

股权众筹融资的监管逻辑及国际经验

韩国栋¹ 麦志英²

(1. 清华大学 五道口金融学院 北京 100083; 2. 青海师范大学 经济管理学院 青海 西宁 810000)

摘要: 在总结国内股权众筹发展现状的基础上,对融资活动中的主要风险问题进行了归纳总结,阐述了我国互联网金融监管面临的困境。同时,根据资本市场产品分布与投资者结构,分析了股权众筹融资的监管逻辑,结合美国 Jobs 法案的创新理念,提出了我国股权众筹融资健康发展的对策建议。

关键词: 股权众筹; 金融监管

中图分类号: F832 **文献标志码:** A **文章编号:** 1002-0292(2016)01-0097-04

一、引言

作为先进网络科技与金融服务的有机结合体,互联网金融顺应了市场需求的变化,代表着金融业未来的发展方向。股权众筹是互联网金融的典型模式之一,在降低投融资门槛、对接投融资需求等方面优势明显,受到社会的广泛关注。然而当前我国法律法规尚不健全,众筹活动缺少标准参照及相应金融监管,加之融资平台及其运营模式良莠不齐,存在着诸如投资人保护不足、项目信息披露不充分、平台运营管理能力低下、投资退出渠道不完善等亟待解决的问题,有必要在充分调研论证的基础上归纳总结风险谱系、借鉴欧美等资本市场发达国家和地区的监管经验,引导股权众筹健康、规范、有序发展。

二、我国股权众筹的发展现状及存在的风险

“股权众筹”一词来源于英文 Equity-based Crowdfunding,本义是“大众筹资”,在互联网金融领域是指:公司通过互联网融资平台,向投资者出让一定比例的股份,投资者以出资入股的形式获得未来收益的权利。通俗来讲就是“我给你钱,你给我公司股份”。股权众筹在本质上与风险投资(VC)或私募股权投资(PE)有相似之处,可以视作是网络版的风险投资。

1. 股权众筹在我国的发展现状

2008年以来,欧美金融业受金融危机的影响,

对中小企业融资的支持力度不断降低,对初创型企业更是严重惜贷。而股权众筹由于比传统证券发行具有更低的融资门槛,迅速获得了市场认可,短期内就出现了大量股权众筹平台。目前,全球股权众筹平台约有500家,融资总额约为220亿美元,整个市场呈现井喷式的发展格局。

2013年初,我国出现了首个以股权为标的的众筹产品——美微传媒,其在淘宝店铺以会员卡形式出售原始股票,每股1.2元,共募资387万元,参与人数1191人。国家证监会以不具备公开募股主体条件的理由紧急叫停了该公司的众筹融资行为,责令其退还投资人资金,这引起了国内金融界的深度讨论,股权众筹逐渐进入人们的视野。受此事件广泛传播以及国外同行业发展动向的影响,国内几家专门从事私募股权投资的社区网站迅速变身,成为首批股权众筹融资平台,比较有代表性的是天使汇、创投圈、原始会等。同时在大力发展直接融资、鼓励大众创新万众创业的政策影响下,国内股权众筹发展有所加速。根据清华大学五道口金融学院的专题研究,截至2015年5月,国内已有股权众筹融资平台31家,发布项目42738项,成功融资项目764项,参与投资人数约为1.98万人,累计融资额23.57亿元,总体成功率1.79%,人均投资11.89万元。

收稿日期:2015-10-21

作者简介:韩国栋(1983—),男,青海西宁人,清华大学五道口金融学院博士后研究员,主要研究方向为互联网金融监管制度;麦志英(1982—),女,广东佛山人,青海师范大学经济管理学院讲师,主要研究方向为非正规金融制度。

基金项目:国家社会科学基金青年项目(项目编号:15CJL021);青海省软科学计划项目(项目编号:2013-Z-608);青海省社会科学规划项目(项目编号:13012)。

