

规范发展股权众筹支持创业创新的战略思考

辜胜阻 杨 岫 庄芹芹 吴华君

(武汉大学战略管理研究院 湖北 武汉 430072)

摘要:推进大众创业、万众创新需要加快发展股权众筹,构建多层次资本市场,通过金融创新分散创业创新风险。当前,我国股权众筹行业发展迅速,但多数平台尚处在探索运营阶段,服务创业创新能力有待进一步提高,综合治理体系尚未形成、行业监管思路仍待进一步明确,信息披露制度不完善,征信体系等基础设施不健全,退出通道不足。为充分发挥股权众筹助推创业创新的重要作用,建议构建政府、行业协会、市场主体及社会多元治理模式,促进“众创”与“众筹”有效对接,守住发展“底线”和“红线”,宽进严管,完善信息披露制度,加强征信体系建设,畅通退出渠道。

关键词:大众创业、万众创新;股权众筹;众创空间;多层次资本市场

中图分类号:F273.1 文献标识码:A

文章编号:1007-7685(2016)07-0007-06

DOI: 10.16528/j.cnki.22-1054/f.201607007

“十三五”规划纲要提出要把大众创业、万众创新融入发展各领域各环节,鼓励多元主体开发新技术、新产品、新业态、新模式,打造发展新引擎。大众创业、万众创新需要金融创新进行风险分散和提供融资服务,股权众筹作为“互联网+”时代的新型融资方式,是金融创新的重要表现形式和资本市场的有机组成部分,也是实现创业创新与社会需求、市场资源有效对接的重要途径。规范发展股权众筹,打造众创、众包、众扶、众筹平台(以下简称“四众”),构建多方协同的创业创新机制,对推进大众创业、万众创新蓬勃发展、落实“十三五”时期创新发展理念和推动供给侧结构性改革具有重要意义。

一、大众创业、万众创新需要发展股权众筹

当前,我国经济仍处于增长速度换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期“三期叠加”阶段,大众创业、万众创新是对冲我国经济下行压力的重要抓手,是释放民智民力、保持经济稳定增长、避免出现“硬着陆”的重要举措。大众创业、万众创新能激发微观经济主体创新活力、培育企业家精神,有利于大幅度增加有效供给、改造落后供给,对实施创新驱动战略、塑造更多发挥先发优势的引领型发展具有重要意义。2014年以来,随着商事制度改革不断深入,互联网技术与其他行业深度融合,大众创业、万众创新蓬勃发展,2015年全国新登记注册企业数达443.9万户(见表1)。在这一波创业浪潮中,创新的特点十分突出,信息技术与文化金融等领域的创业企业数增长较快。

为充分激发全社会创业创新活力,要全面推进“四众”等支撑平台的快速发展,发挥大众创业、万众创新和“互联网+”集众智汇众力的乘数效应。作为“四众”之一的众筹指通过互联网平台向

作者简介:辜胜阻,全国人大财政经济委员会副主任委员、民建中央副主席,武汉大学教授;杨岫,武汉大学研究生;庄芹芹,武汉大学研究生;吴华君,武汉大学研究生。

社会募集资金以满足个人创业、企业产品开发及经营的融资需求。当前，众筹平台有奖励、捐赠、股权、债券等模式，其中，股权众筹指通过互联网形式进行公开小额股权融资的活动，^[1]能以更灵活的方式为小微企业和创业者提供融资服务，可满足中产阶级的投资需求，被认为是“双创”的“孪生姐妹”。根据世界银行预测，2025 年中国众筹投资规模有望达到 460 亿 ~ 500 亿美元，其中七成到八成将是股权众筹。

表 1 2014 ~ 2015 年全国新注册企业情况

指标/年份	2014 年	2015 年
新登记注册企业数(万户)	365.1	443.9
同比增长(%)	45.88	21.6
注册资本(金)(万亿元)	19.05	29
同比增长(%)	99.02	52.2
全国新登记注册企业中第三产业数量(万户)	287.42	357.8
同比增长(%)	50.03	24.5

