

中国股权众筹立法问题之检讨

董淳铨^{* 1}

摘 要: 相比传统的股份公司上市机制,旨在简化审批、注册程序和减轻信息强制披露义务的股权众筹,是政府在资本市场“定向”放松管制的产物。为了平衡“提高企业融资效率”和“防控金融市场风险”的关系,理论界和实务界不能仅仅从规范分析角度过于乐观地强调股权众筹的积极功能,同时也应该从实证分析角度审视其固有风险并充分评估其在本土实践中可能产生的问题;不能仅仅从微观层面考虑股权众筹制度的具体内容,而是应该从更宏观的视角,系统研究股权众筹所需的制度环境,明确公司法、证券法需要先行改革的基本制度和配套措施,探索需要事先积累的监管经验,待制度环境完善后,再逐步建立和推广股权众筹,亦不为迟。

关键词: 股权众筹 互联网非公开股权融资 市场监管 制度环境

一、问题的提出

从规范分析的角度看,股权众筹⁽¹⁾有助于完善多层次资本市场结构、降低中小微企业融资成本、促进大众创业投资,这是理论界和实务界的基本共识。基于这一乐观预期,近年来很多研究者围绕“中国如何建立股权众筹制度”问题,进行了多方面探讨。整体而言,现有文献的分析思路和范式多是以国外立法例,尤其是美国的《工商初创企业推动法案》(即 Jumpstart Our Business Startups Act,简称 JOBS 法案)为蓝本,研究并提出“中国版”股权众筹制度必须具备的基本规则(如发行审核及信息披露义务的减轻、融资总额的限定、第三方平台的监督等)。不过需要指出的是,尽管这些研究成果已初步阐述了中国发展股权众筹的必要性(甚至紧迫性),也大体勾勒了中国股权众筹制度的雏形,但并不意味着理论层面已对中国“是否需要”以及“如何建立”股权众筹制度这两个根本问题作出了充分的论证。

一方面,就必要性而言,很多文献对股权众筹的优点赞赏有加,并以此作为建立股权众筹制度的主要理由,其基本逻辑是:因为中小微企业融资难,所以必须降低股权公开融资的监管门槛,而降低门

* 中山大学法学院副教授,法学博士。本文是笔者主持的国家社科基金青年项目“经济法实施的激励机制研究”(编号:16CFX057)的阶段性成果。

(1) “众筹”(crowdfunding)广义上可以泛指通过互联网进行的民间性质的资金筹集活动(fundraising)。有研究者认为,众筹至少可分为“慈善型众筹”(patronage crowdfunding)和“投资型众筹”(investment crowdfunding)。其中,互联网上“慈善型众筹”的出现已有数十年甚至更长的时间,而“投资型众筹”则是近些年来才兴起的模式。See Edan Burkett, *A Crowdfunding Exemption? Online Investment Crowdfunding and U. S. Securities Regulation*, 13 Transactions 63, 65 (2011)。也有研究者进一步认为,“众筹”可以更细致地区分为捐赠型众筹、回报型众筹、借贷型众筹和股权众筹四种类型。See Garry A. Gabison, *Equity Crowdfunding: All Regulated but Not Equal*, 13 Depaul Business & Commercial Law Journal 359, 361 (2015)。

槛的必由之路,则是建立股权众筹制度。但事实上,这种论证逻辑及结论并未完整回答“中国为什么需要股权众筹”的问题。因为股权众筹可能具有的优点,充其量只是制度改革的必要条件而非充分条件。除此之外,还有其他一些重要问题需要认真解答和论证。比如,如果我们允许中小微企业通过互联网平台进行股权众筹并享有各种优惠政策(如审批豁免、信息披露义务减轻等),那么为什么不能同时允许企业在互联网平台之外也享有股权小额公开融资的优惠政策?为什么要主张单独发展以互联网平台为依托的股权众筹,而不是主张一般性地(即无论是否借助互联网平台)放开股权小额公开融资的限制?难道决定能否放松股权小额公开融资监管强度的核心标准在于企业的融资方法是否依托互联网平台?

另一方面,就可行性而言,很多文献在比较法基础上虽已相对系统地阐述了股权众筹制度所应有的具体内容,但往往忽略了对宏观层面上制度环境的考察,也没有对建立和发展股权众筹制度的先决条件进行细致分析。由此遗留了不少未解之疑。比如,规范的股权众筹确应获得发行审核豁免及信息披露义务减轻等优待(否则无法体现其优势),但问题是,截至今日中国对股份有限公司的首次公开发行程序(俗称IPO)都尚未真正建立“注册制”,监管部门尚未掌握相应的事后监管经验,⁽²⁾ 公众投资者的权利救济制度亦未完善,在此情况下如果贸然建立股权众筹制度并直接允许审核豁免及信息披露义务减轻,那么,如何有效防范滥竽充数的企业利用股权众筹欺诈敛财?⁽³⁾ 难道还要像之前发展P2P网贷、证券融资融券交易(配资炒股)、股票交易熔断机制那样,先让公众投资者承担了巨大的改革试错成本之后再考虑配套措施的完善?

本文试图在现有文献的基础上,针对尚未深入讨论的上述问题展开论述。首先,从近年来陆续出台的政策文件入手,分析中国监管部门对建立股权众筹制度的立场及监管思路的演变;其次,考察作为股权众筹试验方案的“互联网非公开股权融资”制度的实施现状,并结合社会调研剖析企业对股权众筹的态度及其揭示的问题;再次,论证如果放松对股权小额公开融资的监管是解决中小微企业融资难问题的必由之路,那么从根本上,我们需要推进的改革应是在证券法、公司法一般规则层面上为小额股权融资建立优惠措施,而不仅仅是另起炉灶单独针对互联网平台建立一套股权众筹制度;最后,从证券公开发行“注册制”、融资者的信息披露义务、公众投资者权利诉讼救济等角度,系统阐述发展股权众筹所需的制度环境和前提条件。

二、政策导向与监管思路的变化

(一) 前期的政策导向

于中国而言,股权众筹是一种新型的企业融资模式,也是一种“舶来品”。近年来一系列重要政策文件、会议决定、政府工作报告在不同程度上显示,这种融资模式整体上已得到政府的认可和支持(参见表一)。决策者期待,股权众筹能够提高企业直接融资比例、降低企业融资成本、促进大众创业投资,由此推动实体经济发展。

(2) 相比而言,IPO程序中严格的发行审核应属事前监管。

(3) 有研究者指出,股权众筹的高风险性主要体现在三个方面:(1) 发行人(股权众筹项目发起人)的虚假陈述或欺诈;(2) 发行人对项目的经营管理并不努力;(3) 投资者自己对投资行为的固有风险存在误解。See Laura Michael Hughes, *Crowd Funding: Putting a Cap on the Risks for Unsophisticated Investors*, 8 *Charleston Law Review* 483, 494-499 (2014).

