

股权众筹监管的“连通器” 效应及法律分析

孙天承* 杨东**

摘要:2012年奥巴马签署生效的《JOBS法案》轰动了美国内外。已被禁锢了80余年的广告式私募终于放开,而公众式的集资也终为法律所认可。我国的股权众筹由于相关法律法规的限制尚处于萌芽状态,与美国的集资模式仍有很大的差距。本文以金融抑制理论与普惠金融作为理论基础,通过对《JOBS法案》新规则的研究,探讨了美国《JOBS法案》规定之下的“众筹”模式及其对中国的启示,并进一步探讨了股权众筹在我国的制度性完善建议,提出了股权众筹监管的“连通器”效应,以及在对投资者的保护最大化基础上,促进中小企业发展的宗旨,并基于互联网精神的要求从众筹网站、初创企业、投资者三个方面分别提出了具体建议,以助推我国股权众筹的进一步发展。

关键词:股权众筹 《JOBS法案》 互联网精神 “连通器”效应

* 中国人民大学法学院博士研究生。

** 中国人民大学法学院教授,金融创新与风险治理研究中心研究员。

一、引言:中国语境下的“股权众筹”

“众筹”一词最初源于英文“crowdfunding”,是 crowdsourcing(公众搜索)和 microfinancing(微型金融)两个词含义的融合。^[1] 顾名思义,众筹的含义就是面向公众筹集资金,特别指以资助个人、公益慈善组织或商事企业为目的的小额资金募集。^[2] 美国将众筹分为捐赠众筹(donation - based crowdfunding)和股权众筹(equity - based crowdfunding)两种,二者的区别主要在于投资者注入资金的目的不同,前一种模式的投资者主要是出于公益目的而不要求净回报(捐赠众筹的投资者并非完全没有回报,但这种回报往往不能为投资者带来净资产的增加,例如为西藏的客栈捐助资金而报以特制的贵宾卡);而后一种模式的投资者则是出于单纯的资本增加的目的而为种子阶段(seed stage)或初创阶段(start - up stage)的企业注资。本文的研究对象主要是后者,即研究股权众筹在我国的发展及相关制度性完善建议。

应当指出的是,就目前的法制环境而言,中国语境下的“股权众筹”不同于一般的众筹概念。在中国现行的法律体系下,向公众筹集资金的典型且唯一的方式是上市公司公开发行股票的行为,而任何其他形式的面向社会大众的公开募股的行为都被当作非法集资,受到严格的控制和打击。因此从严格意义上来讲,在中国目前的大背景下,并不存在股权众筹得以扎根的法律土壤,现有的所谓“股权众筹”平台,如创投圈、天使汇、大家投等通过限制投资者资格、人数或投资金额等

[1] Bradford, C. Steven, *Crowdfunding and the Federal Securities Laws*, Columbia Business Law Review, Vol. 2012, No. 1, 2012:27, available at SSRN; <http://ssrn.com/abstract=1916184>; see also Belleflamme, Paul and Lambert, Thomas and Schwienbacher, Armin, *Crowdfunding: Tapping the Right Crowd*, Journal of Business Venturing, Forthcoming; CORE Discussion Paper No. 2011/32: 6 - 7. Available at SSRN; <http://ssrn.com/abstract=1578175> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1578175>.

[2] Shahrokh Sheik, *Although Donation - Based Crowdfunding Has Experienced Some Success, Questions Remain about the Practicality of Equity - Based Crowdfunding*, Los Angeles Lawyer, May, 2013:1.

方式避免被视为非法公开发行股票的平台,因而中国所谓的“股权众筹”实质上是一种私募或者说半公开的融资行为。然而,即使在处处受限的背景之下,“滴滴打车”、“Lava Radio”、“大姨吗”等手机应用类创业团队仍然得到了中国“股权众筹”平台上投资者广泛的资金支持,并风靡于手机网络。不仅在中国,美国与日本等国也对这种新型的互联网金融模式予以了充分的关注。美国于2012年颁布的《JOBS法案》对众筹予以了法律上的认可,AngelList、Wefunder等股权众筹平台马上对新的法律规定做出了积极的反应。股权众筹日益扩张的规模和不断增长的成功案例引人深思,究竟是什么原因促使广大投资者心甘情愿进行投资?此外,更值得关注的是,如何对这一新型的模式进行规制?面对这一系列问题,本文试图从投资者保护与促进中小企业发展的平衡角度出发,在考察吸收美国《JOBS法案》有益经验的基础上,提出系统性地完善我国股权众筹相关制度的建议,以期对我国股权众筹的发展有所裨益。

二、股权众筹植根于中国经济社会的可行性

(一) 股权众筹与中国的政策导向相一致:金融抑制理论与普惠金融的辩证关系

探讨股权众筹在我国存在的可行性,必不可少的需要追寻股权众筹这种互联网金融模式扎根于我国的理论依据。笔者认为,股权众筹之所以能够在我国初具规模,其深层原因可从金融抑制理论与普惠金融的角度挖掘。

1. 金融抑制对股权众筹的另类促进

影响深远的金融抑制理论于20世纪70年代由美国学者罗纳德·麦金农(Ronald McKinnon)与爱德华·肖(Edward Shaw)提出。其主要观点在于,将金融分为“实质金融”与“名义金融”,^[3]认为在发展中国

