



在香港建立股權眾籌活動監管制度



2016年3月

目錄

摘要.....	1
I. 引言.....	3
II. 眾籌在香港中小企業融資中的角色.....	5
A. 香港經濟創新.....	5
B. 初創企業現有的融資渠道.....	8
a. 引言.....	8
b. 債務融資(借貸).....	9
c. 股權融資.....	11
d. 資助性融資.....	14
C. 政府促進融資的措施.....	15
a. 促進市場發展的歷史.....	15
b. 下一步應採取的措施——眾籌.....	16
III. 其他司法轄區的眾籌監管機制比較.....	18
A. 簡介.....	18
B. 對平台的監管.....	21
a. 美國.....	22
b. 英國.....	24
c. 新加坡.....	25
d. 中國內地.....	26
e. 結論.....	27
C. 對發行方的監管.....	27
a. 美國.....	28
b. 英國.....	28
c. 新加坡.....	29
d. 中國內地.....	29
e. 結論.....	30
D. 對眾籌投資者的監管.....	30
a. 美國.....	31
b. 英國.....	31
c. 新加坡.....	32

d. 中國內地.....	32
e. 結論.....	32
IV. 比較眾籌好處.....	34
A. 美國.....	34
B. 英國.....	34
C. 新加坡.....	35
D. 中國內地.....	35
E. 眾籌否能否為香港帶來類似的好處?.....	36
V. 在香港可行的監管眾籌措施.....	38
A. 立法和監管方案.....	38
a. 立法行動.....	38
b. 當前豁免條件下有限的活動.....	40
c. 預托證券方案.....	41
d. 允許在當前監管範圍內進行眾籌.....	42
B. 不涉及立法的新監管框架.....	42
a. 基本框架.....	42
b. 眾籌平台.....	42
c. 眾籌發行招股章程的一般豁免條款.....	44
d. 投資者資格.....	47
C. 結論.....	48
D. 監管建議的總結.....	48
參考文獻.....	50

摘要

在香港建立股權眾籌活動監管制度

1. 科技的發展正快速地改變金融業的結構與面貌。政府金融科技督導小組最近發表報告，指出「金融科技業發展，得力於創新力強的初創企業（它們具改變傳統產品和營運模式的潛力）」。金融業的變化，不但見諸機構層面，也體現於零售方面的金融活動。要促進創新意念，同時應付保障投資者方面的新挑戰，監管制度必須與時並進。機遇與風險往往並存，為了把握機遇而罔顧風險，或為了規避風險而放棄機遇，皆不可取。
2. 在芸芸創新意念之中，股權眾籌活動（即股權羣眾集資活動）的發展潛力常被提及。眾籌活動不但革新了融資方法，而且開創了羣眾參與的先河。本報告提出多個方案，探討如何建立架構，以推廣這項嶄新的金融活動，同時善加監管。
3. 報告的第一部分為引言。第二部分檢視香港中小企的融資情況，特別是初創企業的情況。一如所有新興事物，股權眾籌活動究竟可帶來多大好處，暫難預計。不過，根據股權眾籌活動發展至今的經驗，加上談到金融科技生態環境總會涉及這項集資活動，香港實應把握勢頭，爭佔先機，避免落後於人。
4. 第三部分研究美國、英國、新加坡和中國內地面對眾籌活動的對策。這些國家似乎都明白，監管與否，眾籌活動是勢之所趨，而最佳應對之策，莫如定下規則，因勢利導。不過，這些司法管轄區在政策取向和監管方法上各有選擇，不盡相同。
5. 美國為此制訂專門法例，推出《利便初創企業融資法》，並由證券交易委員會擬訂詳細規則。英國則把眾籌活動納入現行監管制度，由金融市場行為監管局向眾籌平台發牌，並施加審慎規管和操守規管。
6. 在中國內地，中國人民銀行已公布，各有關當局會分別針對各類金融科技活動發布專門法規，而監管股權眾籌活動的法規則會由中國證券監督管理委員會制訂。在這次研究所涵蓋的司法管轄區中，新加坡似乎對發展眾籌活動最不熱中，基本上只將

之視作傳統集資活動，以相同的規則加以監管。

7. 第四部分臚列蒐集所得的初步數據，闡釋在這些司法管轄區內，眾籌活動對經濟的影響。第五部分探討在監管股權眾籌活動方面，有哪些方案可供香港選擇。香港可以為此訂立完備的法規；可以不作任何改動，維持現狀；也可以選擇折中方案。折中方案是指：(1)在若干情況下，豁免遵守適用於公開發售股份的招股章程制度的要求；(2)通過發牌，監管眾籌平台；以及(3)訂立風險承擔限制，把投資者可投資的限額訂為投資者按年收入的某個百分比，或簡單地訂為投資者就每項投資可以投入的資金數額，又或兩者兼用。
8. 香港應該選擇哪個方案，取決於政策制定當局。在作出決定時，有關方面將必須在鼓勵創優革新、推動創業精神，及為投資者提供保障兩者之間求取平衡。然而投資者的審慎選擇，以及投資者必須承擔有關風險，亦是同樣重要。最終，香港應訂立目標，爭取成為金融科技的領導者，並推動其健康發展。因此，金融發展局認為，香港應該權衡利害，選取適當方案，讓股權眾籌活動開展，並加以適當監管。