由于股权众筹涉及的投资主体众多,而融资企业则良莠不齐(甚至不乏欺诈者),因此为了保护投资者利益,防范金融风险,有必要对其进行适当的法律规制。不过,对于“如何规制”这一问题,理论界和实务界还有不同看法,监管部门自己的思路似乎也一直在变化。在此背景下,涉及股权众筹的专项立法仍处于调研、观察和征求意见阶段,与其相关的法律修改(主要指证券法、公司法等)也仍未正式启动。

表一 近年来国家重要会议及政策对股权众筹的态度

重要会议及政策	内容
2014年11月19日国务院常务会议	会议决定,将进一步采取有力措施,缓解企业融资成本高的问题,要建立资本市场小额再融资快速机制,开展股权众筹融资试点
2015年3月2日国务院办公厅出台的《关于发展众创空间推进大众创新创业的指导意见》	该意见强调,要“发挥多层次资本市场作用,为创新型企业提供综合金融服务。开展互联网股权众筹融资试点,增强众筹对大众创新创业的服务能力”
2015年3月13日中共中央、国务院出台的《关于深化体制机制改革加快实施创新驱动发展战略的若干意见》	该意见强调,应当“开展股权众筹融资试点,积极探索和规范发展服务创新的互联网金融”
2015年6月11日国务院办公厅出台的《关于大力推进大众创业万众创新若干政策措施的意见》	该意见强调,应当“支持互联网金融发展,引导和鼓励众筹融资平台规范发展,开展公开、小额股权众筹融资试点,加强风险控制和规范管理”
2015年7月1日国务院出台的《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》	该意见要求“开展股权众筹等互联网金融创新试点,支持小微企业发展”
2015年7月18日中国人民银行等十个部门 ⁽⁴⁾ 联合出台的《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》	该意见强调,应当“支持互联网企业依法合规设立互联网支付机构、网络借贷平台、股权众筹融资平台、网络金融产品销售平台,建立服务实体经济的多层次金融服务体系,更好地满足中小微企业和个人投融资需求,进一步拓展普惠金融的广度和深度”
2015年9月16日国务院常务会议	会议提出“要利用‘互联网+’,积极发展众创、众包、众扶、众筹等新模式,促进生产与需求对接、传统产业与新兴产业融合,有效汇聚资源推进经济增长……(应当)以众筹促融资,发展实物、股权众筹和网络借贷,有效拓宽金融体系服务创业创新的新渠道新功能”
2016年3月李克强总理在十二届全国人民代表大会第四次会议上所作的《政府工作报告》	根据《政府工作报告》,2016年国务院要重点完成的工作包括“打造众创、众包、众扶、众筹平台,构建大中小企业、高校、科研机构、创客多方协同的新型创业创新机制”

早在2014年底国务院常务会议提出开展股权众筹试点之后,⁽⁵⁾中国证券业协会即公布了《私募

(4) 该文件由中国人民银行、工业和信息化部、公安部、财政部、国家工商行政管理总局、国务院法制办、中国银行业监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、中国保险监督管理委员会、国家互联网信息办公室联合发布。

(5) 一般认为,这也是国务院第一次正式提出开展股权众筹。

股权众筹融资管理办法(试行)(征求意见稿)》(下称《私募众筹意见稿》),⁽⁶⁾其最大特点是把“股权众筹”限定为“私募股权众筹”,即“融资者通过股权众筹融资互联网平台以非公开发行方式进行的股权融资活动”。围绕“非公开发行”这一要点,《私募众筹意见稿》进一步的要求是“不得向不特定对象发行证券”以及“融资完成后,融资者或融资者发起设立的融资企业的股东人数累计不得超过200人”。

不过,值得注意的是,中国证监会先是在《私募众筹意见稿》发布之前的新闻发布会上(2014年11月28日)透露,证监会“对股权众筹融资的相关监管规则正在抓紧制定中,以公开发行方式开展股权众筹融资试点的相关政策也在积极研究中”,⁽⁷⁾随后又在《私募众筹意见稿》发布之后的新闻发布会上(2014年12月26日)表示,“以是否采取公开发行方式为划分标准,股权众筹分为面向合格投资者的私募(非公开发行方式)股权众筹和面向普通大众投资者的公募(公开发行方式)股权众筹”。⁽⁸⁾

由此可见,至少在2014年底之前,社会公众从证监会的公开表态中应该还能看到公募股权众筹(即本质意义上的股权众筹)被尽快批准实施的希望。事实上,在此之后中国人民银行等十个部门联合出台的《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》(下称《指导意见》)也仍然明确指出,股权众筹作为互联网融资方式的一种类型,是指“通过互联网形式进行公开小额股权融资的活动,由证监会监管”。该《指导意见》同时要求,“股权众筹融资必须通过股权众筹融资中介机构平台(互联网网站或其他类似的电子媒介)进行……应通过股权众筹融资中介机构向投资人如实披露企业的商业模式、经营管理、财务、资金使用等关键信息,不得误导或欺诈投资者”。

(二) 监管立场的转变

出乎意料的是,证监会在《指导意见》出台之后的新闻发布会上(2015年7月24日)却指出,“股权众筹融资具有‘公开、小额、大众’的特征,目前一些机构开展的冠以‘股权众筹’名义的活动,是通过互联网方式进行的私募股权融资活动,不属于《指导意见》规定的股权众筹”。随后,证券业协会出台的《场外证券业务备案管理办法》⁽⁹⁾也不再使用此前《私募众筹意见稿》提出的“私募股权众筹”概念,而是将其改称为“互联网非公开股权融资”。在此之后,证监会、国家发改委、商务部等部门在一系列文件中进一步重申了这种新的监管立场和思路(参见表二)。

(6) 《私募众筹意见稿》的发布日期是2014年12月18日。

(7) 参见中国证监会2014年11月28日新闻发布会相关报道,载 http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxfwb/xwfbh/201411/t20141128_264381.html,最后访问日期:2018年8月1日。

(8) 参见中国证监会2014年12月26日新闻发布会相关报道,载 http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxfwb/xwfbh/201412/t20141226_265703.html,最后访问日期:2018年8月1日。

(9) 该《管理办法》的发布日期是2015年7月29日。

表二 监管部门对“互联网非公开股权融资”的严格监管

相关文件	内容
证监会发布的《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》(2015年8月3日)	该通知指出:股权众筹融资是指创新创业者或小微企业通过股权众筹融资中介机构互联网平台公开募集股本的活动。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。目前,一些市场机构开展的冠以“股权众筹”名义的活动,是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,不属于《指导意见》规定的股权众筹融资范围
证监会发布的《关于商请规范通过互联网开展股权融资活动的函》(2015年8月7日)	该函件是证监会向各省级人民政府印发的,其重申了《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》的有关内容,同时商请各省级人民政府严格按照《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》要求,严禁任何机构和个人以“股权众筹”名义从事非法发行股票的活动
证监会对“证监会派出机构配合查处区域性股权市场挂牌企业涉嫌非法活动”情况的总结 ⁽¹⁰⁾ (2015年12月11日)	证监会在总结“证监会派出机构配合查处区域性股权市场挂牌企业涉嫌非法活动”情况时指出,在区域性股权市场获得会员资格的中介机构如果设立“股权众筹”融资平台,为区域性股权市场挂牌企业以“股权众筹”名义从事非法发行股票活动提供服务,则证监会派出机构会及时配合当地公安机关和有关部门进行查处
证监会等部门 ⁽¹¹⁾ 联合发布的《股权众筹风险专项整治工作实施方案》(2016年4月14日)	该方案要求,对于整治中发现以“股权众筹”等名义从事股权融资业务或募集私募股权投资基金的,积极予以规范
国家发改委、商务部《互联网市场准入负面清单(第一批,试行版)》(2016年10月20日)	该清单规定,非公开募集基金,不得向合格投资者之外的单位和自然人募集资金不得通过报刊、电台、电视台、互联网等公众传播媒体形式或者讲座、报告会、分析会等方式向不特定对象宣传推介。任何机构或个人依托互联网开展金融活动,应当经过相关金融监管部门批准,或到相关金融监管部门办理备案手续

从乐观的角度理解,上述变化说明,后期监管部门为了避免概念混淆以及可能由此造成的监管思路的混乱,已经重新明确了“股权众筹”本应有的涵义,确认其本质是“公开发行性质的小额大众融资”(即所谓的“公开、小额、大众”三个特点),与此同时还放弃了“私募股权众筹”的提法(相应也就没有所谓“公募股权众筹”),取而代之的是“互联网非公开股权融资”这一概念。应该承认,这是理论或概念层面正本清源的一种进步。⁽¹²⁾

