

股权众筹促进“双创”的规范化发展路线

——以欧洲经验为借鉴

胡滨，郑联盛

(中国社会科学院金融研究所，北京 100028)

[摘要] 股权众筹是大众创业、万众创新重要的市场化支撑方式，有利于中小微企业融资、发展长期股权投资市场、促进普惠金融发展，并促进储蓄投资的转换。国内股权众筹存在职能界定、风险管控、融资方准入、投资者保护以及监督管理等五个“不到位”。借鉴欧洲的发展经验，股权众筹市场化发展需要扎实的规范化基础，二者相互促进。为了发挥股权众筹在双创中的引导作用，完善双创的规范化发展路线，应该注重股权众筹体系的顶层设计、制度建设、风险管控、流程管理和投资者保护。

[关键词] 股权众筹；“双创”；规范化；欧洲；启示

[中图分类号] F125

[文献标识码] A

[文章编号] 1008-9314(2016)04-0064-05

DOI:10.14063/j.cnki.1008-9314.2016.04.012

“大众创业、万众创新”激发了广大人民群众创新创业活力，将以众创、众包、众筹、众扶等推动企业变革、技术进步和结构升级。自从2015年3月份李克强总理提出要把“双创”打造成为中国经济可持续发展“双引擎”之一，大众创业、万众创新”就成为政府重要的工作之一。2015年3月、6月和8月，国务院出台了“双创”的指导意见、政策措施和部际联席会议制度等重大引领性方针政策，形成了立足大局、重在统筹、政策引导的“双创”发展支持体系。2015年9月国务院《关于加快构建大众创业万众创新支撑平台的指导意见》强调，汇众资促发展，通过互联网平台向社会募集资金，更灵活高效满足产品开发、企业成长和个人创业的融资需求，有效增加传统金融体系服务小微企业和创业者的新功能，拓展创业创新投融资新渠道。

在创新、协调、绿色、开放和共享的发展理念下，在全面深化经济体制改革的历史大趋势中，

中央政府已经在“双创”中发挥了更好的引导性作用。从“双创”到“四众”，“双创”发展已取得重大的进展，市场应该进一步发挥其在资源配置和“双创”发展中的决定性作用。但是，由于发展时间较短，国内股权众筹的发展在职能界定、风险管控、融资方准入、投资者保护以及监督管理等规范化方面存在不足，市场化发展的制度基础部牢固。借鉴欧洲的经验，我国股权众筹的发展需要强化顶层设计、制度建设、风险管控、流程管理和投资者保护等工作，以夯实股权众筹规范化发展的基础，以促进“大众创业、万众创新”的市场化发展。

一、股权众筹的发展现状、模式与优势

“众筹”即合众人之力筹集资金。理论上，股权众筹是一个微观经济主体通过互联网以出让股份的形式向投资人募集资金的一种筹资方式，而投资人则通

[收稿日期] 2016-05-23

[基金项目] 国家社科基金重点项目“我国金融体系的系统性风险与金融监管改革研究”(13AJY018)；国家社科基金重点项目“‘十三五’时期我国的金融安全战略研究”(15AJY017)的阶段性研究成果

[作者简介] 胡滨，中国社会科学院金融研究所副所长，中国社会科学院金融法律与金融监管研究基地主任，研究员，博士生导师；郑联盛，中国社会科学院金融研究所副研究员，中国社会科学院金融法律与金融监管研究基地副主任。

过购入股权以期未来获得良好的收益。众筹作为一种新型融资模式,起源于美国,第一个众筹平台是2001年开始运营的Artist Share,该平台主要是为音乐家通过众筹使其艺术活动获得资金支持。

股权众筹已成为我国小微企业和个人筹集资金的有益补充方式。据统计,截至2015年底,全国共有正常运营众筹平台为283家,比2014年增加99.30%,是2013年正常运营平台数量的近10倍。2015年,全国众筹行业共成功筹资114.24亿元,同比增长约430%,历史上首次全年筹资规模超过百亿元。全国各种类型的众筹平台中,非公开股权融资平台最多达130家。非公开股权融资项目数达到7532个,占到众筹总项目数15.3%,2015年融资规模达到51.9亿元,占众筹融资总规模的45.43%。^[1]

