交换、共享和协作对于企业来说，通过进行产品开发（大众外包）、营销（品牌社群和口碑文化）以及融资（大众筹资）意味着能够通过线上社群寻找机会、分配资源和创建产能（Shneor、Flåten，2015）。

本文在众筹的多重商业模式当中重点聚焦股权筹资这一个分支，介绍其复杂的理论框架体系。匈牙利第一个股权众筹融资平台（tokeportal.hu）已经上线运行，这一商业模式在匈牙利市场有相当的关联性和潜在商机。

二、股权众筹

企业融资在近几年来开始向网络空间延伸，改变了人们观念，大众筹资行业在通往数字化世界的道路上开拓了新的机遇。股权众筹是新成立的创新起步公司在其初始阶段筹集资源、过度缺少资金时期的手段。这个创新的金融

* 本刊发表的文章只代表作者本人的观点，不代表匈牙利国家银行的官方主张
库迪·莫尼卡（Kuti Mónika），佩奇大学经济学院助理教授。电子邮箱：kutim@ktk.pte.hu
拜德·若尔特（Bedő Zsolt），佩奇大学经济学院助理教授。电子邮箱：zsoltbedo@ktk.pte.hu
盖斯尔·多罗嘉（Geiszl Dorottya），佩奇大学经济学院学生。电子邮箱：dorottya.geiszl@gmail.com
本文原文发表在《金融与经济评论》2017年第4期。<http://doi.org/10.25201/FER.16.4.187200>
本篇论文的编写工作获得了匈牙利人力资源发展行动项目（EFOP）3.6.1-16-2016-00004号即“提高智慧专业化服务机构水平”招标计划的支持。

模式即使在不正常运作的资本市场上，也能为企业筹集到融资资金。在世界经济危机的影响下，天使投资者和风险投资者纷纷改变了自身的业务范围，提高了门槛，开始倾向于投资更加成熟的项目（Block、Sandner，2009）。这个趋势为股权众筹市场提供了时机和空间，并在国际专业领域引发了新的研究方向。股权型大众筹资（equity-based crowdfunding）可能在不久的将来对天使基金和风险投资带来较大挑战（Vulkan等，2015）。在股权众筹过程中，企业通过网络发起筹资公告，公开出售企业的股权，期望以此引入大量的投资者。筹资公告的发起和投资行为均通过网络平台操作，平台为交易提供多方面的支持工具，比如法律背景、准入删选、金融交易工具等。股权众筹的融资模式让提供资源的投资者与被投资者之间形成一个股权性质或类股权性质（比如分红）的协议，让其以此形式参与到企业当中。股权众筹的操作形式是出售证券，因此被投资者很大程度上会受所在国家的法律环境的影响（Bradford，2012）。

众筹模式的诸多非金融优势将影响发起方在传统银行融资和众筹模式之间的选择，这些优势包括市场回馈、产品认可和公众效应等。信息的不完善和道德风险也会影响企业在多种众筹模式之间的选择。与捐款型众筹相比，股权众筹的投资者重视资本回报以及被投资企业的未来创造现金流的能力。在回馈型众筹模式下，投资者更倾向于研究发起方是否有能力制造并交付投资者预购的产品。在大型项目的情况下，筹资发起方企业会优先考虑股权筹资模式，并把投资的长期回报一并列入考量的因素；与此相比，如果回馈型众筹的目标金额数目过大，就很难筹集到最低起步资金，因此企业家一般选择为小数额、高质量的项目采用这个筹资模式。在产品拥有庞大的潜在客户圈的情况下，采用预购方式的回馈型众筹是更好的做法。在受众较小的产品上，发起方更倾向于选择以利润分成为基础的模式。

三、资本市场的缺陷

信息不对称在股权众筹模式上也是一个重要的问题。研究者们正在大力探索信息公布和筹集资源之间的关联。起步公司对天使投资者和风险投资基金发出的信号与向小型投资者发出的信号之间存在着差别。小型投资者的金融知识和经验比从事风投的人相对较浅，风投基金方面拥有评估起步公司和创业团队的大量信息资料（Freear等，1994）。并不是所有与公司质量相关的信息都能够用来有效地消除信息不对称的问题。信息的效率取决于信息发布的可视度和成本，也就是有多少投资者能够看到这个信息，看到后能理解到什么程度，此外还要保障发布该信息所花费的成本不能高于收益，即要尽可能避免采用不正当的宣传方式（Connelly等，2011）。阿勒斯（Ahlers）及其合作者们（2015）研究的课题是何种项目信息特征和企业质量特征会使投资者更加倾向股权众筹项目中投资。他们发现，更有可能得到资源的项目，都有着