[3] [美]肖(E. S. Shaw):《经济发展中的金融深化》,王威等译,中国社会科学出版社1989年版,第2~5页。

家和转型国家普遍存在金融抑制(financial repression),即政府对真实利率的抑制现象;而这种金融抑制阻碍了金融深化(financial deepening),或称金融自由化。^[4] 根据白江教授的研究,金融抑制在我国的体现主要有以下四个方面:(1)对利率的抑制。政府通过对利率的抑制帮助减少了政府债务的成本,并且再通过通胀产生的实际更低利率或负利率便削减了政府债务的实际数额;相应地,普通民众则受到了低利率甚至负利率储蓄的打击。(2)对银行的控制。银行业迄今仍然基本没有对民营资本开放,我国银行业仍基本处于政府垄断状态。^[5] 民间资本进入银行业尚处于改革和探索阶段。(3)对证券市场的控制。集中体现在上市时的所有制歧视和上市后政府保持对上市公司的继续控股。(4)对资本账户的控制。在对外投资受限,并且在国内储蓄的实际利率很低、并常常为负值和国内证券市场中的欺诈、内幕交易与操纵市场等违法行为严重、普通投资者的权益无法被有力保障的情况下,普通居民的投资方向只能转向房产市场,这在很大程度上导致我国房地产价格的虚高。同时,部分居民将储蓄投向地下钱庄或者民间借贷,导致地下钱庄或民间借贷问题较为严重的情况。^[6]

在中国金融抑制的大背景之下,由于政府对利率的抑制、对资本账户的控制等原因,互联网金融成为普通民众越来越重要的投资渠道。近年来,P2P网络借贷平台飞速发展,大型P2P平台人人贷的母公司人人友信获1.3亿美元融资。^[7] 阿里巴巴与天弘基金共同推出的余额宝、微信与华夏基金推出的财付通以较高的收益率和较为稳定的赔付手段得以迅速普及。尽管股权众筹碍于相关法律法规的制定尚且没有

[4] Kapur, Basant K., *Alternative Stabilization Policies for Less Developed Countries*, *Journal of Political Economy* 84(1976), 777 - 795.

[5] 张日新:“我国民营银行市场准入的时机选择与框架设计”,载《金融论坛》2002年1月;陈颖:“对银行业市场进入壁垒的分析与思考”,载《中央财经大学学报》2006年第3期。

[6] 本段引自复旦大学副教授白江承担的国家社科基金青年项目“公司社会责任与公司治理研究”(项目编号10CFX070)和复旦大学“985工程”三期整体推进社会科学基金项目(项目编号2012SHKXQN014)的阶段性研究成果:《金融抑制、金融法治与经济增长》。

[7] 载 <http://finance.caijing.com.cn/2014-01-09/113797355.html>。

广泛化,但金融抑制对普通民众投资欲的激发为其奠定了基础。可以说,金融抑制的经济背景另类地刺激并促进了股权众筹在我国的发展。

2. 普惠金融对股权众筹的政策性激励

普惠金融理论是联合国系统率先在宣传 2005 小额信贷年时广泛运用的词汇。2013 年,中共十八大提出了“推动普惠金融”的响亮口号。普惠金融由于互联网金融的日益普及获得了普遍的认可。在国际上,普惠金融更准确地是指金融包容(financial inclusion),也称包容性金融(inclusive finance)。金融包容是指“通过政策、立法和制度等方面的支持,使所有人尤其是弱势和低收入群体,能够通过便捷有效的途径,从正规金融服务机构获得信贷、储蓄、支付和保险等服务”。〔8〕普惠金融的理念与股权众筹所持的精神:小额、弱势和低收入群体、风险分散不谋而合。在国家大力推广普惠金融的政策性背景之下,股权众筹的发展具备了政策上的合理性。

3. 金融抑制理论与普惠金融的辩证关系

从政府的角度来看,金融抑制理论与普惠金融似乎存在着不可调和的矛盾:前者是政府通过控制利率事实上阻碍了金融业的发展,而后者则是政府鼓励普通民众进行小额投资从而促进金融发展。然而,笔者认为,从金融消费者的角度看,金融抑制理论与金融深化的关系正是解决这一矛盾的依据。根据肖的观点,是金融抑制阻碍了金融深化,〔9〕因而在某种程度上可以说金融抑制理论所指向的实际上是金融深化或者说金融自由化的目标。而普惠金融或者说金融包容则是促进金融深化的重要观点。因此,金融抑制与普惠金融的关系可以这样理解:是金融抑制的存在使得普通民众产生了互联网金融模式的投资需求,而普惠金融则是为了适应这样的需求而推出的政策。从金融消费者的角度来看,金融抑制与普惠金融都是促使其进行互联网金融性的投资的重要理论依据。

〔8〕 肖翔、张韶华、赵大伟:“金融包容指标体系的国际经验与启示”,载《上海金融》2013 年第 8 期。

〔9〕 [美]肖(E. S. Shaw):《经济发展中的金融深化》,王威等译,中国社会科学出版社 1989 年版,第 2 页。

(二) 股权众筹与中国的经济现状以及民众需求相吻合

无论是半开放的股权众筹还是完全开放的股权众筹,这类全新的互联网金融模式在我国的生存与发展对于政府、平台、投资者以及初创企业都不失为一个严峻的挑战。面对这样的挑战,有必要论证股权众筹与我国的经济状况以及民众需求之间的关系。