数据来源: 国家工商总局网站公布数据。

2014 年政府工作报告首次提出“开展股权众筹融资试点”标志着股权众筹这一新兴的互联网融资方式已从“民间自发”上升到“国家试点”，此后国内股权众筹平台呈迅猛发展态势。据不完全统计，截至 2016 年 3 月底，全国各种类型的众筹平台共 328 家，其中股权众筹平台为 131 家，占比 39.94%。截至 2015 年底，全国股权众筹平台累计成功众筹项目数达 2338 个，累计成功众筹金额近百亿元人民币。平台上线的项目创业创新特点明显，集中分布在移动互联与社交网络、消费生活、智能硬件、娱乐传媒与生活服务等新兴行业领域(见图 1)，反映出股权众筹在支持创业创新中的重要作用。从地域分布看，股权众筹平台集聚程度高，主要分布在京津冀、长三角、珠三角等地区，北京、深圳平台数量最多。随着创业创新深入推进与“互联网+”影响进一步扩大，以京东、阿里巴巴为代表的国内互联网巨头纷纷布局股权众筹业务。以阿里蚂蚁金服集团旗下的股权众筹平台“蚂蚁达客”为例，该平台在 2016 年 2 月为某健康类项目成功筹资 2960 万元，募集完成度达 148%，是当月单笔筹资额最高的项目。该项目在众筹平台不仅获得了融资，而且在个人投资者参与过程中积累了用户基础，实现了推广宣传。阿里大数据平台也将与该项目合作互动。