更高的企业质量和清晰可见的特征；筹资项目中股权和财务预测之间的关联信息公布越少，意味着不确定的因素就越大，越会导致潜在投资者采取保守态度；社会（公众）资本和智力资本对于筹资项目的成功几乎没有影响。企业发出的硬性信息中只有一部分能够真正传达到投资者，而投资者层面发出的硬性信息对于整个筹资项目的成功有着重要的影响作用；而企业方面和投资者方面发出的软性信息将会增加网络效应的强度（Estrin、Khavul，2016）。

被保留的股权和过度投资都被理解为是投资意愿表象和更大的筹资空间（Leland、Pyle，1977）。如果股权众筹项目是为了企业的长期增长而筹资，那么企业就要在发行之后保障企业的内控水准。股权中的份额比重一般会在平台上公布。保留股权一般属于一个明显的信息（Ashler等，2015），一方面是通过平台出售公司较大部分的股权的发起人能够吸引到潜在投资者的可能较小；另一方面拥有更大公众网络的发起人的成功概率更大，因为他们能够以此减少不确定性并提升可视度（Vismara，2015b）。

信息不对称和地理位置的问题也是研究的课题之一。处于播种阶段的资本在平台基础上进行跨地区交易为企业、投资者和立法者创造了机遇，有利于提升资本的分配效率。天使投资者受到地理位置的局限，从事早期阶段投资的投资者主要聚焦于本地业务。股权众筹的模式下也会出现一个本地偏好（local bias），这个特征与天使投资的做法很相似，而达到一定多元化程度的投资者方面则不会出现这个现象（Hornuf、Schmidt，2016）。远程天使投资不常见的主要原因还是信息不对称问题。互联网虽然能够在一定程度上打破信息障碍，但不能创造面对面互动的条件，因此无法判断创业团队的耐力、决心、人际交流能力和可靠程度（Agrawal等，2015）。在天使投资上情况下尤其多见的面对面交流在平台上被（Moritz等，2014）模拟面对面交流所代替。

信息不对称问题可以通过聚集投资者群体、建立股权筹资联营体来解决。这些商业组织负责将项目交给投资者群体（Agrawal等，2015），并通过全球互联网将线下当面完成的调查和跟踪情况相连接。联营体在股权众筹模式中属于新兴的做法，从2013年开始在AngelList网站上首次投入使用，个人和天使投资组织及风险投资者可以组成联营体，以此形式操作的投资项目的成功率大幅提升。风险投资者之所以选择联营体策略，是为了增加接手项目的数量，提升其市场声誉，并帮助拟写具备足够说服力的报告用于向主要合伙人展示该项目，这有利于签订切实有效的合约（Coppey，2016）。联营体实际上是一个预先删选的机制，为此后不以联营体形式进行的步骤做铺垫。联营体牵头方往往是在投资渠道和商业机会上具备广泛经验的团队，这使联营体与想要在起步创业公司投资、但经验不是很足的小型投资者之间形成利益冲突。如此看来，联营体方式的股权众筹模式中，在对项目信息的了解程度和利益冲突之间，存在着一种换位（trade-off）的关系（Itenberg、Smith，2017）。

股权众筹融资模式中存在着一种逆向选择问题，导致该模式无法达到最优化的平衡点。逆向选择指的是产品和服务价格和数量在特定市场中之所以发生变动，是出于其中一方掌握的有关信息，另一方就算在合理的支出下也无法获得的缘故。阿格拉沃尔（Agrawal）及其共同作者们（2015）写道，众筹过程中无论是一般投资者，还是起步公司的创业团队都无法在合理的成本框架下纠正信息不对称问题。一般投资者通常缺乏时间、资金和专业知识，无法参与到他们所投资创业公司的日常管理和监管当中。而创业团队则比投资者更加了解公司的业务和市场动态，但是他们能够用来与投资者们进行有效沟通、广泛信息公告和详细财务报告的资源有限。道德风险是指承担费用的一方要承担不合理的风险比例。在筹资宣传活动结束之后，资源提供方不具备有效的工具来促使创业公司对做出的承诺予以兑现。在此时已投入的资金属于创业公司的财产，这样创业公司和投资者之间的谈判地位就变得极不平等，同时一般投资者还要承受损失的风险。