我国股权众筹平台按运营模式可分为凭证式、会籍式和天使式三大类。凭证式众筹是在互联网通过销售凭证和股权捆绑的形式来进行募资,出资人付出资金取得相关凭证,该凭证直接与创业企业或项目的股权挂钩,投资者享受股权收益,但不成为股东,不享受所有股东权益。会籍式众筹是指在互联网上通过熟人或特定会员机构介绍,出资人付出资金,直接成为被投资企业的股东。天使式众筹是出资人通过互联网寻找投资企业或项目,付出资金或直接或间接成为该公司的股东,一般出资人有明确的财务回报要求。天使式众筹通过互联网打破了筹资和投资的时空限制,是股权众筹模式的典型代表。

股权众筹是“双创”市场化道路的基础支撑,股权众筹具有“公开、小额、大众”秉性,具有以下四个重要优势:一是利于中小微企业融资发展,开辟了新的融资渠道,缓解中小微企业融资难、融资贵问题。二是利于市场“盘活”存量资金,发展长期股权投资市场,完善多层次资本市场。三是利于促进普惠金融发展,服务中小微企业、创业型和创新创业企业以及创业者。最后是利于资金的自我循环,促进微观层面储蓄投资转换,使得未来资金的配置更加均衡,有效促进实体经济的健康发展。

二、国内股权众筹发展的主要问题

从规模上讲,2014年国内股权众筹的规模已经

超过欧洲,且呈现爆发式增长的态势,但是,受发展阶段、法律环境、征信体系、知识产权保护、社会认知等诸多因素的影响,股权式众筹平台在政策定位、商业模式、风险管控等方面都未形成清晰的发展思路,在规范化发展方面存在5个“不到位”:

一是股权众筹在“大众创业、万众创新”战略的职能界定“不到位”。股权众筹目前仍然被界定为一种基于互联网技术的直接融资方式或是民间股权融资的互联网化,而没有将股权众筹提升至互联网+和“双创”的战略框架中来,将其界定为“双创”市场化发展路径的基本方式之一。

二是股权众筹监管职责“不到位”。中国证券业协会在2014年12月已经出台了《私募股权众筹融资管理办法(试行)》征求意见稿,对平台的范畴、准入、融资、投资、运行以及风险管控等都提出了规范性措施。但是,该办法最大的争议是由证券业协会来作为股权众筹的监督管理机构是否合适,这涉及股权众筹能否监管到位和有效监管的问题。由于涉及的内容分歧较大,至2016年2季度末,股权众筹融资管理办法尚未正式出台。

三是股权众筹平台风险管控“不到位”。第一,没有设立股权众筹平台的资本金标准;第二,没有明确股权众筹平台的核心地位,及股权众筹平台是一个信息中介还是可以成为信用中介;第三,没有明确股权众筹平台的风险处置机制,特别是破产处置程序;第四,是股权众筹平台筹资失败、项目失败等的应对机制;第五是股权众筹平台自身的信息披露机制。

四是股权众筹平台融资方准入界定“不到位”。《管理办法》(征求意见稿)并没有设置股权众筹融资的期限及规模上限。这意味着大中型企业亦可以在股权众筹平台上进行融资,而股权众筹的本意是为了服务小微企业的融资。美国、英国、澳大利亚等分别规定单个融资方在12个月内融资不得超过100万美元、250万英镑和200万澳元。^[2]

五是股权众筹平台投资方准入机制与权益保护“不到位”。在准入方面,《管理办法》(征求意见稿)认为合格投资者单个项目额度不低于100万元,或金融资产不低于300万元或过去三年平均收入不低于50万元,如此高的准入门槛必将绝大部分投资者拒之门外,互联网金融和股权众筹的普惠性就不存在。在投

投资者权益保护上,投资者投资的期限及单个项目及总规模上限不做设置,这使得股权众筹的“小额”秉性被抛弃,同时将导致投资者潜在的投资风险将非常巨大。国外对期限及投资规模等都做了限制。如法国规定每人每个项目投资不得超过1000欧元。^[3]

三、股权众筹规范化发展道路:欧洲的经验

(一) 欧盟注重股权众筹发展的顶层设计

欧盟股权众筹发展具有顶层设计、政策支持和政策咨询三个支柱。在顶层设计上,为帮助欧洲经济复苏,解决小微企业融资难题,欧盟已于2013年将众筹纳入“2020战略”,致力于推广和发展市场化运作的众筹平台,以实现欧盟到2020年的经济发展战略目标,并制定《创业2020行动计划》。在政策支持体系上,2014年3月,欧盟通过“实现欧洲经济长期融资需求路线图”,致力于众筹融资体系和科研创新众筹支持体系建设。在政策研究及咨询上,欧盟成立了欧洲众筹参与者论坛,组织专家组,融合官、产、研,进行信息、政策、法律等专业服务。虽然,股权众筹规模有限,但是,欧盟股权众筹发展迅猛,2012-2014年年均增长116%。

