

论小额发行豁免制度 在我国股权众筹中的确立

陈敦* 张航** 王诗杼***

摘要:股权众筹具有公开发行政券的性质,应将其纳入《证券法》予以规范,同时引入小额发行豁免制度,以解决股权众筹在我国运行中存在的制度困境。小额发行豁免制度确立的关键在于明确豁免的融资金额和确立企业信息披露的标准。文章运用模型和数据考察,对企业融资收益与融资成本之间的关系进行了分析,提出应对融资额为500万元以下的股权众筹企业实行小额发行豁免;在案例解析和理论分析基础上,提出众筹企业的信息披露中应当引入律师和会计师等专业中介人士,以确保信息披露的真实、准确与完整。在此基础上,提出两项修法建议:其一,于《证券法》第2条增加股权众筹的证券类型;其二,于《证券法》第10条明确对于在一定融资额度下的股权众筹企业,实行小额发行豁免制度。

关键词:股权众筹 小额发行豁免制度 证券发行

* 北京工商大学法学院副教授,法学博士,西南财经大学、中铁信托博士后创新实践基地在站博士后。

** 北京工商大学法学院2015级硕士研究生。

*** 中国人民大学商学院2015级硕博连读研究生。

一、问题的提出

股权众筹,属于众筹类型之一,^[1]是互联网金融的典型代表,具有“优化金融的资金融通和降低交易成本的功能”,^[2]在一定程度上解决了初创企业首次融资难、创业成本大的难题,为“大众创业、万众创新”打开了大门。^[3]股权众筹于2011年首次被引入中国,因其活跃市场、促进经济发展的能力近两年来逐渐吸引了社会各界的特别关注。然而,2015年9月15日,北京市海淀区人民法院对“全国首例股权众筹案”进行的审理和宣判,^[4]暴露了我国股权众筹实务存在的诸多问题。该案的主要涉及股权众筹性质、当事人间权利义务、众筹企业信息披露等,其中最核心的问题乃在于通过股权众筹募资是否属于公开发行证券,从而需要按照证券发行的规定披露相关信息。这些问题不解决,股权众筹难以发挥其自身应有的制度优势,甚至会带来各种类似本案的纠纷,阻碍实务的发展。

目前,国务院证券监督管理委员会(以下简称“证监会”)正在研究以公开发行人方式开展股权众筹融资的相关政策。^[5]美国于2012年出台的《工商初创企业推动法》(Jumpstart Our Business Startups Act,以下简称《JOBS法案》)中确立了股权众筹的合法地位,提出的“小额发行豁免制度”也被众多学者以及监管部门所关注,认为引入该制度能够解决目前我国股权众筹所面临的问题。^[6]“小额发行豁免制度”是什

[1] “众筹”一词,来源于英文“crowdfunding”,起源于美国,是一种新形式微型金融,其突出特点是“小额”与“分散”。

[2] 杨东:“互联网金融风险规制路径”,载《中国法学》2015年第3期。

[3] 该号召由国务院总理李克强于2014年9月的夏季达沃斯论坛上首次提出,2015年9月于同一论坛上再次强调。

[4] 国内还未对股权众筹出台专门的法律法规规定,处于监管空白状态,因而该案的审理,具有重要意义。该案详细案情及分析将于本文第三部分“小额发行豁免制度的现实探索”中具体阐述。

[5] 参见邢会强:“不入法眼的‘私募股权众筹’”,载法治周末网, <http://www.legalweekly.cn/index.php/Index/article/id/6696>,2015年9月21日访问。

[6] 参见杨东:“互联网金融风险规制路径”,载《中国法学》2015年第3期。

么,引入该制度能否解决我国股权众筹所面临的问题,值得探讨。本文拟从理论基础和实务运行角度,对此问题进行探讨,以求教于业内专家。

二、小额发行豁免制度的理论基础

小额发行豁免制度,是西方发达国家解决股权众筹合法化的重要途径。在股权众筹中引入小额发行豁免制度,有必要结合股权众筹的固有性质以及股权众筹在我国存在的问题进行分析。

(一) 股权众筹及其法律性质

股权众筹,属于众筹类型之一,是“互联网+金融”这一创新型融资方式的典型代表。所谓股权众筹,是指“募资者通过互联网众筹平台发布其创业企业或项目信息以吸引投资者进行投资,并以企业或项目股权作为投资者回报的融资模式”。〔7〕目前,关于股权众筹的法律性质,学界、实践以及国外立法经验都将股权众筹视为一种公开发行证券行为。

1. 股权众筹是证券发行

股权众筹是否为证券发行,虽然依据《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)尚难以作出直接认定,但从现有资料来看,学界、监管和域外立法都已将其视为证券法范畴下的证券发行了。首先,学界通说认其为证券发行行为。有的学者提出,从证监会对于股权众筹的频繁调研和立法准备看,显然已经将股权众筹视为一种证券发行行为,现行《证券法》对股权众筹具有约束效力;〔8〕有的学者认为,股权众筹募集资金的过程实际上就是向公众发行股票;〔9〕有的学者指出,现在学界比较一致地认为股权众筹属于特殊的证券融资方式。〔10〕其

〔7〕 钟维、王毅纯:“中国式股权众筹:法律规制与投资者保护”,载《西南政法大学学报》2015年第2期。

〔8〕 参见郑若瀚:“中国股权众筹法律制度问题研究”,载《南方金融》2015年第1期。

〔9〕 参见张雅:“股权众筹法律制度国际比较与中国路径”,载《西南金融》2014年第11期。

〔10〕 参见胡薇:“股权众筹监管的国际经验借鉴与对策”,载《金融与经济》2015年第2期。

次,监管部门将股权众筹作为一种证券发行行为予以管理。2013年首例股权众筹案——“美微淘宝股权众筹案”,在其势头正旺之时,证监会以涉嫌违反《证券法》第10条^[11]关于证券发行规定将其取缔,表明证监会已将股权众筹视为一种证券发行行为。^[12]第三,近来国家政策多视股权众筹为一种证券发行行为。2015年7月18日,人民银行等十部委发布的《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》(银发〔2015〕221号,以下简称《指导意见》)明确提出“股权众筹融资业务由证监会负责监管”。随后,为配合该《指导意见》,证监会于同年8月7号发布了《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》(证发〔2015〕44号,以下简称《检查通知》),其中明确要求:“未经国务院证券监督管理机构批准,任何单位和个人不得开展股权众筹融资活动”。第四,域外立法多将股权众筹视为证券发行的一种。无论从美国最高法院在 SEC v. W. J. Howey Co. 案中提炼出的关于证券法中“投资合同”的四个标准中分析,^[13]还是韩国《资本市场法》中关于金融投资商品的含义,^[14]我国台湾地区“证券交易法”第6条关于有价证券的规定^[15]以及香港《证券和期货条例》第245条关于证券含义的规定,^[16]都试图将股权众筹纳入其宽泛的证券概念之中予以规范,视