对筹资宣传公布的信息更新（updates）的研究，在信息不对称问题的静态观点之上，又增加了动态观点。起步公司通过公布最新消息来提升股权筹资项目的成功概率。因此就有必要知道什么样的更新是有效的。关于大众筹资的投资者数量和总金额增加的信息在数日之后才会看到积极的效果（Block等，2016）。作者们认为更新公告文案的字数会对积极效果起到增幅作用，而之前已经做过的公告次数会减少当次公告的效果。作者们强调，与创业团队（创建公司的股东和员工们的能力、年龄和个人专业领域）、商业模式（潜在市场、商业构思、将来的商业偏好和扩张的可能）、合作项目和产品开发相关的更新则对成果没有太大的影响。关于诸如最新加入的天使投资、风险投资或项目投资的消息和关于营业额增长和积极的客户反馈相关的信息，以及关于起步公司举办的宣传活动（通过公众媒体进行的互动活动）相关的消息都会起到积极效果。企业在融资宣传阶段会以更高频率更新消息，活动之后频率减少，如果遇到筹资宣传活动尚未达到预期的指标，或者所剩时间不多的情况下，发起方会大幅增加公布消息的频率（Dorflleitner，2017）。多福莱特纳（Dorflleitner）和他的共同作者们认为，在发布更新消息的时候，企业使用了一种语言工具，以此来加强团体认同和团体凝聚力。此外，如果同时进行的同类筹资活动之间竞争激烈，也会增加更新频率。拉尔切瓦（Ralcheva）和罗森波姆（Roosenboom）（2016）指出，拥有专业投资者（天使投资或风投）支持的项目的成功概率更高，或者是项目中了标，又或者公司以专利、商标或版权的方式保护自己的知识产权的情况下都会提高成功率。如果企业聘用了顾问团队、非执行董事或顾问公司，或者股东计划在筹资之后保留其公司的大部分股份，那么筹资计划成功几率会更高。其他研究表明筹资宣传活动成功与否，是由事先制定的宣传计划特征，以及私人 and 公众网络来决定的，也就是说传统风投和天使投资所使用的投资决策指标在此并不特别适用（Lukkarinen等，2016）。

早期投资者对项目在捐助型（Burtch等，2013）、回馈型（Colombo等，2015）和信用型的平台上对项目的成功率起到很大作用，然而在很长一段时间里都缺乏经验论证据证明其在股权众筹模式上的积极效果。股权众筹平台上，单一投资者的姓名是公开的，而且在投资之后立即可以查询，这对之后投资者的行为有一定影响。在早期阶段里，建立增长冲力是成功的关键，因为早期投资者可以根据他们之前的投资项目经验来评价该项目的信息，以加强之后投资者的决心。公开自己个人档案的投资者一般有高学历，有多个以项目为基础的实业经验并通过平台投资了众多项目，而且他们提供的资金数额与其他早期的投资上相比占据比例更多，然后这个比例随着时间推移而减少（Vismara, 2015a）。作者们认为随着拥有公开个人档案的投资者的参与吸引了更多的投资者，形成了一种阶梯式信息瀑布，并以“成功者会一直成功”的思维吸引更多投资者参与。基于观察的公众学习（Bandura, 1977）心理学定义在金融专业文献中被称为信息瀑布（Welch, 1992）。信息瀑布的形成需要两个条件：不确定性和先后性（Bikhchandani等，1992）。不确定性在股权众筹模式中主要是在需求面上出现，投资者相对较难突破信息不对称问题。此时其他投资者发出的信息，也就是公众效应变得非常重要。在公众投资的过程中，较晚投资的人通过观察之前投资的人的行为进行学习。

公众投资的动态趋势在“先到先得”原则运营的平台上是L型的，而在“签约后拍卖”模式运营平台上是U型的（Hornuf、Armin, 2015）。有证据证明，投资者通过发起企业提供的信息更新做出投资决定，同时也参考其他参与公众投资的行为。宣传活动特征、投资者的老练程度、提供资源的过程、口碑的形成和股市的波动都会影响其为获得相关起步公司现金流权益而投资的意愿（Hornuf、Neuenkirch, 2015）。至于公众投资者是否会采取与天使投资者类似的行为，是一个很难回答的问题：有些人选择和专业投资者一起投资，也有些人采取和天使投资者竞争的态度（Hornuf、Schweinbacher, 2014）。

从公众投资群体的组成来看，不能将其看作为同质群体。沃尔默洛思（Wallmeroth）（2016）指出，投入自身资产较大比率战略投资者在较少的情况下会再次返回成为参与平台的投资者，他们会更倾向于投资到那些在筹资活动后不会破产的公司里。他认为，投资金额较大的人应该被归类为熟练和专业的投资者，而不是投入小金额的散户投资者。布朗（Brown）和戴维斯（Davis）（2017）认为股权众筹一般是一种“全有或全无”极端的公众融资模式，该模式以大部分投资者不合作以及投资者回报利润几率小而著称。

股权众筹的情况下非金融驱动力并不突出，投资者在宣传活动过程中表达的金融投资意向在宣传活动结束后兑现的几率比回馈型模式更高（Cholakova、Clarysse, 2014）。在提供金融投资回报的众筹情况下，参与投资的一般是拥有高等学历的年轻男子，他们的动力是能够获得公司股权的兴奋感（Daskalakis、岳巍，2017）。股权众筹市场的投资者当中93%是男性，这可