首先,中国是否存在足够的潜在投资者?据统计,截至2013年8月,我国居民储蓄存款余额超过40万亿元,^[10]如此庞大的闲散资金预示着巨大的投资空间。同时,通过上文提到的金融抑制理论可以看出,根据政府对存款利率的控制加上通货膨胀的影响,居民的存款所获得的利率往往是负值。正是在中国这种金融抑制程度较深的背景下,初创企业从银行类金融机构获取贷款又受到较高的门槛限制,股权众筹等互联网金融模式才可能成为普通公众投资的重要途径。从另一个角度看,宜信、人人贷等各类网络小额贷款平台的成功以及余额宝、财付通等网络基金产品受到的热捧体现出,金融市场上的消费者对于可能的投资机会是求知若渴的。因此可以推测,如果拥有着足够存款的居民能够获得比存款更为有效且不失保障的渠道进行小额的投资,他们应该会欣然接受。可以看出,股权众筹这种互联网金融模式符合我国经济现状以及民众迫切的投资需求。

其次,比起上一个问题,更为重要的是,在民众迫切的投资需求之下,中国的投资者有没有足够的风险意识和风险承担能力?这实际上是更为棘手的一个问题。这个问题与现实存在的投资需求相比,是亟待政府重视和审慎处理的。投资者本身的投资经验可能是众筹最大的风险,如果没有相关领域的专业知识和足够的经验,股权众筹的风险可以说不亚于传销可能带来的风险,一个无知的投资者可能因为某个项目金玉其外、败絮其中而带来倾家荡产的危险。就目前看来,国内外的股权众筹平台推行的“领投+跟投”模式(天使汇、大家投、AngelList均有采用)是一种很好的解决方案。由不同领域的专业投资人带领其他跟投人进行投资,既为双方都带来了更多可能的收益,也带来了一定程度上的

[10] 中国行业研究网:“2013年8月我国居民储蓄余额调查统计”,载 <http://www.chinairm.com/print/3127903.html>。

安全。当然,由于股权众筹存在运营模式,特别是投资者审核、项目审核与推荐、资金流转、入资方式等方面的风险,一般民众不可能具备对这些风险的防范意识。因此,尽管我国具备股权众筹得以生存与发展的需求背景,但风险的多样化要求政府的重视以及平台自身监管的加强。

(三) 股权众筹与互联网金融精神相交融

究竟何为互联网金融精神?这是自“互联网金融”这一概念被提出以来一直困扰学界的问题。笔者认为,理解互联网金融精神,需要对现有的互联网金融模式进行综合的考虑和归纳。就目前来看,从某种程度上讲,互联网金融精神存在的基础是在真实世界的“熟人社会”之外建立一个以信任为基础的“陌生人社会”。以P2P网络借贷为例,网络借贷平台引入“大数据”,引入完善的多角度的信息评估体系,使得陌生人之间能够通过评级高低建立信任,从而进行方便、互利的交易。只有建立并塑造这种信任,P2P网络借贷才得以迅速发展。同样地,淘宝等网络销售也是通过电商不断地积累信用增强消费者对其的信任逐渐扩大规模。而新晋的余额宝、理财通产品的热销也是基于消费者、投资者对于阿里巴巴、微信平台的信任而得以迅速形成的。由此可以看出,从某种程度上来讲,互联网精神最基本的要求就是陌生人间信任。这就要求,首先,交易过程应该是陌生人之间的,只有这样才能体现互联网与真实社会相区别的便利。其次,它也要求交易各方包括交易主体之外的平台、第三方支付机构、银行等实体金融机构、政府等通力合作,控制可能存在的风险从而建立信任并逐渐增强这种信任。

反观股权众筹,其最重要的两个特征:小额性、大众参与性与互联网金融精神恰恰相符:大众参与性,即从公众手中融资体现了互联网金融精神的“陌生人社会”的基础,而小额性体现了股权众筹本身所具备的风险分散的特征,是建立民众对于股权众筹信任的最基本条件。当然,信任的建立并非单单依靠小额性这一特征就能够获得完善的处理,其仍旧需要平台自身的风险控制、投资者自身的风险意识、初创企业的责任以及政府的审慎监管等相结合才有可能建立。因此,下文将以美国《JOBS法案》的新规则为借鉴,探讨股权众筹监管的制度性完善的具体方案。

三、美国《JOBS 法案》针对股权众筹的新规则及启示^[11]

2012年4月5日,美国总统奥巴马签署了 Jumpstart Our Business Startups Act(《初创企业促进法案》,简称《JOBS 法案》),被中美学界认为是证券法上的一大跳跃。该法案在签署时,只有第一部分(Title I)生效,这一部分主要为“发展阶段的成长期企业”(emerging growth companies)的融资减负,与众筹这种小额且针对初创企业的融资关联并不紧密。法案的第二部分(Title II)于2013年9月23日生效,这一部分对于目前流行的半公开的“股权众筹”模式有较为重要的影响,而该法案对公开的股权众筹有深远意义的第三部分(Title III)仍未生效。这里主要基于法案的第二部分、第三部分的相关内容探讨法案对股权众筹的影响,以及对我国股权众筹监管的启示性意义。

