

# 中国股权众筹的规制逻辑和模式选择

黄辉

(香港中文大学 法学院, 香港 999077)

**摘要:** 股权众筹立法是我国目前《证券法》修订过程中的一个重要问题,其难点在于股权众筹的模式选择,即股权众筹是允许采用公募形式,还是限于私募形式?有些学者从概念法学出发,认为股权众筹的公募形式是众筹概念的应有之义,但我们需要实事求是,基于我国国情考察公募众筹的必要性与可行性,从法金融学的角度审视鼓励金融创新与投资者保护之间的冲突与衡平。公募众筹存在固有的信息不对称、逆向选择和代理成本等问题,目前尚缺乏有效的解决办法,容易导致投资者保护不足,而私募众筹能够依赖合格投资者的专业参与和自我保护等途径有效缓解上述问题。对于美国、英国和新加坡等国家股权众筹制度的实证考察表明,相对于公募众筹而言,私募众筹的经济表现更好,也更有利于投资者保护。在我国当前的资本市场环境下,私募众筹已经能够在很大程度上缓解资本需求;另一方面,罔顾国情而盲目追求所谓的“金融民主化”,可能导致投资者保护问题,甚至引发金融系统性风险和社会稳定问题。因此,我国目前不应急切引入公募众筹,而应循序渐进,先发展私募众筹,俟时机成熟再考虑开放公募众筹。《私募股权众筹融资管理办法(试行)(征求意见稿)》采取私募众筹模式在方向上并无不当,但在具体措施上,还有需要进一步完善的地方,包括取消广告禁令和众筹平台的审查义务标准等。

**关键词:** 股权众筹; 公募; 私募; 金融创新; 投资者保护

中图分类号: DF438 文献标志码: A DOI: 10.3969/j.issn.1001-2397.2018.04.08

## 一、问题之提起

根据国际证监会组织(International Organization of Securities Commissions, 简称IOSCO)的定义,众筹融资指“通过互联网平台,从大量的个人或组织

处获得较少的资金来满足项目、企业或个人资金需求的活动”<sup>[1]</sup>。股权众筹是众筹融资的一种类型,其商业模式可概括为:资金需求方(通常为初创企业)在网站上发布项目信息,投资者根据相关信息对项目进行小额投资并取得股权。股权众筹被视为我国多层次资本市场的底座,并被寄希望于缓解金融抑制等原因所导致的小微企业“融资难、融资贵”的问题,进而促进供给侧结构性改革的推进。

目前,我国的证券法制度对于股权众筹有诸多

收稿日期: 2017-10-15

作者简介: 黄辉(1976),男,江西南昌人,香港中文大学法学院教授,中组部“千人计划”国家特聘专家,暨南大学讲座教授,澳大利亚新南威尔士大学兼任教授,加拿大麦吉尔大学李嘉诚讲座教授,法学博士。

约束<sup>①</sup> ,仅可容纳私募型的股权众筹,亦称为“互联网非公开发行股权融资”<sup>②</sup>。自国内首家股权众筹网站“起点时间”2011年成立以来,股权众筹行业在我国取得了一定发展。数据显示,截至2016年底,全国私募股权众筹平台共计145家(正常运营的有118家)<sup>[2] 6</sup>。2016年新增项目融资额为52.98亿元人民币<sup>[2] 11</sup>。中国证券业协会于2014年12月18日发布了《私募股权众筹融资管理办法(试行)(征求意见稿)》(以下简称《征求意见稿》),旨在明确私募股权众筹的合法性,厘清相关规则,为促进其健康发展提供法治保障。

然而,《征求意见稿》一直没有正式出台,主要原因之一是股权众筹的模式争论问题,即股权众筹是允许采用公募模式,还是限于私募模式?在《证券法》的修订过程中,学术界<sup>[3] 65-66</sup>与实务界<sup>[2] 83</sup>提出借鉴众筹发行豁免机制并引进公募股权众筹的呼声始终存在。对于《征求意见稿》的规定以及《证券法》修改的“跳票”,学术界一直存在批评的声音,但这些批评多是基于概念法学的视角,认为未将公募股权众筹合法化是背离“众筹”概念的应有之义<sup>[4]</sup>。

我们需要实事求是,基于我国国情考察公募众筹的必要性与可行性,从法金融学的角度审视公募众筹的金融功能和风险,进而探讨我国应当采取的众筹模式和法律立场。国际证监会组织最新修订的《证券监管目标和原则》认为,证券监管目标有三个,包括:(1)保护投资者;(2)维护市场公平、有效和透明;(3)减少系统性风险<sup>[5]</sup>。这是国际证监会组织发布的最为重要的一个国际证券监管标准,被世界银行和国际货币基金组织援用,对全球的金融市场进行定期评估和排名。本文将以此标准为框架,探究《征求意见稿》所确立的私募众筹模式是否已在上述各政策目标间达成妥善平衡,从而提出我国对于股权众筹的监管政策选择和未来发展方向,以实现2017年7月在第五次全国金融工作会议上提出的金融“防风险、助实体”的总体战略要求。

## 二、初创企业的股权投资:内在风险与传统应对

### (一) 风险类型与特征

股权众筹活动借助互联网等金融科技手段大幅降低了股权交易的成本,使得大范围的线上发行成为了可能。尽管如此,股权众筹并未摆脱其股权投资的本质,并且其主要发行者是初创企业。较债权融资而言,股权投资的风险本就较高。此外,股权投资的商业与代理风险水平通常与企业成熟度负相关。因此,对初创企业进行股权投资风险极高。尽管我国小微企业融资难的问题在金融抑制与供给侧结构性改革的大背景下尤为突出与紧迫,极高的风险一直是阻碍初创企业取得融资的一大障碍。初创企业融资难的现象绝非我国独有,也并非新近现象。相较而言,成熟企业的融资渠道多样,股权融资以募集发行(以首次公开发行IPO为例)为主。本部分将对比初创企业股权投资与成熟企业募集发行两种股权融资方式,借以阐释初创企业股权投资中所蕴含的各种风险。

#### 1. 创新背后的商业风险

初创企业股权投资所蕴含的商业风险首先体现在经营失败与退出不能时,投资者所面临的颗粒无收的局面。股权投资的收益取决于公司的成功经营,但初创企业的失败率非常高。据统计,约80%的中国初创企业在成立后的5至7年内倒闭<sup>[6] 6</sup>。居高不下的失败率很大程度上应归咎于投资效率低下。投资效率的担忧主要包括投资不足与投资过度。一方面,对初创企业的过度乐观或谨慎均可能造成资金需求评估失当,导致投资过度或资金不足;另一方面,初创企业持续融资能力有限,

<sup>①</sup> 我国股权众筹面临公开发行许可和强制信息披露制度等方面的法律障碍。(参见:彭冰.投资型众筹的法律逻辑[M].北京:北京大学出版社,2017:24.)

<sup>②</sup> 私募众筹的提法已被证券业协会与互联网金融协会等官方机构修改为“互联网非公开发行股权融资”。官方表述无疑更准确,但由于私募众筹的提法在语义上与公募众筹相对,更为形象和简洁,故为方便讨论,本文将沿用“私募众筹”与“公募众筹”这一对概念。

投资者在初期投资时难以评估企业能否融得后续资金。一旦项目无法筹集足够的资金,项目即将面临失败的风险。此外,股权的流转既是投资收益变现的前提,亦是投资减损的有效途径。目前初创企业股权投资者的退出机制主要包括公开市场发行、新三板挂牌以及股权转让等手段。然而,初创期企业的投资者普遍缺乏二级市场,寻找其他买家亦十分困难。退出机制的匮乏延长了变现时间,阻塞了减损通道,增加了股权投资的不确定性。

形成鲜明对比的是,寻求募集发行(例如IPO)的成熟企业通常拥有稳定有效的运营模式,彻底失败的可能性较低。截至2015年8月22日,沪深两市被终止上市的公司仅12家。此外,在证券交易所等平台上建立的二级市场为企业注入极大的流动性,成熟企业投资者的退出与变现不存在现实阻碍。此外,在长期经营的基础上,成熟企业对项目融资的资金需求估算通常更为准确,并且保持持续融资的能力。因此,成熟企业股权投资中的商业风险是较低的,并且通常能够通过二级市场及时转让、减损与退出。