以用不同性别有着不同风险承担意愿来解释，而绝不是过分自信方面的区别（Hervé等，2016）。一个有趣的现象是，在所有公司金融模式中，股权众筹上的性别平衡度最为明显。而且在该模式上，性别现象决定着资本的需求和供应之间的关系——维斯马拉（Vismara）和他的共同作者（2016）认为女性领导的公司发起的项目能够得到相当于男性领导公司的两倍的女性投资者。作者还指出，虽然投资者当中大部分人为男性，但是女性投资的平均金额比男性高出34%。

专业文献也研究了筹资宣传活动之后的成果指数问题。成功的宣传活动之后一年里，公司的营业额和营业额增长率均有所增长，这表示在宣传活动中有大量投资者参与，同时平均利润却有所下降。德卡尔（Décarre）和维特哈格（Wetterhag）（2014）认为这些趋势与风险投资公司投资到公司的情况很相似。他们还强调，公关效应是非常明显的，这是因为筹资宣传活动同时也被用于公司的营销和推广目的上。通过研究2011–2015年间英国的股权众筹平台，西格诺利（Signori）和维斯马拉（Vismara）（2016）指出，发起项目当中只有10%公司失败，30%成功通过一次或多次季节性股票发行完成了再次筹资计划，同时投资者的平均回报率为8.8%。

四、股权众筹平台

公众网络和在线平台为企业筹资开拓了新的机遇，对于非专业投资者来说则提供了规避中介体系而直接进行投资的机会。在相关的监管规则框架之内，在企业融资体系内通过网络平台可以对初期融资机会进行加速和规模化，并在资本形成和投资者保护之间进行平衡。平台是一种在低成本环境中让用户能够充分利用信息传播和网络效应计划的架构（Estrin、Khavul，2016）。股权型大众筹资交易平台上需要同时对法律背景、公司的初期删选和金融交易的操作提供条件（Ahlers等，2015）。在这个中介的平台上可以实现团体内和跨团体的管理功能（Belleflamme等，2015；Viotto，2015）。股权型大众筹资是多步骤的程序，为了让发起公司的构思对于处于平台上的投资者具有足够的说服力，需要进行有针对性的信息沟通。

勒海尔（Löher）（2016）认为中介方扮演的三大角色是：1）项目初期删选，中介在此步骤以来与自身网络和对于潜在项目的相关资料完成，其目的是减少项目搜索成本；2）使用符合法律背景的制式合同文本；3）沟通，其目的是减少信息不对称问题的程度，并为制定一体化宣传策略做准备。总的来讲，平台对投资机会进行探索、评价和结构化。

布朗（Brown）及其合作者们（2016）从公众资本筹集和平台效率角度提出了以下关联点：

1. 股权众筹平台必须在为公司保障合法筹资方式的同时，也为投资者提供合法投资的机会。

2. 为提高股权众筹平台的运营效率，更需要的是因视野相对较窄而跟从信息、依靠大众智慧做决定的天真投资者，而不是老练的投资者。

如果质量较低、公众网络规模较小的公司无法在其初期创业阶段以传统途径从其亲朋好友、天使投资和风投获取融资的话，那该公司将被迫寻求公众团体的帮助。为了降低逆向选择和道德风险问题，投资平台制定了各种在法律规定之外的规则、自我约束形式、技术特征和文化习惯，以上这些将影响到这个平台会吸引何种质量和种类的起步公司。投资平台、筹资平台、有限披露义务、平台投资、公众审计师、更多披露义务和业绩透明化，以及里程碑形式的融资可以被看作是将筹资项目失败几率最低化的规定和方法（Catalini等，2016）。高质量起步公司用以区别自我的表象和作为具有良好声誉的中介功能的平台就意味着避免传统“柠檬问题”的方法（Ibrahim，2015）。

各大平台制式签约流程为投资业务开拓了一个标准化渠道。各大平台对股权资本提供多种方案，其中包括利润分红和将来的股本权益。在提出无股权（Unequity）证券的情况下，说明该模式提供短期内到期的利润分红回报模式不包含股本权益。同时平台也提供将来投资圈的资本化时间计划信息，并尽量让发起公司避免与大量小型投资者进行成本高昂的长期沟通。在平台上出售的包含将来股权关系的证券权益，将由发起方代持到将来某种投资活动发生为止。涉及将来股权的资本投资选项，是指直到该快速成长的起步公司成为收购对象、上市公司或成为风投对象后，才会兑现公众投资者的股权。在过渡时期公众投资者不持有公司的股权，但同时又带有各种金钱和时间成本的义务。早期起步公司融资的特点和透明的投资者协议之间的关系由“未来股权简单协议”（Simple Agreement for Future Equity, SAFE）提供，作为一种代表延迟兑现的股权关系的工具。另外一个解决方法是“保持简单证券”（Keep it Simple Security, KISS），这是一种可兑换债券，发起公司以此债券承诺投资者将按照一定的利率对投资的资本进行还本付息。如果发起公司达成了一定里程碑的时候，“保持简单证券”才会转换成股权，比如被收购、完成首次公开募股或者被风投看中。“保持简单证券”和“未来股权简单协议”之间的区别，是如果投资资金没有转换成股权，那么后者情况下投资者会失去其投入的资金，前者将会通过债务偿还的方式归还。沃德森（Wroldsen）（2017）认为这两个简单化的合同内有巨大潜在机遇，同时很有趣的是，比起制式合同权益，投资者通过公众媒体提供的集体保护获益更多。