(一)对半公开“股权众筹”融资的改革

法案的第二部分是对目前流行的 Angelist 和 WeFunder 等网络小额股权半公开式融资的放开。这一改革使得美国法律以前禁止的一般劝诱(general solicitation)和一般性的广告(general advertising)得以在一定程度上放开。法案要求发行人可以进行一般劝诱(general solicitation)和一般性的广告(general advertising),同时享受私募发行注册豁免,只要最终的购买者是认证投资者(accredited investor)或合格机构投资者(qualified institutional buyers)即可。对于认证投资者,发行者必须通过 SEC 决定的合理的步骤审核。同样地,发行者必须有根据地相信合格机构投资者具有相应的资格。在此规定下,初创企业作为发行者可以在网络或者其他公众可接触的媒体上公布或宣传自己的项目,以征募更多的投资。也正是因为此,Angelist 和 WeFunder 目前都允许初创企业自行选择是否要将其项目公开。

[11] 本节有关法律条文内容均来自《JOBS 法案》原文,参见美国 SEC(U. S. Securities and Exchange Commission)官方网站 <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/BILLS-112hr3606enr/pdf/BILLS-112hr3606enr.pdf>。

但是正如 AngelList CEO Naval Ravikant 和 COO Kevin Laws 所说,“这次法案的推行与 IPO 还有很大的不同,普通投资民众还是无法参与到早期的资本融资市场,‘认证的投资人’的要求还是比较高的”^[12]。这种改革无异于隔靴搔痒,只有真正的没有进行认证的投资者也纳入众筹中,才能最大限度地激发市场活力,促进初创企业的迅速发展。因此,《JOBS 法案》的第三部分才是该法案真正的重头戏。

(二)对公开的“股权众筹”的改革

1. 对初创企业的要求

首先,《JOBS 法案》提高了公众公司的门槛。对于私人公司,在法案颁布前,资产超过 1 千万美元,且持有登记在册股东超过 500 人的公司即为公众公司,而《JOBS 法案》规定,资产超过 1 千万美元的公司,如果满足以下条件之一,才被要求注册为公众公司:(1) 股东超过 2000 人;(2) 股东中超过 500 人不是认可投资人。

这样的规定在一定程度上打破了传统的公开公司与非公开公司的界限,使得公众的小额筹资有了进一步实现的可能。立法最初之所以区分公开公司与非公开公司,主要的原因还是为了防止以筹资为外壳的欺诈,保护投资者。具体来讲,私募不能通过劝诱或公开宣传,这样就防止一部分没有投资经验和技巧的投资者冲着发行者允诺的高额回报而不理性投资,允许公开公司公募也是因为公开公司已经在法定的监管之下,且具有较高的信息披露义务,因此拥有一定的公信力,形成了一定的对投资者的保护。这次法案的修改还是非常大胆的,究其原因,应该还是为了促进初创企业的快速发展,激发市场活力,同时通过其他形式的监管加强投资者保护的力度,做到发展与保护之间的平衡。

其次,《JOBS 法案》从立法上认可了目前流行的网上股权众筹的合法性,在第 302 条款中规定了“公众筹资豁免权”(crowdfunding exemption),允许发行者在通过众筹的形式发行证券,但同时对此做出了一系列的限制性规定,包括如下几个方面:(1) 要求发行者 12 个月内发行证券价值总额不超过 100 万美元。(2) 发行者销售给任何单

[12] “36 氪,融资市场的颠覆?美国 SEC 今天宣布 JOBS 法案的 Title II 条例生效,任何公司将能够对外公布融资需求”,载 <http://www.36kr.com/p/206464.html>。

个投资者的证券涉及的总金额(包括交易发生前12个月内以及本段规定的豁免权相关联的所有交易金额),对于年收入和净值均不超过10万美元的投资者,应不超过2000美元或该投资者5%年收入或净值(以较大者为准);对于年收入和净值达到或超过10万美元的投资者,应不超过该投资者10%年收入或净值,最多不超过10万美元。(3)证券发行或出售的交易应通过经纪公司或集资网站(funding portal)进行,该经纪公司或集资网站须满足第4A(a)条款的相关规定。(4)发行者则应履行第4A(b)条款的相关规定。

进而,法案在第4A(b)条款规定了一系列详细的信息披露的要求,相比之前的规定要求更高,公开性和透明性更强。通过对股权众筹的放开及对信息披露要求的提高,《JOBS法案》降低了初创企业筹资方式的门槛的同时,并没有放任股权众筹可能带来的风险,而是通过信息披露的高要求从侧面帮助企业建立公信力,同时保护投资者的利益。

2. 对平台(集资网站)的要求

根据法案的第304条款,“集资网站”是指按照《1933年证券法》第4(6)条款规定的任何受他人委托担任中介进行证券发行或销售交易的机构。集资网站享有有限的豁免权,在满足以下条件的前提下,可以不按照先前的条款注册为经纪公司或经销公司:(1)仍然受证券交易委员会的审查、执行和其他规则制定当局的监管;(2)属于按照第15条款规定的注册美国证券业协会的会员;(3)根据证券交易委员会明确的适当规则,满足本篇(即Title III)规定的其他要求。如此的豁免为Angelist这样的网络股权众筹平台降低了门槛,意在促进这种众筹模式的发展。