(二) 欧洲注重以规范化原则来规范股权众筹的发展

规范化基础上的市场化发展是欧洲发展股权众筹的基本原则。欧盟将股权众筹的发展限制在法治的规范化框架之内:

一是强调立法,明确股权众筹在促进创新和就业中的地位和作用,建立健全适合欧盟的股权众筹法律框架及其基本原则,各成员国可以根据自身情况设立相应的制度体系和市场规范,只要不违背欧盟的基本原则、不低于欧盟标准即可。

二是规范股权众筹平台的法律制度、技术框架、信用风险和信息披露等方面的责任,夯实市场化的基础。在法律规范上,欧盟强调平台5个方面的法律责任:一是平台的法律地位问题;二是平台破产处置的法律适用;三是平台账户资金的法律适用;四是知识产权保护;五是平台税收的法律适用。在平台运作的规范上,欧盟要求股权众筹平台要确保支付体系稳健安全,资金存管于银行且设立分离账户,披露创新项

目及其发起人的标准信息 and 信用风险评估报告,并对个人项目个数和融资额度进行相应的约束,凸显对小微企业创新和个人创业等的支持。

三是规范股权众筹投资的准入机制和流程管理,理顺市场运行的微观机制。欧盟致力于在欧盟层面设立投资者的最低准入标准,以防止在成员国之间进行套利或造成制度冲突。欧盟设定了股权众筹投资的限制性标准,比如,个人投资者股权众筹投资的总额、个数、占总资产或总收入的比重,以及特定时期内可投资的个数和总规模等。各个成员国可以根据自身市场发展情况设定各自标准,但不得低于欧盟的最低标准。欧盟通过设置限制性准入门槛和行业运行指南,以遴选“合格投资者”,从制度上约束了股权众筹对投资者的权益冲击,以制度来保障投资者权益。

(三) 英国的经验

英国将P2P网络贷款和股权众筹等都纳入众筹框架之内,将其区分为P2P网络借贷型众筹和股权投资型众筹,同时在2014年3月公布的监管框架中,两类众筹需要在英国金融市场行为管理局(FCA)进行注册,并分别适用于不同的监管政策。这里主要讨论英国的股权投资型众筹。2015年英国股权众筹增长达295%,成为互联网金融中发展速度仅次于公益众筹的领域。为了鼓励互联网金融发展及其对中小微企业的支持,英国政府发布了包括股权众筹在内的互联网金融税收优惠政策,即2016年4月份开始通过互联网金融获得的收入中,第一笔1000英镑的收入完全免税。^[4]

2014年3月英国《关于网络众筹和通过其他方式发行不易变现证券的监管规则》颁布。在《监管规则》颁布之前,英国主要通过现有监管框架来对股权众筹进行监管。对于股权投资型众筹的监管主要集中在中介机构、发行人和信息披露等三个领域:在中介机构的许可上,英国政府规定“证券投资的销售适用于金融服务市场法所规定的促进金融销售相关规定,原则上,仅限于取得金融监管当局的许可,或者取得许可机构的承认才能进行”。对于发行人的监管上,英国政府要求“发行人必须编制招股说明书,并取得金融监管当局的批准。但是,对于集资总额在12个月内少于500万英镑的情况,可以免除招股说明书的编制义务”。在信息披露上,英国政府主要是提示投资者,众筹的信息披露是不完全的,可能存在较大