## 2. 创始人的投机行为

信息不对称与代理问题是所有股权投资者均面临的公司治理难题。然而,初创企业的内部治理水平低下,内部人(一般为创始者)进行虚假陈述或滥用控制权的情况比较突出。首先,外部投资者必须在投资前根据初创企业所披露的信息做出决策。然而,将多数初创企业形容为“史无前例”并不为过。宏观上,这些企业通常涉足新的经济业态,未来走向难以通过传统手段进行预测。其披露的信息具有极强的商业不确定性。微观上,初创企业成立时间短,缺乏长期财务跟踪,外部投资者难以根据其过往表现对其未来价值作出有效评判。此外,股权交易完成后,缺乏完善内部机制的初创企业极易受到内部人控制,进而损害外部投资者(一般为中小股东)的权益。综上所述,创始人的投机行为主要体现在两方面:首先,一旦企业创始人对初创企业前景过度包装甚至粉饰财务信息,投资低质量企业的机率将显著升高,最终致使劣币驱逐良币,

使得商业风险本就居高不下的初创企业投资彻底沦为柠檬市场;此外,初创企业投后管理的成本很高,稍有不慎外部投资者的利益便容易被内部创始人侵蚀。现实中“王婆卖瓜”的案例并不罕见,包括国内最成功的股权众筹项目“大姨吗”以及“美柚”均曾被传闻涉嫌数据严重造假。

相较而言,寻求募集发行(例如IPO)的成熟企业通常涉足传统行业或是新兴行业的龙头,并被要求强制披露过往数年内的运营与财务信息供投资者参考。因此,外部投资者的行业与财务预测均有迹可循。更为重要的是,其所披露信息的真实性必须经过律师、审计师等传统证券市场看门人的核验,可信度高。在内部治理方面,证券交易所的上市规则通常对上市公司设立较高的标准,就内幕信息、虚假陈述、独立董事以及关联交易等事项会作出详细规定。这无疑为外部投资者,尤其是小股东的投资利益设立了安全网。诚然,安全网的构建十分昂贵,上市公司为此支付的合规成本固然巨大,但是公开发行业与上市身份所带来的潜在利益驱动多数成熟企业遵守交易所的相关义务。

## (二) 投资者保护的传统路径:兼论股权众筹的市场定位

### 1. 天使投资人与风险投资基金如何自我保护?

初创企业的局限性决定了其商业风险居高不下。要求其建立完善的治理与披露机制不切实际,这也是监管者禁止其进行公开证券发行的逻辑所在。早期的创业者通常依赖个人存款、亲友资金甚至信用卡等个人消费工具经营企业。创投行业(以天使投资人与风险投资机构为例)的兴起打破了这一局面,并逐步成为初创企业的主要融资渠道。截至2014年,中国共有天使投资基金179只,风险投资基金655只<sup>[7]</sup>。创投行业成功的逻辑离不开投资人妥善管理商业风险并有效克服逆向选择等问题的能力。

初创企业的局限性对于风险投资人同样适用。然而,创投行业的投资人发展出一系列风险控制工具实现了自我保护的目标。

首先,投资人能够识别、管理甚至降低初创企

业中的商业风险。天使投资人通常是所投资领域的专家或持续创业者,在投资前通常能够凭借自身的专业知识与管理经验对企业前景进行研判。同时,投资人完全有能力凭借自身的资金实力与其它资源降低初创企业中的商业风险。一方面,投资人财力雄厚,缓解了初创企业融资续航能力不足的困境。只要投资人看好,其完全能够凭借个人或机构之力进行持续投资。另一方面,投资人通常是行业翘楚,其为初创企业提供其亟需的管理经验与行业人脉,促进其成功经营。实证研究显示,高声誉投资机构的投资显著提升了所投初创企业的生产效率<sup>[8]</sup>。

其次,投资人善于运用各类投机行为抑制工具。风险投资基金通常习惯于通过详细的风险投资合同对初创企业股权投资中的各类风险进行管控。具体而言,风险投资基金对放款进度进行把控,通常采取阶段式融资。此外,风险投资基金在长期的投资实践中摸索出运用优先股、董事任命权以及保护性条款等机制降低投资后的代理成本,并对其娴熟运用。如上所述,处于天使轮的企业成熟度低,蕴含更高的代理风险,但是此类初生企业同时对外部管控较为敏感。传统风险投资合同固然能够有效控制风险,但同时其束缚了企业创始人的管理灵活性,抑制了创新与发展。为了突破这一困境,天使投资人通常运用非正式的途径进行风险管理。譬如,大部分天使投资项目来自于投资人熟悉的社会关系网络,这为投资项目的质量提供了初步保证。在投后管理方面,投资人以实地走访与面授的方式对企业经营进行指导与管控。实证研究表明,我国的投资人借助“风险投资关系网络”等手段有效缓解了信息不对称等问题,并降低了初创企业股权投资中潜在的机会主义行为<sup>[9]</sup>。

## 2. 股权众筹的市场定位:天然的柠檬市场吗?

如前所述,投资人借助各种手段管理商业与投机风险,避免逆向选择与柠檬问题。此外,创新型企业的成功很大程度上取决于创业信息的保密。在传统创投行业,这些信息仅为少数投资人所知,并且保密协议与行业操守确保了创业信息的相对

保密性。因此,一个不可避免的问题是:在创投行业发展,的情况下,借助互联网进行的股权众筹是否仍有其存在的必要性?在美国,以 Michael Dorff 教授为代表的部分学者认为,在创投行业健康发展的前提下,股权众筹所服务的发行人多数是不受投资人青睐且缺乏创新的低质量初创企业;换言之,股权众筹是天然的柠檬市场<sup>[10]</sup>。

笔者认为,这样的论调不免过于悲观。我国目前的创投行业存在盲区,至少难以覆盖以下三类初创企业。首先,传统创投行业各融资阶段之间存在空档。现实中,部分初创企业虽然渴望得到投资人的投资,但无奈处于融资的窗口期。基于资本运用效率等因素的考量,投资人一般对种子期企业以及介于天使轮与 A 轮融资之间的企业缺乏热情。因此,资本窗口期企业可能需要股权众筹。

其次,传统创投行业存在地域与行业偏见。相关经济研究显示,中国的风险投资机构存在投资本地企业的偏好,并且目前创投资金 82.3% 汇聚于北京、江苏、浙江等发达地区<sup>[11-12]</sup>。此外,风险投资与天使投资人普遍仅关注互联网、金融科技等部分热点行业,传统行业的投资易被忽视。因此,欠发达地区与非热门行业的初创企业可能需要股权众筹。

再次,部分初创企业不需要投资人(尤其是低声誉投资人)所提供的增值服务。增值服务是投资人控制商业风险并加速企业成熟的重要工具,是天使投资与风险投资不可或缺的组成部分。然而,投资人的增值服务并非免费,而是以获取股权的方式索取对价。一方面,现实中初创企业股权遭遇稀释甚至失去控制权的情况并不鲜见。部分创业者对自身的专业与管理技能较为自信,故不希望冒着公司控制权旁落的风险寻求风险投资。另一方面,我国创投行业的投资质量存在提升的空间。相较于世界主要经济体,我国的风险投资机构尚未妥善承担起发掘和培育优质初创企业的基本职能。实证研究表明,部分创投机构(特别是低声誉机构)为了尽早顺利退出所投资的项目,采取一些与企业长远利益不符的短期行为<sup>[13]</sup>。综上,两类企业可能需要股权众筹,分别是自信其不需要增值服务并渴望低

融资成本的初创企业,以及希望投资人参与但难以取得高声誉机构投资的初创企业。

对于上述各类初创企业,成本低廉并具有普惠性质的股权众筹乃绝佳的替代方案。一方面,互联网技术打破了地理与行业的界限,处于偏远地区以及冷门行业的企业同样有机会向投资人展示自己的项目。另一方面,股权众筹的投资额小,投资人通过增值服务等方式对初创企业施加的影响有限。因此,担心控制权旁落以及融资对价过高的创始人同样可以安心地利用股权众筹融资。

我国私募股权众筹的发展现状部分印证了上述猜想。据抽样统计,截至2016年底国内窗口期企业的众筹项目占到总投资项目的34.8%,而49.1%的股权众筹项目处于天使轮,其中不少企业不以获取增值服务为目标<sup>[2] 13</sup>。然而,欠发达地区与传统行业的初创企业并未大量加入股权众筹的行列,其潜在成因将于下文进行分析。不可否认的是,上述企业中同样不乏值得投资的高质量初创公司。因此,将股权众筹市场描绘为完全的柠檬市场似乎过于绝对,发展股权众筹或具有类似功能的替代性融资渠道实乃现实所需。