[11] 参见《证券法》(2013年修正)第10条:“公开发行证券,必须符合法律、行政法规规定的条件,并依法报经国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门核准;未经依法核准,任何单位和个人不得公开发行证券。有下列情形之一的,为公开发行:(一)向不特定对象发行证券的;(二)向特定对象发行证券累计超过二百人的;(三)法律、行政法规规定的其他发行行为。非公开发行证券,不得采用广告、公开劝诱和变相公开方式。”

[12] 参见郑若瀚:“中国股权众筹法律制度问题研究”,载《南方金融》2015年第1期。

[13] 参见李尚桦:“论股权众筹的法律规则——以美国 JOBS 法案为借鉴”,载《行政与法》2015年第3期;袁康:“互联网时代公众小额集资的构造与监管——以美国 JOBS 法案为借鉴”,载《证券市场导报》2013年第6期。

[14] 参见朱玲:“股权众筹在中国的合法化研究”,载《吉林金融研究》2014年第6期。

[15] 参见我国台湾地区“证券交易法”(2002年修正)第6条规定:“本法所称有价证券,谓政府债券、公司股票、公司债券及经财政部核定之其它有价证券。新股认购权利证书、新股权利证书及前项各种有价证券之价款缴纳凭证或表明其权利之证书,视为有价证券。前二项规定之有价证券,未印制表示其权利之实体有价证券者,亦视为有价证券。”

[16] 参见《中华人民共和国香港特别行政区证券与期货条例》(2003年修正)。

股权众筹为一种证券发行行为。

2. 股权众筹是公开发行

依我国《证券法》第 10 条规定,向不特定对象发行证券以及向特定对象发行证券累计超过 200 人的,属于公开发行证券。可见,公开发行是通过“不特定”与“超过 200 人”得以界定的。根据该条的规定,结合股权众筹活动的特点,可以发现,股权众筹具有公开发行的天然属性。一方面,参与众筹的投资者通常是不特定的。所谓不特定对象,“指与公司不存在稳定的业务、任职关系的机构或者个人,主要是指公众投资者”。^[17] 股权众筹依托互联网平台,而互联网作为一个开放式的媒介,每天会有成千上万的人接收到其发出的各类信息,接收到信息的人来自各行各业,自然与融资企业之间不存在稳定的业务、任职关系,即使有联系,也属于个别现象。所以股权众筹必然满足“不特定”这一要求。另一方面,“众筹”很容易会出现“超过 200 人”的情况。众筹,顾名思义,乃汇集众人力量筹得资金,其突出的两个特点为“小额”与“分散”。在融资总量一定的情况下,自然就需要更多的人参与其中,因此很容易就会出现超过 200 人的情况。在满足“不特定”这一条件后,已经符合公开发行的第一种情形,也无需考虑是否超过 200 人的问题。因此,一般情况下,股权众筹是会满足“不特定”与“超过 200 人”这两个条件的,即符合我国《证券法》第 10 条关于公开发行的规定。

从监管政策角度,近年来我国证券监管部门也倾向于将股权众筹界定为公开发行证券行为。《指导意见》明确指出,“股权众筹融资主要是指通过互联网形式进行公开小额股权融资的活动”。《检查通知》再次明确了股权众筹“公开”的特征,并将通过互联网形式进行的非公开股权融资或私募股权投资基金募集行为排除在《指导意见》规定的股权众筹融资范围内。2014 年 12 月,中国证券业协会曾就《私募股权众筹融资管理办法(试行)(征求意见稿)》(以下简称《暂行办法》)公开征求社会意见,将股权众筹融资定性为非公开发行性质,界对此争

[17] 叶林:《证券法》,中国人民大学出版社 2008 年版,第 125 页。

议不断。^[18]《指导意见》和《检查通知》的出台,以及对《暂行办法》的争议,均表明了监管政策是倾向于将股权众筹定性为公开发行证券行为。

(二)“中国式”股权众筹及其影响

依我国《证券法》第10条规定,公开发行证券应当经过证监会审批,否则将涉嫌“非法集资”。股权众筹概念在引入中国后,由于其具有公开发行证券的性质,但却并未被我国现行《证券法》第2条明确纳入并予以监管。因此,为了符合现行法律规定,拟实行股权众筹融资的企业只能采用规避法律的迂回模式,试图满足非公开发行的标准。各股权众筹平台的规避路径主要从两方面展开:其一,针对“不特定”,通过会员制、认证制等方式,强行变“不特定”为“特定”;其二,针对“200人以下人数”,通过强制规定投资人投资额度百分比,或是转化成“直接有限合伙企业模式”和“有限合伙+公司模式”,^[19]强行限制投资人数。前者如“大家投”投资指南中规定领头人与跟投人的最低投资额度分别为项目融资额度的5%与2.5%。^[20]笔者将这种现象被称为“中国式”股权众筹。

“中国式”股权众筹,是因为存在法律瓶颈强行进行转变,所以带来了“后遗症”,随着其不断发展、壮大,这种“后遗症”不断显现,主要包括两大方面:一方面,无论采用哪一种模式,仍然不能掩盖其公开发行的本质。“不特定”向“特定”这一转变是否成功,颇有争议,“不特定”与“特定”,始终似是而非。^[21]事实上,无论怎么转变,只要有互联网作为交易媒介,都难以掩盖其不特定、范围广等自身特点。平台采取有限合伙的转变模式,是强行将多个股东转变成单个股东,客观上人数还是超过200人这一限制。另一方面,“中国式”股权众筹也无法体现