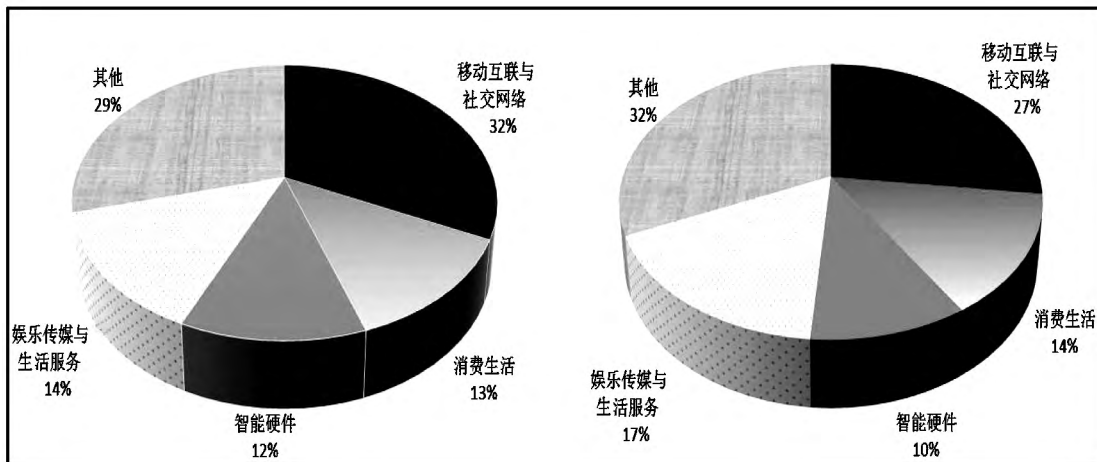


图 1 2015 年股权众筹平台众筹项目数量(左)及成功众筹(右)行业分布

资料来源: 清科研究中心《2016 股权众筹报告》。

股权众筹是互联网金融的有机组成部分和金融创新的重要形式。发展股权众筹对推进大众创业、万众创新具有重要意义。

(一) 股权众筹具有投资人众多、单笔投资额相对较低等特点,有利于分散创业创新风险

创业创新是一项高风险活动,初创企业面临技术、市场、管理、财务、政策等风险,草根创业者往往因耗尽创业资金、融资渠道不足、产品前景不明确等原因导致创业创新活动不能启动或突然中断,正如哈佛大学罗森伯格教授所说“创新的尝试大多情况下以失败告终。”^[2] 股权众筹具有风险分散的功能,作为众多投资人参与的投资,相对于天使投资等传统股权投资,投资门槛较低、单笔投资额度较小,一个创业项目通常有众多跟投人。众多投资者可与创业者共同承担初创企业面临的各种风险,直接减轻每个投资者可能面对的投资失败冲击,大大降低单个投资主体承担的风险压力。同时,创业创新的高风险也伴随高收益,一旦有一个项目创业成功,投资者能共享初创企业的投资高回报,其获得的巨大收益可弥补数个失败项目所遭受的损失。从现有的股权众筹运营平台看,股权众筹的领投人一般由专业天使投资人或风险投资人担任,他们在某一技术领域有专长,对某一方面的市场前景能较准确把握,并且具有较深厚的金融、管理理论知识,有利于分散创业创新面临的技术市场风险。此外,初创企业往往面临信用信息不健全、征信成本过高等难题,而股权众筹平台具有融资便捷、透明公开、交互性强等优势,可通过大数据处理与云计算服务等手段,帮助投资者有效判断项目的可信度与投资价值,有效利用社会资源实现风险分散,提高创业创新的成功率。股权众筹在发现潜在的中小投资者上具有极大优势,能调动中产阶层的投资热情,培养我国投资者的风险意识,集众智汇众力,筛选和发现具有投资价值的创业项目,促进创业创新的良性发展。

(二) 能拓展创业创新投融资新渠道,提高直接融资比重,是我国多层次资本市场的重要组成部分

处于种子期、初创期的小微企业,规模较小、盈利能力低、经营风险高,无法获得银行等传统金融机构的资金支持,面临融资难题。而股权众筹主要面向种子期、初创期小微企业,有专家将其定义为“新五板”。小微企业可越过漫长的上市过程,在项目创意阶段或初创阶段就能通过股权众筹平台获得股权融资,化解融资难题。股权融资作为一种直接融资方式,融资成本低,投资者以资金投入换取一定比例股权,初创企业不需要定期支付利息和本金,没有负债压力。^[3] 初创企业可将全部募集资金投入产品开发创新和企业经营,填补企业从初期研发到最终投入市场盈利期间面临的资金缺口,为初创企业快速发展提供充足的资金支持。

(三) 与众创、众包等良性互动,有利于集聚社会各类创业创新资源

越来越多的股权众筹平台已开始与众创空间展开合作,把战略延伸到创业的线下阶段,进一步为初创企业提供营销、宣传、培训等一站式服务,减少信息不对称,降低创业项目风险。通过互联网平台,股权众筹、众创空间、众包等实现良性互动,形成创业生态圈。众筹、众创和众包的有效对接,不仅能促进投融资双方的沟通,而且能集聚客户、人力、营销等资源,构建多方参与的高效协同机制,为初创企业提供全方位的创业服务,有助于提高人力资本、技术、信息、资金等资源配置效率,拓宽社会大众参与创业创新的渠道与空间,分享改革红利和发展成果。

(四) 在“互联网+”背景下,能更好地助力大众创业、万众创新

高度互联网化是此轮创业创新浪潮的重要特征,而股权众筹也是基于互联网渠道、面向大众的融资新模式。“互联网+”行动计划的推进为二者深入互动创造了有利条件,股权众筹助推创业创新的优势也愈发凸显。股权众筹是“互联网+”背景下重要的金融创新,有利于实现天使投资、风险投资的普惠性,拓宽创业创新优质项目与资本的接触面和潜在对接空间。互联网技术、大数据处理及云计算等应用,为股权众筹在风险识别控制、信息披露、平台管理、投融资者管理等方面提供强大支撑,有效地降低了风险,提高了创业创新的金融支持效率。

二、规范发展股权众筹实现金融创新的对策

我国股权众筹行业在快速发展的同时,也存在综合治理体系尚未形成、行业监管思路不清晰、信息

披露制度不完善、征信体系等基础设施不健全、退出通道不足等问题,服务创业创新能力有待进一步提高。2015年共有40家众筹平台网站无法打开时间超过30天,26家众筹平台转型。为深入推进大众创业、万众创新,实现“众筹”与“众创”的有效对接,要在治理体系、监管模式、信息披露制度、征信体系及退出渠道等方面规范发展股权众筹。

