

doi:10.16060/j.cnki.issn2095-8072.2020.01.009

新业态金融风险的回应性监管 ——以网络股权众筹平台为例^{*}

冯彦杰 齐佳音

(上海对外经贸大学工商管理学院, 上海 201620)

摘要: 股权众筹融资模式是一种典型的新业态互联网金融模式。处于股权众筹融资产业链核心的股权众筹平台近年来快速发展, 并伴随着道德风险、法律风险、投资风险和管理风险4大风险类别。基于回应性监管原理, 对金融新业态的回应性监管, 在行业发展初期应该采取超罚策略与鼓励强化自我监管策略同时使用的方法, 使全行业树立底线思维, 防止大规模道德风险的产生。同时应通过监管逐步升级、引入和加强第三方监管、倡导强化自我监管、加强与行业内发展较快企业的沟通等多种方式建立多方共治的“大监管”格局, 防止严重的法律风险、投资风险发生, 并改善管理风险。

关键词: 新业态金融; 股权众筹; 回应性监管; 扎根理论; 风险监管

中图分类号: F832.1/F724.6 **文献标识码:** A **文章编号:** 2095-8072(2020)01-0101-10

一、引言

在大力提倡创业创新的国家政策背景下, 各种新业态在中国被快速创生出来。对于新业态的监管, 由于无国内外现成法律法规等可循, 如何在鼓励创新和预防风险之间寻到一个平衡成为监管的难点。如何处理好发展与监管的矛盾, 改善“一放就乱、一管就死”的问题, 在当前经济新业态层出不穷的发展背景下, 具有重要的研究意义。

股权众筹是一种典型的金融新业态。中国证券业协会对股权众筹平台的界定是: “股权众筹平台是指通过互联网平台(互联网网站或其他类似电子媒介)为股权众筹投融资双方提供信息发布、需求对接、协助资金划转等相关服务的中介机构”。^①在国家大力提倡改革与创新的大环境下, 金融市场也在经历不断的变化, 其趋势之一是从以银行为主导的间接融资方式转向以资本市场为主导的直接融资模式,^②股权众筹模式的诞生为增加直接融资渠道做出了贡献, 为解决中小微企业“融资难”问题提供了新途径。作为一种新生的创新融资方式, 如何运作才能使得风险可控, 行业可以良

^{*} 基金项目: 本文受国家自然科学基金重大研究计划(项目编号: 91546121)、国家社科重大研究项目(项目编号: 16ZDA055)、教育部人文社会科学研究规划基金项目(项目编号: 16YJA630011)资助。上海对外经贸大学工商管理专业研究生张超亿和孙传超参与了数据收集和文本编校, 特此致谢。

^① 中国证券业协会. 关于就《私募股权众筹融资管理办法(试行)(征求意见稿)》公开征求意见的通知[Z]. 中国证券业协会, 2018.

^② 吴晓求. 中国金融监管改革: 逻辑与选择[J]. 财贸经济, 2017(7): 33-48.

性发展,监管和业界都还处于摸索之中,监管规范也还没有到位,从而导致较高风险的存在。

股权众筹平台在股权众筹活动中,是联结融资者、投资者和监管机构等利益相关者的中心节点,是股权众筹监管的核心。^①鉴于此,本文基于回应性监管的思想,首先对网络股权众筹平台可能产生的各种风险进行分析,找出关键的风险因素和类别,其次基于回应性监管的原理,提出针对不同类型的风险,采取不同监管策略的建议。这对我国股权众筹平台的风险监管以及投资者进行风险自我防范具有较强的现实意义。同时,为如何将回应性监管应用于新业态中进行理论探索。

