

众筹投融资本土化及风险管控

刘猛超, 万幼清(副教授)

(武汉理工大学管理学院, 武汉 430070)

【摘要】近年来,在我国金融创新中产生的众筹投融资模式,为我国创意项目的发展和青年创业、中小企业融资带来了福音。但由于该模式尚处于发展初期,加上我国还没有相关的监管措施,所以还面临着众多的问题需要解决。本文就众筹投融资在我国本土化发展和面临的风险及其控制问题进行了探讨,并提出了解决问题的思路和相应的控制措施,可为众筹投融资模式的进一步发展和完善提供借鉴。

【关键词】众筹; 投融资; 本土化; 风险管控

一、引言

众筹(**Crowdfunding**)是指筹资人用项目通过互联网平台来吸引普通众多投资者进行投资,从而筹集到所需资金的行为。众筹投融资正如其概念自身的含义,它具有受众面广、融资成本低、融资速度快的特点。基于此,有一些学者将其解读为众包和微型金融相结合的衍生品,投资者可以投出少量的资金从融资者那里获得一定的回报(可以是实物可以是股权),有些众筹项目还可以让投资者参与项目的实施。**Hal Varian (2011)**认为,众筹非常适合于那些创造知识产权的行业。

众筹按募资形式可以分为捐赠模式、回报模式、债权模式、股权模式四种。众筹融资起源于美国,**ArtistShare**公司作为众筹的先锋平台于**2001**年在美国成立。在**2009**年**4**月,**Kickstarter**网站建立并发展成今天世界上最大的众筹融资平台。世界上第一个股权众筹平台**Angellist 2010**年也诞生于美国硅谷。

我国引入众筹投融资概念的时不长,至今只有几年,**2011**年**7**月,“点名时间”的上线成为我国第一个众筹模式的融资平台,后来又出现了诸如创投圈、大家投、众筹网、天使汇等融资平台,并且成功为一些创意项目筹得了资金。众筹模式为我国中小企业融资难、融资成本高问题的解决增加了新的途径,同时为广大大有志青年创新创业提供了融资途径,有利于促进科技创新,促进新想法新创意的实现,有利于增加就业岗位,保持社会稳定。尽管如此,我国的众筹投融资仍处在初级阶段,缺乏对众筹投融资的监管措施。

2014年**11**月**19**日,李克强总理在国务院常务会议上宣布开展股权众筹试点工作,这标志着众筹融资有了政策的支撑,在必将推动众筹融资进入了一个新的阶段。在此之前,我国众筹融资仅涉及到了捐赠模式和回报模式

两种,因在法律上与非法集资难以划分,对债权模式和股权模式则鲜有涉及,如今中央对股权众筹的支持让众筹融资的发展有了更光明的前景。基于此,本文对众筹融资的本土化发展及其所带来的风险与管控进行了探讨。

二、中美众筹投融资的比较

首先,从众筹融资的起源时间来看,美国众筹融资起源于**2001**年,而我国起源于**2011**年,落后**10**年时间。

其次,从众筹融资的类型来看,美国早先也只涉及捐赠与回报式众筹,对股权众筹由于法律的限制鲜有涉及,但由于股权众筹对投资人有很大的吸引力,更易募得资金,这促使国家出台政策将其合法化,于是在**2012**年**3**月美国颁布了**JOBS**法案,放开了股权众筹,而我国在今年**11**月**19**日才准备进行试点。

第三,从众筹融资的监管机制来看,美国在**2012**年**3**月出台了**JOBS**法案,还陆续地在出台一些细则,而我国对于众筹投融资尤其是股权众筹的监管法规还在酝酿之中,尚未正式出台。

第四,从融资人目的来看,美国融资人多利用新创意、新项目构筑平台募得启动资金,而我国筹资人则多利用一些比较成熟的品牌项目构筑平台进行宣传筹资。失去了众筹支持创意项目的初衷。

第五,从融资规模来看,国内众筹平台**2014**年突破**100**家,据中国电子商务研究中心(**100EC.CN**)监测数据显示,**2014**年上半年中国众筹行业发生融资事件**1 423**起,募集总金额**1.88**亿元,其中有**1.56**亿元来自股权众筹。而美国在**2013**年底就已经有**344**个众筹平台,美国众筹模式共发生募资案例近**5 600**起,实际募资金额达到**21 508.61**万美元,募资成功率为**206.28%**。根据官方数据,美国众筹平台**Kickstarter****2013**年有**300**万用户为其接近**2**万个项目共筹资**4.8**亿美元,截至**2014**年**3**月,通过该平

