

“互联网+金融”股权众筹的属性定位与合规监管路径研究*

李阜蒙

摘要：当前，我国股权众筹的现实发展极易触及非法集资、非法发行股票及非法经营的红线，对股权众筹合规监管的路径研究，首先要解决股权众筹发展阻碍的“元问题”——股权众筹的法律定位问题。只有引入小额股权众筹豁免制度，建立股权众筹风险披露制度，推进“宽进严管”行政监管模式，才能合规发展股权众筹，服务于实体经济的发展。

关键词：股权众筹 合规监管 私募基金 小额众筹豁免 风险披露

一、引言

“互联网+金融”作为一种新兴的金融业态，同时还体现了一种新兴的制度供给。“互联网+金融”凭借互联网与生俱来的平等性、开放性、便利性特点，使得普通民众和中小投资者“平等参与金融”“公平共享金融”成为了现实。当前，以网络众筹为代表的互联网金融在中国蓬勃发展，众筹股权、众筹电影、众筹大会乃至众筹金融交易所等如雨后春笋般崛起，众筹正在更大的范围内驱动整个网络金融行业的发展和升级。作为“互联网+金融”基本模式的股权众筹，也代表着人类社会金融脱媒的方向和趋势。

二、我国股权众筹概念的厘定

“众筹”取自海外的 Crowd funding，是指向大众募集资金，以支持发起某个特定项目的个人或组织行为。众筹最早可追溯至 18 世纪，当时很多文艺作品都是依靠“订购”的方式完成的，如贝多芬、亚历山大等人就采取这种“订购”方式来筹集资金。在作品完成后，订购者会获得一本有作者签名的书籍或乐谱副本，或者可以成为音乐会的首批听众（也被称为“回报式众筹”）。随着网络时代的发展变革，现代意义上的众筹一般指筹资方通过互联网众筹平台网站进行项目宣传，从而向投资者筹集资金，

即由传统的线下“面对面”模式转变至“线对线”模式。ArtistShare 网站是当今世界上最早建立的众筹网站，于 2001 年开始运营，在互联网众筹发展初期，除了回报型众筹网站占据市场多数份额外，在 2005 年，借贷型众筹也逐渐进入人们的视野。如果说“回报式众筹”的融资模式可以使个体和中小型企业的创意转化为实际的商品，那么“借贷式众筹”的发展，就是借助网络平台为中小企业融资，提供一种相对于传统的融资方式更加方便快捷的贷款渠道。随着借贷式众筹的成功，网络众筹的投资范围由借贷向股权融资的方向延伸。限于在股权众筹发展初期的法律规则，美国早期股权众筹只能面向特定的合格投资者募集，也不得公开进行宣传。随后，在 2012 年 4 月颁布的 JOB 法案改变了以往的规定，确立了小额、公开发行融资的股权众筹模式。与此同时，英国的股权众筹模式则根据欧盟《招股说明书指令》引入的小额融资豁免原则，允许股权融资公开且只对特定投资者进行小额资金的筹集。后来英国又通过修改本国法律，不再禁止股权众筹只能向特定合格的投资者，一般的普通投资者也可以成为股权众筹的对象。整体来说，现代股权众筹具有公开、小额的特点，投资者的自身资历是否有所要求，各国有所不同。由此可见，一国法律制度对股权众筹的发展形式具有决定性的影响。换言之，在我国目前的法律制度下，可以说并不存在严格意义上的

* 基金项目：2018 年安徽省社科基金青年项目“‘网络强国战略’下互联网法治化治理问题研究”（AHSKQ2018D05）。

股权众筹概念,在我国“本土化”的股权众筹其实质上是一种半公开、分散化的融资行为。如果非要对其进行定义,只能将其宽泛地规定为企业通过网络平台将其所需融资项目、融资需求及转让股权份额在众筹平台公示,为已注册该网络平台账户的投资人提供股票,以支持企业创业计划的发展。

三、当前我国股权众筹发展过程中的现实阻碍

当前我国股权众筹凭借“互联网+金融”变革的东风,改变了以往企业的融资模式,降低了交易成本,缩短了融资时间,打破了地域的限制。随着中小微企业的规模进一步扩大,网络股权众筹融资已经成为改善融资困境、激发市场活力的一种重要方式。但相对来说,目前我国的股权众筹发展速度较为缓慢,除其自身所具备的高风险性外,也面临着许多现实阻碍。