二、文献回顾

回应性监管理论最早由耶鲁大学法学院和管理学院教授伊恩·艾尔斯(Ian Ayres)、澳大利亚国立大学监管研究所的约翰·布雷斯维特(John Braithwaite)于1992年提出。^②经过20多年的发展,该理论已经成为国际上监管治理领域最具影响力的理论之一。^③回应性监管理论倡导建立混合型的监管体系,将管制权在政府和非政府机构之间进行合理分配,并且将政府和非政府部门之间的互动纳入政府制定监管政策时的考虑因素。^④基于互动和管制权分配这两个基点,这一理论目前正从两个方向上不断丰富自己:一是纵向的基于监管互动的监管策略“金字塔理论”及其衍生理论,二是横向的、关于监管主体间监管权分配的方案。国外研究和实践表明,将回应性监管用于风险监管是非常有效果的。回应性监管理论在我国的研究成果尚不多见,将回应性监管理论用于新业态和金融风险监管的研究更是比较少。^⑤

关于股权众筹这种新业态所涉及的风险,国外学者从法理、融资项目等角度做了研究,认为股权众筹存在很高的欺诈风险、项目失败风险和信用风险。^⑥汪振江、龚鹏程等认为我国的股权众筹平台在法律上与非法集资犯罪问题、非法发行证券问题和证券法理念有冲突。^⑦李华认为股权众筹融资模式存在融资人与领投人合谋欺诈投资者的风险。^⑧宋坤等指出股权众筹平台面临着投资人盲目投资风险、项目估值风险、项目前景判断风险等。^⑨

总体上看,现有的关于股权众筹风险的研究比较分散,基本都是基于某单个学术领域如管理领域、法律领域等视角,还没有构建出系统和全面的风险评估体系,也没

① 樊云慧. 股权众筹平台监管的国际比较[J]. 法学, 2015(4): 84-91.

② I. Ayres, J. Braithwaite, *Responsive Regulation: Transcending the Deregulation Debate*, New York: Oxford University Press, 1992.

③ 杨炳霖. 监管治理体系建设理论范式与实施路径研究——回应性监管理论的启示[J]. 中国行政管理, 2014(6): 47-54.

④ 刘鹏, 王力. 回应性监管理论及其本土适用性分析[J]. 中国人民大学学报, 2016(1): 91-101; 杨炳霖. 回应性监管理论述评: 精髓与问题[J]. 中国行政管理, 2017(4): 129-135.

⑤ 肖宇. 构建互联网金融的回应型监管模式[J]. 探索与争鸣, 2018(10): 26-28.

⑥ M. B. Dorff, “The Siren Call of Equity Crowdfunding”, *Journal of Corporation Law*, 2014, 39(3): 493; E. Mollick, “The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study”, *Journal of Business Venturing*, 2014, 29(1): 1-16.

⑦ 龚鹏程, 王斌. 我国股权众筹平台监管问题研究[J]. 南方金融, 2015(5): 56-58; 汪振江. 股权众筹的证券属性与风险监管[J]. 甘肃社会科学, 2017(5): 155-161.

⑧ 李华. 我国股权众筹投资者权益保护机制之完善[J]. 南京社会科学, 2016(9): 101-107.

⑨ 宋坤, 李永清. 基于众筹平台角度的众筹融资模式风险分析研究[J]. 经济问题, 2016(12): 47-51.

有成体系的策略建议。另一方面,研究大多从理论探讨、单个案例或逻辑演绎出发,基于多案例或者多数据来源的实证性研究比较少见。

结合国外运用回应性监管进行风险监管的经验,对股权众筹平台风险的监管首先需要对风险进行全面评估和分类,其次应针对不同等级和种类的风险主体采取差别化的监管措施。^①因此本文按照以下的思路开展股权众筹平台风险的回应性监管研究:首先基于扎根理论的研究方法,通过访谈和资料分析,识别出股权众筹平台的关键风险因素;其次在这些关键风险因素的基础上,进行风险的分类;最后基于回应性监管的原理,提出对于股权众筹平台这一新业态回应性风险监管的策略。