台实现的额资已超过10亿美元。而我国点名时间却在2014年4月结束众筹项目转型做了预售。

第六,从投资人数来看,我国各众筹网站投资人数总和也就20多万人,而美国单从2014年上半年数据来看,活跃的投资人数就近281万人。另外,由于我国法律的限制,每个项目的投资人参与人数也很少,这样一来再兼顾风险考虑,每个项目的筹资额度也不会很大,所以现在的众筹平台对高科技的研发项目还不是很适用。

第七,从项目发布内容来看,美国众筹平台发布的创意项目原创设计的很多,并且涉及的门类也很多,自主创新能力较强,而我国众筹平台发布的项目多是餐饮类、文艺类以及一些低端的产品设计,设计门类较少。

三、众筹投融资本土化的推进

(一)众筹投融资本土化存在阻力

首先,来自国家政策的阻力。我国尚没有关于众筹投融资的相关法律政策,很容易让人们将众筹联想为非法集资,《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》规定,违反国家金融管理法律规定,向社会公众(包括单位和个人)吸收资金的行为,同时具备下列四个条件的,除刑法另有规定的以外,应当认定为“非法吸收公众存款或者变相吸收公众存款”:①未经有关部门依法批准或者借用合法经营的形式吸收资金;②通过媒体、推介会、传单、手机短信等途径向社会公开宣传;③承诺在一定期限内以货币、实物、股权等方式还本付息或者给付回报;④向社会公众即非特定对象吸收资金。另据《公司法》规定,成立股份有限公司的股东人数不能超过200人,成立有限合伙制的股东人数不能超过50人。上述规定,无疑给众筹投融资在推广方面、筹资回报方面、投资人选方面设定了限制,让更能激励投资者的股权不能作为众筹的砝码。

其次,来自众筹平台的阻力。我国众筹融资刚刚兴起,为了能够获得更强的竞争力,众筹平台更愿意接受一些成熟的且有一定规模和成就的项目进行融资,以提高其在行业的公信力。这让一些处于初创期的创意性项目得到较少的融资机会,不利于我国自主创新的发展,尤其是在科技领域的创新。众筹平台缺乏完善的信用体系以及管控机制,存在欺诈风险,无法取信于众多的投资者,在一定程度上阻碍了我国众筹投融资的发展。

再次,来自潜在投资者的阻力。我国虽然人口众多,但是参与众筹投资的人还很少,一方面是由于众筹平台的限制,另一方面是由于我国普通大众比较保守,还不能够接受这种新兴的融资舶来品,对其风险性还不太了解,要使我国投资者接受还需要一个过程。

最后,最大的阻力来源于众筹投融资的风险,包括内含风险与外在风险,因此,众筹能否更好地发展主要取决于其风险的管控是否到位,笔者将在第三和第四部分介

绍众筹投融资的风险与管控。

(二)大力促进众筹发展

众筹投融资在我国的良好发展需要克服以上阻力和一些潜在的阻力。首先,应在法律法规上予以支持和约束,以确保众筹投融资向着正确的方向发展。应在严格投资者准入条件的同时放开投资者数量限制,这样有利于风险的分散。其次,成立众筹平台行业协会,进行行业自律,制定行业规章制度,严格规范项目审核,保证项目质量,提高众筹融资信用度。再次,加强投资教育,使更多的投融者了解众筹投融资的意义和项目风险,增强投资者的风险防范意识。

在上述基础上,我国众筹投融资还应向着专业化,更加线上化方向发展。专业化发展可以弱化风险,更具有专业性,因为众筹平台对某一行业深入了解后更容易进行该行业项目的审核,更能够判断该类项目是否具有发展潜质和风险大小,如此更能够保护投资者的利益。同时,这样可以容纳更多的众筹平台交错发展,减少不良竞争的产生。专业化不单指行业间的专业化,还包括行业内的细分,比如有的可以专门做初创项目的融资,有的则可以做成成熟项目的融资,即为现在的中小企业进行融资,解决这些企业融资难的问题。更加线上化是指充分利用互联网平台进行投融资的交易,减少线下活动,使互联网更加方便快捷地服务于众筹。