的欺诈风险,并要求众筹中介机构要提供与证券发行相关公平、确切、无误导的信息。

2014年6月《监管规则》颁布后,英国对股权投资型众筹的监管进入新的阶段,在延续原有监管框架的基础上,强化了三个领域:一是投资者限制。FCA要求股权众筹的投资人必须是高资产人群,年收入超过10万英镑或者净资产超过25万英镑(不含常住房产、养老保险金),领取低收入保障等人群不得参与股权众筹投资;FCA授权机构认证的成熟投资者亦可成为投资人。二是投资额度限制。非成熟投资者(投资众筹项目2个以下的投资人),其投资额度不超过其净资产的10%,成熟投资者不受此限。三是投资咨询机制。众筹平台应对项目提供简单扼要的信息说明。倘若众筹平台的项目信息说明可能构成投资建议,则需要再向FCA申请投资咨询机构的许可。^[5]与P2P的监管相似,英国的股权众筹监管同样存在较为完善的自律监管机制。2013年3月,众筹平台携手合作成立了英国众筹协会(UK Crowdfunding Association, UKCFA)。英国众筹协会根据英国金融市场行为管理局(FCA)的监管要求和众筹运作机制出台了众筹运作规范(Code of Practice),主要由10个基本规范所组成:隔离原则、透明度原则、保密原则、所有权原则、冷静期机制、确切性原则、专业性原则、基础设施要求、监管合规性原则和投诉机制等。^[6]

(四) 法国的经验

法国众筹业务起步较晚,但发展势头迅猛。2013年法国境内通过众筹平台共筹集约8000万欧元针对项目或者公司的资金,是2012年筹资额的两倍。^[7]目前欧洲众筹行业中排名靠前的公司有三家来自法国,分别为My major company, Kiss Bank和Ulule。截至2013年底,法国拥有28家众筹平台。^[8]

法国众筹业务主要由金融审慎监管局和金融市场监管局进行相关的监管,亦是履行欧盟对于股权众筹需要在规范的基础上进行市场化发展的基本原则。由于法国众筹机构的具体业务和运作形式多样,往往涉及金融审慎监管局(ACPR)和金融市场监管局(AMF)两个监管部门的监管。如果某家众筹机构的业务包括支付、发放贷款等业务,需要向ACPR申请信贷机构牌照;但是,如果某众筹机构仅是中介机构,贷款由另一家具有资质的信贷机构发放,则该机

构不需要申请信贷机构牌照,也不接受ACPR的监管,而主要接受金融市场监管局的监管。

2014年2月14日法国经济部已经公布了针对众筹业务的专门监管法律草案,并于2014年10月1日正式实施。法国是发达经济体中第一个制定了众筹监管规范的国家。监管框架主要包括总体要求、捐赠型众筹、股权投资型众筹以及借贷型众筹的具体监管规范。其中,总体要求是众筹平台必须在政府注册并接受监管,同时应该遵循透明度和消费者保护原则。在草案中,股权众筹监管要求:一是需要设立一个特别的众筹平台,但是没有要求最低资本金;二是在成本、信息和风险领域必须严格遵循透明度原则,进行全面的信息披露;三是对交易金额不高于100万欧元的众筹简化报备程序,对100万欧元以上的项目则需要履行更多的报备义务;四是鼓励投资创新型中小企业。可见,法国针对众筹的法律规范实际上更多是一种促进发展的管理体系,而不是严格监管的框架,主要目的是为了支持中小企业和实体经济的发展。

根据原有安排,2014年中期该法案就应该正式实施,但在征询意见的过程中,很多人士认为法律草案没有践行实质性监管原则。为此,法国监管部门则进行了一些修订,在2014年10月1日正式出台的法案中,针对众筹的监管则更多倾向于严格的监管。^[9]其中,股权众筹等被纳入到一个众筹融资中介的范畴之中加以监管。众筹机构作为一个中介机构必须在监管部门进行注册,并征收每年250欧元的管理费。从2016年7月1日起,众筹机构必须由专业性的债务保险机制覆盖,并向客户公布其保险能否覆盖其投资范围。法国政府在正式监管法律中设置众筹平台运作的监管指引,主要包括平台用户及公众信息披露指引、客户信息知晓原则、借款人和项目责任人信息指引及管控指引等4个部分。

在平台及公众信息披露指引中规定:第一,如果项目是需要支付利息的(即投资型或借贷型融资),众筹平台的每个贷款人对每个项目的贷款额度不能超过1000欧元;如果项目是不需要支付利息的(比如捐赠),每个贷款人最高不能超过4000欧元。第二,每个项目融资额不得超过100万欧元。第三,项目贷款期限不得超过7年。^[10]第四,每年6月30日之前必须公布其上一个年度运行报告,报告内容必须包

括：众筹平台的治理结构；平台申请融资项目的数目；最终获得融资的项目数目；不同融资类型的规模；贷款人总数；融资项目的平均融资额；不同融资类型的平均融资规模；违约项目等。