三、研究设计

(一) 研究样本来源和描述

本文通过众筹之家和天眼查、企查查等第三方信息平台,整理收集了国内110家股权众筹平台的相关信息,然后选择了具有典型代表性,同一模式不同背景的16家平台作为研究样本信息采集对象。信息收集首先包括平台上展示的投融资项目操作规则说明,如项目发起规则、投资流程、信息披露内容等。之后研究小组人员以投资者身份,根据拟好的访谈提纲,对这些平台开展电话访谈。访谈提纲的问题内容包括平台人员资质审核办法、领投人审核办法和流程、投资者适当性审查办法、项目尽职调查办法、信披准则、投资注入和后续管理流程、风险控制制度和办法、投资收益管理办法等。访谈和研究过程参照艾森哈德(Eisenhardt)提出的田野调查建议:访谈时录音,并在结束后的24小时内完成文字整理、归纳和条理化。^②

参考米勒(Miller)等^③的建议及卡蒂诺(Cardinal)^④等所采用的方法,为提高完备性和客观性,我们在访谈和资料收集采取了如下方法:采用自由回答而非强制回答的访谈模式,访谈对象可以选择不回答他们没有把握的问题;为交叉检验访谈对象的回应和答案,采用相似或相近的提问方法采访不同的访谈对象;使用二手资料对访谈纪要进行核实、比对,使得研究者对资料的理解和分析更深入、准确、全面。

研究样本的描述性统计指标如表1所示。

选取的16个数据收集采访对象平台都是采用领投+跟投这个比较主流的网络股权众筹融资模式的平台。在这种模式中,领投人对融资项目进行尽职调查,自己首先进行资金投入或承诺投入,在项目融资成功后,作为股东代表负责对创业项目进行投后管理监督并负责与融资项目公司、小股东投资者的信息沟通。^⑤为保证质性分析的信

① 杨炳霖. 回应性监管理论述评: 精髓与问题[J]. 中国行政管理, 2017(4): 129-135.

② K. M. Eisenhardt, "Building Theories from Case Study Research", *Academy of Management Review*, 1989, 14(4): 532-550.

③ C. C. Miller, L. B. Cardinal and W. H. Glick, "Retrospective Reports in Organizational Research: A Reexamination of Recent Evidence", *Academy of Management Journal*, 1997, 40(1): 189-204.

④ L. B. Cardinal, S. B. Sitkin and C. P. Long, "Balancing and Rebalancing in the Creation and Evolution of Organizational Control", *Organization Science*, 2004, 15(4): 411-431.

⑤ 邱勋, 陈月波. 股权众筹: 融资模式、价值与风险监管[J]. 新金融, 2014(9): 58-62.

表 1 研究样本描述性统计

	平均值	最大值	最小值	标准差
上线年/月	2014/7	2016/2	2010/4	
项目数(个)	39.94	138.00	5.00	37.4
筹资成功率(%)	64.63	100.00	0.00	30.6
平台个数	16			
平台名称	蚂蚁天使	开心投	投投乐	蚂蚁达客
	原始会	百度百众	云筹	头狼金服
	大家投	聚募	融e邦	众投邦
	京北众筹	牛投网	同筹网	投行圈

度, 研究中将案例平台分成实验组和验证组, 其中实验组的12家平台用于质性研究中的概念、范畴和理论提取和不断修正, 直到概念已经充分饱和, 再也检验不到新概念, 之后再用验证组的4家用于模型饱和度检验。

(二) 研究方法选取

本文主要结合内容分析和扎根理论的质性研究方法, 通过对访谈和二手资料进行编码, 识别股权众筹平台的风险因素和风险类别。

扎根理论是由格雷瑟 (Glaser) 等提出的。^①经过50多年的发展, 扎根理论已经成为一种被广泛接受和使用的研究方法。它基于对日常真实生活的仔细观察以及被观察者自身对事件的理解, 进行人类行为理解, 归纳生成新的结论。扎根理论研究方法的研究程序包括: 开放性和选择性编码、不断比较、理论性采样、理论性饱和、理论性编码、写备忘录和手工整理备忘录等。^②