### 三、不同股权众筹模式下的投资者保护逻辑

股权众筹的发展空间固然存在,但如何克服信息不对称与代理问题并妥善管控极高的商业风险依然是摆在其面前的一道必答题。换言之,在泥沙俱下的投资市场中促使良币驱逐劣币是股权众筹健康发展的必要前提,但在公募众筹与私募众筹两种模式下,投资者的保护逻辑和机制差异很大,下文将分别讨论和比较。

#### (一) 公募股权众筹“集体智慧”与其逻辑困境

所有普通大众投资者均可以参与公募众筹,但是一般认为大众投资者的投资行为具有非理性的同质化倾向。比较典型的例子是羊群效应。所谓羊群行为指的是在不确定的环境中,先行投资者的投资行为为后来者提供了额外的信息,使其产生模仿其投资决定的倾向,而降低其依赖自身私人信息

的程度<sup>[14]</sup>。在股权众筹的语境下,羊群效应可能扭曲股权交易的价格,进而损害投资者的利益。最初的众筹投资者通常是企业创始人的亲朋好友。基于各种考量,他们倾向于高估初创企业的价格,在融资的初期便注入了价格偏见。后续投资者根据先行投资者交易行为所作出的投资决定在价格方面难免存在泡沫。此外,股权融资的融资势头(Momentum)通常决定了项目融资的最终成败。这就意味着,先行投资者存在引导势头以促使项目完成融资的动机。一旦势头被引导,后续的中小投资者将以虚高的价格进行投资,并为初创企业股权的泡沫买单。股权众筹项目的融资规模通常较小,价格偏见与市场操纵行为对价格的影响明显。

公募股权众筹主要存在两条潜在路径实现纠偏。第一,数量庞大的大众投资者被期待运用“集体智慧”自我保护。第二,大众投资者的集体行为若被加以妥善引导可以实现理性投资,典型的例子是“领投+跟投”的股权众筹模式。

#### 1. “集体智慧”

“集体智慧”的英文表述为“Wisdom of Crowd”,最早由美国Surowiecki博士提出,核心思想是:大众投资者也可能是智慧且理性的,其投资行为呈现异质化的特点。股权众筹的特点在于庞大的投资者基数,投资群体的成员根据自身的判断选择心目中的优质企业,并通过公开的平台分享这些想法,最终汇成集体的智慧。美国学者将集体智慧的机制应用在股权众筹中<sup>[15]</sup>,国内学者也将公募股权众筹“小额、大众”视为其主要的优势所在<sup>[3] 65</sup>。

然而,即便“集体智慧”的想法成立,其实现同样存在前提条件。根据Surowiecki博士的论述,“集体智慧”的实现建立在若干前提条件之上,即多元性(Diversity)、独立性(Independence)以及去中心化(Decentralization)。其中,多元性指投资者群体内部异质性,能够产生不同的思想与决策意见;独立性指投资者能够享有相对的自由,免受他人意见的影响;而去中心化组织则被描述为“决策权并非完全根植于特定中心位置并且许多重要决策由个人根据本地与特定知识作出,而非由全知全能并富有

远见的计划者作出”<sup>[16]</sup>。笔者认为,“集体智慧”的概念在我国目前的资本市场难以实现。

首先,股权众筹涉及大量草根投资者,这与初创企业股权投资本身的不确定性会共同催生出羊群效应等非理性投资行为。造成投资者非理性行为的原因颇多。一方面,投资者的能力越低,其对自己的判断越缺乏信心,便愈发可能采取羊群行为,我国资本市场存在大量未曾接受过高等教育或缺乏基本投资或金融技能的大众投资者,这无疑为非理性投资创设了土壤。另一方面,市场的不确定性与羊群效应成正比。如上所述,初创企业的局限性决定了其蕴含很高的商业与投机行为风险。在缺乏准确信息供给的情况下,大众投资者难以作出理性判断,因而更倾向于受他人投资决策的影响。因此,“集体智慧”独立性的前提条件难以满足。其次,普通大众投资者投资目标单一,并缺乏沟通渠道。一方面,中国股权众筹投资者存在同质化的投资目标,即通过投资追求短期收益。此外,各投资者之间必须通过畅通的渠道进行交流,方能形成理性的投资决策,然而这在目前的我国资本市场并不存在<sup>[17]</sup>。因此,“集体智慧”多元性的前提条件同样难以满足。

因此,在投资者素质较低且缺乏透明度的中国股权众筹市场,多元性与独立性的前提条件难以满足,“集体智慧”缺乏土壤。换言之,普通大众投资者在股权众筹中无意识的集体行为并非“集体智慧”,而更多的是一种非理性的“集体兴奋(Excitement of the crowd)”。尽管目前尚未发现对股权众筹市场投资者行为的权威实证研究,但羊群效应等非理性投资行为已在毗邻的P2P网贷(债权性投资众筹)市场中被经济数据所验证<sup>[18]</sup>。

## 2. “领投+跟投”模式

另一条纠偏路径是妥善引导羊群(普通大众投资者)抵达目的地(投资高质量初创企业),一般称为“领投+跟投”模式。“领投+跟投”是我国的流行模式,目前主要包括“专业领投+直接投资”“专业领投+间接投资”以及众筹平台作为领投人三种模式<sup>[19]</sup>。“领投+跟投”模式看似通过引导大众投

资者的集体行为转危为安,但是其未必具有现实可操作性并可能衍生出新的风险。

首先,合格投资者缺乏引导普通大众投资者的经济动机。天使投资人与风险投资基金通常财力雄厚,面对初创企业数百万的众筹融资需求,数个投资人联合起来便可轻易满足。将部分股权留给跟投者不仅增加管理成本,更有触犯有限责任公司股东上限的法律风险,徒增烦恼。其次,现行法律制度尚无法对“领投+跟投”模式所产生的新代理风险提供有效监管与救济。领投人在股权众筹中扮演类似投资顾问的角色,并以亲身的投资增加投资建议的可信度。尚且不论领投人是否有能力提供高质量建议,领投人与跟投人之间的利益冲突将威胁大众投资者作为跟投者的利益。譬如,跟投人盲目信赖领投人,彻底无视初创公司与领投人之间关联关系的情况在现实中普遍存在。若领投人刻意引导大众投资者对其关联公司进行投资,并在获得收益后择机退出,作为跟投者的大众投资者将蒙受此类市场操纵行为所造成的损失。遗憾的是,面对科技创新,目前的法律制度稍显滞后,未能提供有效的救济条款与基础设施。具体而言,目前的证券制度不能就该类市场操纵行为提供请求权基础,亦缺乏集团诉讼等基础设施鼓励大众投资者申索权益。

综上所述,“集体智慧”与“领投+跟投”模式均无法在现有的市场条件下彻底解决大众投资者非理性的集体行为。质言之,若不限制大众投资者参与股权众筹投资,逆向选择等问题将不可避免。以强制信息披露为主的投资者保护措施同样难以奏效,因为普通大众投资者对信息的运用与理解能力有限。唯一可行的方案是让众筹平台或领投人为大众投资者摘除大部分的劣质初创企业。然而,众筹平台与领投人缺乏相应的经济动机与判断能力。即便其在现实中做到了,也将大幅抬升众筹融资成本,背离众筹发行的初衷。

## (二) 私募股权众筹: 强调投资者适当性管理

私募股权众筹将众筹投资的受众限制为合格投资人,强调适当性管理。合格投资人一般包括天

使投资人、风险基金投资人等专业投资人以及高净值的大众投资者。如前所述,专业投资人投资、管理经验丰富,有能力甄别商业与投机风险。此外,专业投资人与高净值投资人均财力雄厚,抵御投资失败的能力较强,股权变现的压力较小,亦更有能力对投资项目追加投资,降低融资不足的风险。

然而,投资活动的“线上化”是否限制了合格投资者对各类风险的管控能力?如上所述,投资人传统上通过投资合同、风险投资网络以及实地走访等非契约方式对商业与投机风险进行控制,而这些活动通常在线下进行。将传统创投活动从线下移至线上不免引发投资者保护的担忧。时间与空间的间隔使得投资人难以继续亲身运用传统自我保护手段。现实操作中,虚拟化所引发的窘境通过投资集团得以解决。投资集团的英文表述为 Syndicate,指积极与消极两类投资人为投资特定项目联合组成的共同体。其中,积极投资人领导整个投资项目,具备强大的专业背景,从事一手的尽职调查,并且与初创公司就股权投资展开磋商。相反,消极投资人仅提供资金,不参与实地调查、项目磋商与投后管理。消极投资人作出投资决策的基础是积极投资人的专业水平与投资声誉。经历股权投资线上化后,尽管投资人不再有条件运用其常年依赖的投资网络与各种风险抑制工具,但是其可以透过项目当地的创投合作者(积极投资人),并在其协助下对投资项目进行风险控制。以众筹网站“天使汇”为例,其所提供的“快速合投”服务为消极投资人提供了投资渠道。据其宣传,合格投资者将与可靠的天使投资人共同投资、共享收益,而这些项目所在地的积极投资人通常是业内专家并将对项目的价值与亮点进行把控<sup>①</sup>。