然而,法案在第304条款(b)又对“集资网站”进行了进一步的限制,要求其所提供的服务不能包括:(1)提供投资意见或建议;(2)通过劝诱性的购买、销售或发行方式,吸引购买其网站发行或展示的证券;(3)对于其网站所展示或推介的证券销售,对实施劝诱行为的员工、代理机构或其他个人支付报酬;(4)持有、管理、拥有或处理投资者基金或证券;(5)参与证券交易委员会按照规则确定的其他行为。与对初创企业的要求类似,这样“一放一收”的规定在让股权众筹平台更容易开展业务的同时,限制了其权限,控制了可能存在的联合欺诈的风险,

通过明确的规定使得平台的性质得以确定,业务范围也予以一定程度上的明确。

3. 对投资者的要求

《JOBS 法案》对投资者的要求蕴含在对初创企业筹资方式的要求之中。如上文提到,对于单个众筹项目,如果投资者年收入和净值均不超过 10 万美元,法案只允许其投资 2000 美元或其 5% 的年收入或净值(以较大者为准);如果投资者年收入和净值达到或超过 10 万美元,法案仅允许其投资 10% 的年收入或净值。满足以上条件的投资者,即使没有获得认证投资者的资格,仍然可以按照上述的要求进行投资。这是《JOBS 法案》在众筹这一方面最为重要的突破和尝试。当法案的这一部分得以施行,闲散的公众投资就能够真正地获得运用,那么,股权众筹才能获得其最初被赋予的含义。

(三) 美国《JOBS 法案》的启示意义:股权众筹监管的“连通器”效应

总体上看,《JOBS 法案》对于股权众筹的认可和突破对于我国的借鉴意义在于其在监管方面所体现的“连通器”效应。“连通器”是一个物理学概念,简单来讲,其是指两端(或者多个端口)开口,底部连通的物体。连通器的特点在于,盛有相同液体、液面上压力相等的连通器,其液面高度相等。然而,如果其盛有相同液体,但液面上压力不等,则液面的压力差等于“连通器”两容器液面高差所产生的压差。那么,《JOBS 法案》是如何体现股权众筹监管的“连通器”效应的呢?

就目前的实践情况来讲,美国的“股权众筹”平台所进行的仅是半公开的“股权众筹”,最多只是很小程度上的项目信息的公开,而对投资者的资质仍然有很高的要求。因此,从互联网金融的角度来看,美国现有的股权众筹模式只是信息的渠道在有限的程度上网络化了,而投资的过程还没能实现真正的网络化。然而,从《JOBS 法案》的多个规定可以看出,其对于现有的众筹模式进行了革命性的突破。

首先,《JOBS 法案》承认并鼓励了互联网模式的众筹,通过降低众筹平台,即门户网站的准入门槛使得互联网股权众筹的进行更加顺利;其次,值得注意的是,门槛的降低并不意味着对风险的放任。在其降低对众筹平台准入的同时,《JOBS 法案》增加了平台和初创企业的信息

披露责任,使得与融资有关的各项信息透明化,以博得投资者的信任。同时,尽管它放弃了对投资者资质的要求,取消了繁杂的“认证投资者”资质的审核,减轻了 SEC 以及众筹平台本身的审查义务,但其按照实质公平的原则限制了投资者对于单个项目一定期间的投资限额,也限制了单个项目在一定期间的总融资额,以达到保护投资者的目的。因此,笔者认为,《JOBS 法案》总体来讲并不像外界普遍认同的那样,放松了对初创企业筹资的监管力度。形象地讲,可以用“连通器”效应解释这种监管措施的变化。“连通器”中的“液体总量”即总监管力度是一定的,而整体上可以将总监管力度划为两个“底部相通”,但又各具独立性的“端口”,也就是促进融资的宽松型监管措施与加强投资者保护的限制型监管措施两部分。法案出台前,由于促进融资的监管措施的宽松程度并不高,因此加强投资者保护的监管措施也并不需要达到很高的标准就能使得“连通器”的两端达到平衡。而法案出台之后,由于放宽了筹资者的筹资门槛、平台的准入门槛等监管措施,相当于促进融资的宽松型监管措施的“液面”降低了,必须增加其与投资者保护的监管措施的液面差,即增强投资者保护的监管,制定限制性的监管措施才能达到“连通器”的平衡。这对于我国的启示在于,对于股权众筹的鼓励并不意味着监管的完全放开,在促进中小企业发展的政策下,可以降低某些监管条件,但为了保障金融消费者的权益,必须提高其他监管措施的力度,以达到效益与公平的平衡,保持一个适合的总体性的监管强度。

四、中国股权众筹监管的制度性完善:“连通器”效应的中国化

(一) 规制股权众筹的必要性

与所有的新兴行业一样,过早的监管势必会带来将其扼杀于摇篮的风险。那么,对于股权众筹,政府应该做的是否就是作壁上观呢?笔者认为,短期内政府确实没有必要介入强度过大的监管,况且非法集资罪的限制几乎足以达到抑制股权众筹的作用。实际上,笔者认为需要的“规制”并不意味着单纯的限制,更重要的是政府究竟如何鼓励这种模式的发展。从保护和促进中小企业发展的角度来讲,鼓励是一种必