[18] 参见邢会强:“不入法眼的‘私募股权众筹’”,载法治周末网, <http://www.legalweekly.cn/index.php/Index/article/id/6696>,2015年9月21日访问。

[19] 郑若瀚:“中国股权众筹法律制度问题研究”,载《南方金融》2015年第1期。

[20] 参见《新手指南》,载大家投私募股权融资平台, <http://www.dajiatou.com/help-17.html>,2015年9月21日访问。

[21] 参见李有星、范俊浩:“非法集资中的不特定对象标准探析——证券私募视角的全新解读”,载《浙江大学学报》(人文社会科学版)2011年第5期。

该融资方式的最初意义。通过严格限制人数的形式,“众筹”之所以火爆的两个特点“小额”与“分散”,将无法充分发挥优势,“众”的力量无法得以实施。同时,平台采取有限合伙的转变模式,导致实际上交易客体并非“股权”,而是一种权益份额,与股权众筹的实质不符。^[22]因此,这种试图满足非公开发行标准的方式从法律解释的角度来看往往是不可靠的,股权众筹的实质还是属于公开发行。^[23]

(三) 股权众筹的合法化路径

结合上述关于股权众筹固有性质以及“中国式”股权众筹产生的原因分析,我们认为,股权众筹在我国现阶段合法化路径可以分为两个步骤,首先给予股权众筹法律上名义,其次引入小额发行豁免制度,试分析如下:

1. 明确纳入《证券法》中予以规范

既然股权众筹具有公开发行的性质,就应当于《证券法》中予以规范,履行公开发行的核准程序,由证监会予以监管。我国现行《证券法》第2条并未直接将股权众筹纳入证券发行之列,仅有“其他证券”这一兜底条款一带而过,使得实务中股权众筹一直处于法律的灰色地带。

我国现行《证券法》第2条未明确承认股权众筹有其历史背景。我国《证券法》制定于1998年,最后一次修订于2014年。而2013年,我国才出现第一例股权众筹案。股权众筹作为新型融资方式真正成为市场热点,是从2014年年初开始。依《2014中国互联网股权众筹盘点报告》数据显示,^[24]截至2014年9月中旬,IT桔子共收录有21家股权类众筹平台,其中14家平台为2014年刚成立,占总体的66.7%;从募资规模看,股权众筹的规模在2014年的各季度都达到了成倍多增长的

[22] 参见郑若瀚:“中国股权众筹法律制度问题研究”,载《南方金融》2015年第1期。

[23] 参见彭冰:“非法集资行为的界定——评最高人民法院关于非法集资的司法解释”,载《法学家》2011年第6期。

[24] 该报告由IT桔子与TECH21PO联合制作,主要整理、分析了国内互联网股权众筹领域的发展背景、现状以及可能存在的挑战等五个方面,以期呈现国内互联网股权众筹的发展动态。载199IT中文互联网数据资讯中心, <http://www.199it.com/archives/339253.html>, 2015年9月21日访问。

势头。可见国内股权众筹于2014年开始,才真正进入飞速发展的阶段。^[25]《证券法》修改时未能将其纳入证券发行之列实属正常。

时至今日,对股权众筹予以规范的时机已经成熟,有必要将其纳入规范。2015年9月9日,国务院总理李克强在第九届夏季达沃斯论坛上强调了“大众创业,万众创新”对于治疗现阶段中国经济“病症”的重要性。《指导意见》指出:“互联网金融的发展是大势所趋,对促进小微企业发展和扩大就业发挥了现有金融机构难以替代的积极作用,为大众创业、万众创新打开了大门”。股权众筹,作为一种新兴的互联网金融方式,在助力“大众创业,万众创新”时必然发挥重要作用。然而,股权众筹在我国现行法中的尴尬角色显然阻碍了该制度的发展。从股权众筹的性质和监管部门的政策倾向,将股权众筹纳入《证券法》予以规范,从法律上为其正名,为其发展扫清制度障碍,实为当前紧迫之事。事实上,监管部门在公开场合也曾多次表示将对股权众筹进行监管。^[26]对此,本文建议于《证券法》第2条中明确规定股权众筹这一融资方式,与股票、债权并列,或者将其规定于国务院认定的其他证券之中。

2. 确立小额发行豁免制度

股权众筹因其具有公开发行政券的性质,依照现行《证券法》的有关规定,必须履行公开发行的核准程序,提供包括法律意见书、财务会计报告、招股说明书、承销机构的有关协议等。然而目前“人人投”、“大家投”等国内规模较大的股权众筹网站都没有依照公开发行核准程序披露相关信息。“人人投”对企业的项目、经营团队和风险控制等进行介绍,而“大家投”则对商业模式、经营团队、历史情况、未来计划等进行介绍。这些股权众筹平台所披露的信息显然与《证券法》的要

[25] 参见周心莲:“浅谈我国股权众筹融资的发展及监管”,载《财经界》(学术版)2015年第6期。

[26] 参见韦伟:“证监会:开展股权众筹融资试点”,载中国经济网,http://finance.ce.cn/rolling/201412/12/t20141212_4111909.shtml,2015年9月21日访问;倪铭钰:“证监会:正在制定股权众筹融资试点的监管规则”,载中证网,http://www.cs.com.cn/xwzx/csrc_fbh/150724/01/201507/t20150724_4763656.html,2015年9月21日访问。

求相去甚远。股权众筹的合法化就面临着是否需要依照公开发行核准程序披露相关信息的问题。

倘若股权众筹企业执行公开发行核准程序,就必须提供法律意见书、招股说明书等。这将耗费融资企业大量的精力,同时也是一笔不菲的开支。企业不仅需要对申请文件进行准备与提交,需要支付包括律师事务所、会计师事务所和证券承销商在内的中介机构费用。这部分费用较为高昂,例如一家企业于新三板挂牌上市,其中介费用至少在100万元以上,而在创业板与主板上市的费用更高。股权众筹企业大多属于初创期的中小企业,资金与盈利都极为有限,若要求股权众筹企业都履行公开发行核准程序,大量中小企业将因无力负担高额的费用而放弃融资,中小企业的发展将受到极大阻碍。