(10) 参见中国证监会网站公布的相关报道《证监会派出机构配合查处区域性股权市场挂牌企业涉嫌非法活动》,载 http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201512/t20151211_288005.html,最后访问日期:2018年8月1日。

(11) 该文件由证监会、中央宣传部、中央维稳办、国家发展和改革委员会、工业和信息化部、公安部、财政部、住房城乡建设部、中国人民银行、工商行政管理总局、国务院法制办、国家网信办、国家信访局、最高人民法院、最高人民检察院联合发布。

(12) 实际上,即便是在监管部门重新回归和确认了“股权众筹”的应有涵义之后,后期出台的一些政策文件也仍有概念使用不当的情况发生。例如2016年4月12日国务院办公厅公布的《互联网金融风险专项整治工作实施方案》要求“股权众筹平台不得发布虚假标的,不得自筹,不得‘明股实债’或变相乱集资,应强化对融资者、股权众筹平台的信息披露义务和股东权益保护要求,不得进行虚假陈述和误导性宣传。”该《实施方案》还要求“P2P网络借贷平台和股权众筹平台未经批准不得从事资产管理、债权或股权转让、高风险证券市场配资等金融业务。P2P网络借贷平台和股权众筹平台客户资金与自有资金应分账管理,遵循专业化运营原则,严格落实客户资金第三方存管要求,选择符合条件的银行业金融机构作为资金存管机构,保护客户资金安全,不得挪用或占用客户资金。”问题是,按此前证监会定义的概念标准,目前国内并不存在真正的股权众筹,“一些市场机构开展的冠以‘股权众筹’名义的活动,(实际上)是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”,那么所谓的需要专项整治的“股权众筹平台”又何在?

但从另一个角度分析,上述变化也表明一个事实:截至目前,中国尚未建立起真正的股权众筹。⁽¹³⁾虽然在实体经济发展速度放缓的新常态下,国家在政策导向层面一直对股权众筹这种新型的企业融资模式表达了浓厚的兴趣和需求,也在各项文件中多次强调其积极意义,认为它是降低企业融资成本、增强企业发展新动力的必要手段,但一旦触及具体的制度设计层面,立法机关或监管部门却保持了极为克制的“制度创新的冲动”。

对于这种既“表达迫切需求”但又“自我约束供给”之间的矛盾,从表面上我们或可将它归因于“《公司法》、《证券法》相关规则尚未修改”的客观事实,甚至也有理由推断,它一定程度上与2015年证券市场剧烈波动以及近年来P2P网络借贷经营失序等问题有关,但如果从更广的角度,将这一矛盾放置在改革开放以来中国经济社会变革发展的整体过程来看的话,其间的内在逻辑并不难理解。实际上,它只是1978年以来已被诸多实践证明具有可行性的“渐进式改革”“摸着石头过河”的思路在互联网金融领域的一种新体现,⁽¹⁴⁾也是立法机关和监管部门基于“稳定优先于改革”“秩序优先于创新”“安全优先于效率”等价值排序而作出的必然选择。

三、作为试验方案的“互联网非公开股权融资”

(一) 试验方案的模式与特点

由于现行法律制度(公司法、证券法等)和监管措施不允许互联网股权融资平台从事公开发行性质的股权融资业务,因此为了符合要求,几乎所有平台都各自建立了严格的投融资规则。以平安众筹、京东东家、蚂蚁达客、36氪等知名股权融资平台为例,其投融资规则主要从三个方面体现“非公开发行”的特点:

一是严格的合格投资者规则。所谓“合格”,要么必须是金融行业的专门机构或有金融从业经验的专业人士,要么必须有足够的金融资产和经济收入。例如“京东东家”规定,参与该平台非公开股权融资的个人投资者,必须“最近三年个人年均收入不低于30万元人民币”或者“金融资产不低于100万元人民币”;而单位投资者则必须“投资单个融资项目的最低金额不低于10万元人民币”,或者,如果属于“社会保障基金、企业年金等养老基金,慈善基金等社会公益基金,以及按照金融监管部门要求设立或备案的投资计划”的,则“前述投资者豁免穿透核查和合并计算投资者人数”。⁽¹⁵⁾

二是股东人数上限规则。即融资完成后公司股东总人数必须符合公司法及合伙企业法的有关规定。例如《平安众筹平台非公开股权融资投资规则》第30条规定,“非公开股权融资完成后,融资人为股份有限公司的,其股东人数累计不得超过200人;融资人为有限责任公司的其股东人数不得超过

(13) 类似观点可参见彭冰《投资型众筹的法律逻辑》,北京大学出版社2017年版,第289页。

(14) 有学者认为,“摸着石头过河”体现的是政府的“适应性理性”,即政府(尤其中央政府)对改革一开始可能没有完整的规划,但是政府会根据不断出现的新现象、新问题对决策进行适时调整。参见姚洋《作为制度创新过程的经济改革》,格致出版社、上海三联书店、上海人民出版社2016年版,第13页。

(15) 类似地,“中科招商云投汇”规定,参与该平台非公开股权融资的个人投资者,首先必须“年满18周岁,具有完全的民事行为能力能力和民事行为能力”以及“具备相应投资风险识别能力和风险承担能力”,在此基础上,还应当满足以下任意条件且经平台审核合格:“年收入超过30万元人民币”;或者“金融资产超过100万元人民币”,或者属于“金融行业从业者”。而对于单位投资者,“中科招商云投汇”的要求是:(1)为独立且具有完全的民事行为能力能力和民事行为能力的法人、非法人组织;(2)具备相应投资风险识别能力和风险承担能力;(3)净资产不低于100万元人民币,单个项目认购额度不低于30万元人民币。”

50人;融资人为有限合伙企业的,其合伙人的人数不得超过50人”。

三是禁止公开宣传融资信息、公开发行规则。即融资人不得在网站、媒体或公共场所擅自发布融资项目相关信息,更不得公开或变相公开发行股份。例如36氪的《融资方管理制度》第3条即禁止:“……(3)就非公开股权融资项目在本平台以外的网站、媒体或公共场所自行发布非公开股权融资项目的相关信息;(4)公开或采用变相公开方式发行证券,或向不特定对象发行证券……”

上述三类规则中,后两者实际上都源于现行证券法、公司法、合伙企业法等法律的基本规定。

从各平台的投融资制度可看出,目前实践中存在的“互联网非公开股权融资”与股权众筹所应有的“公开、小额、大众”的本质特点已相去甚远。因此与其说这种融资模式是私募性质的“股权众筹”,倒不如说它仅仅是传统非公开股权融资的“线上版本”,或者说,仅仅是贴了“互联网”标签的非公开股权融资。可能有研究者会认为,“互联网非公开股权融资”借助了互联网平台,这种模式对于投融资信息的传递更便捷,对投融资双方的交易撮合更有效率。但问题是,在互联网已成为民众可普遍使用的工具的时代背景下,即便没有专门从事股权融资的互联网平台,难道企业就无法自行利用互联网宣传股权融资信息?