之所以选取内容分析法和扎根理论的质性研究方法, 主要因为: (1) 股权众筹平台的风险研究在产业发展初期, 风险尚未全面大规模爆发的情况下, 不适合通过量化研究方法进行探究。通过定性研究, 基于调查、访谈、问答互动, 可以较为直观和系统地对风险进行理解性诠释, 实现进行横向理论建构这一研究目标。(2) 股权众筹平台风险的回应性监管是一个新的研究探索, 探究如何将市场监管风险归因与回应性监管策略联系起来, 选择以质性研究方法更符合实践的需求和理论的生成过程。

(三) 研究过程和理论建构

1. 抽样和开放性编码

本文使用内容分析法^③进行原始抽样, 从所调研到的文本中, 抽取与研究目标相关的语句后, 进行下一步的开放性编码。研究者并没有任何事先设想的编码, 而是完全保持开放的态度, 通过初始抽样、概念化和范畴化以及不断地比较, 为原始抽样中

① B. G. Glaser, J. Holton, "The Discovery of Grounded Theory", *Strategies for Qualitative Research*, 1967, 3(6): 377-380; I. Walsh, J. A. Holton, L. Bailyn, et al., "What Grounded Theory Is...A Critically Reflective Conversation among Scholars", *Organizational Research Methods*, 2015, 18(4): 620-628.

② 费小冬. 扎根理论研究方法论: 要素、研究程序和评判标准[J]. 公共行政评论, 2008(3): 23-43.

③ 邱均平, 邹菲. 关于内容分析法的研究[J]. 中国图书馆学报, 2004(2): 12-17.

的词、句或片段命名，界定所涌现的概念类属，并确定类属和范畴名称。名称的确定需要结合专业背景知识和现实情况，并满足理论构建的简洁性需求。

本文经过对访谈资料原始抽样后，总共获得252条具有风险指征意义的访谈信息，然后对这些条目信息进行编码。编码过程中，通过与大量相关参考文献进行比较、诠释、总结，多方征求同行和专家意见以及在研究小组内的讨论，得出初始抽样、概念和范畴。其中概念是关键的风险表现方式，范畴则抽象为金融风险的常见类别。表2列举了从原始抽样到初始抽样再到概念化和范畴化的过程。

表 2 抽样和开放性编码例举

原始抽样	开放性编码		
	初始抽样	概念化	范畴化
若投资者投资成功了，则投资期间就算平台不在了也不会对项目运营有影响	平台存在与否不会对投资结果产生影响	缺乏有效的行业监督规范	政策风险
投资意向确认后，投资方集中时间、直接打给项目方	投资款直接打给项目方	支付风险	资金管理风险
我们每个项目都会建立一个微信交流群，投资者申请加入，项目进展都会在群里讨论	项目进展都会在群里讨论	投资后监管于法无据	项目风险
您先在我们平台注册一个账号，然后提交投资人申请，资料填写完整就可以了	资料填写完整就可以在平台注册账号了	不完善的合格投资人身份审核及资信评估	信用风险
一般投资人对项目感兴趣，我们也会带其去项目方调研。可跟项目方协商是否有对赌	实地调研服务、个性化条款	项目条款的不确定性	项目风险

经过这个编码过程后，最终获得46个典型风险表现形式概念和12个风险名称范畴，所有范畴如表3所示。

表 3 股权众筹平台风险访谈资料编码所得到的范畴

1	信用风险	7	技术风险
2	流动性风险	8	投资欺诈风险
3	市场风险	9	信息不对称风险
4	经营风险	10	投资者权益保护风险
5	项目风险	11	政策风险
6	资金管理风险	12	合规风险

2. 理论编码阶段

扎根理论的研究过程始于初始抽样，终于理论抽样。^①理论编码是通过理解和诠释开放性编码中获得的概念和范畴，将它们进行合并和联结，整合成高度概括的理论现象。^②将前述抽样和开放性编码过程结果进行解析，界定它们之间的关联关系或脉络关系，并通过不断地概括、比较和整理修改，总结出理论编码。最终获得的风险理

① 凯西·卡麦兹. 建构扎根理论: 质性研究实践指南[M]. 边国英, 译. 重庆大学出版社, 2009.
② 李倩倩, 薛求知. 消费行为的意义建构模型及主客观诠释比较:一项质性研究[J]. 管理评论, 2018(11): 108-118.