综上所述,私募股权众筹的主要受众是专业投资者,其较普通大众投资者拥有更强的风险识别、管控与承受能力。传统的线下风险工具在股权投资虚拟化后借助投资集团得以延续。与此同时,私募股权投资线上化有效降低了股权交易成本并使得消极投资人得以较低的成本加入投资集团。一方面,股权众筹平台为投资者与融资方牵线搭桥,降

低了搜寻项目以及收集信息的成本。另一方面,股权众筹平台汇聚了大量的天使投资人或股权投资基金,为投资人形成线上的投资网络提供了平台。

#### 四、众筹监管的比较法视野

股权众筹起源于英美两国,现已传入世界各地并取得显著发展。截至2015年,全球股权众筹融资额估计达到25亿美元<sup>[20]</sup>。股权众筹是各国监管者共同面临的新挑战,包括美国、英国、新加坡在内的主要国家在近年已陆续出台专门法律对股权众筹实行监管。

##### (一) 英国

英国对股权众筹的监管近年来逐步升级。2013年之前,英国股权众筹平台由英国公平交易办公室(Office of Fair Trading)监管。在此期间,在众筹平台上发行的股权通常构成“金融工具(Financial Instruments)”进而落入欧盟《金融工具市场指令(Markets in Financial Instruments Directive)》的管辖范畴内。根据此规定中的投资者保护条款,股权众筹平台所从事的投资服务与活动必须经由相关部门的授权,并对平台上的投资人是否适合参与股权众筹投资作出具体评估。在欧盟的监管框架内,英国众筹金融制度将涉及交易安排、金融推广以及投资邀请的股权众筹活动认定为提供受管制服务(Regulated Activities),并要求股权众筹平台应当取得英国金融行为监管局(Financial Conduct Authority,简称FCA)的许可方能经营<sup>②</sup>。

近年来,英国金融行为监管局(FCA)逐渐意识

<sup>①</sup> 关于“快速合投”的介绍,参见“天使汇”网站:<http://angelcrunch.com/help/co-invest>,访问于2018年4月30日。

<sup>②</sup> 欧盟法律定义下的“金融产品”包括可流转证券,而“可流转证券”的定义包含公司股票在内的资本市场可流转证券,参见:Article 4(1)(44) and Annex I, Section C, of Markets in Financial Instruments Directive [2014] O. J. L 173/349. 关于投资者适当性的审查,参见: European Securities and Markets Authority, ‘Opinion: Investment-based Crowdfunding’, ESMA/2014/1378, 18 December 2014, Page 14, Para 46. 此外,关于英国金融行为监管局(FCA)授权的规定,参见: Articles 21 and 25, The Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) Order 2001, SI 2001/554.

到不受监管股票市场挂牌的众筹股权项目风险巨大,并最终于2014年颁布《PS14/4政策陈述》,正式引入了新的投资者保护规则。就本文讨论而言,自2014年10月起,英国的初创公司通过众筹平台既能够向合格投资者发行股权,亦可以由大众投资者处获取融资。根据金融行为监管局的描述与英国股权众筹行业的通行规范,能够参与股权众筹的投资者共有四类:第一,接受FCA监管的财务顾问(例如独立财务顾问,简称IFA)所提供建议的投资者;第二,能够证明过去两年内曾投资超过一家非上市公司(包括接触股权众筹平台)或在过去六个月内是商业天使投资集团或网络的成员,该类投资者称为成熟投资者(Sophisticated Investors);第三,在过去的一年的年收入不低于10万英镑或净资产不低于25万英镑的投资者,称为高净值投资者(High Net Worth Investors);第四,个人总投资(包括存款、股票、债券以及物业投资)中不超过10%投资于不易变现的证券(例如股权众筹平台上发行的初创企业股权)的普通大众投资者,称为受限投资者(Restricted Investors)<sup>①</sup>。

因此,私募与公募股权众筹平台均可在英国运营,普通大众投资者的公募众筹投资上限是其总投资额的10%。根据英国剑桥大学与国家科技艺术基金会(Nesta)的统计,2014年英国的股权众筹市场规模估计达到8400万欧元,且增速迅猛。其中,62%的受访投资者将自己形容为“无先前投资经验的大众投资者”<sup>[21]</sup>。换言之,作为受限投资者的普通大众是英国目前股权众筹投资的主力。因此,英国当前的股权众筹产业以公募众筹为主。

## (二) 新加坡

新加坡的股权众筹监管经历了逐渐宽松的过程。根据新加坡《证券法》,由于涉及证券发行,股权众筹平台需要取得资本市场服务许可。向合格投资者与机构投资者进行的私募众筹发行可以不发布招股文件,在平台上发布的关于证券以及融资方信息亦不违反广告禁令。合格投资者包括净资产(包括物业)不低于200万新币或过去12月内的收入不低于30万新币的个人,而机构投资者包括

投资银行与风险基金等专业投资人<sup>②</sup>。

在新加坡,公募众筹的主要法律依据是“小额发行例外”(Small Offers Exemption)以及“私募发行豁免”(Private Placement exemption)。其中“小额发行豁免”系于2005年加入新加坡《证券法》,根据该豁免,只要12个月内从大众投资者处募集的资金少于500万新币,融资方便不需要发布招股文件,但是“小额发行豁免”涉及对投资者资质严格的前置审查。首先,投资者必须具备金融投资能力,这要求众筹平台确保投资者拥有相应的股权众筹投资知识与经验。其次,众筹平台必须在综合考量投资者的投资目标、资金来源以及风险耐受度等因素后确保投资者适合参与股权众筹投资<sup>[22] 7</sup>。

新加坡金融管理局(Monetary Authority of Singapore,简称MAS)2016年6月发布了《就促进股权众筹所受到反馈作出的回应》,明确了股权众筹监管的改革方向,主要体现在两个方面。首先,为促进私募众筹的发展,私募众筹平台的最低资本操作风险要求分别从之前的25万与10万新币下调至5万新币,并且不再需要提供10万新币的保证金。其次,投资者资质审查得以简化。公募众筹平台仅需要确定投资者具有金融投资能力或鉴于其投资目标与风险耐受度适合参加股权众筹活动。在确定投资者的金融投资能力时,股权众筹平台仅需确定投资者具有股权众筹投资的相关知识或经验<sup>[22] 3-4</sup>。

因此,公募众筹与私募众筹在新加坡现有的监管制度下均是可行的。然而,新加坡公募众筹的发展空间无疑是有限的。首先,由于在2005年引入“小额发行豁免”时并未考虑到股权众筹平台的兴起,相应的前置审查较为严格,其已成为部分公募众筹平台运营的现实障碍。尽管2016年的改革方案减轻了对投资者资质审查的义务,但障碍并未完全清除,而具备非上市公司投资能力与经验的投资

① 关于投资者范围的法律规定,参见:FCA's Conduct of Business Sourcebook, 4.7.7R to 4.7.10R.

② 参见:Section 4A(1)(a) of the Securities and Futures Act.