事实并非如此。在“互联网非公开股权融资”这一模式出现之前,企业之所以没有广泛利用互联网传递股权融资信息,并不是技术层面无法实现,而是因为制度不允许——证券法并不允许企业在法定的IPO上市或新三板上市等公开发行渠道之外,自行利用互联网或其他方式公开宣传、劝诱股权融资。^[16]换言之,“互联网非公开股权融资”具有的所谓“优势”,或许仅仅在于它本身拥有专门利用互联网进行股权融资的“特权”,而不是因为技术层面上融资企业非得通过这种法定模式才能实现有效率的非公开股权融资。

更需关注的是,在日趋严格的监管政策下,由于互联网平台普遍对投资者的资格条件、融资宣传方式等问题^[17]作出了严格限制,而且企业通过平台融资还需要缴纳各种佣金、费用,有的平台还对融资企业的类型有特殊要求,对投资者投资总额也有特殊限定,因此,相比传统的非公开股权融资(参见表三),目前这种虽已利用互联网但却被施以诸多束缚条件的“互联网非公开股权融资”,是否真的给企业(尤其中小微企业)融资带来了更多便利?是否真的具有明显融资效率优势?是否对投资者具有持久吸引力?这些问题虽然在规范分析意义上似已有肯定性的答案,但从实证分析的角度来看,仍有待验证。

[16] 我国《证券法》第10条规定“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……非公开发行证券,不得采用广告、公开劝诱和变相公开方式。”

[17] 有学者认为,监管部门禁止融资企业进行股权众筹的公开宣传是一种严重的制度瓶颈。参见刘明《论私募股权众筹中公开宣传规则的调整路径——兼评〈私募股权众筹融资管理办法(试行)〉》,载《法学家》2015年第5期,第95-104页。

表三 传统非公开股权融资与“互联网非公开股权融资”的比较

		传统非公开股权融资模式(线下融资)	互联网非公开股权融资模式(线上融资)
相同点		都不能向社会不特定多数公众公开发行股份,不能作公开宣传,股份公司人数都不能超过 200 人,有限责任公司股东人数都不能超过 50 人	
区别	融资方式	公司或公司发起人直接与投资者(潜在股东)面对面协商	借助互联网金融平台进行信息传递和协商
	投资者资格	对参与公司股权融资的投资人一般不会从金融资产状况或年收入状况等角度作特殊资格限定	大部分互联网平台的制度都会从金融资产状况或年收入状况等角度对投资者资格有严格的限定
	融资者资格	所有的公司都可以通过非公开方式(如增资扩股等)进行融资	部分互联网平台的制度对融资者资格有一定的限制(如要求是小微企业) ⁽¹⁸⁾
	投资总额	对单个股东在公司的出资总额一般不作限制,出资数额及比例由股东商定	部分互联网平台的制度对单个投资人的投资总额有限制 ⁽¹⁹⁾
	融资费用	线下的非公开股权融资一般不需要借助中介平台,不存在佣金问题	所有的互联网平台都要求融资人向其支付佣金甚至要求持有融资企业股份 ⁽²⁰⁾

(二) 试验方案的实践检验

有研究报告显示,中国“互联网非公开股权融资”平台数量在 2013 年至 2015 年期间获得高速增长。截至 2016 年 12 月 31 日,中国“互联网非公开股权融资”平台数量达到 145 家,其中正常运营的平台有 118 家。但与平台数量急速增长这一趋势不同的是,2016 年“互联网非公开股权融资”平台新增项目数量共计 3268 个,同比减少 4264 个,降幅亦高达 56.6%。同时,2016 年“互联网非公开股权融资”平台新增项目投资人次仅为 5.8 万人次,同比减少 4.5 万人次,降幅达 43.6%。⁽²¹⁾

上述趋势在 2017 年并未得到扭转,各项指标甚至还有进一步下滑的迹象。有研究报告显示,截至 2017 年 12 月 31 日,中国“互联网非公开股权融资”平台共计 76 家,与 2016 年同期相比减少 42 家,降幅高达 36%;“互联网非公开股权融资”成功融资金额为 142.2 亿元,同比 2016 年减少 14.4 亿元,降幅为 9%;“互联网非公开股权融资”投资人次达 3.55 万,同比下降约 39%。⁽²²⁾

(18) 例如京东众筹的《融资人规则》第 1 条规定“融资人应当为中小微企业或其发起人”。

(19) 例如天使汇的《合格投资人规则》规定:(1) 个人投资者在 12 个月内投资累计资金不得超过如下额度:对于年收入 500 万元人民币或以上的人而言,不得超过年收入或净资产的 20%(取其中大者);对于年收入低于 500 万元人民币的人而言,不得超过年收入或净资产的 10%(取其中大者);(2) 普通投资人在 12 个月内投资累计资金不得超过年收入或净资产的 10%(取其中大者),且投资额度不得超过该企业本轮融资比例的 10%;(3) 机构和专业投资人不受上述限制。

(20) 例如 36 氪的《融资方管理制度》第 2.4 条规定“经审核通过的融资方应在线下与本公司及领投人签署《互联网非公开股权投资服务协议》。融资方应按照该协议的约定向本公司支付服务佣金。”京东众筹的《融资人规则》第 6 条规定“融资人应当与京东签订《融资信息服务协议》,并按照该协议约定的金额及方式向京东支付服务佣金。融资人无条件同意京东有权(但无义务)将收取的服务佣金按照本轮融资后融资人公司估值折价入股融资项目公司,或者与东家平台投资人一起作为有限合伙企业的有限合伙人间接持有融资人公司的股权。在融资人违规或违约的情况下,无论项目是否募集成功,融资人均应按照《融资信息服务协议》的约定向平台支付佣金。”

(21) 参见《2017 互联网众筹行业现状与发展趋势报告》(该报告由中关村众筹联盟、云投汇、京北众筹、36 氪等单位联合编写和发布)。

(22) 参见《2018 互联网众筹行业现状与发展趋势报告》(该报告由中关村众筹联盟、中国政法大学互联网金融法律研究院、云投汇、众筹之家、迷你投等单位联合编写和发布)。

究竟是什么原因导致近两年来中国“互联网非公开股权融资”的平台数量、新增项目数量、成功融资金额、项目投资人次都明显减少?这是需要进一步观察和分析的问题。单凭上述数据还不能轻易断言“互联网非公开股权融资”正在逐步失去吸引力。但如果我们承认前文所作的规范分析具有合理性,那么上述数据所体现出来的变化趋势,就不得不引起关注了。

笔者担心的是,2016年之前有关“互联网非公开股权融资”的发展数据之所以相对良好,一定程度上不排除是新型金融产品带来的“非理性消费”的结果。⁽²³⁾在新鲜感消除之后,由于“互联网非公开股权融资”的项目都需要经历较长期限才可能出现投资回报,而在等待投资回报的过程中,此类项目的股份转让又不如上市公司股票转让便利(套现成本高),因此在热衷短炒、相对浮躁的投资环境下,投资者可能没有足够的好奇心和耐心继续投资互联网非公开股权融资项目。

即便与传统债权融资模式相比,“互联网非公开股权融资”对融资企业而言是否具有更强吸引力,也还需要时间验证。2016年12月至2017年10月期间,由于课题研究的需要,笔者曾就小型民营企业融资问题,通过实地访谈、电话咨询或邮件交流等方式先后向广东省内39家小型民营企业进行了调研。⁽²⁴⁾结果显示,几乎所有受访企业都曾面临或正面临资金紧缺问题,他们解决这一问题的常用方法及途径主要有三种:一是民间借贷,比如亲朋好友之间的临时借贷,或者向民间金融机构(比如担保公司)的借贷;二是少数企业的部分资金通过银行贷款取得(贷款数额主要取决于企业可提供的担保的情况);三是关系良好的企业之间进行临时拆借。⁽²⁵⁾