论编码为投资、管理、道德和法律风险。图1为理论编码的结果和它们与开放性编码获得的范畴之间的关系。

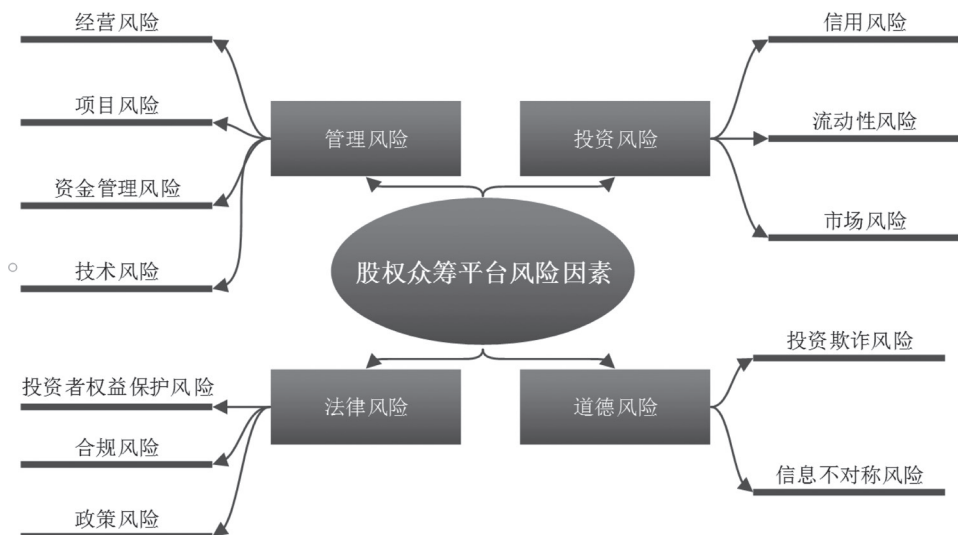


图1 股权众筹平台风险体系理论模型

3. 扎根结果分析

通过程序化扎根研究方法，从风险的形成原因和风险的影响对象出发，最终形成4个维度的股权众筹平台风险因素体系。

（1）道德风险

作为金融新业态，股权众筹融资模式中，融资发起人、领投人和平台在尽职调查、资金使用和监督、信息披露等方面的责任非常宽松模糊，同时投资者保护利益制度空缺，单个小投资者自我保护能力薄弱，使得这种业态潜在非常大的道德风险。^①道德风险主要指平台或者融资方恶意占有或者故意损害投资人的利益。道德风险具体表现为：项目尽调信息的真实性可能无法保证；项目经营管理人可能恶意攫取投资人资金；领投人可能损害跟投人的利益；平台与项目方可能存在内幕和关联交易；虚假的、选择性的和误导性的信息披露；创业项目信息虚假包装和误导性营销，以及非法集资犯罪问题等。

（2）法律风险

股权众筹本质是一种小额私募权益性融资，作为新业态，它与传统的证券融资有很大的区别，所以基于传统证券融资规制所制定的暂时性法律法规以及基于证券融资监管机构设置而设置的监管机构系统，可能很大程度上不适用于股权众筹的规制。法律风险主要包括政策不确定性风险、金融投资者权益保护风险和合规风险。形式有：投资者适当性的标准如何确定及如何执行、赔付制度是否应该设立以及如何设立、相

^① 邱勋, 陈月波. 股权众筹: 融资模式、价值与风险监管[J]. 新金融, 2014(9): 58-62.