倘若股权众筹企业不执行公开发行核准程序,将产生另一个问题,是否所有股权众筹企业都可以如此进行融资?答案显然是否定的。虽然股权众筹的企业与相关网站出于融资成功的需要会提供项目的基本信息,但与公开发行核准程序提供的信息相比,无论从质量还是数量上皆判若云泥。若股权众筹企业无需执行公开发行核准程序,投资者仅依照企业随意提供的有限信息做出投资决策,可能面临着更高的投资失败的风险,也必然相应的降低了期望收益。这不仅有损投资者利益,长期来看,还可能因为投资股权众筹收益率较低而抑制行业发展。

股权众筹企业是否执行公开发行核准程序,本质问题是如何平衡融资企业与投资者利益。融资企业希望自身尽可能不执行公开发行核准程序以减少融资成本,而投资者则希望融资企业尽可能执行公开发行核准程序以获取更多信息。在完全执行和完全豁免的极端之外,一个较优的解决方案是只有部分股权众筹企业可以不需执行公开发行核准程序,其余企业则必须执行。这一解决方案也即小额发行豁免制度。

三、小额发行豁免制度的现实探索

(一) 小额发行豁免制度概况

所谓小额发行豁免制度,指对融资总额在某一限度以下的中小初

创企业,既承认其为公开发行,同时免于公开发行所需核准程序的制度。^[27]关于这一制度,主要包括两大重要的内容:其一,某一融资限额具体为多少,应该在什么范围之内;其二,免于核准程序后,需要额外承担哪些义务。核准程序制度设计的意义主要是为了保护投资者,减少因信息不对称所带来的巨大损失。免于核准程序后,融资企业获得利益,由于权利与义务是统一的,则需要承担额外的义务来弥补投资者的不利益。而其中对投资者利益影响最大的主要是指信息披露的义务。

关于小额发行豁免制度中这两大重要内容,各国规定不尽相同,其中美国规定得最为详尽。美国有关证券发行注册豁免的内容规定于两部法律:其一为1933年的《证券法》;其二为2012年4月生效的《JOBS法案》。1933年的《证券法》中有若干关于注册豁免的条款,各有不同的条件与要求。其中,与融资成本有关的豁免以A条例为例,“为发行人在12个月内总价不超过500万美元的发行提供注册豁免”,这一豁免为发行人减少了一定的融资成本。^[28]但是,根据美国多年的实践经验显示,A条例对于股权众筹的中小初创企业而言,仍然是“中看不中用”。^[29]为了初创企业能够获得更充分的支持,2012年《JOBS法案》正式诞生。该法案“为发行人在12个月内融资不超过100万美元的众

[27] 参见彭冰:《中国证券法学》,高等教育出版2007年版,第47页。

[28] 该条例豁免发行人提供审计的财务信息报告等在完全注册要求下的文件,为发行人省去了不少费用,尤其是在法律、印刷、承销和会计等方面的费用。参见[美]托马斯·李·哈森:《证券法》,张学安译,中国政法大学出版社2003年版,第163页。转引自李尚桦:“论股权众筹的法律规则——以美国JOBS法案为借鉴”,载《行政与法》2015年第3期。

[29] 一方面,微型注册的成本并不低,参见 Karina Sigar, *Fret No More: Inapplicability of Crowdfunding Concerns in the Internet Age and The JOBS Act's Safeguards*, *Administrative Law Review*, Vol. 64, 2012, p. 484. 另一方面, A 条例虽然减免了较为繁重的注册要求,但由于美国还存在州立法问题,许多州对此均要求更为严格。我国不存在这一方面的问题。参见 Edan Burkett, *A Crowdfunding Exemption? Online Investment Crowdfunding and U. S. Securities Regulation*, *The Tennessee Journal of Business Law*, Vol. 68, 2011, p. 88. 转引自李尚桦:“论股权众筹的法律规则——以美国JOBS法案为借鉴”,载《行政与法》2015年第3期。

筹提供豁免”,^[30]同时与 A 条例相比,在额外信息披露内容上也有所区别,如表 1 所示。除了美国外,越来越多的国家于证券法中规定了小额发行豁免制度,如欧盟各成员国共同认可的《金融工具市场指令》(MarketsinFinancialInstrumentsDirective,以下简称 MiFID 法案),具体内容参见表 1。

表 1 美国《证券法》、《JOBS 法案》以及
欧盟 MiFID 法案注册豁免规定对比

依据	美国《证券法》 A 条例	美国《JOBS 法案》	欧盟 MiFID 法案
金额	500 万美元	100 万美元	100 万欧元
信息披露义务	微型注册义务(如将发行声明书上报委员会主要办事机构,该文件类似于完全注册要求下的招股说明书) ^[31]	名称、地址、网址;董事、高管的基本情况及其持股比例超过 20% 的股东;企业目前的主要业务、预期的商业计划、发行的总额;发行人的财务状况,包括所得税申报情况和经审计的财务报表;证券的发行价格及定价方式;每年向 SEC 及投资者披露公司的财务状况 ^[32]	基本信息,包括公司业务、项目计划、风险、所发售证券有关权利和转让条件等内容 ^[33]

由于各国关于豁免的金额以及额外承担的信息披露义务的规定并

[30] 参见 JOBS Act, pub. L. No. 112 - 106, sec. 302(a)。美国关于注册豁免的条款众多,条件与要求各不相同,股权众筹中的小额注册豁免仅为其中一种,特指 2012 年《JOBS 法案》中所新设的注册豁免情形。由于我国之前并无其他核准豁免情形,因此本文所探讨的小额发行豁免制度仅运用于股权众筹中。对比其他注册豁免条款仅为了更好地得出我国小额发行豁免制度的各项标准。