调研过程中,在向受访对象详细解释了“什么是规范意义上的股权众筹”以及“什么是当前实践中存在的互联网非公开股权融资”之后,笔者询问了每一位受访者:是否尝试过或考虑过“互联网非公开股权融资”这种新型融资方式?结果所有企业都答复“没有尝试过或考虑过”。笔者进一步询问:如果未来监管部门对股权众筹松绑,允许企业通过互联网平台进行公开发行的股权融资,那么企业是否会采用这种融资范式?结果有8家企业表示“可以试一下”,12家企业表示“到时看看其他企业怎么

(23) 有学者指出,近年来互联网“众筹”所追捧的那些热门的项目或标的,其实有不少存在泡沫。虽然近代以来金融工具、金融市场、交易结构和监管制度都发生了实质性的发展和进步,但悲剧的是,在信息不对称背景下市场主体的非理性经济行为仍然普遍存在。See David Groshof, *Kickstarter My Heart: Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowdfunding Constraints and Bitcoin Bubbles*, 5 (2) William & Mary Business Law Review 489, 493-494 (2014)。

(24) 该调研涉及的受访企业分别来自广州(5家)、深圳(7家)、珠海(4家)、佛山(5家)、中山(3家)、东莞(5家)、惠州(2家)、汕头(6家)、清远(2家)九个城市,主要是从事传统产品制造、加工(如陶瓷、灯具、电线、服饰等)或产品销售(如家私、建材、五金等)的企业。调研的主要问题包括:(1)受访企业是否曾经遭遇或正在遭遇资金紧缺问题?(2)受访企业解决资金紧缺问题的方法有哪些?(3)受访企业融资的成本大体如何?(4)受访企业是否了解“股权众筹”? (5)受访企业是否了解“互联网非公开股权融资”? (6)假如国家建立股权众筹机制,受访企业是否会考虑采用该机制进行融资?(7)如果受访企业不愿采用股权众筹机制,其原因是什么?(8)针对中小微企业融资难问题,受访企业在立法和政策层面有何建议?

(25) 在很长的一段时间内,金融监管部门并不允许非金融类企业之间进行借贷。2013年9月最高人民法院召开的全国商事审判会议所形成的文件《商事审判中需要注意的几个法律问题》指出“对不具备从事金融业务资质的企业之间,为生产经营需要所进行的临时性资金拆借行为,如提供资金的一方并非以资金融通为常业,不属于违反国家金融管制的强制性规定的情形,不应当认定借款合同无效。”至此,在法律适用层面(而非立法层面)上,临时的、非营业性的企业间借贷行为才开始具备合法性。

做再说”，剩余 19 家企业则表示“兴趣不大，应该不会”。^{〔26〕}

总结而言，部分民营企业对“互联网非公开股权融资”和股权众筹不感兴趣的理由主要有：（1）便利问题。通过互联网平台进行股权融资，其限制条件多，程序繁琐，过程漫长，而且不一定筹资成功，不如民间借贷快捷、便利（程序繁琐本身也会加重成本）。（2）习惯问题。一些企业主对“互联网金融”有天然的陌生感甚至敬畏感，他们不愿改变传统民间融资的习惯而去尝试这种知识、技术含量较高的新型融资方式。（3）成本问题。通过互联网平台的股权融资并非免费，所有平台都会收取佣金，有的平台甚至在规则上就预先要求有权直接参股融资企业。（4）成功率问题。有的企业质疑，他们平时向熟人融资都经常遭遇质疑和拒绝，如果只是通过互联网这种“非面对面”的信息交流，会有多少“陌生人”愿意参与投资？（5）沟通问题。融资成功后，企业如何与众多小股东进行远程沟通？如何快捷形成股东决议？如何促成企业决策的执行？这些都是企业实际控制人（往往也是融资需求者）担心的问题。（6）控制权问题。债权融资虽然成本高，但可以维持企业实际控制人对企业的有效控制甚至是独立控制，只要企业还能承担得起借贷成本，就不轻易引入股权投资。

由于调研的地域、样本、规模及获取的数据有限，因此从统计学角度来看，笔者提供的上述信息及结论或许并不是当前大多数中小民营企业的共识。但如果从“发现问题”这一角度而言，调研过程中受访企业所指出的“互联网非公开股权融资”可能存在的各种不足，以及受访企业提出的“对互联网非公开股权融资”不感兴趣的原因，却是启发我们客观审视互联网股权融资功能的切入点，也是今后立法机关和监管部门设计股权众筹制度时需要比较的“参照物”。

由此可见，虽然从“渐进改革”的逻辑，我们能够理解监管部门在发展股权众筹问题上的谨慎与踌躇，也认同监管部门以相对保守的态度对待股权众筹的制度创新问题，但就目前情况看，“互联网非公开股权融资”既不具备股权众筹本应具有的“公开、小额、大众”的本质特点，也未必能够体现出相比传统非公开股权融资或债权融资的效率优势，因此对其可能具有的积极功能不宜期望过高。在此意义上，如果非要找出互联网非公开股权融资的优点，那么相对理性的结论似乎只有以下两项：一是它在传统非公开股权融资之外，平行地提供了另一种非公开股权融资渠道，为企业增加了一种选择；二是作为“试验方案”，它有助于培育互联网平台从事股权融资业务的专业能力，为今后发展真正的股权众筹奠定基础。

四、建立股权众筹制度的先决条件

“互联网非公开股权融资”毕竟只是股权众筹的试验方案。在不少研究者看来，未来建立的股权众筹完全可以克服“互联网非公开股权融资”的不足，因为股权众筹的公开性和大众性可以大幅拓宽

〔26〕 有受访者进一步阐述了他们的观点：一方面，如果企业真的需要股权融资，那么通过“线下”的社会关系网络，在不超过《公司法》规定的股东人数上限的前提下，要找到若干投资人来完成股权出资虽有可能遭遇困难，但只要愿意支付一定的成本，也并非不可解决。例如，现在市场中有很多财务顾问公司，他们可以协助提供融资服务（主要是双向提供投融资需求信息，并撮合投融资双方的合作），且服务费率并非不可接受——根据笔者对广东珠三角地区的市场调查，财务顾问公司为企业介绍融资的服务费率最低可达 1%，最高 5%（或有更高但并不多见），中值 3% 左右比较普遍。受访者表示，他们以前不愿意寻求股权融资，更多的是基于企业控制权的考虑。另一方面，相比于他们一直使用的债权融资，互联网股权融资（无论公开还是非公开）不一定具有效率优势，因为民间借贷虽然资金成本高，但办理速度快，互联网股权融资过程太漫长，还不一定能成功，最后很可能出现“远水救不了近火”的情况。

互联网股权融资信息的传递范围,吸引更多投资者参与其中,而股权众筹的小额特点则可以通过限定单笔投资额来降低投资者的入市门槛并间接降低每位投资者可能遭遇的损失。基于这些美好的预期,股权众筹也就顺理成章成为多方认同的可用于解决中小微企业融资难问题的首要途径,甚至成为股权融资制度改革的“代名词”。

然而需要追问的是,在论证逻辑上,能否仅仅因为股权众筹可能具有这些积极功能,就直接将旨在解决中小微企业融资难问题的股权融资制度改革等同于股权众筹制度的建立?笔者认为,从规范分析的角度看,无论基于提高融资效率的考虑,还是基于维护金融安全的考虑,结论都未必如此。

(一) 小额股权公开融资必须绑定互联网?