(一) 遵循多元共治的理念,构建政府监管、行业自律、市场主体自治及社会监督等有机结合的治理体系

有序高效的治理体系是股权众筹规范发展的重要保障。当前,股权众筹行业治理体系尚不健全,治理理念与治理模式仍需进一步明确。以单一政府监管为中心的治理模式,难以克服主体多样化、利益多元化、需求差异化等造成的治理困难,在治理实践中难以协调市场各主体间的利益关系。

为规范发展股权众筹,需要构建政府监管、行业自律、市场主体自治及社会监督等有机结合的多元治理体系。多元治理体系蕴含多元共治主体间通过职能分工发挥差异化管理功能,为实现共同利益协商对话、互动博弈。股权众筹行业多元治理体系应是一整套多主体间紧密联系、相互协调的综合治理体系。治理体系应包括政府、行业协会、众筹平台、筹资者、投资者、媒体等主体。其中,政府是多元共治规则及宏观治理框架的制定者。政府要转变监管模式,加快推进互联网金融从部门分割式的监管向功能监管和风险监管转变,形成监管合力。同时,加快行业法规、监管细则落地实施,消除行业发展的法律政策风险,落实责任追究制度。当前,我国股权众筹行业正处在快速发展时期,更需要发挥政府监管在治理体系中的关键作用,防止股权众筹平台“野蛮生长”。行业协会在治理体系中应发挥行业自律作用和监督作用。通过研究组建行业协会,制定行业规范,构建行业内部的专家信息共享和信息披露平台,及时通报行业内部不合规事件,抑制不正当竞争。股权众筹机构作为连接筹资者和投资者的桥梁,要加强自身平台建设,依法经营、诚信经营、审慎经营,提高从业人员专业水平和职业操守,保护投资者的合法权益。强化信息披露,充分发挥市场优胜劣汰的竞争机制,营造良好的生态环境。社交媒体等也是治理体系的重要力量,需要充分发挥媒体在法律框架下的监督作用,强化舆论监督与公众监督,推动行业自律。总之,构建股权众筹行业多元主体治理体系需要各主体明确责任和边界,细化各自权利和义务,发挥互补优势,多主体合力营造健康的股权众筹生态圈。

(二) 发挥各类孵化器和众创空间的筛选培育作用,实现“众筹”与“众创”的有效对接和联动

当前,一批新型孵化器、众创空间正在快速兴起,为实现“众筹”与“众创”有效对接创造了有利条件。众创空间是传统创业服务机构的“升级版”,服务范围更广、服务类型更多样、资源利用效率更高。^[4]据不完全统计,截至2015年底,全国众创空间数量已超1.6万家。但我国股权众筹平台与众创空间大多独立经营,合作深度有限。股权众筹平台一般以筹集项目资金为最终目的,业务范围并未延伸至投后管理的线下阶段。许多创业项目只有方案,创业团队尚未形成,后续项目管理运营缺乏经验,创业面临重重困难。^[5]

为更好实现“众筹”与“众创”对接、线上与线下联动,第一,加强股权众筹平台和众创空间合作与互动,依托“互联网+”新模式,实现投资与孵化相结合。充分发挥股权众筹与众创空间各自优势,为初创企业构建一站式创业服务解决方案。利用互联网平台打破企业边界,以更灵活、更精准的方式配置创业资源,解决创业过程中的资金、营销、培训等一系列问题,促进企业快速成长。第二,股权众筹平台应强化孵化功能,提升配套创业服务,加强融后管理。平台要利用互联网技术和大数据进行项目和资金的供需匹配,以较低成本为优质项目筹集资金,加速创新成果产业化。平台要充分发挥在产业视野、战略洞察和投资经验方面的优势,与众创空间合作进行融后跟踪管理,及时了解项目资金使用情况。第三,众创空间要加快转型,向市场化、专业化、集成化、网络化迈进,打造低成本、便利化、全要素的开放式众创服务平台。线上为股权众筹平台筛选优质项目,线下进行创业项目孵化和创业企业培训,整合全方位的

创业资源,并及时向股权众筹平台反馈项目线下运营情况,共同监督项目运营,严格控制风险。

(三) 发展股权众筹要坚守“底线”,扎紧制度笼子,遵循宽进严管、循序渐进的监管思路,做好平台监管

对股权众筹平台进行适度监管既能控制风险,又能引导行业健康发展,发挥促进创业创新的积极作用。^[6]目前,我国股权众筹行业的监管框架和细则尚不完善,虚假项目上线和搞非法资金池等乱象时有发生。如2014年7月份上线的股权众筹平台e租宝以保本保息、灵活支取为噱头,大量上线虚假项目,非法集资500多亿元,给90万名投资者带来巨大损失。