者在新加坡被认定为成熟投资者,不在大众投资者之列。因此,新加坡的公募众筹的适用范围有限<sup>①</sup>。其次,公募众筹平台接受更为严格的准入监管,其需要保有500万新币的资本基础以保护大众投资者的利益。为确保大众投资者充分知悉股权众筹中的风险,公募平台必须按照金融管理局(MAS)的要求对投资者进行充分的风险提示,而投资者则必须以金融管理局(MAS)认可的形式确认其已知悉上述风险。笔者在研究过程中并未发现新加坡众筹行业的运营数据。FundedHere众筹网站是新加坡的首家股权众筹网站,其仅向合格投资者与机构投资者提供众筹中介服务<sup>②</sup>。因此,在2016年改革方案进一步鼓励私募众筹平台发展后,新加坡的股权众筹行业可能更将以私募众筹为主。

### (三) 美国

美国股权众筹的监管经历了由全面禁止到逐步开放的过程。在《JOBS法案》颁布前,私募众筹受到广告禁令的限制,难以开展,而公募众筹活动更是被《证券法》所禁止。首先,在《JOBS法案》颁布前向非合格投资者的发行必须准备招股文件并进行注册,不存在任何例外。而招股文件的准备是费事且昂贵的,其成为了初创企业融资的最大障碍。

其次,美国私募股权发行注册豁免制度主要体现在D条例(Regulation D)和144A规则两项“安全港”制度中。根据506规则,美国的初创公司能够开展融资规模不受限制的股权发行,并以较低的披露要求注册,即仅提交财务报告与D表格(Form D)。具体而言,证券发行的受众既可以是合格投资者也可以是数量不超过35名足够成熟的非合格投资者。然而,在旧证券发行制度下即使私募发行的受众全部是合格投资者,初创公司也不得通过广告或公开劝诱的方式发行证券。合格投资者的范围包括过往两年收入不低于20万美元或净资产不低于100万美元的高净值个人投资者以及银行与基金等专业投资者<sup>③</sup>。

美国2012年颁布的《JOBS法案》对上述两大禁令进行了放宽。一方面,只要发行的对象全部是

合格投资者,发行人便可以根据506(c)规则通过广告或公开劝诱的方式向不设上限的合格投资者发行,扫清了私募众筹的制度障碍,使得初创企业得以通过互联网平台以公开广告的方式向天使投资人、风险投资基金等合格投资人发行证券。另一方面,通过众筹平台向大众投资者发行不超过特定限额的证券,发行可豁免注册,一般称为“小额众筹豁免”<sup>④</sup>。为享有该豁免,发行人通过众筹平台的筹资金额累计不得超过100万(经2017年调整后为1070000)美元,而投资者的投资额度也不得超过一定限额<sup>⑤</sup>。此外,众筹平台必须在美国证监会(U.S. Securities and Exchange Commission,简称SEC)注册为经纪商或集资门户(Funding Portal),接受自律监管并遵守相应的治理与披露要求。

由于广告禁令废止与小额豁免引入分别集中在《JOBS法案》的第二章与第三章,故美国学者为方便讨论将私募众筹平台与公募众筹平台分别称为JOBS第二章平台(Title II Sites)与JOBS第三章平台(Title III Sites)。JOBS第二章平台(即私募众筹平台)的代表包括AngelList、FundRazr以及CircleUp。以AngelList为例,该网站“仅允许能够以看得见的方式帮助初创企业的合格投资者”参与投

① 开展公募众筹活动的平台对投资者的审查涉及大量个人信息的采集,一直被批评为过分昂贵,与小额的投资不成比例。(参见:Hu Ying. Regulation of equity crowdfunding in Singapore[J]. Singapore Journal of Legal Studies, 2015(1): 46.)

② 关于FundedHere众筹平台运营模式的详细介绍,参见其官方网站:[https://www.fundedhere.com/about\\_us](https://www.fundedhere.com/about_us),访问于2018年4月23日。

③ D条例发行、广告禁令以及506规则的规定,参见:17 C.F.R. § 230.501-506(2014),§ 230.506.关于合格投资者的规定,参见:SEC关于合格投资者的解读,SEC Pub. No. 158(9/13)。

④ 关于美国小额众筹豁免的相关规定,参见:SEC Releases No. 33-9470(Oct. 23, 2013) [78 FR 66427] and No. 33-9974(Oct. 30, 2015) [80 FR 71387].(以下简称《众筹条例》)

⑤ 美国证监会(SEC)近来为适应通货膨胀调整了公司筹资金额上限(调整后为1070000美元)与资产门槛,限额的具体细节如下:(1)若投资者的年收入或净资产低于10万(调整后为10700)美元,则投资上限为2000(调整后为2200)美元或年收入或净资产的5%(取较高者为准);(2)若投资者的年收入或净资产某项达到或超过10万(调整后为107000)美元,投资上限为该年收入或净资产的10%(取较高者为准)。(参见《众筹条例》)

资,目前该网站上的投资人均为美国家喻户晓的天使投资人,以 Reid Hoffman(美国著名职场社交网站 LinkedIn 创始人)为代表<sup>[23]</sup>。

虽然发展时间较短,JOBS 第三章平台(公募众筹平台)在美国已初具规模。包括 SeedInvest 在内的公募众筹网站已获得风险投资,并且正在争取扩张。《JOBS 法案》第三章的小额众筹豁免自 2016 年 5 月 16 日生效至今已一年有余。美国证监会(SEC)于 2017 年 2 月 28 日发布题为《美国根据 JOBS 法案第三章进行的股权众筹》的监管白皮书。据统计,156 个发行人通过公募众筹发行项目 163 个(排除撤回与重复的发行项目),寻求融资额达到 1800 万美元。这些项目涉及 21 家公募众筹平台参与,其中 8 家注册为经纪商,另外 13 家注册为集资门户。在 163 个项目中,共 28 个融资成功,成功率约为 17.18%。78.53%的发行融资额在 10 万美元以下,多数发行者是注册地在特拉华州的加利福利亚州在营企业。Wefunder Portal 网站目前是美国最大的 JOBS 第三章平台,截至 2016 年底约 41.1%的公募众筹项目以及 28.5%的发行额度在该平台完成<sup>[24]</sup>①。

#### (四) 小结

如前所述,私募众筹平台在英国、美国与新加坡均蓬勃发展,而公募众筹平台虽然在新加坡的发展受到限制,但其在英国与美国均方兴未艾。检验各国两类平台的运营情况对于我国考虑引入公募众筹的参考意义巨大。由于英美两国的股权众筹起步较早,行业数据丰富,故下文的分析主要基于英美主要股权众筹平台的运营情况展开。

英美私募股权众筹平台的运营总体是成功的。以美国为例,自广告禁令移除以来,JOBS 第二章众筹平台在美国获得了成功:根据非正式的统计,美国 JOBS 第二章平台的平均收益率可达 28.7%<sup>[25]</sup>,十分可观,AngelList 等私募众筹平台的投资回报率甚至高达 46%<sup>②</sup>。美国学者认为私募众筹平台的成功得益于创投集团等手段缓解了线上股权融资因邻近性缺失对投资人保护造成的不利影响。譬如,AngelList 网站提供投资集团功能,允许消极投资人

仅提供资金,并借助积极投资人(一般为初创企业当地的著名投资人)对企业进行扶持与监管,并最终实现风险控制<sup>[26]</sup> 577-579。

对比之下,英美公募股权众筹的发展则隐患重重。首先,英国的行业统计数据一定程度上揭示了公募股权众筹的危险性。Seedrs 和 Syndicate Room 分别是英国公募众筹与私募众筹平台的代表<sup>③</sup>。英国金融产业数据和解析的重要提供者 AltfiData 在 2015 年 12 月对包括上述两家平台在内的英国众筹平台进行了调查,并发布了《众筹平台现状》的研究报告。其中,低质量的初创企业被定义为“红色与橙色企业”。据统计,公募众筹平台 Seedrs 截至 2015 年上半年约有 100 欧元的投资涉及象征危险的“红色与橙色公司”,占总融资额的约 5%,而私募平台 Syndicate Room 众筹网站直到 2015 年 9 月才出现第一家“红色公司”<sup>[27]</sup>④。此外,对美国公募众筹的质疑从未停歇。尽管如美国证监会(SEC)所言,目前 JOBS 第三章众筹平台的运营数据有限,断言其成败为时尚早。当然,美国学术界对于 JOBS 第三章平台存在逆向选择问题的质疑始终存在。譬如,一些学者认为现有投资者保护规则难以妥善保护大众投资者,只会导致柠檬市场<sup>[26]</sup> 603-607。更

① 该白皮书统计与分析了 2016 年 5 月 16 日小额众筹豁免生效至 2016 年 12 月 31 日之间美国 JOBS 第三章平台的运营状况。

② 关于 AngelList 平台的回报率是截至 2015 年底根据 2013 年所作出投资进行的核算,参见 AngelList 的官方网站介绍: <https://angel.co/returns>。

③ 在 Seedrs 平台上,大众投资者仅需通过网站设计的选择测试便可以对初创企业进行投资,参见网站对投资者类型的介绍: <https://www.seedrs.com/learn/guides/seedrs-for-investors>。在 Syndicate Room 平台上,成熟投资者与高净值投资者可以参加私募市场的投资,而其他投资者仅能参加公开股权市场的投资(在线 IPO),参见 Syndicate Room 对投资者范围的介绍: <https://www.syndicate-room.com/invest/available-investments>。