根据其他国家已建立的制度,⁽²⁷⁾以及结合我国相关政策导向和研究者已取得的共识,股权众筹制度至少应体现以下几方面特点:一是本质上,股权众筹是一种股份公开发行行为。按中国证监会定位,其应具有“公开、小额、大众”的特点。二是融资企业进行股权众筹时,可以获得审批豁免或称注册豁免(至少是审批手续或注册手续的简化)。三是相比上市公司,融资企业的信息披露义务可获得实质性减轻甚至豁免。四是每一个股权众筹项目的融资总额应受到限制。五是股权众筹的投资者资格和个人投资额度可能受到限制。六是股权众筹需要通过专门的第三方互联网平台进行。

以往大多数文献关于“股权众筹具备融资效率优势”的结论,实际上是在比较股权众筹与“互联网非公开股权融资”,或者比较股权众筹与传统非公开股权融资的基础上得出的。这种普遍性观点虽然抓住了股权众筹“公开、小额、大众”的特点,但却忽略了一个重要事实:在技术层面上,“公开、小额、大众”的融资方式显然不只是通过互联网才能实施,由此也就相应忽略了另一个潜在的比较对象,即无需借助互联网平台而在“线下”即可自由进行的“公开、小额、大众”的股权融资。

当然,截至目前,于“线下”进行“公开、小额、大众”的股权融资方式还无法实现。但无法实现的根本原因并非企业不愿意为之或技术层面上无法为之,而是现行法律制度不允许。⁽²⁸⁾换言之,只要立法机关修改相关法律制度,只要监管部门允许企业在“线下”也可以进行公开的股权融资宣传,那么有理由相信,企业即便不借助“京东东家”“36氪”“蚂蚁达客”这样的互联网平台,他们自己也有可能在“线下”有效完成“公开、小额、大众”的股权融资,而且其耗费的成本未必高于通过互联网平台进行股权众筹所耗费的成本——别忘了,在股权众筹情况下,作为营利机构的互联网平台本身肯定会向融资企业收取不菲的佣金。

对此,一个可作“反向论证”依据的事实是:如果技术层面上,企业自行开展公开股权融资存在重大障碍,或者说,企业需要为此耗费巨大经济成本而得不偿失,再或者说,企业脱离了互联网平台就无法进行股权公开融资,那么从某种意义上讲,刑法领域“非法吸收公众存款”、⁽²⁹⁾“擅自发行股票”⁽³⁰⁾等罪名的涉案数量将大幅度减少甚至不会出现,因为技术障碍或高成本性本身就会阻止企业自动放弃这种融资模式。

换言之,如果我们承认,倡导建立股权众筹的根本目的是扩大企业融资渠道、降低企业融资成

(27) 在美国2012年出台《工商初创企业推动法案》从而建立股权众筹机制之后,意大利(2013年)、英国(2013-2014年)、法国(2014年)也相继出台了关于股权众筹的监管制度。See Garry A. Gabison, *Equity Crowdfunding: All Regulated but Not Equal*, 13 Depaul Business & Commercial Law Journal 359, 386 (2015).

(28) 假如真有企业这么做,轻则可能被认定为证券法层面上的非法发行股份,重则甚至被认定为刑法意义上的非法吸收公众存款。

(29) 参见《刑法》第176条及《最高人民法院关于审理非法集资刑事案件具体应用法律若干问题的解释》。

(30) 参见《证券法》第188、189、190条和《刑法》第179条。

本,那么在规范分析的意义上,我们所要研究和论证的首要问题就应当是:建议立法机关和监管部门不区分“线上”“线下”,一视同仁地允许企业进行“公开、小额、大众”的股权融资,而不是仅仅允许(某种意义上也是“限定”)企业只能通过互联网平台进行股权众筹。除非我们能够充分论证,与股权众筹相比,不利用互联网的“公开、小额、大众”的股权融资明显存在不可克服的弊端或风险。

需要补充解释的是,假设将来立法一般性地允许企业进行“公开、小额、大众”的股权融资,有的企业(创业者)经过比较之后,依然有可能选择专业化的互联网平台来完成股权融资,但即便如此,也应将其理解为企业(创业者)意思自治、决策自由的体现。笔者上述内容的论述,并不是“非此即彼”地主张所有企业都不应该选择“线上”的股权众筹,而是要强调,在推行“公开、小额、大众”的股权融资这一问题上,立法机关可以给予中小微企业充分的选择自由,不应强制将其与互联网绑定。

有的研究者可能会进一步认为,在发展股权众筹的同时,之所以不能允许企业于“线下”也进行“公开、小额、大众”的股权融资(实际上也就是不能全面允许企业进行“公开、小额、大众”的股权融资),是基于防控金融风险、保护投资者利益的考虑——这也是一直以来证券法、公司法甚至刑法对公开性质的股权融资严加限制的主要依据。但假如上述理由是充分且合理的,那么至少在理论层面上,此前诸多文献对股权众筹可行性的论证就可能是矛盾的,因为在有效监管、有效维护金融安全这一问题上,难道对互联网上“公开、小额、大众”的股权融资的监管,必定就比对“线下”的“公开、小额、大众”的股权融资的监管要容易?难道对股权众筹的监督成本会更低?恐怕不能这么认为。

理由在于,互联网是可以跨越地域限制进行快速信息传递的场域,借助互联网平台进行股权众筹,其优势是可以更广范围地传递和汇集投融资信息,并促成远程交易。相比而言,“线下”融资所涉及的主体范围可能较为狭窄,其有可能是在熟人之间进行,或者相对集中于同一地区或相邻地区。但不应忽视的是,也正是因为股权众筹具备这种跨越地域的特点,使得股权众筹中投资人与融资人之间的交易成本(包括信息成本、协商成本、决策成本、相互监督的成本、权利救济成本等)将更为高昂,其中最为明显的是,借助互联网渠道的信息传递成本固然可能降低,但其代价有可能是更为高昂的信息识别成本、信息纠错成本以及一旦出现信息欺诈情况下的救济成本,而与之相关的,也就可能产生更多的监管成本。

文献显示,即便是在股权众筹发展经验相对成熟的美国,股权众筹所固有的高风险性依然是监管者非常担忧的问题。有研究者指出,欺诈是对股权众筹的最大威胁,因为传统的声誉机制和法律制度的实施对抑制股权众筹实践中的欺诈几乎没有作用,理由有二:一是实践表明,绝大多数的项目发起人(融资者)都不会重复地发起股权众筹项目,这种“一次性交易”的特点使得融资者不必过于重视自身的声誉,因此声誉机制作用微弱;二是由于股权众筹投资人的出资多是小额资本,因此即便融资者出现欺诈,权利救济成本高昂等问题会使得投资者难以有足够的激励去追究融资者的欺诈责任或违约责任。⁽³¹⁾ 有的研究者甚至直言不讳地指出,股权众筹可能是“披着羊皮的狼”。⁽³²⁾

因此,如果我们认为,股权众筹是必要的,而且监管部门对其有效监管也是可以实现的,那么与此同时,我们可能也就没有充分的理由可以断定,监管部门对“线下”的股权小额公开融资的监管却又

(31) See Garry A. Gabison, *Equity Crowdfunding: All Regulated but Not Equal*, 13 DePaul Business & Commercial Law Journal 359, 369 (2015).

(32) See Sharon Yamen & Yoel Golder, *Equity Crowdfunding: A Wolf in Sheep's Clothing: The Implications of Crowdfunding Legislation under the Jobs Act*, 11 Brigham Young University International Law & Management Review 41, 41 (2015).