为维护股权众筹市场秩序,防止违法违规行为的发生,监管创新要与行业创新协调配合,厘清金融创新的边界,守住不发生系统性风险的“底线”。第一,我国股权众筹行业处于起步阶段,应适当放宽市场准入,为行业发展预留一定空间,防止陷入“一放就乱、一管就死”的怪圈。美国在一定范围内豁免了股权众筹的注册义务,在明确股权众筹合法地位的基础上,适当规定有关投资者、融资者、众筹平台等各方的权利与义务。第二,在宽进的基础上,加强事中和事后监管,以“底线”约束行业野蛮生长。股权众筹平台不能搞资金池和虚假项目,也不得承诺或保证项目固定收益,不能异化为非法集资。实行动态监管机制,运用大数据、云计算等技术进行智能化监管,利用随机抽查和信用评级等手段,加强事中事后监督检查。第三,加大对平台违法行为的处罚力度,一旦出现违法违规行为,予以取消资质等处罚。重点关注股权众筹平台的操作透明度、风险控制系统、资金管理等方面,保证用户的资金和信息安全。^[7]通过优胜劣汰,重点发展拥有良好经营管理能力、规范运作、真实可靠的股权众筹平台,营造良好市场生态,促进行业健康发展。

(四) 完善股权众筹平台的信息披露制度和风险识别机制,做好投资者的风险教育,推广“领投+跟投”模式

完善的信息披露制度是平台高效运行和风险识别的基础,但由于股权众筹平台与投资人利益目标不完全一致,出于节约运营成本的考虑,平台在信息披露中存在缺乏时效性、真实性、完整性、主动性等问题。不完善的信息披露制度为虚假项目上线和资金不合规使用创造了有利条件,造成“逆向选择”等问题,影响有限资金的使用效率。

为减少信息不对称造成的风险升高和资源配置效率低下等问题,首先,股权众筹平台要做好创业项目尽职调查、项目团队背景调研,强化信息披露。股权众筹平台要确保项目披露信息的真实性、充分性和及时性。^[8]在项目发布时应披露项目的基本情况、筹资用途和资金使用计划等信息,并根据项目进展,定期披露项目运营情况。在发生项目相关重大事件时,要提供重要风险提示,根据投资项目、投资人、发起人的差异采取不同的警告措施。第二,建立合格投资者制度,确保投资者具有一定的风险识别能力和风险承受能力,加强投资者利益保护。分阶段开展投资者教育,做好投资前股权众筹相关知识普及,主要是开户时风险评估、风险揭示和交易后风险自担警告等风险教育,帮助投资者有效识别风险,打破刚性兑付的不合理预期。对由于股权众筹平台信息披露缺失而导致的投资者损失,应由平台承担一部分责任。^[9]第三,股权众筹平台可采取“领投+跟投”模式,领投人由专业投资机构、天使投资人担任,发挥机构的专业优势识别优质项目,降低投资风险。股权众筹平台要承担筛选领投人的责任,考察领投人的专业知识、社会资本、投资经验、风险承受能力等。社会公众自由选择跟投,根据平台的风险提示并适当参考领投人意见,自行判断,要培养风险意识,避免盲目跟风。如,成立于2010年的Angellist是美国具有代表性的股权众筹平台,平台创造性地采取“领投+跟投”的模式,主要有联合投资(Syndicate)、自行发起联合投资(Self-Syndicate)和基金(Fund)等3种在线投融资类型。截至2015年5月,Angellist平台上已成功完成融资的公司有7395个,且绝大部分成功融资的企业处于种子阶段。