关法律法规政策何时出台和执行力度、平台应如何应对投融资双方纠纷、投后对项目的监管措施应该有哪些、平台准入门槛该如何设立和监管、行业自我监管该如何实施和落实、股权众筹和P2P网贷混合经营是否允许、平台是否可以设立资金池、平台可否进行股权代持、平台是否可以提供股权转让服务、如何界定股权众筹中的非法发行证券问题等。法律法规的不确定性,使得众多初创企业可能在无意识下触犯法律,或者在法律法规出台时为了合规而使得原有的经营模式面临无法继续的局面等。

(3) 投资风险

股权众筹平台的投资风险主要指在并无恶意或故意的情况下,由于平台原因或寻求融资项目的原因导致其投资人无法承受股权投资应有的风险或者不能如预期的那样产生相应的收益。在投资风险维度,股权众筹平台风险因素主要体现在三方面:信用风险、流动性风险和市场风险。具体原因包括:不完善平台从业人员资质标准导致投资项目审核和操作参差不齐所带来的风险、合格投资者身份把关不力导致不适当投资者较多的风险、融资方身份审核及资信评估漏洞多导致融资方基本能力缺失、股权缺乏流动性以及合伙企业的资产不能迅速变现导致的流动性风险、市场波动等宏观风险使得投资项目失败的风险等。

(4) 管理风险

股权众筹平台的管理风险主要指在排除道德风险和法律风险后,由于平台和融资项目的经营管理能力原因,导致在关键经营环节上有威胁自身生存发展的因素存在的风险。这种风险主要与平台经营能力、项目管理能力、资金管理能力和技术管理能力相关,具体表现形式为如下能力的欠缺或缺失:平台股东支持力度和自身融资能力、平台市场开拓能力和应对市场波动能力、平台风控能力、融资项目创意防复制能力、项目经营持续能力、股权退出机制可行性、投后监督管理职责的清晰化与合理化能力、资金管理流程合理性和防风险能力、平台系统运行与维护能力等。

(四) 研究品质说明

本文主要通过以下方法措施保证研究品质:(1)外在效度。在选择案例平台时,综合考虑了平台的最终控制人性质和业务规模等的差异化分布,使样本具有比较广泛的代表性,保证了外部效度。(2)建构效度。^①通过结合来自访谈的一手资料、来自股权众筹平台、第三方平台的二手资料和众多的参考文献,形成资料链条以及概念、范畴的相互印证,一定程度上保证研究的建构效度。(3)信度。在归纳提炼总结资料里的概念、范畴和理论的过程中,本文严格遵循格雷瑟等提出的扎根分析程序;使用Nvivo软件对搜集和访谈到的资料进行管理,形成原始和过程资料数据库,使研究可以完整复查。^②此外,由于是探索性研究,故而没有进行内在效度检验。

① [美] 罗伯特·K. 殷(Robert K. Yin). 案例研究:设计与方法[M]. 周海涛,等译. 重庆:重庆大学出版社,2004.

② B. G. Glaser, J. Holton, "The Discovery of Grounded Theory", *Strategies for Qualitative Research*, 1967, 3(6): 377-380.

四、基于回应性监管理论和风险分析的研究结论和建议

（一）针对新业态创生初期不同类型的风险，应采取不同的回应性监管策略

针对中观行业性监管对象，回应性监管策略金字塔将监管策略分为超罚式命令型监管、酌罚式命令型监管、强化自我监管和自我监管。这些监管策略在金融新业态监管中，可以在区分风险性质的基础上采取选择性使用的方法。