[31] 参见李尚桦:“论股权众筹的法律规则——以美国 JOBS 法案为借鉴”,载《行政与法》2015 年第 3 期。

[32] JOBS Act, pub. L. No. 112 - 106, sec. 302(b)。

[33] 参见李加宁、常嵘:“境外股权众筹监管启示”,载《中国金融》2015 年第 3 期。

无一个固定的标准,那么,小额发行豁免制度引入我国后,应如何确定豁免的金额和额外的信息披露义务呢?对此,我们不能完全照搬国外的标准,而应结合我国的实际情况寻找到一个合适的平衡点。

(二) 小额发行豁免制度的金额标准和信息披露标准及其确定

小额发行豁免制度的目的在于平衡融资者与投资者的利益,其标准也与此相关。具体而言,小额发行豁免制度标准包括了两项内容:第一,豁免的融资金额多少;第二,企业披露信息的多少。本文将前者称为小额发行豁免制度的金额标准,将后者称为小额发行豁免制度的信息披露标准。

1. 小额发行豁免制度的金额标准

金额标准的提高有利于更多的中小企业实施融资。倘若不存在小额发行豁免制度,所有企业必须进行公开发行的核准程序,付出包括信息披露费用、文件申请费用以及中介费用等费用。只有当企业融资后的净利润高于融资过程中的各项费用时,企业才会选择采取这种方式进行融资。

由于融资过程中的各项费用大多属于固定成本,不会随着企业融资规模的上升而上升,而企业融资后的净利润却与企业的融资规模呈正相关。以平均利润水平为基础,只有企业达到一定规模,才可能使得融资后的净利润超过融资费用。换言之,无论公开发行的核准程序是否对企业规模提出要求,高昂的融资费用事实上限制了中小企业的融资。支持上述论断的一个证据是,新三板并未对挂牌企业的规模进行限制,但于新三板挂牌的企业其股本数几乎都在 500 万股以上,仅有 0.06% 的企业股本数小于 500 万股。^[34] 大量中小企业由于新三板高昂的融资费用(尤其是中介费用)而无法在新三板实现融资。

小额发行豁免制度使得相应规模以下的企业免于部分信息披露,投资者也就难以利用公开信息对企业的经营情况、经营战略进行判断。当小额发行豁免制度金额标准提高后,免于相关信息披露的企业数量和规模都将上升,并对投资者产生以下影响:

[34] 参见“新三板 2014 年年报”,载百度文库, http://wenku.baidu.com/link?url=evL5pKsrGX8EpMR71pFRtoi6hgvK21_P-L5TBj_eRQZ18WTFqiZjFjZc8ALC0pMqbikKUpt-kZCjupZxGwayQPYjb54x808CwjRvbx5pLK, 2015 年 9 月 21 日访问。

首先,投资者的收益率将出现下降。一方面,由于投资者无法利用公开信息对企业进行筛选,投资失败企业的概率可能提高。据股权众筹网站人人投的数据,2015年1月以前融资成功的项目共133个,至今成功实现分红的项目55个,开始经营但尚未分红的项目29个,尚未开始经营的项目49个。这意味着股权众筹企业中近一年来盈利的企业至多为63%。换言之,投资失败企业的概率达到了37%。2014年,新三板企业盈利的企业则达到86%,^[35]投资失败企业的概率仅为14%。诚然新三板企业与股权众筹企业没有直接的可比性,上述数据也的确表明了投资股权众筹企业有着较高的投资失败可能性。另一方面,由于无须经过公开发行核准程序,企业可能会进行超出自身需求的融资,使得资金无法得到有效利用。

其次,投资者可能放弃投资。当投资者的收益率由于公开信息不足而出现下降时,投资者可能采取自行调查的方式获取信息。例如与融资企业直接联系、咨询相关专家等。实践中,“大家投”、“人人投”等股权众筹网站都提供了融资企业的联系方式,有的还设立了领投人,以帮助投资者进行筛选。自行调查后,投资者获取了更为充分的信息,降低了投资失败企业的可能性,提高了收益率。与此同时,小额发行豁免制度金额标准的提高同样使得投资者的调查费用出现上升。当投资者股权众筹企业的投资收益率低于一定水平(如无风险利率)时,投资者可能放弃投资。当投资者通过自行调查,扣除调查成本后的收益率仍然低于一定水平,则投资者将必然放弃投资。

最后,随着小额发行豁免制度金额标准的提高,放弃投资的投资者人数将增加。对于单一投资者而言,自行调查的成本属于固定成本,不会随着投资金额的增加而增加。而随着投资金额的上升,以平均投资收益率为基础,投资收益也将增加。当小额发行豁免制度金额标准提高,自行调查成本上升,只有投资金额较大的投资者可以负担相应成本,而小额投资者由于收益过低,将放弃投资。这直接违背了众筹的内涵,使

[35] 参见“新三板2014年年报”,载百度文库,http://wenku.baidu.com/link?url=evL5pKsrGX8EpMR71pFRtoi6hgvK21_P-L5TBj_eRQZ18WTFqjZjFjZcC8ALC0pMqbikKUpt-kZCjupZxGwayQPYPj54x808CwjRvbx5pLK,2015年9月21日访问。

得原本较多人参与的股权众筹成为少数人的游戏。

2. 小额发行豁免制度的信息披露标准

小额发行豁免制度的金额标准促进了部分融资规模较小的中小企业得以成功实施融资,而信息披露标准则起到了相反作用——信息披露标准的提高阻碍了小规模企业融资,事实上为股权众筹设立了准入门槛。但与此同时,投资者将受益于此,投资者的收益将上升。

恰如前文所分析,信息披露费用属于企业融资过程中的固定费用,随着信息披露标准的提高,这部分费用也将提高,只有规模较大的企业能够负担相应费用,规模较小的企业则将因融资收益小于融资费用而放弃融资。

信息披露标准的提高使投资者获取了更为充分的信息,一方面降低了投资于失败企业的可能性;另一方面也在一定程度上抑制了企业进行超过需求的融资,从而提高了投资者的收益。同时,投资者自行调查的需求和内容也因信息披露的增加而减少,从而减少了投资者自行调查的成本,增加了参与股权众筹的人数。