在德国公众投资市场上以承诺利润分红的次级贷款为主要投资者式。科伦（Klöhn）等（2016）认为，最新的趋势显示最低融资期限从4年增长到了6-8年的时间，近来又开始流行固定利率支付方式，投资者也有权获得利润分红。在过去的一段时间里，从退出费收入中获得分红的权利的协议数量

有所提升，但是否表决权被取消了，还有就是原有股权在下一轮筹资中可以进行稀释。在德国，股权众筹市场上的公众投资者在投资对象公司当中没有股本，因此对风险投资基金的依赖程度较大。风投的利益，是通过夹层贷款协议将小型投资者排挤出局。——投资平台对于这些现象的回应是，他们制定的协议的目的是鼓励这两个人群能够相互并存（Hornuf、Schmitt，2016）。

五、结论

法律环境建立之后，股权公众筹资在过去几年里开始发展。公众筹资与其他商业模式相比，重视投资者的金融回报，公司采用该模式发起的项目金额，往往比用回馈型众筹模式发起的高。多个成功因素得到了确认，其中包括公司创业团队能力高、出售股权的内部比例、保留自有股权的比例、是否有关于投资者的硬性信息、企业公众网络的大小以及关于说明企业进一步增长的可能性的更新消息。在建立股权众筹平台过程当中需要注意预先删选、项目投资机会和制式合同之间要相互搭配融洽，并保证法律合规性，而且还要考虑到中介费用和网络效应之间的互换效果对平台声誉的影响。线下投资者群体对在同一地区运营的平台能产生积极影响。为了建立最佳典范，需要进行持续的创新工作，这体现在联营体策略的尝试上，也体现在为了降低公众投资者和老练投资者之间的利益冲突而产生的证券种类和权益进化上。

数字化科技、区块链和密码货币愈加快速的发展与所谓的“数字货币首次公开募资”（Initial Coin Offering）项目共同开创了该类平台可以操作的新业务方向，然而该问题已远超出本论文所研究的框架范围。

参考文献：

- Agrawal, A. – Catalini, C. – Goldfarb, A. (2015): Are Syndicates the Killer App of Equity Crowdfunding? MIT Sloan Research Paper No. 5126-15; Rotman School of Management Working Paper No. 2569988. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2569988>. 阿杰伊·阿格拉沃尔、C·卡特利尼、A·戈德法布：《联营体是股权众筹的杀手铜吗？》（麻省理工学院斯隆研究论文5126-15号、罗特曼管理学院论文2569988号，2015）
- Ahlers, G. K.C. – Cumming, D. J. – Guenther, C. – Schweizer, D. (2015): Signaling in Equity Crowdfunding. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(4): 955–980. <https://doi.org/10.1111/etap.12115>. G·K·C·阿勒斯、D·J·卡明、C·冈瑟、D·施魏策尔：《股权众筹中的信息发布》[美国《创业理论和实践》杂志，2015，39（4）：955–980]
- Bandura, A. (1977): *Social Learning Theory*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall. A·班杜拉：《社会学习理论》（美国，新泽西州，Englewood Cliffs镇，Prentice Hall出版社，1977）
- Belleflamme, P. – Omrani, N. – Peitz, M. (2015): The Economics of Crowdfunding Platforms. *Information Economics & Policy* 33 (Dec.): 11–28. <https://doi.org/10.1016/j.infoeco->