另外,众筹平台将来可能发展为两类:一类面向大型科研项目,这类众筹融资数额大,投资人投资数额大,所以面临的风险也更大。为了降低风险,众筹平台应该拥有一套严格的项目审批程序、投资人准入机制,投资人最好是投资机构和一些具有相当实力的私营业主。当然众筹平台还可以与科技保险机构联动,为我国自主创新发展、科技进步,为投资人的投入资产保驾护航。另一类可以面向一般性的项目,这类项目融资数额小,投资人投入数额也不用太大,在项目严格的审核程序基础上可以适当降低投资人准入门槛,让更多的普通投资者参与其中。这样在管理上会更具专业化,更具效率性。

四、基于风险传导理论的众筹投融资风险管控机理

推进众筹投融资更好地服务于我国的经济建设,既要着力克服其面临的阻力,又要加强对其面临的风险的管控。而任何风险都有传导性,众筹投融资面临的风险也是如此。下面,笔者根据风险传导理论,就众筹投融资的风险管理问题进行探讨。

(一)众筹投融资的风险传导要素

1. 众筹投融资的风险源。可以从环境层面、治理层面、业务层面三个维度来认识众筹投融资的风险源,如表1所示。也可以将其分为宏观层面、众筹平台层面、融资人层面、投资人层面四个维度来观察。只有认清风险源头,才能从根本上去管理和控制风险。

层面	常见风险
环境层面	市场风险(恶性竞争、市场欺诈等)、法律风险(企业组织、企业合同、知识产权等)、政治风险(政策干预、国民经济重心、违约等)、利率风险、信用风险、挤兑风险、经济下行风险
治理层面	股权结构风险、董事会风险、监管风险、融资人审批风险、人力风险、投资人审批风险、道德风险、制度风险
业务层面	项目风险(环境风险、技术风险、知识产权风险、资金管理风险、配套风险、协作风险、信息风险(不对称)等)、营运风险(市场策略、管理制度、目标设定失当,业务流程缺乏监管等、信息与沟通受阻、监督不到位等)、财务风险(信用风险、资产安全、各项财务指标是否正常、信息披露是否准确等)

从环境层面来看,众筹投融资的风险主要来源于市场环境、经济环境、法律环境、信用环境、社会环境、政治环境等。市场环境方面的风险主要有项目市场不景气、恶性竞争、市场欺诈等导致的风险。法律环境风险主要涉及合同设计是否合法合规合理、知识产权纠纷、市场监管等;来自政治环境方面的风险主要有政策的干预、国民经济重心的调整力度、宏观政策的变化会直接影响众筹平台的运作,国民经济重心的调整会影响项目的景气程度,从而影响众筹的风险程度,不过,一般情况下来自政治方面的风险很小。社会环境的风险主要指媒体大众对众筹的挤兑风险,即当众筹投融资发生失败案件或丑闻时,媒体会大肆宣传,以致给大众留下不好的印象,让更多的潜在投资者不敢涉足众筹领域。信用环境风险是指国民素质有待提高、国民信用体系有待完善、信用度不高环境下的投资人和融资人往往会发生欺诈行为,从而给众筹带来风险。经济环境风险主要是宏观经济增速放缓,经济下行给众筹的发展带来较大的不确定性。

从治理层面来看,众筹投融资面临的风险源主要包括众筹平台的治理和融资人的治理。从平台治理来说,存在监管风险、人力资源带来的职业风险、道德风险、制度风险;从融资人的治理来说,存在股权结构风险、董事会风险、制度风险等。这些风险都是相辅相成的,不是单独存在的,当项目审核人员审核不到位或者不道德行为(比如融资人与审核人员勾结)有可能带来监管风险,使得有问题的项目进入融资平台。而融资人的股权结构的变动会带来一定的风险性,比如西少爷肉夹馍就是在成功融资后由于股权纠纷导致投资人面临无法收回投资和获益的风险;还有就是制度风险包括众筹平台的制度和融资人的内部管理制度的漏洞所带来的风险。