无法胜任。这在逻辑上解释不通。换言之,如果我们赞成发展股权众筹,那么就不能以“维护金融安全、保护投资者利益”这一理由来禁止企业在“线下”进行股权小额公开融资。

由此可见,从规范分析的角度考虑,如果降低小额股权公开融资的监管门槛确实是解决中小微企业融资问题的重要途径,那么我们需要研究的首要问题就不只是“如何建立借助了互联网平台的股权众筹制度”而已,而是应该研究在公司法、证券法一般规则层面上,“能否”以及“如何”一般性地允许中小微企业进行“公开、小额、大众”的股权融资——无论这种融资方式是否借助于互联网平台;或者说,我们首先需要做的是,在公司法、证券法层面上建立起“公开、小额、大众”股权融资的一般规则。否则,在关于股权众筹必要性的论证上,就会出现逻辑矛盾。

事实上,在美国(股权众筹的诞生地),依托互联网平台的股权众筹及其相关制度并非凭空而来。在其出现之前的很长一段时期内,美国证券法其实已经有不少关于公司小额、公开股权融资的优惠制度(如注册豁免等)。例如《1933年证券法》第三条(b)款授权证监会通过规则或条例的形式,可以允许总额不超过500万美元的证券免于注册,前提是被豁免的注册不会影响到公共利益及投资者保护。据此,美国证监会随后于1936年、1982年分别制定了《A条例》和《D条例》,对公司小额股权融资的注册豁免等问题进行了具体规定,而标志股权众筹诞生的《工商初创企业推动法案》,是在2012年才得以通过的。这意味着,在发展股权众筹的历程中,美国的立法实际上是先有一般法层面的小额股权融资优惠制度,其后才有针对互联网渠道的股权众筹制度。

(二) 建立股权众筹的制度环境完备吗?

建立股权众筹制度,既需要论证其必要性,也需要考虑其可行性。暂且不讨论以往文献在论证股权众筹必要性问题上可能出现的逻辑矛盾,假定发展股权众筹是既定选择或必然选择,那么需要进一步论证的应是:目前我们是否具备发展股权众筹的制度环境?

承上文所述,股权众筹语境下中小微企业小额公开股权融资的优势,从根本上讲不在于它借助了互联网平台,而在于这一机制包含了监管部门为这种融资模式所配套的诸多优惠措施。比如,在限定了最高发行额度的前提下,可以简化发行审批甚至注册豁免,以及减轻甚至免除信息披露义务,等等。换言之,如果中小微企业的小额公开股权融资也要实行严格的发行审核及信息披露,那么它和传统意义上的公司上市并无区别,股权众筹制度也将因此失去其价值。这些都已是理论界与实务界的共识。⁽³³⁾

但问题是,截至目前,我们是否已经充分具备对公开发行股份的企业实行简化审批甚至豁免注册的监管经验?从近年来证券市场的实践情况来看,答案恐怕是否定的。虽然近年来理论界和实务界对于公司上市由“核准制”改为“注册制”的制度改革进行了比较充分的讨论,但在立法程序上,“注册制”尚未正式出台,⁽³⁴⁾更未真正实践过,配套的监管机制也仍在探讨和研究之中。⁽³⁵⁾换言之,就中国证券法的实践而言,我们还没有真正对证券公开发行实行“注册制”的立法经验和监管经验。在“注

(33) 参见彭冰《股权众筹的法律构建》,载《财经法学》2015年第3期,第5-14页;杨东、刘磊《论我国股权众筹监管的困局与出路》,载《中国政法大学学报》2015年第3期,第51-60页;万国华、张崇胜、孙婷《论我国股权众筹豁免法律制度的构建》,载《南方金融》2016年第11期,第54-59页。

(34) 2018年2月24日,十二届全国人大常委会第三十三次会议决定:2015年12月27日,十二届全国人大常委会第十八次会议授权国务院在实施股票发行注册制改革中调整适用《中华人民共和国证券法》有关规定的决定施行期限届满后,期限延长二年至2020年2月29日。

(35) 需要注意,“注册制”确实可以简化公司上市的程序,但它并不意味着监管部门对“公司上市”和“上市公司”不再进行监管。在废除“核准”的同时,必定需要有其他有效的替代机制。

册制”尚未有实践经验的背景下,如果要一步到位地对股权众筹这一全新的“舶来品”实行简化审批或注册豁免并普遍推广,那么有效的监管经验从何而来?事实上,过去几年间改革呼声很高的针对股份有限公司上市的“注册制”之所以迟迟未能落地,很大程度上就是因为当前证券市场自律能力和诚信程度的不足,制约着监管者推行改革的信心。

这并非杞人忧天。一个可资类比的事实是,几年前,同属互联网金融的P2P网络借贷最初也曾被理论界和实务界寄予厚望,⁽³⁶⁾但在其发展初期,监管部门显然对这种借助了互联网渠道的新型融资方式的复杂性和风险程度认识不足,对有效监管的困难性预判不够,从而导致P2P网络借贷的后期发展出现了诸多问题,很多投资者也因为P2P网络借贷平台的违规经营和倒闭而遭受巨大利益损失。有数据显示,截至2016年6月底,全国正常运营的网贷机构共2349家,存在问题的平台累计有1778家,约占全国机构总数的43.1%,这些问题机构出现“卷款”“跑路”等情况,部分机构碰触非法集资底线。⁽³⁷⁾2017年11月21日,国家互联网金融风险专项整治工作领导小组办公室甚至直接下发《关于立即暂停批设网络小额贷款公司的通知》,点名“部分机构开展的现金贷业务存在较大风险隐患”。

类似地,我们也尚未拥有对公开发行股份的企业进行信息披露义务减轻或豁免的监管经验。应该承认,对于上市公司的信息披露义务,中国一直以来都有较为严格的制度,但是有严格的制度并不代表必定有良好的实施效果。由于行政监管资源有限性等原因,多年来,上市公司(或其实际控制人)虚假陈述、内幕交易等违法现象并不鲜见,公众投资者因此而遭遇经济损失等问题一直广受诟病。因此需要慎重考虑的是,在市场诚信环境尚未完全形成的背景下,严格的信息披露机制都有可能对公众投资者的利益保护不力,如果对公开发行性质的股权众筹企业实行信息披露义务的减轻甚至豁免,那么公众投资者如何快速且低成本地获得融资企业的有关信息?如何有效分辨及核实企业经营管理信息?如何防止融资者内幕交易和欺诈?

此外,证券市场公众投资者权利救济高昂的问题在股权众筹机制下将会被进一步放大。自中国证券市场建立以来,国家一直试图通过行政执法、民事诉讼和刑事处罚等机制的完善来惩戒证券市场的违法行为。但即便如此,个人投资者权利救济成本太高的问题仍有待解决。虽然证券法及民事诉讼法已赋予个人投资者通过民事诉讼途径对上市公司虚假陈述等违法行为进行索赔的权利,但现实情况却是:一方面上市公司侵犯个人投资者的案件层出不穷,而另一方面绝大多数权利受损的个人投资者却对唯一可能获取赔偿的民事诉讼程序望而却步。有实证研究结果表明,2013年至2016年期间,针对虚假陈述且已受到行政处罚⁽³⁸⁾的上市公司提起民事诉讼的个人投资者人数,平均仅占该等上市公司股东人数的0.25%,且胜诉率仅为30%左右。⁽³⁹⁾其主要原因就在于,中国证券市场个人投资者众多,每位投资者的持股数量普遍较少(相对于机构投资者而言),个人投资者通过诉讼可能获得赔偿很可能无法抵消其实际损失和高昂的诉讼成本,在此情况下,大多数个人投资者只能无奈地选择

(36) 在中国人民银行等十个部门联合出台《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》之后,中国人民银行有关负责人曾就该指导意见的相关问题回答记者提问并指出“互联网金融的主要业态包括互联网支付、网络借贷、股权众筹融资、互联网基金销售、互联网保险、互联网信托和互联网消费金融”等多种类型。