④ “橙色( Amber)公司”被定义为正在经历经营困难的公司,其一般具有下列特征中的一项或数项:第一,这些企业在三个星期内无法通过电话取得联系,并且其电子邮件与社交平台等通讯工具不再活跃;第二,公司以更低的估价取得融资;第三,公司通过重组确保投资者初始投资的价值。“红色( Red)公司”则被定义为失败的投资项目,其公司已经被相关公司注册机关确认解散,或经众筹平台或本公司董事确认为不再交易。5%的比例根据报告中图示运用比例尺估算得出,未必与真实数据完全吻合。

有激进的观点主张美国证监会(SEC)应当尽快全面取消 JOBS 第三章平台的运营<sup>[10] 521-523</sup>。

综上所述,英美众筹行业的运营情况揭示出私募众筹平台收益率高,且失败率较公募平台低的特征。尽管失败率的差距并不显著(例如英国公募众筹的失败率约为5%),但是笔者基于下列原因认为,这一看似不大的差距同样值得我国的监管者警惕。首先,随着时间的推移,英美公募众筹中的失败企业可能进一步浮出水面,目前的数字尚不能全面反映公募众筹的危险性。其次,即使在公募众筹平台上同样存在合格投资者,普通大众投资者的资本贡献也较为有限。合格投资者的参与无疑稀释了总体样本,普通大众投资者群体中的失败率应当高于加权后的平均水平。再次,英国的初创企业整体质量较我国高。根据英国《每日电讯报》的调查,英国初创企业成立5年内的总体存活率约为50%<sup>[28]</sup>,而我国的数字是20%<sup>[6]</sup>。最后,英美国家的投资者素质较高,监管者与众筹平台所推广的投资者教育能够较为有效地减少市场上的非理性投资行为。因此,公募众筹在我国大众投资者群体中的失败率或远高于国外水平。

#### 四、政策建议:循序渐进 先私募后公募

(一)现阶段是否需要公募众筹模式:基于成本收益的分析

与私募众筹相比,公募众筹的引入需要更加审慎。有不少学者认为,对投资者的甄别与筛选会阻碍初创企业的资本形成并阻塞普罗大众的投资渠道,因而需要开放公募众筹。具言之,一方面,限制投资者范围会减少进入众筹平台的资本总量;另一方面,将广大普通大众投资者排除在初创企业股权投资之外,看似与“普惠金融”“金融民主化”等构想相悖。下文笔者将对于这些观点进行回应。

##### 1. 禁止公募众筹对资本形成的影响很大吗?

毫无疑问,解决创业者的融资难问题是当前供给侧结构性改革背景下的重点政策目标。私募众筹的资本主要来源于各天使投资人、风险投资机构

以及高净值投资者。据统计,2015年新募集的风险资本总量为1420.9亿元,当年的投资总量为465.6亿元,若加上《征求意见稿》适当扩大的高净值投资者,私募众筹资金供给储量巨大<sup>[11]90-93</sup>。与此形成鲜明对比的是尚不旺盛的股权众筹需求。数据显示,截至2016年底全国私募众筹平台新增项目成功融资金额为52.98亿人民币,并且单个众筹项目的融资金额较小<sup>[2]11</sup>。笔者认为,目前千亿级的资金存量满足数十亿的现实需求并不困难。因此,私募众筹对资本形成的冲击无疑被夸大了。即便在美国,非合格投资者对资本形成的贡献同样极其有限。譬如,根据美国证监会2014年的统计,仅10%的D条例发行涉及非合格投资者的参与<sup>[29]</sup>。然而,为保护这些非合格投资者所花费在强制信息披露上的监管成本却十分巨大,甚至不成比例。

尽管对资本形成的冲击有限,普惠金融的目标却没有因为股权投资的互联网化而得以实现。据统计,私募众筹活动的受众仍然局限于发达地区的初创企业<sup>[30]①</sup>。这主要归咎于众筹平台缺乏来自欠发达地区的积极投资人。如前所述,私募众筹的风险管控高度依赖投资集团,而目前私募众筹平台上来自欠发达地区的投资人较为稀缺。以“天使汇”为例,来自西安、武汉以及重庆等中西部城市的投资人共计33人,仅占到3561位天使投资人的0.93%<sup>②</sup>。然而,积极投资者寥寥的局面并非当地缺乏符合条件的专业投资者所致,据统计,2015年欠发达地区的风投投资机构数量占全国的36.3%<sup>[11]</sup>。此外,欠发达地区的融资需求同样强劲,陕西、河南、四川等地区的初创企业借助回报性众筹取得大量投资<sup>[30]③</sup>。因此,目前的困境应当与私

① 据统计,2016年私募股权众筹融资的地域分布以北京(7517.2万元)、上海(2910万元)与广东(1850.1万元)占据前三位。

② 参见“天使汇”:“投资人介绍”,访问于2017年4月17日,原文见于: <http://angelcrunch.com/angel/#business=all&collection=all&area=北京&limit=15&page=6&>

③ 来自云南、河南与黑龙江的项目共通过收益权众筹分别获得融资1050万、934万以及400万元,分别排名全国第三、第四与第六。

募众筹平台推广力度不足以及当地投资人参与意愿较低有关。大多数私募众筹平台在发达地区成立,自然也优先开发当地市场。截至2016年底仅在北京设立并运营的股权众筹平台便有43家,占当年正常运营平台数(118家)的36.44%<sup>[2]41</sup>。因此,《征求意见稿》应当尽快出台,促进私募众筹的进一步发展,实现金融服务实体的战略目标。

2. 投资者保护视角下的“金融民主化”:“大馅饼”还是“大陷阱”?

股权众筹同样被寄予希望于拓宽大众的投资渠道,部分学者甚至将此描述为“资金的民主化”。禁止公募众筹对投资机会的限制显而易见。数据显示,美国的公募众筹预计将使98%原本被排除在初创企业股权投资之外的美国大众获得投资机会<sup>①</sup>。据统计,2016年国内股权众筹的投资人次为5.8万,保守估计近年来约有15万人投身股权众筹投资,非常有限<sup>[2]15-16</sup>。我国的金融消费者投资渠道有限,熟悉互联网并兼具较强投资理财观念的新兴中产阶级对P2P网贷以及股权众筹等投资渠道难免心向往之。

开放公募众筹固然将为千万普通大众提供投资机会,但遗憾的是这些投资机会在现有的资本市场中更可能是“大陷阱”而不是“大馅饼”。在信息不对称和代理问题难以妥善解决的情况下,公募众筹市场可能会出现一定程度的逆向选择问题,普通大众投资者的投资风险极高,从而导致巨大投资损失。此外,观念的错位加剧了风险的积聚。多数大众投资者错误地将众筹平台理解为信用中介(而非信息中介),在股权投资失败时要求“刚性兑现”。一旦兑现不能,便可能导致大规模的损失,甚至引起系统性风险。在金融世界以新颖概念掩盖潜在风险的情形不乏先例。2008年,雷曼兄弟公司在我国香港特别行政区以“迷你债券”的名义向普通大众发行以第三方履约为前提的金融衍生品(Credit-linked Notes)。由于忽视了其中蕴含的高风险(本金可能损失),大规模大众投资者辛苦积攒的积蓄蒙受损失,甚至引发了社会风波。这最终迫使香港特别行政区政府出面促成各方以回购债券的方

式进行和解,“迷你债券”风波方得以平息<sup>[31]</sup>。最后,如前所述,从国际经验看,公募众筹平台上项目的投资失败率较高,而这一现象在我国只会更加严重。当然,可以通过设置投资上限的做法(英国与美国均采用该做法)控制投资者的损失额度,但是再小的损失同样是损失,在我国目前投资者保护不足的环境下更是无谓的损失,而且,虽然单个投资者单次的损失不大,但积少成多,最终将造成资本的巨大浪费甚至社会稳定问题,我国屡禁不止的非法集资问题就是如此。

实际上,我国的互联网金融监管可以从自身的经历总结经验和教训。近年来,我国的网络借贷野蛮生长,运营模式众多,网络平台功能异化,导致严重的投资者保护问题和系统性风险问题,促使相关部门在2016年8月17日发布《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法》,将网络借贷平台限定在信息中介机构的角色。2017年9月4号,人民银行等七部门颁发了《关于防范代币发行融资风险的公告》,宣布ICO(initial coin offerings)为非法集资,对各个ICO融资平台进行清查,要求清退已融项目。与网络借贷监管的亡羊补牢不同,ICO的监管可谓是未雨绸缪,防患于未然,在投机泡沫可能出现之前果断出手,及时有效地防控更大的金融风险,值得肯定。