四、欧洲股权众筹规范化发展经验的启示

借鉴欧洲的发展经验，我国应该从国家层面制定股权众筹发展的制度规范，以规范化原则促进股权众筹的长期可持续发展，为“大众创业、万众创新”提供有力支撑。

一是注重顶层设计。欧洲的经验表明，发展规划是股权众筹可持续发展并发挥对创新创业支持作用的基础，我国应该注重股权众筹的顶层规划设计，明确股权众筹的范畴、战略、实施、监管等基本原则，在“大众创业、万众创新”的战略框架中，明确股权众筹在“大众创业、万众创新”中的地位和作用，积极稳妥推进众筹对创业创新的支撑作用。

二是注重制度建设。完善的制度规范框架是股权众筹长期可持续发展的基础设施，应该以中国证监会为主体，制定股权众筹发展的监管框架和微观指标体系，从股权众筹平台的法律适用、筹资人权利义务、投资者市场准入以及风险控制等方面进行有效的规范，确保股权众筹及其平台的运作规范、有序和有效，防止股权众筹成为民间非法集资。当务之急是出台股权众筹融资的国家级制度规范及管理办法。

三是注重流程管理。有效的流程管理是股权众筹规范运营并发挥对创业和创新支持作用的有力保障，我国应该学习欧盟，充分运用大数据和云计算，完善流程管理的机制建设。特别是对于流程中的各个业务模块需要进行全面的分析和风险的隔离，以防止风险的溢出效应并形成产业链式的冲击。

四是注重风险管控。第一，设立股权众筹的技术和运营方案指引，要求股权众筹平台进行有效的技术风险管控，防范技术系统失败。第二，明确股权众筹平台的准入标准，特别是最低资本要求。要明确股权众筹平台的从业人员资质、资本金以及技术门槛等具体要求，资本金是市场准入的最核心要件。第三，设立以银行为主体的资金存管制度，防范股权众筹平台

利用其他支付体系进行非法的资金运作。第四，建立信息报告制度。平台要定期向监管部门报告相关审慎和财务数据，以及客户资金、客户投诉情况、上一季度贷款信息及客户违约信息等。

五是注重投资者保护。第一，建立信息披露制度。股权众筹平台应该用通俗易懂的语言告知消费者其投资的业务，在股权众筹项目进行销售宣传时，必须要公平、明确、无误导，在平台上任何投资建议被视为金融销售行为，需要同时遵守金融销售的相关规定。第二，应该明确投资者的市场准入和投资限制。市场准入标准和严格的投资限制是防范风险和投资者保护最为有效的方式，应对投资者的资产、收入、投资规模、个数和额度有明确的约束。第三，建立争议处置机制。一旦出现投资争议，投资者可以向股权众筹平台机构投诉。监管部门或行业协会应建立流程大致相似的投诉机制。投资者在向网络贷款平台投诉无法获得解决时，可以通过监管部门或行业协议设立的网络贷款平台投诉中心解决纠纷。一旦网络平台投资投诉被投诉中心认定是违权，监管部门可据此对平台施加惩罚并责令平台赔偿投资者。

[参 考 文 献]

- [1] 网贷之家. 2015年全国众筹行业年报 [EB/OL]. <http://www.wdzj.com/news/baogao/25767.html>.
- [2] [3] 郑联盛, 胡薇. 国外互联网金融的法律基础与监管模式 [M]. 互联网金融理论与实践. 北京: 经济管理出版社, 2015.
- [4] 2015年英国股权众筹增长295% [N]. 国际金融报, 2016-2-25.
- [5] 郭勤贵. 互联网金融商业模式与架构 [M]. 北京: 机械工业出版社, 2014.
- [6] UKCFA. Code of practice [EB/OL]. <http://www.ukcfa.org.uk/code-of-practice-2>.
- [7] 温信祥, 叶晓璐. 法国互联网金融及其启示 [J]. 中国金融, 2014 (4).
- [8] Alois, J. D. Crowdfunding regulation proposal in France [EB/OL]. <http://www.crowdfundinsider.com/2014/03/32877-summary-crowdfunding-regulation-proposal-france/>.
- [9] [10] Richard, Annabelle. French crowdfunding laws to change [EB/OL]. <http://www.out-law.com/en/articles/2014/october/french-crowdfunding-laws-to-change>.

责任编辑 樊继达