(一) 股权众筹法律定位不明

股权众筹通过互联网向大众进行融资,以维持企业自身的运行发展,而投资者因此获得一定的股权(而非实物)作为回报。但细究本质,其与公开发行股票、证券,并无二异。根据我国证券法的规定,公司向社会大众公开筹资唯一途径只有公开发行股票(即IPO)。因此,通过股权众筹平台而对公众进行的任何公开募股均属于非法集资的规制范围,将会受到严重的打击。而一些所谓的“股权众筹”平台,大多是为了规避刑事追诉的风险,通过限制投资者资格、投资者人数(如少于两百人)或投资额度来规避证券法中“公开发行”的认定(李兰英等,2021)。但由于“互联网+”时代的到来,“非公开宣传”这一公募和私募的区分界限变得愈难得到遵守,股权众筹模式的出现冲击了传统的“公募”与“私募”的界限划分,即股权众筹应当列为“公募基金”的监管范围抑或是“私募基金”的监管范围,法律定位尚不明确,涉嫌非法公开发行证券,还面临着构成擅自发行股票罪、擅自设立金融机构罪、非法经营罪、非法吸收公众存款罪的刑事风险(宿营,2021)。

(二) 专项监管制度的阙如

相对于其它投资方式,股权投资在获得高回报

的同时,风险也相对较高,特别是对于缺乏专业的投资经验和抗风险能力的一般投资者。可以说,目前我国的股权众筹产业处于一种混乱的发展阶段,没有专门的具体的监管细则,不利于股权众筹融资这一风险行业健康、良性的发展,同样也会扰乱国家的金融安全、管理秩序。如有的股权众筹平台虽向项目筹资商收取中介费,然而,这种将平台的收益和项目筹资商的利益捆绑在一起的行为,却让很多投资者“心有余悸”,如宏力能源通过“36氪”股权众筹平台背书而对融资项目过度宣传(李晶晶等,2022),导致投资人预期的回报与真实的收入严重不符,引发系列刑事欺诈事件的发生。

(三) 投资者保护机制的缺失

在股权众筹融资模式中,互联网融资平台替代了传统的金融中介,简化了传统金融市场的流程,使得企业可以在信息披露上享有很大的自由。但是,目前我国证券市场对投资者权益的保护机制尚不完善,融资平台与筹资公司都存在着道德风险。众筹平台的收益完全取决于成功融资的初创公司,受经济利益的驱使,股权众筹平台较为容易降低众筹项目上线门槛。同时,也不能排除企业与融资平台之间内部交易、关联交易,乃至“自融”等问题。若不能从根本上杜绝众筹平台的道德风险,必然会出现“柠檬市场”,严重影响股权融资市场的健康可持续发展。此时,公司将会竭力包装自己的项目,采取夸大、引诱误导性虚假宣传以吸引更多的投资者,增加融资的成功率。而一旦企业获得了融资,由于其自身利益的巨大吸引力和必须披露制度的阙如,企业很有可能违反合同约定,私自改变募集资金的使用途径,从而使投资者的利益产生巨大的损失。

四、网络股权众筹合规监管的优化路径

由于网络股权融资行为自身法律定位不明,从而引发了后续系列风险伴生问题,如专项监管制度的阙如,投资者保护制度的缺少,网络金融含义发展的“停滞不前”“行为萎缩”。因此,如何牢牢把握网络股权众筹的“元问题”,对于股权众筹合规发展来说尤为紧要。