作为金融行业的新业态，股权众筹发展的初期，应该通过超罚命令式监管，重点防控道德风险。通过对具有代表性的企业，比如典型大规模和小规模企业，采取超罚性监管措施，给市场传递出强烈的底线信号，为行业树立底线观念，避免出现道德风险大面积爆发的情况。对于所有的新业态，防止各利益相关方的道德风险，在创生初期都应该是重点。监管方需要承担起这方面的责任，这事关新业态发展的营商环境。在新业态创生初期，尤其是涉及金融的新业态初创企业，回应性监管还应加强督促企业开展强化自我监管和加强内控制度的设计，例如按照一般金融企业的内控监管制度目录，提示新创企业建立完善的内控制度，以帮助企业树立正确的自我监控理念，良性成长。

为避免突然出现较大的法律风险，使新业态的发展对于政策法律有一个比较稳定的预期，避免经营健康的企业由于政策预期不透明，导致所创新的经营模式可能受到重创，新业态的回应性监管，可以采取在与被监管对象进行充分互动的基础上，逐步加强强制性的做法。强制性的逐步加强，可以遵循“要求企业制定自律规范—行业发布推荐性规范—行业发布强制性规范—相关法律法规出台”的渐进式规制发展路径，给予企业成长和规范发展以足够长的时间。这个过程也是从强调自我监管到各种监管策略同时使用的过渡过程。同时，遵循回应性监管中差别化对待和加强互动的原理，应该加强对成长迅速的行业领头企业的深入了解和访谈，总结和提炼新业态的创新点、对社会的贡献、内控和风控的关键节点，并建立建议性规范。这样一方面可以深入理解新业态企业发展的规律，引领行业健康发展，另一方面可以使得行业内企业对于政策的预期有大致方向，减小新业态发展的法律风险。

股权众筹平台的投资风险是金融行业特有的风险，是一种典型的金融消费者消费风险。其中的风险，不如道德风险和法律风险那么界限分明，因为其涉及很多复杂的专业知识和交易设计、程序设计等行业专有知识体系的建立和使用。为防止这种投资风险，在新业态的发展初期，政府监管策略应主要采取引导、鼓励企业进行自我监管和强化型自我监管，在新业态逐渐进入成熟发展阶段后再采取酌罚式命令型监管和超罚监管方式并用。同时，本着回应性监管中加强互动性的指导思想，鼓励和引导设立各类利益相关者建立和加入协会，例如金融投资者保护协会、股权众筹平台协会和融资者协会，使得各方可以通过动态博弈，建立平衡和进化机制。通过各类利益相关者

协会的建立，以及教育、规范机制和风险防范救助机制的建立，对于金融新业态初期的创新性失败较多所带来的各种社会稳定风险也可以起到一定的隔离和防范作用。

对于股权众筹的管理风险，回应性监管应该尽量发挥市场的作用，通过市场无形之手优胜劣汰，通过鼓励和保护良性竞争环境，使优秀的企业能够脱颖而出，真正促进社会发展。

表4总结了回应性监管在股权众筹平台这一新业态的不同发展时期应该重点关注的监管策略和监管措施。

表 4 新业态金融不同发展阶段的监管体系和措施重点

发展 阶段	风险类型			
	道德风险	法律风险	投资风险	管理风险
初期	通过超罚监管、设立行业的道德底线，并强调建立强化自我监管制度	加强互动，立法前充分征求各方建议，并分阶段实施	构建和加强互动机制，包括推动建立金融消费者协会、新业态企业行业协会，加强监管与被监管的互动等	自我监管
中期	强化自我监管+超罚监管	通过行业协会等，强化自我监管	强化自我监管、酌罚监管	自我监管
成熟期	强化自我监管+超罚监管	酌罚监管+超罚监管	超罚监管	自我监管