从业务层面来看,各个企业所面临的共性风险主要指项目风险、营运风险、财务风险等,具体风险详见表1。这里强调一下项目风险,因为项目的好坏直接关系到投资人的利益,我们通过众筹平台看到的项目介绍只是融资人的一己之言,是否如其所言难以判断,尤其像我国目

前众筹平台上所列项目大多是餐饮类的,至于餐饮品是否如其所描述的那样好吃,计算机跟前我们无从品尝,这就导致了信息的不对称,必然会产生风险,因为一旦市场运作不了就会使投资者的利益受损。在资金管理上,融资人是否会挪作他用等都是问题。技术风险主要针对的是众筹平台和一些科技型项目,众筹平台要有强大的防黑功能,保护融资者知识产权和投资人的资金与个人信息的安全。科技型项目的技术风险主要指其开发成功与否的风险和技术能否被受众接受的风险。

为了明确风险的责任主体即风险源的制造者,我们可以从宏观层面、平台层面、融资人、投资人四个参与者角度考察众筹投融资潜在的风险源,如表2所示:

层面	常见风险
宏观层面	法律风险、政策风险、经济风险、监管风险、挤兑风险、利率风险
平台层面	技术风险、营运风险、审核风险、信息传递风险、人力资源风险
融资人层面	监管风险、道德风险(欺诈风险)、股权分配风险、经营管理风险、财务风险(特别是资金使用方面)、信用风险、项目风险、制度风险(内部控制风险)、违约风险、人力资源风险、知识产权风险
投资人层面	道德风险(窃取知识产权)、违约风险、协作风险(给融资人施加阻力)

2. 众筹投融资的风险传导载体。这里的风险传导载体的实质是指风险的来源,它可分为资金流、物流和信息流三类。邓明然教授将风险传导的载体分为隐性载体和显性载体,其中隐性载体包括信息流、行为、政策、法律、道德等;显性载体包括资金流、物流和技术流等。而众筹投融资的风险在传导过程中的载体也不例外,比如法律风险的载体是法律,政策风险的载体是政策,监管风险、审核风险、经营管理风险、人力资源风险的载体是行为,欺诈风险的载体是道德,信息传递风险的载体是信息流,财务风险的载体是资金流,技术风险的载体是技术等。各个风险之间也有可能相互触发,那么触发之后的风险就会搭着各自的载体进行传导,比如信用风险会触发财务风险,载体便会由道德转到资金流上面。

3. 众筹投融资的风险传导路径。风险传导路径是指众筹风险在传导过程中所走出的路线,如图1所示。众筹投融资的风险依照审查与审批流程、实施流程、资金流程进行传导,其在准备阶段所涉及的传导路径主要是审查和审批流程,包括国家监管机构对众筹平台的审查与审批,众筹平台对投资者和融资者的审查,众筹平台对项目的审查与审批等。在投中管理与投后管理所涉及的传导路径主要是实施流程与资金流程,风险会沿着实施过程所触及的利益主体进行传导,同时也沿着资金的流向传导,传递给接触资金的主体。

图1中的三角形表示流程中的可控制点,也就是风险阀设置点。图中所示的流程是我国众筹平台目前所采取的流程,各个平台间风险的差异主要指风险控制措施的不同。投后管理流程既包括众筹平台对投资者服务的管理和对未用资金的管理,也包括融资者对企业经营的管理和资金使用上的管理。比如,监管风险会搭载监管法规沿着监管审查流程进行传导,可能出现不合格的众筹平台进入市场,从而出现不合格的融资者带着不合格的项目进入平台筹资,随着筹资活动的进行,风险会随着资金的流动传导到各个参与主体,致使其受损。