然的倾向,而为了达到鼓励的目的,就需要政府或者行业协会进行必要的规制。根据笔者的调研,创投圈和天使汇作为中国最大的两个股权众筹平台,投资者的人数仍然是非常有限的(截至2014年2月18日,创投圈拥有验证投资人790人,天使汇拥有验证投资人919人),基于中国庞大的互联网使用者数量,中国目前的股权众筹难以称得上是互联网范围的金融行业新模式;至于另一股权众筹平台大家投,尽管其拥有最多的投资者人数(截至2014年2月18日,大家投拥有验证投资人2037人),但由于其并没有合理的投资者审核或项目审核,也没有合格或优秀的领投人(包括有公信力的机构领投人)的存在而没有实足的发展。如果承认这种模式,笔者认为,政府应当迈出规制的第一步,从鼓励的角度规范这一行业,从而真正激发其发展。

(二)有限制的鼓励:效益与公平的博弈

笔者认为,制定股权众筹监管的制度性完善方案的基础在于确定规制的总体原则。这一原则不能脱离互联网精神的实质,也就是“陌生人之间的信任”。这就要求所进行的规制必须保护投资者,另外,规制也不能脱离促进中小企业发展的宗旨。根据美国《JOBS法案》对我国的启示,促进中小企业发展与投资者保护这两方面监管措施所形成的监管力度必须符合“连通器”效应,应当分别保持在一定水平,并且有所侧重,才能促进股权众筹的发展。从某种程度上来讲,促进中小企业发展的宗旨更倾向于对效益的维护,而对投资者的保护则更注重公平的伸张。因此,这里“连通器”的两端液面的平衡也可以称为效益与公平的博弈。那么,如何对这二者进行合理、有效的平衡呢?笔者认为,处理这一问题,应当从前述的理论依据,即金融抑制理论、普惠金融为出发点。

首先,金融抑制反映了我国的经济状况特别是投融资现状,即普通民众对于小额融资的迫切投资欲。然而,基于我国民众对于相关领域投资的知识水平和风险意识的有限,以及政府对利率的压制所导致的股权众筹可能带来的巨大利益,投资者很有可能基于羊群效应(由个人理性行为导致的集体非理性行为的一种非线性机制^[13])而进行非

[13] Eunkyong Lee & Byungtae Lee, *Herding Behavior in Online P2P Lending: An Empirical Investigation*, *Electronic Commerce Research and Applications*(2012), p. 502.

理性的盲目投资。因此,投资者保护在效益与公平的博弈中,至关重要。

其次,普惠金融是股权众筹植根于我国的重要的理论性兼政策性依据,在政府的推动之下,普惠金融这一政策的背后原因正是鼓励和扶持中小企业发展。因此,促进中小企业发展,坚持金融发展的效益也是我国对于互联网金融监管追求的目标之一。然而,不能忽视的是,普惠金融首先强调的是推动“屌丝金融”即普通民众、弱势群体进行金融理财,强调的是金融的“包容”和“普惠”,因此,普惠金融所蕴含的最基础含义在于金融应当惠及普通民众,而对于普通民众,即投资者的保护就成为首先应当考虑的问题。

综合金融抑制理论与普惠金融政策,可以看到,无论是具体国情还是金融政策,都更倾向于投资者保护这一角度。因此,尽管过早的立法有可能遏制股权众筹的发展速度,但鉴于股权众筹可能带来的投融资泡沫,有必要做出一些前瞻性的规制,以促使其良好发展。在首先保证投资者利益最大化,同时促进中小企业发展的基础上,具体可以从对平台的要求、对初创企业的鼓励和投资者的分类保护三个方面进行细化。

1. 对平台的要求

基于目前的情况,中国的股权众筹平台的质量良莠不齐,没有统一的经营标准,对投资者的保护力度并不一致。因此,有必要对其提出基础性的要求,一方面保护初创企业的信息安全,另一方面保护投资者的资金安全。

(1) 对平台经营范围的限制

笔者认为,有必要限制平台的经营范围,将平台的定位限制在为投融资双方提供投资机会纯中介性质。进一步讲,以《JOBS 法案》为借鉴,有必要禁止平台提供以下服务:①提供投资意见或建议;②对发布在平台上的项目进行推荐,引诱投资者对特定项目产生投资倾向;③持有、管理、拥有或处理投资者的投资资金。只有通过经营范围的限制,才能有效防止平台利用网页推荐、投资咨询、经手资金等方式对投资者进行欺诈或者牟取不正当利益。如此一来,可以净化目前良莠不齐的众筹平台,有效控制由平台产生的风险。