- pol.2015.08.003. 保罗·百利弗雷姆、内斯莱恩·欧姆拉尼、马丁·佩茨:《众筹平台经济学》(《信息经济与政策》杂志,第33期,2015年12月)
- Bikhchandani, S. – Hirshleifer – D., Welch, I. (1992): A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades. *Journal of Political Economy*, Vol. 100, No. 5 (October): 992–1026. <https://doi.org/10.1086/261849>. S·比赫昌达尼、D·赫施雷弗、I·韦尔奇:《信息瀑布引领下的时尚与潮流、习俗和文化更动》(《政治经济杂志》,1992年10月,第100卷第5期,992–1026)
- Block, J. H. – Hornuf, L. – Moritz, A. (2016): Which Updates During an Equity Crowdfunding Campaign Increase Crowd Participation? <https://doi.org/10.2139/ssrn.2781715>. J·H·布拉克、L·霍努夫、A·莫利茨:《哪些更新信息能在股权众筹宣传活动中提升公众参与度?》(2016)
- Block, J. – Sandner, P. (2009): What is the Effect of the Financial Crisis on Venture Capital Financing? Empirical Evidence from US Internet Start-ups. *Venture Capital - An International Journal of Entrepreneurial Finance*, Vol. 11: 295–309. <https://doi.org/10.1080/13691060903184803>. J·布拉克、P·桑德纳尔:《金融危机对风险投资融资的影响是什么?美国互联网起步公司的经验论证据》(《风险资本——国际创业融资杂志》,2009年第11卷,295–309)
- Bradford, S.C. (2012): Crowdfunding and the Federal Securities Laws. *Columbia Business Law Review*, Vol. 2012, No. 1. S·C·布拉德福德:《公众筹资和联邦证券法》(美国哥伦比亚大学《哥伦比亚商法杂志》2012年第1期)
- Brown, D. C. – Davies, S. W. (2017): Financing Efficiency of Securities-Based Crowdfunding. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2692828>. D·C·布朗、S·W·戴维斯:《证券形式公众筹资的融资效率》(2017)
- Brown, D. C. – Davies, S. W. (2016): Equity Crowdfunding: Harnessing the Wisdom of the Crowd. <https://pdfs.semanticscholar.org/6382/9449bc90e899e84ee649a31fd2a87d326476.pdf>. D·C·布朗、S·W·戴维斯:《股权众筹:吸取公众的智慧》(2016)
- Burtch, G. – Ghose, A. – Wattal, S. (2013): An Empirical Examination of the Antecedents and Consequences of Contribution Patterns in Crowd-funded Markets. *Information Systems Research*, Vol. 24. No. 3: 499–519. <https://doi.org/10.1287/isre.1120.0468>. D·C·布朗、S·W·戴维斯:《对众筹融资市场上募捐行为方式前身和后果的经验论调研》(《信息系统研究》2013年第24卷第3期499-519)
- Catalini, C. – Fazio, C. – Murray, F. (2016): Can Equity Crowdfunding Democratize Access to Capital and Investment Opportunities? MIT Innovation Initiative Lab for Innovation Science and Policy Report. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2780551>. C·卡塔利尼、C·法齐奥、F·穆雷:《股权众筹能否将资本和投资机遇的获取民主化?》(麻省理工学院创新科技和政策创新倡议实验室报告,2016)

- Cholakova, M. – Clarysse, B. (2015): Does the Possibility to Make Equity Investments in Crowdfunding Projects Crowd Out Reward-Based Investments? *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 39: No. 1:145–172. <https://doi.org/10.1111/etap.12139>. M·乔拉科瓦、B·克拉瑞斯:《在众筹项目进行股权投资的机会是否会排挤回馈型众筹项目?》(美国《创业理论和实践》杂志,2015年第39卷第1期145–172)
- Colombo, M. G. – Franzoni, C. – Rossi Lamasra, C. (2015): Internal Social Capital and the Attraction of Early Contributions in Crowdfunding. *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 39. No. 1: 75–102. <https://doi.org/10.1111/etap.12118>. M·G·克伦伯、C·弗兰佐尼、克里斯蒂娜·罗西-拉马斯特拉:《公众筹资中内部社会资本和早期参与者的吸引力》(美国《创业理论与实践》杂志,2015年第39卷第1期75–102)
- Connelly, B.L. – Certo, S.T. – Ireland, R.D. – Reutzel, C.R. (2011): Signaling Theory: A Review and Assessment. *Journal of Management*, Vol. 37: 39–67. <https://doi.org/10.1177/0149206310388419>. B·L·康奈利、S·T·塞托、R·D·爱尔兰、C·R·莱尔采:《信息理论:研究和评估》(《管理杂志》,2011年第37卷39–67)
- Coppey, L. (2016): From Value-Added VCs to Equity Crowdfunding Syndicates: the New Platforms of the Venture Capital Industry. MIT Sloan Management Department. <http://hdl.handle.net/1721.1/104539>. L·科佩:《从附加价值风险投资到股权众筹联营体:风险投资行业的新平台》(麻省理工学院斯隆管理学院,2016)
- Daskalakis, N. – Yue, W. (2017): User’s Perceptions of Motivations and Risks in Crowdfunding with Financial Returns. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2968912>. N·达斯卡拉季斯、岳巍:《用户对金融回报型众筹激励和风险的理解》(2017)
- Décarre, M. – Wetterhag, E. (2014): Uncovering the Outcomes of Equity Crowdfunding: Post-Funding Outcomes of Equity Crowdfunded Firms in Europe. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2545276>. M·德卡尔、E·维特哈格:《发现股权众筹的结果:欧洲股权众筹融资的公司在投资后的结果》(2014)
- Dorfleitner, G. – Hornuf, L. – Weber, M. (2017): Dynamics of Investor Communication in Equity Crowdfunding. Max Planck Institute for Innovation & Competition Research Paper No. 17–06. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2962951>. G·多福莱特纳、L·霍努夫、M·韦伯:《在股权众筹的投资者沟通动态》(马克斯·普朗克创新和竞争研究院报告第17-06号)
- Estrin, S. – Khavul S. (2016): Academy of Management of Proceedings (Meeting Abstract Supplement) 13036. S·埃斯特林、S·卡乌尔:《管理学院汇刊》(会议摘要补充文件)13036号(2016)
- Freear, J. – Sohl, J.E. – Wetzel Jr. W. E. (1994): Angels and Non-Angels: Are there Differences? *Journal of Business Venturing*, Vol. 9: 109–123. [https://doi.org/10.1016/0883-9026\(94\)90004-3](https://doi.org/10.1016/0883-9026(94)90004-3). J·富利埃尔、J·E·索尔、小W·E·韦策:《天使和非天使:有无区别?》(《商务创业杂志》,1994年第9卷109–123)