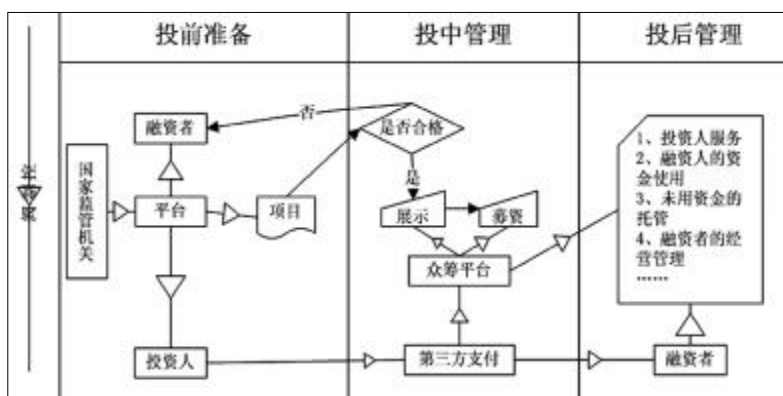


图1 众筹投融资风险传导路径与控制节点

4. 众筹投融资的风险传导受体。风险传导受体是指风险的接受者。在众筹投融资过程中,风险受体有可能是投资者,也有可能是众筹平台和融资者。鉴于投资者的资金存在容易受损的风险,所以一般情况下投资者会受到重点保护。而当投资者受到风险侵害时,多数情况下融资者也已经受到风险的侵害。可见,众筹平台有可能遭受信用风险,即众多投资者因受到损害而不再信任某家众筹平台。另外,也有特殊情况,就是融资者合伙众筹平台进行欺诈,然后携带款项跑路,导致投资者受损。

(二)众筹投融资的风险传导特性

众筹投融资的风险小于普通投融资风投,因为众筹是将融资总额分散到众多的投资者当中,从而分散了风险。在风险的传导上其具备了一般特性:

第一,众筹投融资的风险传导具有客观性,市场存在风险,而众筹是市场的参与主体,必然会受到风险的影响,遇到风险不可避免,就像人类不能消灭规律,只能利用规律,改变规律产生作用的条件,从而趋利避害一样。因此,众筹应利用风险传导的特性去规避风险。

第二,众筹投融资的风险传导具有复杂性,这是由风险传导的双向性决定的。风险传导的双向性是指风险既可从A传到B,也可从B传到A,这就使得各投资者与融资者之间或者投资者与众筹平台之间、众筹平台与融资者之间的风险传导形成一个网络结构,风险在这个网络里依托着载体沿着路径在各个主体之间进行传导。

第三,众筹投融资风险传导具有依附性,它是指风险必须依附着一定的载体才能进行传导,比如法律风险会搭载着法律的载体传导到法律适用的地方。另外,它还具有耦合性,这是指各种风险源产生的风险在某个节点会耦合到一起,使风险加剧,这也是风险传导的重要特性,邓明然教授在其论文中对此做了详细论述。

第四,众筹投融资的风险传导具有可控性,也就是说众筹风险在其传导的各个节点上可以做好防御措施,从而将风险消灭或者使之弱化。众筹作为互联网金融的一部分,其风险还具有传播性强、瞬时性快、虚拟性高等特点,这些都是依靠互联网技术产生的特性,这些特性使得控制风险有一定的难度,比如当风险还没意识到的时候就已经传播开来,这是因为它还具有高端化的特征。

五、众筹投融资本土化过程中的风险控制措施

1. 管好风险源,进行实时监控。一切风险的源头都可以归结为行为的存在,只要有行为,就会有遭遇甚至发生风险的可能。随着经济社会的发展进步,行为必须与时俱进,否则就会发生风险,所以说风险的源头不会被消灭,只能实时地进行监测。只有管

控制住行为紧跟时代的步伐,才能控制好风险源不致造出更多的风险。比如法律风险如果深究的话,它源于法律制定行为,只要法律以及政策的制定跟得上众筹融资模式的发展,这样就能管理好众筹,不致其出现危害社会的风险。

2. 让载体不再搭载风险,使得风险无处可遁,致使胎死腹中。这里的关键是要完善好相关的法律法规和制度载体,控制好相应的行为载体和信息载体,管理好相应的资金载体,让这些载体对可预见的风险不再搭载,这样便会让相关法律法规和制度的实施、信息的传播、资金的使用更加安全可靠。在众筹风险控制中,做好载体的风险控制工作非常重要,主要包括:完善相关的法律、政策,控制信息传播,增强技术能力,保护网络安全,控制资金使用,加强相关人员素质教育,谨慎运作等,尤其要注意防止风险的滋生与耦合作用的产生。