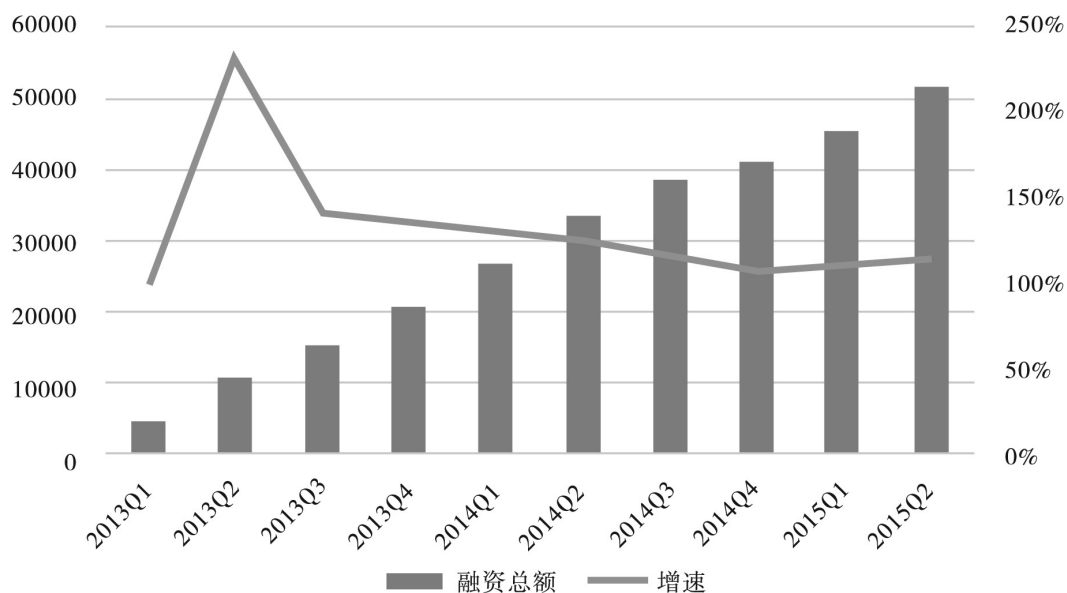


图1 2013年以来国内股权众筹融资额

2. 股权众筹融资面临的风险

股权众筹融资作为互联网金融创新的主要形式之一,在我国发展历史极为短暂,尚未形成标准化的商业模式和对投资人的保护机制。融资活动蕴含着诸如道德风险、欺诈风险、法律风险等一系列风险性问题,这些风险贯穿于整个股权众筹业务流程中,且各类风险之间又存在着复杂的交叉联系。

首先是道德风险。股权众筹平台对拟上线项目进行尽职调查是防止道德风险、维护投资人利益的重要环节。但在国内平台急速增长、行业规范标准缺失、金融监管缺位的大环境下,平台往往不能从严审核拟上线项目,尽职调查流于形式。短时间内大量出现的平台为保证自身的运营正常,会放松项目审核,通过促成更多的投资交易来收取中间费用。其结果将误导投资人并使投资人承担损失的可能性大大增强,投资人根本没有能力举证平台道德风险是主观故意或客观疏忽,发起实质性追偿更是不可能。

其次是欺诈风险。股权众筹的业务性质决定了平台应当扮演信息中介的角色,是投资者与项目方之间沟通的主要桥梁。然而与其他互联网金融模式(如P2P网贷)相比,股权众筹平台与投资者之间的信息不对称性更强,正是这种高度的信息不对称性造成了欺诈风险。目前,国内正规运营的股权众筹平台大多仿照AngelList的“合投”模式,即通过增加领投人的出资份额,实现与跟投人的利益捆绑,由领投人承担尽职调查、审核筛选、投后管理等一系列任务。这种机制要求众筹平台要设置严格的领投人筛选标准,从经验、资历等方面对领投人进行筛选。但

我国的股权众筹尚未形成标准化的行业规范,平台对领投人资质的认定缺乏相关的依据,一般根据过去的投资从业经验进行主观判定,难以防范领投人与项目方的串通合谋行为。在这样的情况下,领投人与跟投人的利益绑定机制有可能无效。

再次是法律风险。在股权众筹平台上推介、出让企业股份,并在未来取得权益性回报的募资的行为,在本质上属于公开发行的证券。我国《证券法》第十条明确规定:向社会公开发行的证券,必须符合法律、行政法规规定的条件,经国务院证券监督管理机构核准,并由依法设立的证券经营机构承销,未经依法核准,任何单位和个人不得公开发行证券。而国内兴起的股权众筹平台大多以“信息咨询”、“科技服务”等类型取得工商注册,显然不具备任何涉及证券发行承销的资格,也达不到公开发行的条件。同时,股权众筹具有显著的社会化特点,在互联网信息技术高度普及的时代,通过平台发布的股权众筹计划必然广泛传播,吸引大量投资者参与,触及非公开发行的界限。可见在当前的法律下,股权众筹融资平台除了小范围的私募股权形式,并无其他的生存空间。股权众筹在我国相当于私募投资的网络版,除募资环节在互联网线上完成,其余环节并无显著差异。正是由于互联网给众多潜在投资人提供了投资渠道,加之投资者适当性制度尚不健全,因而股权众筹平台的运营模式与非法集资活动极其相似。