3. 小额发行豁免制度标准的确定

小额发行豁免制度的金额标准与信息披露标准,均反映了小额发行豁免制度确立的目的,即平衡融资企业与投资者的利益,为此,确立恰当的标准,是小额发行豁免制度成功的关键。

(1) 金额标准的确定

本文认为,能够满足融资企业融资后的净利润(以平均利润水平为基础)恰好能够抵扣融资费用的融资总额,就是小额发行豁免制度金额的标准。理由有三:

第一,法律保护需要保护的主体。小额发行豁免制度最终目的是为了保障股权众筹合法化以支持中小初创企业得以融资。当融资后的净利润恰好能够抵扣融资费用时,说明这一融资总额,刚好能够满足核准程序所带来的融资成本,意味着企业在低于这一融资总额进行股权众筹时,将无法承担核准程序所带来的融资成本,需要小额发行豁免制度予以保护。相反,若高于这一融资总额,企业融资后的净利润足以抵扣最初核准程序所带来的融资费用,高出的部分是多余的,这一部分是无须豁免的。换言之,这部分想要超过这一融资额度的企业,已经有足够的

能力自立,不在小额发行豁免制度所要保护的范围之内。法律只保护需要保护的對象,既然它們已有能力,則法律無須再將它們納入其中予以保護。但是,法律不禁止這部分企業的選擇權,它們仍然可以選擇股權眾籌這一融資方式,僅不享受小額發行豁免制度的優惠而已。

第二,保護投資者的利益。當小額發行豁免制度金額標準不斷提高,投資者的收益率將出現下降,將給投資者帶來不利益。小額發行豁免制度雖然最終是為了使股權眾籌合法化以保護中小初創企業的利益,但股權眾籌始終是公開發行,不能單純為了企業的利益而完全忽視投資者的利益。公平的法才是良法。公開發行核准程序的最初目的是為了保護投資者的利益,既已通過小額發行豁免制度免去這一程序,已經造成對投資者的不利益,只能儘可能使這種不利益達到最小來平衡雙方利益。上述所述的融資額度恰好滿足這一條件。其不僅能夠剛好滿足企業,且使得企業不再獲得額外優惠,使得投資者的收益率下降程度保持在最小限度內。

第三,符合股權眾籌應有意義。隨著小額發行豁免制度金額標準的提高,還會使得放棄投資的投資者人數不斷增加。這與股權眾籌這一方式的設立初衷相悖。股權眾籌的重要特點體現在“眾”,缺少了這一特點,和民間借貸、私募等其他小範圍融資方式相比,其優勢就不夠明顯了。而小額發行豁免制度最終目的是使股權眾籌合法化,正是想充分发挥股權眾籌特有的優勢。若一味地使金額標準無限提高,最終反而違背了股權眾籌設立初衷,將會造成撿了芝麻丟了西瓜的窘境。同保護投資者的考慮方式一樣,在制度設計上要儘可能地使對股權眾籌的不利益達到最小,上述所述的融資額度恰好滿足這一條件。

(2) 信息披露標準的確定

2015年9月15日,“全國首例股權眾籌案”宣判,備受社會各界關注。該案糾紛的源起在於股權眾籌企業的信息披露義務。^[36]在該案中,被告諾米多餐飲管理有限公司(以下簡稱諾米多公司)委託原告飛度網絡科技有限公司(“人人投”股權眾籌平台的公司主體,以下簡稱飛

[36] 參見黃震:“股權眾籌監管的政策走向”,載人大重慶網,<http://rdcy-sf.ruc.edu.cn/displaynews.php?id=15249>,2015年9月30日訪問。

度公司)融资 88 万元以经营一家餐馆。融资成功后,原告认为被告提供的主要交易信息——房屋权属存在权利瑕疵,信息披露不实,欲解除合同,诉至法院。根据在案证据显示,飞度公司认为诺米多公司存在信息披露不实,具有相应依据,在诺米多公司提交进一步信息并承诺其提供的重要信息真实、准确、完整的情况下,飞度公司根据审查情况仍然认为信息存在风险,不予认可。对此,飞度公司于此当然有理由诉请法院解除双方合同。但这一事实同时引起了笔者的思考,是什么原因导致被告所提交的信息披露不实,或者说是什么原因使原告不信任被告所提交信息的真实性?笔者认为,很大一部分原因是由于被告所提交的重要信息未经过律师事务所的尽职调查。在股权众筹专门性规定相对缺位的情况下,融资企业的信息披露义务以及所提交重要信息的审查标准,主要由股权众筹平台负责规定。根据“人人投”网站等股权众筹平台的新手指引显示,目前融资企业所提交的重要信息文件并未严格要求必须经过律师事务所的尽职调查(若存在财务会计报告,并未要求经过会计师事务所审计)。免去这一要求,企业的融资负担确有减轻,但同时也容易产生不利后果。该案一方面暴露了股权众筹企业信息披露问题;另一方面也为如何确定企业信息披露标准提供了思路,即律师事务所在信息披露中发挥着重要作用。

根据表 1 所示,各国关于小额发行豁免制度的信息披露的内容规定不尽相同。同金额一样,信息披露也需要一个标准。^[37] 根据我国《证券法》第 14 条规定,实行公开发行核准程序,企业需要向证监会报送公司营业执照、公司章程、股东大会决议、招股说明书、财务会计报告、代收股款银行的名称及地址、承销机构名称及有关的协议等七项文件,这些文件将会产生规范与重组费用、中介机构费用(主办券商费用、律师事务所费用、会计师事务所费用)、融资平台服务费用等三大项主要费用。其中,融资平台服务费用属于程序性费用,是免于核准程序后必定会随之减少的,而规范与重组费用视融资平台的不同而不同,所以额外的信息

[37] 参见李有星、陈飞、金幼芳:“互联网金融监管的探析”,载《浙江大学学报》(人文社会科学版)2014 年第 4 期;黄震:“股权众筹监管的政策走向”,载人大重阳网,<http://rdcy-sf.ruc.edu.cn/displaynews.php?id=15249>,2015 年 9 月 30 日访问。