3. 设置控制阀,切断传导路径。从图1可以看出,在整个众筹投融资的经营管理流程中,各个主体之间、各个步骤之间都需要进行风险管控,也就是说都需要设置控制阀。图中在众筹平台与投资者、融资者之间对资金的监管上引入了第三方支付平台,这个第三方应该是合法的金融机构,否则就没有法律效力,从而滋生风险。另外,笔者认为在融资者与众筹平台和投资者之间再引入一个第三方,即担保方,目的是使项目的真实性、可靠性得到保障,让投资者更能放心地投资,同时为投资者风险赔偿资金的追偿增加了渠道,更具有可靠性。

	<ol style="list-style-type: none"> 1、国家监管机关出台监管措施,包括平台营运资格审查措施,平台所有人信用审查措施,平台营运模式的合法性监督措施 2、国家司法机关出台相关的法律法规,使众筹融资有法可依 3、媒体监督要负责,传播信息要真实可靠
	<ol style="list-style-type: none"> 1、审查融资者信用度,是否有不良融资史 2、审查融资者的项目,包括提供资料的完备度、项目的可信性 3、评估项目融资额是否恰当 4、众筹平台要提高技术水平,完善经营模式,保护融资者的知识产权 5、职业人员要有职业道德
	<ol style="list-style-type: none"> 1、审查投资者的抗风险能力 2、确定投资者的可投资金额或者是投资上限 3、平台提供投后服务,可提供投资风险赔偿,充分保障投资者利益 4、对投资人进行风险教育,让其明确投资风险
	<ol style="list-style-type: none"> 1、众筹平台不能直接接触资金,资金必须由第三方托管 2、当募资额达到要求,平台下拨款指令,第三方按比例分次拨款,不能一次到账 3、众筹平台的收益也由第三方平台支付
	<ol style="list-style-type: none"> 1、第三方支付平台控制融资者的资金使用,防止滥用、挪用 2、融资者需要支取资金时,必须有项目执行阶段与资金使用情况以及平台同意支付的材料证明
	<ol style="list-style-type: none"> 1、第三方应了解掌握投资者信用情况、投资能力 2、投资者的收益由第三方支付,保障投资者资金安全
	<ol style="list-style-type: none"> 1、融资者可以向投资者提供第三方担保、保证项目的真实可靠和索赔权 2、投资者的投资收益分配制度要完善 3、融资者的经营管理制度要完善,将经营管理风险降到最低

图 2 众筹风险传导路径上的控制点

图 2 列出了一般情况下众筹投融资风险传导路径上的控制点设置。在这些控制点中,最急需的应该是建立相关法律法规和监管机制,因为我国众筹一直处在法律模糊地带,其法律地位没有确定,同时也没有相关的政策环境促使其发展,近期政府的股权众筹试点应是一个良好的开端。另外,众筹平台在对融资者的信用进行审查时也可以进行评级,依据级别确定可融资金额。

4. 增强受体的抗风险能力。这要求严格管控好投资者进入的渠道,比如,在资质方面应要求投资者进入必须拥有一定的资产和固定的收入来源,而且投入的金额按照其所拥有的资产比例和收入比例确定。美国目前就设置了这样的进入门槛。但须注意,在这个问题上往往容易造假,众筹平台也不好进行监控,这就需要国家完善全民信用体系,赋予众筹平台有权力调查投资者的抗风险能力。另外,风险共担也可以增强受体的抗风险能力,将风险按收益比例分散到融资人、平台和投资人之间,减轻个体承受风险的强度,增强受体的抵抗能力。

主要参考文献

陆晖.众筹法律属性及监管思路之探讨——借鉴美国小额发行制度[J].当代经济,2014(8).

刘妹妹.众筹融资模式的发展、监管趋势及对我国的启示[J].金融与经济,2014(7).

王光岐,汪莹.众筹融资与我国小微企业融资难问题研究[J].新金融,2014(6).

徐洁,隗斌贤,揭筱纹.互联网金融与小微企业融资模式创新研究[J].商业经济与管理,2014(4).

刘志坚,吴珂.众筹融资起源、发展与前瞻[J].海南金融,2014(6).

李文娟,严丹荔,郭迎雪,付方方.中美网络众筹融资模式比较研究——以Kickstarter和点名时间网站为例[J].国际商务财会,2014(8).

孙永祥,何梦薇,孔子君,徐廷玮.我国股权众筹发展的思考与建议——从中美比较的角度[J].浙江社会科学,2014(8).