目前,全国人大财经委员会正在对《证券法》进行草案修订,拟就股权众筹等金融创新模式的法律地位进行明确。股权众筹监管规则只能在《证券

法》提交全国人大通过后才可逐步推出。股权众筹这一金融创新形式的实践才刚刚开始,相关的理论研究尚处在探索阶段,这是导致国内股权众筹融资监管立法困难的主要原因。

三、股权众筹监管的内在逻辑

从政府的角度来看,各国对股权众筹事实上是支持或默许的,希望这种金融创新能够为解决初创型中小企业的融资困境提供新思路。但股权众筹在本质上仍然具有金融属性,必须纳入现有的监管体系,既要发挥其对实体经济的融资功能,又要维护资本市场运行秩序。摆在政府部门面前的则是两难抉

择:一方面,初创型中小企业从传统融资渠道难以获得发展所需资金,资金的短缺不仅制约企业短期发展,更会抑制技术创新步伐;另一方面,允许中小投资者参与股权众筹等高风险金融产品,必然意味着牺牲投资者利益,导致投资者群体萎缩,不利于资本市场在长期发挥筹资的功能。

假如以金融产品风险的高低以及投资者的成熟度为依据建立横纵坐标,四个象限则可以分别对应多层次资本市场的主要产品形式,包括普通股票、公募基金、私募基金、风险投资以及私募股权等。

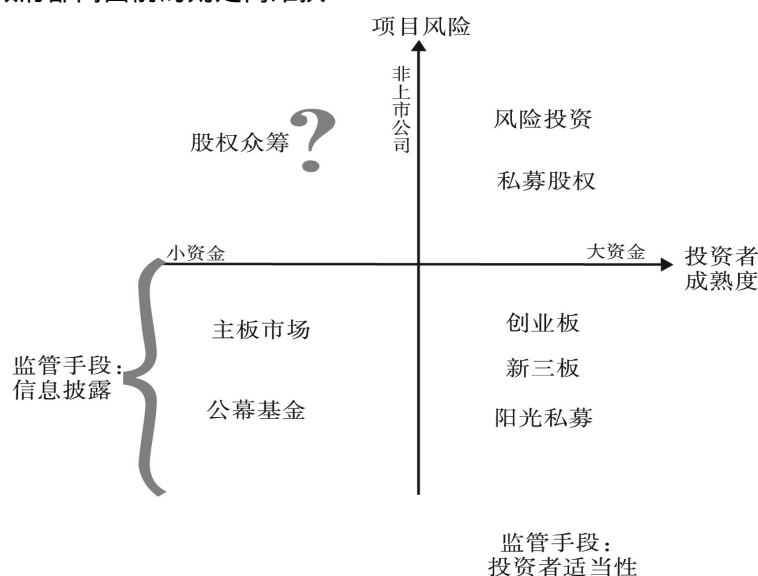


图2 资本市场产品分布与投资者结构

首先,在第三象限,投资标的一般是上市公司项目,金融产品的风险较低,只要投资者了解“买者自负”的基本原则,就可以参与投资。主要的金融监管手段就是强化融资方的信息披露水平。典型的金融产品是主板市场、公募基金等。其次,在第四象限,投资标的依然是上市公司项目,但由于金融产品可能是衍生形式,因而需要更加成熟的投资人才能参与,对这部分金融产品监管的主要手段就是投资者的适当性制度。典型的金融产品是创业板、新三板、阳光私募等。再次,在第一象限,投资标的项目往往属于非上市公司,如初创型企业、中小企业等,虽然金融产品的风险较高,但成熟投资者具备较高的风险承受能力。秉承的理念是:只要投资者是合格和成熟的,其完全可以承担较高的投资风险。因此,金融监管仍然将投资者的适当性制度作为落脚点。典型的金融产品是风险投资、私募股权等。最后,在第二象限,由于不成熟的投资者根本无法承担极高风险项目的投资,原本并不存在正规金融产品,且历来都是各国政府打击非法集资的区域。但随着

互联网金融创新的发展,信息技术的普及逐渐拉近了投资者与创业者之间的距离,股权众筹应运而生:标的的金融风险极高,同时投资者的成熟度较低。资金供求双方不再借助投资银行和证券经纪商等传统金融中介,而是借助网络融资平台自行完成,具有显著的去中介化的效应。