披露义务对两大项费用是没有影响的,只有这三大中介机构的费用是有可能因为增加额外的信息披露义务而再次涉及。根据信息披露义务的内容,本文将标准大致分为两类型:高披露标准与低披露标准。若所增加的额外信息披露义务中再次涉及了这三大中介机构费用,本文称为高披露标准。相对地,如果所增加的额外信息披露义务中没有再次涉及到这三大中介机构费用,则称之为低披露标准。

若采用低披露标准,企业无须向证监会提交上述七项内容,但需要披露其中部分重要信息,如董事、高管的基本情况及持股比例超过20%的股东、公司业务、项目计划、风险、所发售证券有关权利和转让条件等内容。^[38]但需要注意的是,无论包括什么内容,即使有些内容可能与核准程序需要提交的文件形式上内容一样,实质上已有区别,即不需要三大中介机构参与其中。豁免的内容越多,意味着信息披露的内容越少,越有利于企业,对投资者的利益损害就越大。选择低披露标准,相当于对融资企业不设准入门槛,显然这一选择,是站在充分保护企业的立场上考虑的。

若采用高披露标准,则意味着企业所需负担的信息披露义务仍会部分涉及三大中介机构费用。其中,在股权众筹中,主办券商承销证券的作用已经被股权众筹平台替代,^[39]所以券商的中介费用是不会再次涉及的。如此一来,高披露标准只需考虑律师事务所和会计师事务所费用,存在三种可能性:第一,仅涉及律师事务所费用;第二,仅涉及会计师事务所费用;第三,两者同时涉及。

综合基础理论与现实案例所反映出的问题后,本文认为,信息披露内容应该采用高披露标准中的第三种标准,即律师事务所和会计师事务所同时参与信息披露,理由有三:

首先,有助于平衡企业与投资者之间的利益。如前文所述,小额发行豁免制度通过豁免核准程序降低企业的融资成本的同时对投资者造成了不利益,这一不利益主要来源于核准程序中重要信息的豁免。对

[38] 具体应包括哪些内容,可以参照美国《JOBS法案》以及欧盟MiFID法案。

[39] 券商介入发行,提高了发行质量和效率,减少了证券发行失败的机会。股权众筹平台利用互联网快捷、高效、涉及面广的特点,实际上发挥了券商本应承担的主要作用。参见叶林:《证券法》,中国人民大学出版社2008年版,第162页。

此,学者们普遍呼吁通过扩大企业信息披露义务的途径,保障投资者利益,以此平衡双方利益。^[40] 律师事务所与会计师事务所在核准程序中承担着非常重要的义务。其中,前者主要对核准文件的真实性、完整性和准确性作调查以此向证监会出具详细的法律意见书作参考,实务中简称“尽职调查”;后者主要是对企业所出具的财务会计报告进行审计,避免企业出现作假账的行为。所谓扩大信息披露义务,主要包括两方面的内容:第一,扩大信息披露的范围;第二,严格规范所披露的信息内容。而律师事务所与会计师事务所承担的责任与后者是密切相关的。因此,选择上述第三种标准,有利于披露信息的真实性、完整性与准确性,保障投资者利益,平衡双方利益。

其次,符合国家对融资企业信息披露义务的要求。《指导意见》中明确指出,股权众筹融资方应该向投资人如实披露企业的若干关键信息,其中特别提出了商业模式、经营管理、财务和资金使用等四项信息。依上文所述,律师事务所的“尽职调查”与会计师事务所对财务会计报告的“审计”与这四项内容的真实性、完整性与准确性密切相关。对于这一信息披露义务,《指导意见》特别强调不得误导或欺诈投资者。从上述“全国首例众筹融资案”看出,为了达到这一要求,律师事务所和会计师事务所的介入是非常有必要的。因此,选择上述第三种标准,是符合目前国家对股权众筹企业信息披露义务的要求的。

再次,有助于解决实践中的纠纷。如果采用低披露标准,同时豁免了律师事务所与会计师事务所的责任,将会产生现实的纠纷。根据上述“全国首例众筹融资案”所反映的问题显示,律师事务所的“尽职调查”在信息披露中发挥着重要作用。如果是已成立的小微企业通过股权众筹作进一步融资或者已融资企业需要定期信息披露,可能需要提交财务会计报告。虽然该案未涉及财务会计报告不实问题,但会计师事务所的“审计”同“尽职调查”一样,与披露信息的真实性密切相关。因此,律师事务所与会计师事务所的介入,能够增强重要信息的真实性、准确性、完

[40] 参见杨东:“互联网金融的法律规制——基于信息工具的视角”,载《中国社会科学》2015年第4期;李加宁、常嵘:“境外股权众筹监管启示”,载《中国金融》2015年第3期。

整性,有效防止此类纠纷的产生,现实情况需要选择第三种标准。

最后,有助于促进股权众筹的健康发展。上述“全国首例众筹融资案”正是由于原告认为被告所提供的资料难以完全排除可能的交易风险,导致交易各方信任关系丧失,引发纠纷。长久以往,投资者很可能对股权众筹丧失信心,选择其他的投资方式。而参与股权众筹的投资者将越来越少,一来有碍于股权众筹的发展,二来人数逐渐变少,也丧失了股权众筹最初的意义。股权众筹才刚兴起,就出现了转瞬即逝的危险。因此,通过让律师事务所与会计师事务所介入其中,严格审查重要信息,将这种可能扼杀于摇篮之中,逐步建立并加强交易各方的信赖关系,有助于促进股权众筹的不断发展。

综上所述,选择第三种信息披露标准可以获得的综合效益最大。这一选择应当是最适合我国现阶段的标准。

四、小额发行豁免制度金额标准的经验考察

(一) 模型设置

前文已较为详细地讨论了小额发行豁免制度的信息披露标准的具体内容。但关于金额标准的具体数额,尚需要结合我国中小企业融资过程中实际的融资费用与融资收益加以确定。因此,该部分主要利用企业融资收益分析的财务模型,依据前文所讨论的金额标准,比较了不同规模的企业融资收益与传统公开发行(即执行公开发行核准程序)费用,据此计算出适宜我国采用的小额发行豁免制度的金额标准的具体数额。