- Hervé, F. – Manthé, E. – Sannajust, A. – Schwiendacher, A. (2016): Investor Motivations in Investment-Based Crowdfunding. <https://econpapers.repec.org/paper/haljournal/hal-01452026.htm>. F·埃尔韦、E·曼泰、A·桑纳日斯特、A·施维恩巴赫:《投资型众筹项目中投资者的动机》(2016)
- Hornuf, L – Schmitt, M. (2016): Success and Failure in Equity Crowdfunding. CESifo DICE Report Vol. 14, No. 2: 16–22. L·霍努夫、M·施密特:《股权众筹中的成功与失败》(德国《CESifo DICE报告》杂志, 2016年第14卷第2期16–22)
- Hornuf, L. – Neuenkirch, M. (2015): Pricing the Value of Cash Flow Rights in Crowdfunding: An Analysis of Innvestment Backers. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2624908>. L·霍努夫、M·诺伊恩基尔赫:《公众投资中现金流权益的估值:对创新投资支持者的分析》(2015)
- Hornuf, L. – Schmitt, M. (2016): Does a Local Bias Exist in Equity Crowdfunding? Max Planck Institute for Innovation & Competition Research Paper No. 16-07. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2801170>. L·霍努夫、M·施密特:《在股权众筹中是否存在本地偏好?》(德国马克斯·普朗克创新与竞争研究院报告第16-07号, 2016)
- Hornuf, L. – Schwiendacher, A. (2014): Crowdfunding – Angel Investing for the Masses? Handbook of Research on Venture Capital: Volume 3. Business Angels, Forthcoming. <http://ssrn.com/abstract=2401515>. Downloaded: 18 August 2016. L·霍努夫、A·施维恩巴赫:《公众投资——天使投资的大众版?》(《风险投资研究手册》, 2014年第3卷《商业之鹰》)
- Hornuf, L. – Schwiendacher, A. (2015): Funding Dynamics in Crowdfunding. <http://ssrn.com/abstract=2612998>. Downloaded: 18 August 2016. L·霍努夫、A·施维恩巴赫:《公众投资中的融资动态》(2015)
- Ibrahim, D. M. (2015): Equity Crowdfunding: A Market for Lemons? Minnesota Law Review, Vol. 100; William & Mary Law School Research Paper No. 09–292. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2539786>. D·M·伊卜拉欣:《股权筹资:属于柠檬的市场?》(美国《明尼苏达法律杂志》, 威廉与玛丽法学院研究报告第100期09–292)
- Itenberg, O. – Smith, E. E. (2017): Syndicated Equity Crowdfunding: The Trade-Off between Deal Access and Conflicts of Interest. Simon Business School Working Paper No. FR 17–06. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2933822>. O·伊滕贝格、E·E·史密斯:《联营体股权众筹:项目可视性和利益冲突之间的互换》(美国罗彻斯特大学西蒙商学院工作论文, 2017, FR 17–06)
- Klöhn, L. – Hornuf, L. – Schilling, T. (2016): Financial Contracting in Crowdfunding: Lessons from the German Market. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2839041>. L·克伦、L·霍努夫、T·西林:《公众筹资中的融资协议:德国市场的经验》(2016)
- Leland, H.E. – Pyle, D. (1977): Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation. Journal of Finance, Vol. 32: 371–387. <https://doi.org/10.2307/2326770>.