由此可见,股权众筹的监管问题实质上是一个权衡选择的问题,即在产品风险水平和投资者成熟度之间进行权衡选择。初创型中小企业面临的融资难、融资贵问题是世界性难题,在经济运行面临极大下行压力时,能否以牺牲投资者部分利益的代价来改善企业融资约束的困境?在这一问题上,美国等发达国家给出了肯定的答案。

四、股权众筹监管的国际经验

2012年,美国为提振国内经济,宣布实施“创业美国”(Startup America)计划,旨在鼓励和帮助中小型企业快速成长。同年,国会通过了“JOBS法案”(“Jumpstart Our Business Startups Act 2012”),该法案通过放松金融监管,赋予证券发行主体豁免权,极

大地提升了企业在资本市场上获得融资的便利性,由此带动美国经济全面复苏。JOBS 法案对全球互联网金融的发展具有重要的指导意义。

传统资本市场上最有效的监管工具就是适当性管理,要求投资者知识、经验、水平与金融产品风险水平相匹配,对于中小投资者投资高风险金融产品的行为,金融监管很难对其加以保护。而 JOBS 法案认为,只要中小投资者具备了承担风险的实力,就可以交易这类高风险产品。具体思路就是降低单个投资者的投资金额,使得损失的发生并不会对投资者产生实质性影响,甚至可以忽略不计。JOBS 法案的巧妙之处就在于,它提出了投资者保护的全新理念,创新了政府的金融监管手段,这就与传统金融监管理念形成明显差异。

例如把彩票当作一种投资品时,其风险远远高于风险投资和股权投资。然而又有大量普通人随意购买,原因就在于彩票的价格极低,即便未能中奖,也不会对人们的日常生活造成实质性影响。因此,对于股权众筹,有效的投资者保护政策就是对投资金额加以限制,JOBS 法案要求“年收入在 10 万美元以内的投资者,每年投资不能超过 2000 美元或者净收入的 5%”。可见,新颖的金融监管理念一方面顺应了互联网金融发展的普惠性趋势,另一方面强化了股权众筹“中小企业、小额融资、普通投资者”的发展定位。

尽管 JOBS 法案有着完整的立法逻辑,但法案具体细则的制订过程却并不顺利,其 Title3 监管细则从 2013 年 10 月进入公众意见咨询阶段至今,一直未能正式出台。究其原因就在于该法案是以牺牲投资人利益的代价,帮助中小企业获得融资便利。

五、对策建议

当前全球股权众筹仍处于发展的初期,投资风险尚未到达暴露期。在这样的情况下放松金融监管,有可能助长金融欺诈,将对资本市场长期健康发展带来不利影响。对于我国互联网金融的发展,应当着重分析出台类似法律的前提是否立足于基本国情、内在逻辑是否具有充分证据、监管手段能否有效发挥作用等方面。

首先,我国股权众筹融资平台监管的当务之急在于建立现代的市场信用体系。本着底线思维和适度监管的原则,以负面清单形式为股权众筹市场的培育和发展预留空间。

其次,建议政府勇敢地给予股权众筹试错空间,在发展中加以规范。股权众筹的确是一种创新形式的民间融资渠道,能在一定程度上缓解初创型中小企业面临的融资困境。但股权众筹在世界范围内都还处于发展初期,各融资平台的商业模式、风险控制、投资管理等方仍待完善,其未来形态还需进一步发育演进。

再次,要将平台行为作为监管抓手,明确集资门户应当履行的义务和禁止的行为。要制定平台注册登记的规章制度,并严格纳入金融监管之下,平台必须按照法案的要求披露企业信息,对企业高管及大股东进行背景调查,保证信息披露真实可靠;要对投资者进行风险揭示及投资教育,严格限定投资额度。

最后,在发展阶段上,我国股权众筹融资应以私募形式起步,借鉴国外金融监管的创新理念,在探索中积累实践经验和监管经验,逐步升级推进到公募股权众筹。

参考文献:

- [1]李有星. 互联网金融监管的探析[J]. 浙江大学学报:人文社会科学版, 2014(4).
- [2]廖理. 中国互联网金融的地域歧视研究[J]. 数量经济技术经济研究, 2014(5).
- [3]廖理, 张金宝. 城市家庭的经济条件、理财意识和投资借贷行为[J]. 经济研究, 2011(12).
- [4]龚鹏程, 臧公庆. 美国众筹监管立法研究及其对我国的启示[J]. 金融监管研究, 2014(4).
- [5]零壹财经. 众筹服务行业白皮书[M]. 北京: 中国经济出版社, 2013.
- [6]程静. 风险投资项目退出的时机与方式选择研究[J]. 企业技术开发, 2004(9).

(责任编辑 岩 芜)