传统公开发行的费用通常由一笔数额巨大的一次性支出和每年数额较小的持续性支出组成。而融资收益则是在融资成功后若干年持续取得。因此,本文考虑了企业在不同经营期下融资费用与融资收益的现值,经营期依照三年、五年、七年分别计算,折现率依照一年期基准贷款利率(4.60%)计算。经营期的不同代表着企业稳定经营并持续获取收入的年限长短。经营期越长,则企业得以持续获取收益的时间越长,融资收益越高,相对应地可承受的融资成本也越高。这也同时代表立法者

对于中小企业所面临的经营风险状况的认识评价,如以三年为经营期则意味着企业处于较高的经营风险之中,融资收益有限,金额标准也应相应提高。

(二) 数据收集

当企业无法通过小额发行豁免制度进行股权融资时,企业就必须通过传统交易平台,执行公开发行核准程序进行融资。不同交易平台的标准与费用不一,其中新三板标准较少、费用较低,是目前许多中小企业的选择。即便如此,在新三板上市与挂牌需经历一系列复杂的程序,企业也将为此支出不菲的资金。如前文所述,倘若融资费用过高,以至超过收益,则企业无法成功实施股权融资。

企业欲在新三板挂牌,一般需经历规范治理、股份制改造、中介机构尽职调查、申请文件制作、主办券商推荐、全国股份转让系统(或证监会)审查、信息披露、股份登记和挂牌等环节。^[41]在此过程中,企业需支出的费用包括规范成本、重组成本与中介机构费用三个部分,此外,企业还需缴纳挂牌初费与挂牌年费。

目前,新三板并未要求企业披露上述费用,因此也就缺乏绝对权威的数据来源。笔者调研了拥有新三板业务资格的券商、律师事务所和会计师事务所,^[42]估计并核算新三板挂牌的各项费用。

其中,规范成本与重组成本合计约 30 万元。中介机构费用中,主办券商费用约为 100 万元;律师事务所费用约为 20 万元;会计师事务所的审计费用约为 15 万元。企业挂牌初费为 3 万元,此后每年需缴纳 2 万元挂牌费用,以及 10 万元督导费用。

企业收益主要指每年的企业净利润。目前各大众筹网站均未公布企业的净资产收益率(ROE),参考新三板企业的平均净资产收益率,据中信证券统计,2014 年新三板企业的平均净资产收益率为 10.18%。

[41] 参见《公司挂牌业务指南》,载全国中小企业股份转让系统,<http://www.neeq.com.cn/onlineclass>,2015 年 9 月 30 日访问。

[42] 主要调研了德恒(福州)律师事务所及与其有长期合作关系的券商和会计师事务所。

表2 新三板融资费用、收益一览表

费用/收益	项目	数额	类别
费用	规范成本与重组成本	30 万元	首次
	主办券商费用	100 万元	首次
	律师事务所费用	20 万元	首次
	会计师事务所费用	15 万元	首次
	挂牌初费	3 万元	首次
	挂牌费	2 万元	每年
	督导费用	10 万元	每年
收益	净资产收益率	10.18%	每年

数据来源:调研所得。

(三) 实证结果

表3的结果显示了不同经营期企业的金额标准,即于新三板中融资费用与融资收益的平衡点。例如,以三年为经营期的企业,其融资收益与融资费用的平衡点约在600万~700万元之间,代表小额发行豁免制度的金额标准在600万~700万元之间较为适宜;以五年为经营期的企业,金额标准在400万~500万元之间较为适宜;以七年为经营期的企业,金额标准在300万~400万元较为适宜。

我国中小企业目前融资较为艰难,并出于鼓励互联网金融发展的考虑,本文建议以500万元作为小额发行豁免制度的金额标准。

表3 不同规模企业新三板融资收益、费用对比

融资规模	三年				五年				七年
	收益	费用	收支	收益	费用	收支	收益	费用	收支
100 万元	30	196	-166	47	216	-168	63	233	-170
200 万元	59	196	-137	95	216	-121	126	233	-107
300 万元	89	196	-107	142	216	-74	198	233	-44
400 万元	119	196	-77	189	216	-26	253	233	19
500 万元	140	196	-56	223	216	7	297	233	64
600 万元	172	196	-24	275	216	59	367	233	133
700 万元	201	196	5	321	216	105	428	233	194

注:上述各收益、成本、收支均为现值,单位为万元。

五、结论

确立小额发行豁免制度后,股权众筹虽为公开发行,但免于核准程序,不再受限于《证券法》第10条关于公开发行中“不特定”以及“200人以下”的强制性规定。如此一来,不仅缓解了公开发行与免于核准程序两者之间的表层矛盾,同时也平衡了投资者与融资企业之间的深层利益冲突,最终有利于股权众筹的合法化,使股权众筹能够充分发挥其应有的价值与意义。

在此基础上结合我国现有法律,建议对《证券法》作两处修改,第一,在不改动原有私募与公募两大分类的前提下,于第2条规定的具体证券发行类型中增加股权众筹这一证券发行类型;第二,于第10条中明确对于符合一定融资额度下(本文建议500万元)的股权众筹企业,实行小额发行豁免制度,明确并细化信息披露义务,其余股权众筹企业将同新三板、股票等融资形式一样于证监会核准注册,具体关系如表4所示。简而言之,先给名义,后增制度。企业可以根据自身条件情况分别选择私募、众筹、新三板以及IPO等方式进行融资。

表4 三种证券发行类型具体关系

类型	私募	公募	
		实行小额发行豁免制度的股权众筹	非实行小额发行豁免制度的股权众筹、股票、债券等
发行条件	①向特定对象发行证券累计不超过200人;②无须报经证监会核准	①向不特定对象发行证券或者向特定对象发行证券累计超过200人;②无须报经证监会核准	①向不特定对象发行证券或者向特定对象发行证券累计超过200人;②需报经证监会核准