因此,就股权众筹领域而言,现阶段应当采取审慎的监管态度,循序渐进,先建立和完善私募众筹制度,待积累监管经验和投资者逐渐熟悉众筹机制之后,再择机放开公募众筹。实际上,2015年上半年,证监会就给予了三家股权众筹平台进行公募众筹的试点资质,分别是京东东家、蚂蚁达客和前海众筹;2015年8月10日,证监会办公厅发布《关于对通过互联网开展股权融资活动的机构进行专项检查的通知》,对于公募众筹设置了牌照要求,但迄今牌照还未落地,上述三家众筹平台的试点情况效果也不太好,这说明我国在现阶段开放公募众筹

<sup>①</sup> 参见SeedInvest众筹网站对于JOBS第三章众筹平台的展望,原文见于:<https://www.seedinvest.com/about>。

的条件还不成熟。

## (二) 《征求意见稿》评析: 方向正确, 但需完善

如前所述, 私募众筹能够解决信息不对称和逆向选择等问题, 实现了投资者保护和促进金融创新以及实业发展的双重政策目标, 应该是我国目前优先发展的重点。就此而言, 《征求意见稿》在政策方向上是正确的, 符合我国当前国情, 应当是工作重点, 争取早日出台, 为行业发展和监管提供指导。

《征求意见稿》首先明确了众筹活动的私募性质。股权众筹的发行人作为初创企业, 项目的融资额度不受限制。但是, 众筹融资的发行对象必须特定, 具体而言, 私募股权众筹的投资人仅限于《征求意见稿》第 14 条所列举的单位或个人。这主要包括下列五类投资者: 第一, 《私募投资基金监督管理暂行办法》规定的合格投资者; 第二, 单个项目投资不低于 100 万元的单位或个人; 第三, 社保基金等投资计划; 第四, 净资产不低于 1000 万元的单位; 第五, 金融资产不低于 300 万元或最近三年个人年均收入不低于 50 万元的个人。对于个人投资者, 《征求意见稿》还要求其具备辨别、判断和承担相应投资风险的能力, 并承诺自行承担可能产生的投资损失<sup>①</sup>。因此, 能够参与众筹投资的个人投资者限于高净值投资者与专业投资者, 主要包括以下三类: 第一, 金融资产不低于 300 万元或最近三年个人年均收入不低于 50 万元的个人; 第二, 单个项目投资不低于 100 万元的个人; 第三, 私募基金管理人及其相关从业人员<sup>②</sup>。普通大众投资者被排除在众筹活动之外, 公募众筹活动被严格禁止。

就合格投资者的范围而言, 《征求意见稿》主要规定了高净值投资者与专业投资者两类, 与美国、新加坡的规定相似, 范围不及英国的规定(还包括接受理财顾问服务的投资者)。我国的理财顾问行业乱象丛生, 以接受理财顾问建议作为标准并不妥当。因此, 《征求意见稿》所规定的合格投资者范围与世界基本同步, 亦能够实现对投资者的有效保护。

虽然《征求意见稿》总体方向没有问题, 但还有一些具体措施需要改善。首先, 《征求意见稿》同时

规定股权众筹平台只能向实名注册用户推荐项目信息, 股权众筹平台和融资者均不得进行公开宣传、推介或劝诱。笔者认为, 既然私募众筹中投资者的范围已经被严格限制在合格投资者, 广告禁令保护普通投资者的意义便大打折扣。如前所述, 美国在 2012 年颁布的《JOBS 法案》中已经取消了上述的广告禁令。另外, 在 2015 年的 SFC v. Pacific Sun Advisors Ltd. 一案中<sup>③</sup>, 香港法院明确裁定, 在私募发行中可以进行公开宣传、推介或劝诱, 但必须保证最终参与融资的投资者都是合格投资者。因此, 《征求意见稿》应当考虑取消广告禁令。

另一个更困难的问题是众筹平台的角色和义务问题。《征求意见稿》第 5 条将众筹平台界定为中介机构, 中国证券业协会对其实行备案管理, 备案本身不构成实质审查。由于《征求意见稿》迟迟不能正式出台, 在当前的监管真空期内, 司法判决只能从民法中寻求救济, 认为众筹平台与发行人签订的是居间合同<sup>④</sup>。然而, 民法上的居间合同能否直接适用于商法上的股权众筹问题, 值得商榷, 毕竟民法行为与商法行为在行为目的、行为模式和行为后果等方面存在重要区别。从性质上看, 与民法上的居间合同作为纯粹的私法行为不同, 股权众筹交易还有公共的监管目标, 对于金融体系的宏观框架具有重要影响。

由于股权众筹涉及到公共性的政策目标, 我们在进行分析时就不能像民法那样仅仅关注微观层面上的交易各方的利益平衡, 还需要有更为宏观的视野, 包括公共监管与私人安排( private ordering) 之间的关系。现实中, 有些众筹平台根据 IPO 与传统创投行业的投资者保护逻辑, 为中小投资者构筑

<sup>①</sup> 关于私募发行以及投资者范围的规定, 参见《征求意见稿》第 12 条、第 14 条以及《征求意见稿》的起草说明第 2 部分第(一)和第(三)段。

<sup>②</sup> 关于个人投资者范围的规定, 参见《征求意见稿》第 14 条以及《私募投资基金监督管理暂行办法》第 12 条与第 13 条。

<sup>③</sup> 参见: (2015) 18 HKCFAR 138.

<sup>④</sup> 例如: 北京诺米多餐饮管理有限公司与北京飞度网络科技有限公司居间合同纠纷上诉案。(参见: (2015) 一中民(商)终字第 09220 号。)

安全网,探索出信息披露、项目审核甚至是建立二级市场等投资者保护措施<sup>①</sup>。这些保护措施都是众筹平台在市场竞争的压力下自愿建立的,具有私人安排的性质,即使在机制不能有效保护投资者的情况下也不承担法律责任。初创企业股权投资的特点决定了私人安排机制所能发挥的作用比较有限。即便众筹平台忠实履行审查职责,筛选项目与验证信息是一项专业性很强的工作,涉及诸多商业判断,加之初创企业的信息有限,筛选出优质企业难度极大。另一方面,如果通过法律规定将平台义务固化在一个很高的标准,比如,要求众筹平台扮演IPO中保荐人与其他专业人士的角色无疑将显著提高融资成本,这是初创企业所难以承受的。股权众筹的初衷在于“金融脱媒”,以满足初创企业渴望低廉资本的需求,而众筹平台所提供的各项保障,包括法律的风险,最终都将以佣金的形式由融资者与投资者买单。因此,如何确定和细化众筹平台的审查义务,实现各个监管目标之间的平衡,还需要进一步的思考,不能简单地以民法路径解决商法问题。

## 五、结语

在目前《证券法》的修改过程中,引入公募股权众筹的呼声很高。然而,在目前的资本市场环境下,公募众筹尚难以解决股权投资中固有的逆向选择等难题,对其引入应谨慎对待。经济分析揭示了“集体智慧”的逻辑困境以及“领投-跟投”模式中的投资者保护机制缺失,而私募众筹则借助投资集团等手段延续了专业投资人自我保护的传统逻辑。主要国家众筹平台的运营情况印证了上述猜想,英国公募众筹平台中较高的失败率以及美国学者对JOBS第三章平台的质疑与批判均折射出公募股权众筹在投资者保护方面表现乏力。相较而言,英美国家私募平台则取得了广泛的成功。

在回答是否引入公募众筹的问题时,要充分考虑鼓励金融创新以满足融资需求与投资者保护之间的冲突与平衡。成本收益分析表明,我国目前不

应急引入公募众筹,一方面,拒绝公募众筹对资本形成的冲击非常有限,私募众筹已经能够满足目前的资本需求;另一方面,罔顾国情而盲目追求所谓的“金融民主化”,可能导致投资者保护问题,甚至引发金融系统性风险和社会稳定问题。总体而言,《征求意见稿》采取私募众筹模式在总体方向上并无不当,有效回应了当前急迫的初创企业融资难问题,同时也能够很好地保护投资者,实现证券监管各个目标之间的一个平衡。当然,在具体措施上,还有需要进一步完善和思考的地方,包括取消广告禁令和完善众筹平台的审查义务标准等。ML