对于目前大家投或天使汇存在的或计划推出的为帮助投资者设立

有限合伙提供相关的法律服务的行为,可以不予禁止,只要其符合提供相关法律服务的资格,可与其作为众筹中介的服务并行,只要不影响投资者的投资意愿或相关权利即可。

(2) 平台风险提示的义务

平台有义务对投资者进行有关风险的提示。股权众筹的网络化和信息的不对等性导致不同程度的投资者可能会盲目的跟风投资,因此,作为投融资双方的中介,平台有义务对投资者进行基本的风险提示。具体来讲,平台应在网站醒目的位置和投资者每次进行投资时(可在第一次提示后由投资者选择关闭提示)提示投资者股权众筹的风险,明确提示投资很可能难以得到预想的收益或者任何收益,以达到一定的警示作用。当然,也应当允许平台展示其促成的成功投融资案例,以防止投资者的流失。

2. 对初创企业的鼓励

为了达到促进中小企业发展的目的,对初创企业不应当进行过多的限制,更多的应为鼓励。初创企业往往拥有新颖的创意但却缺失足够的资金或其他资源予以支持。而股权众筹恰好为初创企业提供了创业的资金和机会,甚至提供了创业经验和经营管理的帮助(通过领投人的介入)。笔者认为,可以由政府资助平台为初创企业提供免费的基础的商业企划撰写及其他创业经营需要的基本服务,作为鼓励的一种促使其更方便地在平台上募集资金。同时,可以要求初创企业资金募集完成之后,向投资者持续地提供基本的经营信息,以保证资金不被滥用。但应当把握的是,对初创企业应以鼓励支持为主,权利的限制和义务的附加可以尽可能的减少。

3. 投资者分类保护——有限制的自由

股权众筹的网络化必然导致可能的投资者层次参差不齐,基于投资者的物力、财力、信息获取能力、知识层次、知识水平以及投资经验的不同,其所能够承担的风险的能力也大有不同。具体来讲,投资者分类的必要性可以援引笔者以往论著中有关金融消费者分类的论述:“如果不区分客户的类型而一概给予相同程度的保护,则可能产生以下弊端:第一,假设金融机构一概提供较高标准的保护,则从法经济学中成本效益分析的角度来说,对于并非需要特别保护的客户,金融机构也需

要耗费成本对其进行保护,这将会给金融机构带来大量不必要的支出,造成资源和成本的浪费。因此,谨慎区分零售客户和专业客户可以适当分配负担和成本,从而使效益得以扩大,风险得以抑制。^[14] 第二,假设金融机构对所有客户进行无差别对待,一概提供较低程度的保护,这显然使保护的外衣形同虚设,对整个市场发展是无利的。第三,向有能力自我保护的客户提供更多余的保护可能有悖于法律的公平正义。一个很典型的例子是,甲金融机构的客户中包括乙(知识经验丰富的另一金融机构)和丙(知识经验一般的个人投资者),倘若甲在提供某金融产品时在风险预告上具备微小瑕疵,该瑕疵可能对丙造成重大损失,但乙却能够依其能力和经验避免该损失。但是,假设甲向乙和丙提供完全相同的保护,则乙可以和丙具备同样的主张合同无效或撤销合同的权利,从而免除其本应承担的责任,这显然是不公平的。这可能导致金融机构随意从事投资交易,再以交易对方的各种瑕疵为由逃避自己本应承担的损失,最终引发整个经济社会的道德危机和法律风险^[15]。”^[16] 因此,对消费者进行分类无论对于对投资者的保护抑或是对初创企业的保护都是基础性的措施,是规制的重中之重。

实际上,美国对募资融资这一领域的投资者分类措施已经存在多年,“根据美国金融业监管局^[17]的规则,证券投资者可分为认可投资者、合格投资者和机构投资者。认可投资者包括:(1)个人资产净值或

[14] Niamh Moloney, *Large - Scale Reform of Investor Protection Regulation: The European Union Experience*, Macquarie Journal of Business Law 147, <http://www.austlii.edu.au/au/journals/MqJIBLaw/2007/8.html>.

[15] David C. Sienko, *The aftermath of Derivatives Losses: Can Sophisticated Investors Invoke the Suitability Doctrine against Dealers under Current Law?*, (1995) 8 DePaul Bus L. J. 105, 130 - 131.

[16] 杨东:《金融消费者保护统合法论》,法律出版社2013年版。

[17] 美国金融业监管局(The Financial Industry Regulatory Authority, FINRA)是美国最大的非政府的证券业自律监管机构,于2007年7月30日由美国证券商协会(NASD)与纽约证券交易所中有关会员监管、执行和仲裁的部门合并而成,它主要负责证券交易商与柜台交易市场的行为,以及投资银行的运作,监管对象主要包括5100家经纪公司、17.3万家分公司和66.5万名注册证券代表。其核心目标是加强投资者保护和市场诚信建设,通过高效监管,辅以技术服务,实现此目标。参见 <http://www.finra.org>。

与配偶合计的联名资产净值超过 100 万美元的自然人；(2) 最近两年内每年的个人收入均超过 20 万美元或与配偶的共同收入超过 30 万美元,并在合理预期下本年度可达到相当的收入水平；(3) 投资非特定证券组合的信托产品者可以做认可投资者,但该信托产品总值应在 500 万美元以上；(4) 经其投资人认可对外以认可投资者身份进行证券交易的法人或非法人实体。^[18] 除认可投资者以外,合格投资者是指拥有或以全权委托方式投资的额度不少于 2500 万美元的自然人,机构投资者则是指总资产不少于 5000 万美元的自然人、法人、合伙、信托或其他合法形式的主体。^[19] ^[20] 单从《JOBS 法案》来看,也可以看出对于股权众筹,美国将投资者分为一般大众投资者、认证投资者、合格投资者(包括合格的机构和个人投资者)三类,并对这三类主体做出了不同的要求和投资上的限制。