（一）网络股权筹资的法律定位

总体来说，对于实践中的利用股权众筹筹集资金的初创公司，多是中小微企业，即使与公开发行（IPO）相比，股权众筹在融资对价、融资方式等方面二者存在着高度的相似性。但为了维护市场秩序，防范欺诈风险，各国通过注册制、核准制等不同的制度来规范这一公开发行（IPO）行为，在我国，公开发行更是受严格的审批制度限制。除了严格准入机制的根本不同之外，融资额度、投资额度、信息披露要求、二级市场流通等方面两者也存在极大的区别。首次公开发行（IPO）面向股票市场的投资者，基本不设附加条件或投资限额，单次交易额也相当可观且上市公司发行的股票可以在证券交易所上市，市场流动性极强，风险性极高，对其进行严格法律监管也无可厚非。而在股权众筹方式中，单笔融资金额相对较小，同时鉴于中小微企业自身实力的限制，其公司股本的流动性也相对较差，风险性较低，如果对其采取类似于公开发行（IPO）审批式的监管规范，一方面，可能使得中小微企业一不小心就进入非法发行股票、证券罪，非法经营罪等刑法处罚的藩篱；另一方面，将会和“互联网+金融”下实现“普惠金融”“人人金融”的目标相去甚远。当前随着世界经济和金融一体化的不断深入，世界经济正处于一个新的全球化时期，竞争格局发生了巨大的改变，传统意义的股权融资行为也被打上了时代的痕迹。借助网络时代的变革，股权众筹通过网络进行信息的传播，其公开性、范围广的特点是不可逆转的。随着“互联网+金融”的到来，特别是股权众筹使得人人都可以成为投资者，都可以成为市场经济体制下的参与主体，丰富了当前我国多层次的资本市场。故而，对网络股权众筹平台的规制应当纳入到类似“私募基金”等监管环境较为宽松的轨道上。

（二）小额众筹豁免制度的引进

即使将网络股权众筹定位于监管稍宽“私募”之范畴，但鉴于其所提供的金融服务与产品具有高度的公共属性，为了消除市场消极因素、降低信息不对称、抑制道德风险与反向选择，增强公众对股权众筹产业的信心，避免消费者过分谨慎地对待股权众筹产业，对股权众筹的监管也是必不可少的。根据我国公司法有关规定，对非公开发行股票的公

司，其股东数量不得超过200名。因此，在使用初始股权进行融资的时候，要控制投资者的数量。同样的规定在证券法中也有涉及，即在私募基金发行的过程中，如累计发行股票的对象达200人以上，属于公开发行证券，此时行为必须经过有关部门批准，否则极大可能涉嫌非法发行股票、证券罪名的成立。因此，当前需要建立对股权融资专门的监管规定，不能简单套用“私募基金”的有关规定，其中最重要的便是引入国外成熟立法中的小额众筹豁免制度，以还原众筹“小额、公开”的特征，复位金融服务实体经济的本质。为促进股权众筹融资活动的发展，世界各国的通行做法都是对众筹的“小额发行”进行豁免，通过设置“安全港”规则降低小额发行的发行成本，支持中小企业的融资需求。证券法作为市场经济的基础，其立法目的既是为了维护市场秩序，又是为了保护投资者的权益，同时也是为了促进投资 and 经济发展，三者之间应当等量齐观。当前我国之所以出现股权众筹融资，主要是因为我国当前的创业环境和投融资需求不匹配。股权众筹既能降低融资门槛，又能有效地发挥企业的作用，增强市场活力。因此，证券法应当适时地作出修正，或建立专门的网络众筹规制规范，在融合金融创新的基础上，合理规范、引导股权众筹的筹资行为。笔者注意到，在新修订的证券法之前的第三审议稿中，也提及了关于上市证券的豁免和注册条款（宣岷等，2021）。尽管该制度最终尚未确立，但《股权众筹试点管理办法》却已经成为中国证监会的一项重要立法工作，鉴于当前“互联网+金融”新潮已势不可遏，建立专项制度以规范网络股权众筹行为在监管的制度下创新、安全地发展，从而根本性解决股权众筹的合法地位问题便指日可待。

（三）建立股权筹资信息披露制度

在承认股权众筹的合法地位之外，对众筹行为的合规监管最重要的方式之一便是强化股权众筹筹资商的信息披露制度，防范道德风险（如集资诈骗）事件的发生。信息披露是现代证券法的重要组成部分，完善的信息披露能够有效地解决投资者和发行人信息不对称的问题，减少道德风险的发生，防止“柠檬市场”的产生。当前，我国的股权众筹行业的信息披露一般由各平台自主进行，对是否进行信息