(37) 参见欧阳洁《P2P乱象,这回有法管了》,载《人民日报》2016年8月25日,第10版。

(38) 《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》第6条规定“投资人以自己受到虚假陈述侵害为由,依据有关机关的行政处罚决定或者人民法院的刑事裁判文书,对虚假陈述行为人提起的民事赔偿诉讼,符合民事诉讼法第一百零八条规定的,人民法院应当受理。”

(39) 参见徐文鸣《证券民事诉讼制度实施效果的实证研究——以虚假陈述案件为例》,载《证券市场导报》2017年第4期,第29-35页。

忍气吞声。上述问题在股权众筹机制下可能被进一步放大,即股权众筹的个人投资者在遭受融资企业欺诈后选择民事诉讼的动力可能更加不足(行政处罚和刑事处罚无法直接使个人投资者的损失得以赔偿)。因为相比上市公司,股权众筹的融资额度很小,个人投资者因融资企业违法而遭受的经济损失额度也不大,在此情况下,高昂的诉讼成本更有可能阻碍个人投资者通过民事诉讼获得损害赔偿。事实上,美国刚建立股权众筹机制的时候,这一问题也困扰着公众投资者。⁽⁴⁰⁾

不少研究者之所以认为中国现在也可以推行股权众筹并实行简化审批甚至注册豁免,还可以实行信息披露义务的减轻或豁免,主要是基于域外经验的借鉴,其结论并非建立在深入考察中国本土法律实践和证券市场发展现状的基础上。这种结论是否可信?笔者表示担忧。一如2015年,在经历了几个月的股市剧烈波动之后,中国监管部门根据研究者的建议仓促地在股票交易市场(俗称“二级市场”)推出“熔断机制”。“熔断机制”本身在美国、日本等国家确实已存在多年且已被证明具备良好实施效果,但在移植到国内之后,这一机制不仅未能起到平抑市场波动的效果,反而进一步加剧了市场恐慌和波动。在此情况下,“熔断机制”真正实施不到一个月,其自身也被监管部门直接“熔断”,至今仍未恢复。这一“南橘北枳”的教训,不应忘记。

因此,如果要回到比较法层面来探讨的话,笔者的建议是,我们不能将注意力仅仅聚焦于美国等发达国家的股权众筹制度规定了什么内容、制度如何实施,更应该系统地考察他们的股权众筹制度为何建立、从何而来、如何演变。正如前文已指出的,作为股权众筹诞生地的美国,其创立的股权众筹制度也并非脱离其证据法基本规则以及脱离其制度环境凭空而来。在《工商初创企业推动法案》通过的若干年之前,美国证券法早就存在关于公司小额、公开股权融资的优惠制度(如注册豁免等)。虽然这些法律制度与后期有关股权众筹的法律制度有不少差别,但不可否认,早期制度及其长期实施积累下来的监管经验,以及证券投资者权利救济机制的不断完善,实际上都充分地构成了后来美国发展股权众筹的重要基础。假如脱离这些制度环境,那么决策者一腔热情所要建立的股权众筹市场,最后可能只是一个“阿克洛夫式”的“柠檬市场”。⁽⁴¹⁾

由此可见,虽然在规范分析的意义上,我们应当把允许中小微企业进行小额公开股权融资作为制度改革的方向,但目前直接推行股权众筹的可行性仍然不高。改革的合理步骤应当是:待公司法、证券法将股份有限公司上市制度由“审核制”改为“注册制”并实施一段时间,对证券市场积累了一定的事中事后监管经验之后,再允许中小微企业进行小额公开股权融资,并对此类发行实行注册豁免;与此同时,在考虑简化小额公开发行的强制信息披露之前,应当进一步完善小额公开发行的股权转让制度、融资企业欺诈处罚制度以及投资者权利救济制度。

五、结论

本文对以往文献所论证的股权众筹的必要性与可行性提出检讨,目的不是彻底否定股权众筹机制可能具有的积极功能,而是意在指出:虽然在规范分析意义上,股权众筹有助于完善多层次资本市场结构、降低中小微企业融资成本、促进大众创业投资,是解决中小微企业融资难问题的一种方法,但

(40) See Thomas G. James, *Far from the Maddening Crowd: Does the Jobs Act Provide Meaningful Redress to Small Investors for Securities Fraud in Connection with Crowdfunding Offerings?* 54 Boston College Law Review 1761, 1769 (2013).

(41) See Darian M. Ibrahim, *Equity Crowdfunding: A Market for Lemons?* 100 Minnesota Law Review 561, 607 (2015).

客观而言,它并非唯一方法,甚至可能不是最优方法,不能因为股权众筹借助了互联网这一新型技术手段即过度夸大其优点。从逻辑合理性来讲,如果监管者确实认为可以对股权小额公开融资放松管制,那么需要做的就不仅仅是建立股权众筹制度,而是应该先从根本上在证券法、公司法的一般规则中确立股权小额公开发行的优惠措施及相关制度,后续再考虑是否为股权众筹专项立法。

“守住不发生系统性金融风险的底线”是党的十九大报告提出的目标和要求。在金融市场、资本市场,“互联网+”实际是一个“无形杠杆”,它既可以加倍提高融资效率,也可以加倍放大市场风险。从某种意义上讲,旨在简化审批、注册程序和减轻信息强制披露义务的股权众筹机制,是政府在资本市场“定向”放松管制的产物。立法者在修改和制定相关法律制度时,应综合权衡“提高企业融资效率”和“防控金融市场风险”的关系。⁽⁴²⁾ 由于我们目前还不具备对证券公开发行实行注册豁免以及减轻信息强制披露义务的充分的监管经验,个人投资者参与风险投资的理念、知识和经验仍远未成熟,而且针对个人投资者权利救济的诉讼成本仍然较高,因此如果急于建立和推行股权众筹制度,融资者欺诈发行、虚假陈述、侵犯投资者知情权和分红权等问题可能频繁发生,由此给个人投资者带来难以弥补的损失,甚至引发金融市场风险。

理论界和实务界不能仅仅从规范分析的角度乐观地强调股权众筹的优势,同时也应该从实证分析的角度审视其固有风险并充分评估其在本土实践中可能产生的问题;不能仅仅从微观技术层面考虑股权众筹制度的具体内容,而是应该从更宏观的视角,系统、深入地研究建立股权众筹所需要的制度环境,尤其是应深入研究需要先行改革的法律制度,以及探索需要事先积累的监管经验。待制度环境完善后,再逐步建立和推广真正的股权众筹机制,亦不为迟。

Review on the Legislation of Equity-based Crowdfunding in China

Dong Chune

Abstract: Equity-based crowdfunding is an exotic for China. Although it will probably help start-ups gain financing more quickly and easily, it will also raise risks to the investors who join the funding projects. Therefore, when researchers pay their attention to the positive function of the equity-based crowdfunding, they should also estimate the risks and problems that equity-based crowdfunding will bring. If government decides to establish the institution of equity-based crowdfunding in China in the near future, the primary issue is neither to design the specific rules nor to build up many internet-platforms, but is reforming the basic institution of corporation law and security law and accumulating full experience about how to regulate the public offering of shares with exemptions from registration.

Keywords: equity-based crowdfunding; internet private equity financing; market regulation; institutional environment

(责任编辑:刘 馨)

⁽⁴²⁾ 有研究者总结了股权众筹所集合的多重矛盾,例如集合大众进行小额投资的思路与大众抗风险能力差的矛盾、大众投资人回报期望高与初创企业盈利预期差的矛盾等,所有这些矛盾集中体现为便利资本形成与加强投资人保护之间针锋相对、难以调和的矛盾。参见王会敏《股权众筹是否真的那么美——基于美国制度缺陷的再思考》,载《北京社会科学》2016年第12期,第51-64页。