(五) 加强互联网征信体系等基础设施建设,减少信息不对称引发的风险

互联网征信体系是互联网金融健康发展的重要基础设施,是股权众筹助推创业创新的有效保障。为加强互联网征信体系建设,要构建开放共享的互联网金融征信环境,建立覆盖全行业的互联网征信系统,完善相关征信制度建设。连通央行、银监会、证监会、工商局等现有征信系统,实现信息共享和资源整合。丰富征信业务种类和征信机构类型,采集企业经营、纳税、财务等信息,统一行业信用征集标准,并运用大数据模型、云计算技术等对数据进行深度挖掘加工,开发新型信用风险评估产品,发挥互联网金融的信息优势和技术优势。^[10]建立有效的失信惩戒机制,加大对股权众筹融资失信的惩罚,建立失信行为信息记录和披露制度,“一处失信,处处受制”,提高失信成本。此外,要发挥律师、会计师、评级机构等社会第三方力量的监督作用,运用专业分析手段评估项目信用风险,并出具独立第三方评估意见,建立股权众筹第三方信用风险评估体系。^[11]

(六) 提高股权众筹流动性,畅通退出通道,完善多层次资本市场体系

目前,股权众筹的退出方式主要有清算、分红、下一轮融资、兼并收购、上市等,退出周期整体较长。而股权众筹跟投者主要是普通的中等收入者,承担长周期投资风险能力不高。较长的退出周期在一定程度上抑制了许多潜在投资者的投资意愿。

为提高股权众筹市场的流动性,要进一步丰富股权众筹的退出渠道,完善多层次资本市场体系。当前,亟需加快包括股权众筹在内的多层次“正金字塔”式资本市场建设,资本市场上层是主板,然后是创业板和中小板,接下来是“新三板”及区域性股权交易市场(四板),之后是股权众筹、天使投资、VC/PE等股权投资。股权众筹的健康发展要畅通面向“新三板”、区域性股权交易市场的退出渠道,大力推进并购重组。利用新三板市场内部分层建设管理的契机,创新股权众筹与新三板对接模式,缩短投资期限,提高股权众筹流动性,增强对投资者的吸引力。鼓励优质股权众筹项目在发展到一定规模和满足相关条件后,首先与新三板基础层有效对接,在实现退出的同时进行股份制改造及现代治理体系完善,并根据发展阶段继续转层和转板。同时,股权众筹平台可根据投资者对项目持股期限预期与风险偏好,建立投资者分级制度和项目分板制度,对应采取不同的退出方式。探索推动在区域性股权交易市场建立股权众筹交易板块,制定特定的股权众筹份额的转售与流通规则。

参考文献:

- [1] 关于促进互联网金融健康发展的指导意见[EB/OL]. [2015-07-18]. 中国政府网 http://www.gov.cn/xinwen/2015-07/18/content_2899360.htm.
- [2] 辜胜阻,李洪斌,王敏. 构建让创新源泉充分涌流的创新机制[J]. 中国软科学, 2014(1): 11-18.
- [3] 赵科源,于锦雯. 股权众筹助推大众创业万众创新[J]. 理论与实践, 2015(9): 71-73.
- [4] 辜胜阻,李睿. 以互联网创业引领新型城镇化[J]. 中国软科学, 2016(1): 6-16.
- [5] 李玫,刘汗青. 论互联网金融模式下对股权众筹模式的监管[J]. 中国矿业大学学报, 2015(1): 24-31.
- [6] 王建文,郭梦川. 论领投人模式下股权众筹法律风险及其应对方案[J]. 法学论坛, 2016(2): 110-115.
- [7] 任晓聪,和军. 我国众筹融资的现状、问题及进一步发展的建议[J]. 理论探索, 2016(2): 87-91.
- [8] 孙永祥,何梦薇,孔子君,徐廷伟. 我国股权众筹发展的思考与建议——从中美比较角度[J]. 浙江社会科学, 2014(8): 146-151.
- [9] 中国人民银行金融研究所互联网金融研究小组. 股权众筹是资本市场多层次创新的需要[N]. 第一财经日报, 2015-03-03.
- [10] 杨东. 互联网金融的法律规制——基于信息工具的视角[J]. 中国社会科学, 2015(4): 107-126.
- [11] 陈麟,谭杨靖. 互联网金融生态系统发展趋势及监管对策[J]. 财经科学, 2016(3): 49-57.

(责任编辑:李琪)