基于以上的原因和美国已有规则的借鉴,结合我国股权众筹平台现有的实践,笔者认为,可以借鉴《中国天使众筹领投人规则》,将我国股权众筹领域的投资者分为领投人和跟投人两种,并对这两种投资者进行不同程度的规制。

(1) 跟投人的资质要求和权利范围

跟投人是分类的前提,投资者只有符合了跟投人的资质要求,才有可能进一步被认证为领投人。笔者认为,从股权众筹以及互联网金融的精神来讲,如果对跟投人的门槛限制过高,就等同于扼杀了股权众筹的发展前景,也不符合我国“发展普惠金融。鼓励金融创新,丰富金融市场层次和产品”^[21]的发展趋势。因此,不能以我国股权众筹网站目前的相当于私募的标准对跟投人进行过高的限制。

从资质标准来看,可以通过投资者的收入与支出情况为主要依据

[18] 校坚、任祎、申屹:“境外投资者适当性制度比较与案例分析”,载《证券市场导报》2010 年第 9 期。

[19] 校坚、任祎、申屹:“境外投资者适当性制度比较与案例分析”,载《证券市场导报》2010 年第 9 期。

[20] 杨东:《金融消费者保护统合法论》,法律出版社 2013 年版。

[21] “中共中央《关于全面深化改革若干重大问题的决定》”,载 http://www.gov.cn/jrzq/2013-11/15/content_2528179.htm。

限制其权利的范围。首先,应当排除收入过低的投资者。对于人不敷出或者虽然收入高于支出,但高于部分尚属维持正常生活的储蓄需要的投资者来说,参与股权众筹给其带来的风险可能是毁灭性的,平台应当通过适当的审核机制排除此类投资者。其次,可以在排除过低收入者之后,按照收入高低将跟投人分为中等收入跟投人和高收入跟投人,并对这两类主体做出不同的一定时间内投资金额总额和每个项目投资金额的限制。举例来讲,可对中等收入跟投人做出12个月内投资金额总额不能超过20万人民币,且对每个项目的投资金额不得超过2万元的限制。当然,具体的分类标准,如以多少收入为限还需要相关机构的统计和科学的分析配合方能做出,笔者在此不做过多的评价,仅做举例说明。最后,基于众筹的众人参与的精神,应当避免众筹给初创企业的经营和发展可能带来的不利影响,因此有必要限制跟投人对企业的经营和发展进行过多的干预,即对跟投人的股东权利范围,特别是共益权的行使做出一定限制,当然,投融资双方达成合意的除外。

(2) 领投人的资质要求和权利范围

领投人因其知识水平和经验的特殊性,可享有更为广泛的权利,因此也应当对其做出较高程度的要求。具体的资质要求可以参照《中国天使众筹领投人规则》(前文已有相关介绍),以投资者的活跃程度,投资者在特定领域的知识水平和公信力,投资者的成功投资案例,投资者的收入水平等为标准进行审核(可参考前文第一部分所列标准)。首先,领投人应当符合前述跟投人分类中的高收入跟投人的收入要求,以保证其一定的风险承担能力。其次,领投人在特定领域应当具有一定的公信力和影响力,或者有足以证明其投资经验的成功投资案例。对领投人的资质要求应当经过科学的评估,且对其的审核应当严格进行,以保障众多跟投人的利益。领投人有义务帮助初创企业完成其领投轮的投资,也享有跟投人一定的收益分成。

另外,对投资者做出机构投资者和自然人投资者的区分也是有必要的,但这种划分标准主要是出于收入水平和风险承担能力的不同,因此,可以在划分领投人和跟投人的基础之上,对机构投资者和自然人投资者分别在领投人和跟投人的标准之下予以进一步的划分,而没有必要将这种分类独立出来。

综上所述,规制应当以保护投资者、促进中小企业的原则为出发点,从对平台的规制、对初创企业的鼓励和对投资者的分类三个方面展开,以投资者分类制度为基础,做出前瞻性的、基础性的规则。

五、结语

笔者通过对股权众筹植根于中国经济社会的可行性、美国《JOBS法案》对股权众筹的“一放一收”的规制及其对中国的启示性意义的探讨,对股权众筹监管提出投资者保护最大化为首要宗旨,兼顾促进中小企业发展的原则,并对中国股权众筹监管提出具体的前瞻性规制建议。总结上文,为了尽可能地保护投资者,政府应当对投资者审核做出整体上的原则上的规定,不能过早地将筹资公众化公开化。同时,可以要求初创企业承担一定的信息披露义务,由平台或第三方负责对项目进展和企业发展的审核,以防止集资诈骗,防止投资者利益受损。当然,这种义务不能规定的过重而致使创业期的中小企业难以开展业务。中国应当借鉴《JOBS法案》的立法经验,重视《JOBS法案》第三部分生效后美国金融市场的变化,特别是消费者保护方面的变化。在全面考察《JOBS法案》实施的前提下,考虑中国国情做出下一步的打算。