## 参考文献:

- [1] E. Kirby. Crowd - funding: An Infant Industry Growing Fast [R]. Staff Working Paper of the IOSCO Research Department, No. 17, 2014.
- [2] 中关村众筹联盟(云投汇、京北众筹以及36氦股权投资等). 2017年互联网众筹行业现状与发展趋势报告[R/OL]. [2017-04-17]. <http://7xiyra.com1.z0.glb.clouddn.com/2017011301.pdf>.
- [3] 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.
- [4] 杨东,刘翔. 互联网金融视阈下我国股权众筹法

<sup>①</sup> 针对初创项目良莠不齐的局面,部分众筹平台对初创企业的质量进行实质审查。国内的例子有京北众筹平台,其收到的每1000个商业计划书中仅有100个能通过初筛。(参见:中关村众筹联盟(云投汇、京北众筹以及36氦股权投资等). 2017年互联网众筹行业现状与发展趋势报告[R/OL]. [2017-04-17]. <http://7xiyra.com1.z0.glb.clouddn.com/2017011301.pdf>.) 而国外的例子包括FundersClub,其投资委员会仅接受少于2%的初创企业进入众筹融资平台。(参见: Laura Baverman. FundersClub Fills Void for Start - Up Investors [N/OL]. (2014-03-17) [2017-04-17]. <https://www.usatoday.com/story/money/business/2014/03/17/baverman-funders-club-online-venture-fund/6291007/>.) 此外,为增强信息披露的信度,部分众筹平台在股权众筹中扮演起看门人角色,对企业信息的真实性与完整性进行验证。针对定价困难与流动性低等困境,部分股权众筹平台效仿募集公开发行中采用的询价圈购(Book Building)过程或者竞价机制(Auction)。譬如,一家德国的众筹平台采取多阶段的竞价机制甚至是二级市场以更好地为初创企业股权定价。(参见: Hornuf Lars, Schwiendacher Armin. Funding Dynamics in Crowdfunding [R/OL]. [2017-04-17]. [https://www.econstor.eu/bitstream/10419/112969/1/VfS\\_2015\\_pid\\_663.pdf](https://www.econstor.eu/bitstream/10419/112969/1/VfS_2015_pid_663.pdf).)

律规制的完善[J]. 贵州民族大学学报(哲学社会科学版) 2014(2):96.

[5] IOSCO. Objectives and Principles of Securities Regulation[R/OL]. [2017-04-17]. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf>.

[6] 彭冰. 股权众筹的法律构建[J]. 财经法学. 2014(1):6.

[7] 智研咨询集团. 2015-2020年中国产业投资基金行业市场运行态势与投资前景评估报告[R/OL]. [2017-04-17]. <http://www.chyxx.com/research/201508/333470.html#catalogue>.

[8] 赵静梅等. 风险投资与企业生产效率: 助力还是阻力? [J]. 金融研究 2015(11):171.

[9] 蔡宁,何星. 社会网络能够促进风险投资的“增值”作用吗?——基于风险投资网络与上市公司投资效率的研究[J]. 金融研究 2015(12):180-183.

[10] Michael B. Dorff. The Siren Call of Equity Crowdfunding[J]. Journal of Corporation Law ,2014 ,39(3):508-509.

[11] 张俊芳,张明喜. 2015年中国风险投资发展的现状与形势分析[J]. 高科技与产业化 2016(11):94.

[12] 张学勇. 我国风险投资机构(VC)的本地偏好研究[J]. 投资研究 2016(6):98-99.

[13] 蔡宁. 风险投资“逐名”动机与上市公司盈余管理[J]. 会计研究 2015(5):27.

[14] 宋军,吴冲锋. 证券市场中羊群行为的比较研究[J]. 统计研究 2001(11):23.

[15] Joan MacLeod Hemingway. Investor and Market Protection in the Crowdfunding Era: Disclosing to and for the “Crowd” [J]. Vermont Law Review ,2014 ,38(4):827-848.

[16] James Surowiecki. The Wisdom of Crowds[M], New York: Anchor Books 2005:10.

[17] 仇晓光,杨硕. 公募股权众筹的逻辑困境与治理机制[J]. 广东社会科学 2016(6):231.

[18] 廖理等. 观察中学习: P2P网络投资中信息传递与羊群行为[J]. 清华大学学报(哲学社会科学版), 2015(1):160.

[19] 马其家,樊富强. 我国股权众筹领投融资法律风险防范制度研究[J]. 河北法学 2016(9):29-31.

[20] Massolution. 2015CF Crowdfunding Industry Report[R/OL]. [2017-04-17]. <http://crowdexpert.com/crowdfunding-industry-statistics/>.

[21] Peter Baeck et al. Understanding Alternative Finance: The UK Alternative Finance Industry Report 2014[R/OL]. [2017-04-17]. <https://www.nesta.org.uk/sites/default/files/understanding-alternative-finance-2014.pdf>.

[22] 新加坡金融管理局(MAS). Response to Feedback Received - Facilitating Securities-Based Crowdfunding[R/OL]. [2017-04-17]. <http://www.mas.gov.sg/~media/MAS/News%20and%20Publications/Consultation%20Papers/Crowdfunding/Response%20to%20Feedback%20Received%20Facilitating%20Securitiesbased%20Crowdfunding.pdf>.

[23] Andrew Davidson. Follow the Money: AngelList Has Blown Open Early-Stage Investments[N/OL]. [2017-04-17]. <http://www.wired.co.uk/magazine/archive/2013/05/features/follow-the-money>.

[24] Vladimir Ivanov, Anzhela Knyazeva. U.S. securities-based crowdfunding under Title III of the JOBS Act[R/OL]. [2017-04-17]. [https://www.sec.gov/files/2017-03/RegCF\\_WhitePaper.pdf](https://www.sec.gov/files/2017-03/RegCF_WhitePaper.pdf).

[25] Adam Sharp. Tracking Returns of Equity Crowdfunding So Far[R/OL]. [2017-04-17]. <http://earlyinvesting.com/update-to-early-results-equity-crowdfunding/>.

[26] Darian M. Ibrahim. Equity Crowdfunding: A Market for Lemons? [J]. Minnesota Law Review 2015 ,100(2):577-579.

[27] AltFiData. Where They Are Now? A report into the status of companies that have raised finance using Equity Crowdfunding in the UK[R/OL]. [2017-04-17]. <http://www.altfi.com/downloads/WhereAreTheyNow.pdf>.

[28] Elizabeth Anderson. Half of UK start-ups fail within five years[N/OL]. (2014-10-21) [2017-04-17]. <http://www.telegraph.co.uk/finance/businessclub/11174584/Half-of-UK-start-ups-fail-within-five-years.html>.

[29] Scott Bauguess et al. Capital Raising in the U.S.: An Analysis of the Market for Unregistered Securities Offerings

(2009 - 2014) [R/OL]. [2017 - 04 - 17]. <https://www.sec.gov/dera/staff-papers/white-papers/unregistered-offering10-2015.pdf>.

[30] 众筹之家. 众筹之家 2017 年 3 月股权众筹行业简报 [R/OL]. [2017 - 04 - 17]. <http://www.zczj.com/>

[news/2017-04-02/content\\_11378.html](https://www.news/2017-04-02/content_11378.html).

[31] Robin Hui Huang. The Regulation of Securities Offerings in China: Reconsidering the Merit Review Element in Light of the Global Financial Crisis [J]. Hong Kong Law Journal, 2011, 41(10): 261 - 284.

## The Regulatory Logic and Model of Equity Crowd-funding in China

HUANG Hui

( Faculty of Law , The Chinese University of Hong Kong , Hong Kong 999077 , China)

**Abstract:** The issue of how to regulate equity crowd-funding is an important concern in the current round of revision to the Chinese securities law. The difficulty lies in the choice of the regulatory model , that is , equity crowd-funding should be allowed in the form of public offerings or just private placement. While many scholars hold that equity crowd-funding is , by definition , means public offerings , it is important to adopt a practical approach to the issue under which we need to examine the desirability and feasibility of public equity crowd-funding by balancing financial innovation and investor protection in the context of China. At present , the model of public equity crowd-funding has problems such as information asymmetry , adverse selection and agency costs , which may lead to investor protection concerns. In contrast , private equity crowd-funding can deal with those problems through the expertise and self-protection of qualified investors. This has been borne out by the experiences in advanced economies such as the US , UK and Singapore. It is more so in China where private equity crowd-funding can largely meet the fund-raising needs while public equity crowd-funding may lead to investor protection problems and even systemic financial risks. Hence , it is suggested that China take a gradual approach , first adopting the private equity crowd-funding model and when the time is ripe , allowing public equity crowd-funding.

**Key Words:** equity crowd-funding; public offerings; private placement; financial innovation; investor protection

本文责任编辑: 黄 汇