披露以及信息披露全面与否尚未建立起统一的信息披露制度体系,大多数的股权众筹平台都不注重投资者的信息披露,而且在融资项目的信息披露中只有投资前的信息,不够完整和全面。为此,监管部门应当提高对股权众筹平台信息披露和监管工作,各平台自身也需根据项目的具体情况制订相应的信息披露机制。当问题聚焦到股权众筹时,即对具体的信息披露内容作出抉择时,当前国内还没有“小额”公开发行人股权众筹的信息披露规定,因此,尚无参照的模式。但如果从实质上讲,股权众筹仍然是“公开”证券的一种,但由于其发行规模有限,如果直接采用传统的公开发行人方式的披露制度也并不具备经济上的合理性。因而,根据现有域外股权众筹的立法经验,对股权众筹活动设置简易信息披露制度成为立法的主流选择(李杭敏,2018)。因此,在股权众筹的披露制度上,在“真实性”“准确性”“完整性”“及时性”等一般性原则的指导下,还需要结合股权众筹的“小额、公开”的特点,注重“层次性”和“简易性”的特殊原则,从而使相关的信息披露体系更加符合股权众筹市场的特点。总体来说,对于股权众筹平台在明确其合法地位,降低市场准入门槛的同时,应加大金融监管的力度,

即“宽进严管”,推动我国金融监管方式从分级监管转向以行政监管为主的管理方式。

五、结语

当前我国网络股权众筹属性定位尚不明晰,导致其运营模式本身具有较高的“非法集资”风险。对股权众筹合规监管路径的研究应结合众筹行为“小额、公开”的特点,明确其“类似私募”的本质属性,引入小额股权众筹豁免制度,建立股权众筹风险披露制度,推进“宽进严管”的监管模式。

参考文献:

- 李杭敏.股权众筹法律制度的构建[M].杭州:浙江人民出版社,2018.
- 李晶晶.股权众筹的风控管理案例分析——以“36氪”宏力能源项目为例[J].中国会计师,2021(5):112-117.
- 李兰英,陈勇.我国互联网股权众筹的刑事风险及刑法应对[J].甘肃社会科学,2021(6):181-186.
- 宿营.猫虎之辨:互联网金融平台定位的信息中介与信用中介之争[J].法学论坛,2021(3):101-111.
- 宣頔,孙森.我国股权众筹的法律风险与规制路径——基于498份裁判文书的实证分析[J].金融理论与实践,2022(1):88-89.

作者单位:安徽大学法学院

(上接第108页)

控制,提高净利润,以此来降低企业的融资成本,提高企业的融资能力。

第三,创新融资方式。在加强企业内部治理的同时,我们要准确平衡企业的风险抵御能力与资本周转、盈利能力等其它因素的关系,引导企业走出民营借贷主导的圈子,将间接融资与股权、债权、投资等直接融资方式有机结合,拓宽融资渠道,通过并购增加企业总资产,扩大企业综合硬实力,以此降低企业的融资成本。

第四,创新政策措施,创造有利于人工智能企业发展的良好环境。样本企业对信贷资金的依赖性较强,债权权益利用率较低。除了企业的主观偏好因素外,这一现象还与现行政策法规的约束有关。因此,在深化金融体系改革的同时,应积极推进以人工智能企业直接融资为重点的支持政策,最大程度地为人工智能企业的发展创造良好的环境。

参考文献:

- 陈海强,韩乾,吴锴.融资约束抑制技术效率提升吗?——基于制造业微观数据的实证研究[J].金融研究,2015(10):148-162.
- 陈永伟.人工智能与经济学:近期文献的一个综述[J].东北财经大学学报,2018(03):6-21.
- 程兴华.中小民营企业融资创新研究:融资路径依赖与内生性契约构建[J].经济管理,2015(16):10-15.
- 李宪印,刘忠花,于婷.中国生态农业上市公司技术效率测度及政策研究——基于面板数据的实证分析[J].中国软科学,2016(07):162-171.
- 林钟高,丁茂桓.内部控制缺陷及其修复对企业债务融资成本的影响——基于内部控制监管制度变迁视角的实证研究[J].会计研究,2017(04):73-80.
- 钱雪松,代禹斌,陈琳琳,方胜.担保物权制度改革、融资约束与企业现金持有——基于中国《物权法》自然实验的经验证据[J].会计研究,2019(01):72-78.
- 余倩,宋良荣.基于人工智能产业的融资效率分析——DEA模型视角[J].经营与管理,2023(02):29-35.