- H·E·雷朗、D·派尔:《信息不对称、金融结构和金融中介》(美国《金融杂志》, 1977, 32: 371-387)
- Löher, J. (2016): The Interaction of Equity Crowdfunding Platforms and Ventures: An Analysis of the Preselection Process. *Venture Capital*, Forthcoming. <https://ssrn.com/abstract=2875673>. J·勒海尔:《股权众筹平台和组织的互动:对预先删选过程的分析》(《风险资本》, 2016)
- Lukkarinen, A. –Teich, J. E. – Wallenius, H. – Wallenius, J. (2016): Success Drivers of Online Equity Crowdfunding Campaigns. *Decision Support Systems*, Vol. 87: 26–38. <https://doi.org/10.1016/j.dss.2016.04.006>. A·卢卡里奈、J·E·泰赫、H·沃雷钮斯、J·沃雷钮斯:《线上股权众筹宣传项目的成功因素》(美国《决策支持系统》杂志, 2016, 87: 26–38)
- Miglo, A. (2016): Crowdfunding: Balancing Imperfect Information and Moral Hazard Considerations. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2793631>. A·米戈罗:《公众筹资:平衡不完美信息和道德风险的考量》(2016)
- Moritz, A. – Block, J. H. – Lutz, E. (2014): Investor Communication in Crowdfunding: A Qualitative-Empirical Study. <http://ssrn.com/abstract=2462282>. Downloaded: 18 August 2016. A·莫利茨、J·H·布拉克、E·鲁茨:《公众投资中的投资者沟通:质化经验论研究》(2014)
- Ralcheva, A. – Roosenboom, P. (2016): On the Road to Success in Equity Crowdfunding. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2727742>. A·拉尔切瓦、P·罗森波姆:《在股权众筹的成功之路上》(2016)
- Shneor, R. – Flåten, B. (2015): Opportunities for Entrepreneurial Development and Growth through Online Communities, Collaboration and Co-Creation, In: Kaufmann, H. R. and Shams, R.: *Entrepreneurial challenges in the 21st century*, Chapter 11, Basingstoke UK: Palgrave Macmillan. <http://ssrn.com/abstract=2684712>. Downloaded: 18 August 2016. R·施纳尔、B·弗拉藤:《与线上群体合作和共同创造带来的创业发展和增长机遇》, 见H·考夫曼和R·沙姆斯《在21世纪的创业挑战》第11章(英国, Basingstoke市, Palgrave Macmillan出版社, 2015)
- Signori, A. – Vismara, S. (2016): Returns on Investments in Equity Crowdfunding. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2765488>. A·西格诺利、S·维斯马拉:《股权众筹的投资回报》(2016)
- Vismara, S. (2015a): Information Cascades Among Investors in Equity Crowdfunding. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2589619>. S·维斯马拉:《股权众筹投资者群体中的信息瀑布》(2015a)
- Vismara, S. (2015b): Equity Retention and Social Network Theory in Equity Crowdfunding. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2654325>. S·维斯马拉:《股权众筹的股权滞留和社交网络理论》(2015b)

- Vismara, S. – Benaroio, D. – Carne, F. (2016): Gender in Entrepreneurial Finance: Matching Investors and Entrepreneurs in Equity Crowdfunding. Forthcoming in Link, A. (eds.): Gender and Entrepreneurial Activity. Cheltenham, UK: Edward Elgar. <https://ssrn.com/abstract=2833946>. S·维斯马拉、D·贝纳洛尤、F·卡尔内:《性别在创业融资中的作用:在股权众筹中匹配投资者和创业者》,见A·林克(编辑)《性别和创业行为》(英国,Cheltenham镇,Edward Elgar出版社,2016)
- Vulkan, N. – Astebro, T. B. – Fernandez, S. M. (2015): Equity Crowdfunding: A New Phenomena. Saïd Business School WP 2015-21. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2700236>. N·乌尔坎、T·B·阿斯泰布罗、S·M·菲南德斯:《股权众筹:一个新现象》(牛津大学赛德商学院,2015-21)
- Wallmeroth, J. (2016): Investor Behavior in Equity Crowdfunding. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2881394>. J·沃尔默洛思:《投资者在股权众筹项目中的行为》(2016)
- Welch, I. (1992): Sequential Sales, Learning, and Cascades. *Journal of Finance*, Vol. 47: 695–732. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04406.x>. I·韦尔奇:《连续销售、学习和瀑布》(美国《金融杂志》,1992,47:695–732)
- Wroldsen, J. (2017): Crowdfunding Investment Contracts. 11 *Virginia Law & Business Review* (Spring, Forthcoming). <https://ssrn.com/abstract=2844771>. J·沃德森:《众筹投资协议》(美国《弗吉尼亚法律和商业杂志》,2017年春季号)
- Zhang, J. – Liu, P. (2012): Rational Herding in Microloan Markets. *Management Science*, 58(5): 892–912. <https://doi.org/10.1287/mnsc.1110.1459>. 张娟娟、刘鹏:《微型贷款市场的理性羊群效应》[美国《管理科学》,2012,58(5):892–912]