（二）针对新业态构建多元主体参与的风险监管体系

回应性监管理论认为，政府在监管中，最重要的使命是建构监管活动的制度体系和平台。在这个体系里，政府引导其他监管主体（公共利益的倡导组织和保护组织、行业和消费者协会乃至企业自身）共同参与到监管活动中，凝聚和扩大监管的力量，提升监管的实效。^①在股权众筹等新业态金融的监管中，中国政府非常重视发挥其他监管主体的作用，较早的规范性文件《私募股权众筹融资管理办法（试行）（征求意见稿）》（2014.12）就是由中国证券行业协会出台的。这体现了回应性监管的运用。

众多第三方平台的信息对于分析和获取股权众筹平台的资料发挥了重要的作用，包括企查查、天眼查等工商信息类平台、众筹之家等第三方众筹信息积聚平台等。这些第三方平台一方面加大了行业和企业信息的透明度，使得风险评估有了信息来源，另一方面，这些平台本身往往会主动披露或汇聚企业或行业的风险暴露情况，尤其是道德风险的暴露，可以极大地帮助投资者和监管当局进行比较实时和动态的风险监管。

所以，针对新业态金融的监管，构建政府、行业协会、消费者协会、第三方平台多方主体参与的大监管体系，可以使风险处于政府和市场可观察、可分析状态，同时各方的互动可以在政府主导和力量比较均衡的状态下进行，真正形成多方共治共管的

① 刘鹏, 王力. 回应性监管理论及其本土适用性分析[J]. 中国人民大学学报, 2016(1): 91-101.

大监管格局。

本文基于质性研究方法对股权众筹平台这一金融新业态的风险进行了系统和全面的分析和分类,在此基础上,结合回应性监管的原理,提出对股权众筹平台风险的监管,应该区分风险类型、区分新业态的发展阶段从而采取不同的监管对策组合。这对于推进回应性监管理论在中国新业态监管中的运用和发展、推进股权众筹平台的风险监管和业态健康发展有理论和实践意义。下一步可以结合更多的实证研究方法对于回应性监管的策略效果等进行更深入的研究,同时结合调查研究访谈等质性方法对于社会共治共管的具体形成机制进行更深入的研究。

【作者简介】冯彦杰: 上海对外经贸大学副教授,管理学博士。研究方向: 公司金融、互联网信息传播等。

齐佳音: 上海对外经贸大学教授,管理学博士。研究方向: 数据科学与管理决策、人工智能与管理变革等。

Responsive Regulation of Risks in New Financial Formats: A Case Study of Online Equity-based Crowdfunding Platforms

FENG Yan-jie & QI Jia-yin

(Shanghai University of International Business and Economics, Shanghai 201620, China)

Abstract: In the development of new business forms, how to deal with the contradiction between development and supervision and improve the problem of "deregulation leads to chaos and regulation leads to death" has important research significance under the background of the endless emergence of new economic business forms. Equity-based crowdfunding is a typical new Internet financial model. Equity-based crowdfunding platforms, which are at the core of the equity-based crowdfunding industry chain, have developed rapidly in recent years with various risks. Taking 16 equity-based crowdfunding platforms as the research object, through qualitative analysis of interview materials and second-hand data, 12 key risk indicators and 4 major risk categories of equity-based crowdfunding platforms were summarized, including moral risk, legal risk, investment risk and management risk. Based on the principle of responsive regulation, responsive regulation of financial new forms, at the beginning of the industrial development should take the ultra-punishment strategy and use methods to encourage self-regulation strategies at the same time, in order to make the industry sets up the bottom line of thinking and to prevent the mass production of moral hazard. At the same time, through regulation escalate, introducing and strengthening the supervision of a third party, advocating to strengthen self-regulation, strengthening the communication with the rapid development of industry enterprise should all be used to establish work pattern of "big regulation", and to prevent the occurrence of serious legal risk, investment risk, and reduce management risk. This study has theoretical and practical meaning for promoting the application and development of responsive regulatory theory in China's new business form regulation, risk regulation of equity-based crowdfunding and healthy development of this new business form.

Keywords: new financial formats; equity crowdfunding; responsive regulation; grounded theory; risk regulation

(责任编辑: 吴素梅)