註：本報告相當部分的内容與以下學術著作分享：D Donald, G Mok 及 A Fong 所撰寫的「A People's Market of Hong Kong: Facilitating Crowdfunding of SMEs」收錄於即將由 Brill Academic Publishers 出版的 *Finance, Rule of Law and Development in Asia: Perspectives from Singapore, Hong Kong and Mainland China* 一書中 (eds. Hu, Vanhullebusch & Harding)。

I. 引言

9. 受惠於網絡的發展，市場流動性增加，越見繁榮。過去，網絡效應的實現主要是通過人與人之間已有的聯繫（比如家庭或族群聯繫），或者通過在約定的時間把人們聚集在同一個地方（比如在證券交易所大堂）。然而，科技大大地改變這一切。任何人在任何時候都可以自由地使用網絡（如：Facebook 或 LinkedIn），與大量的用戶進行即時溝通。今天，一個普通的大學生可以利用這些網絡邀請人們參加畢業晚會，或者在 eBay 出售舊筆記本電腦，他能聯繫到的人可能比一般發展中國家的證券交易所裡的人數還要多。企業家可以利用同樣的網絡工具邀請投資者參與或投資她的初創業務，無需透過交易所。事實上，科技為金融業務帶來巨變，而我們只是處於這個變化過程的開端。
10. 作為商業中心，香港的發展源於國際貿易，而香港的國際貿易已開展長達一個半世紀之久。二戰後香港逐漸成為製造業中心，並自上世紀 70 年代開始發展為金融中心。目前，香港在芸芸金融中心當中高踞重要位置¹，經濟發展具備競爭力²，監管框架下友善的商事環境³和具質素的法治體系⁴亦令香港在國際上名列前茅。然而，在促進創新方面，香港仍需努力⁵。儘管過去幾十年來，香港一直以自由經濟的發展模式而聞名，但香港政府往往傾向要先設立法律規則才讓企業發展。

¹ 自 2007 年以來，香港一直是位列第三或第四的全球金融中心。Long Finance，全球金融中心指數，1-16 號（2007-2014 年）。例如，（滿分為 800，每半年進行一次評分），自 2010 年起，香港的評分分別為：2010 - 739 分, 760 分; 2011 - 759 分, 770 分; 2012 - 754 分, 733 分; 2013 - 761 分, 759 分; 2014 - 761 分, 756 分。全球金融中心指數，7 - 16 號。參見全球金融中心指數（2015 年）。

² 在世界經濟論壇的《2011 年金融發展報告》和《2012 年金融發展報告》中，香港居世界領先地位。參見世界經濟論壇(2011/12 年)。

³ 美國傳統基金會（The Heritage Foundation）連續 20 年將香港列為世界上最自由的經濟體。參見 heritage.org（2015 年），經濟自由指數。

⁴ 2013 年世界正義工程（World Justice Project）在民事司法方面將香港排在法國、比利時和美國之前，見世界正義工程（2013 年），世界法治指數 2012-2013。

⁵ 參見世界經濟論壇（2015 年:8）。

這一點在金融行業中尤其體現，在不到 30 年的時間裡香港建立起了一個內容和運營均符合國際最佳標準的監管框架⁶（而這 30 年期間的大部分時間，香港是中華人民共和國的特別行政區（被稱為香港特區））。

11. 有見於香港的發展特點和歷史，毫無疑問，香港特區最終都會制定出有效的政策框架，使商業能夠受惠於金融網絡能力的技術進步。一個強大的眾籌市場同樣會刺激創新和改善就業前景。本報告旨在解釋眾籌的成因和運作。報告的第二部分檢視中小企在香港經濟中的角色和其現有的融資渠道，並藉此表明完善香港企業融資基礎設施的過程中，發展眾籌是理所當然的下一步。第三部分是關於世界一些司法轄區監管眾籌的情況。該部分集中剖析美國、英國、新加坡和中國的情況。第四部分則闡釋眾籌為這些司法管轄區所帶來或可創造的益處。
12. 第五部分探討香港面對眾籌發展可行的出路。其中一個方案是修改《證券及期貨條例》（SFO），為眾籌活動訂定明確規定。另一種做法是維持現狀，以當前法律許可的私募發行限制眾籌活動。第三種是在行政法規層面允許眾籌，即通過發牌，監管眾籌平台，並豁免遵守適用於公開發售股份的招股章程制度的要求。進一步的保護措施是讓投資者按年或按每次發行設定參與眾籌投資的額度上限。眾籌可以在這些監管調整下安全有效地運作。總而言之，股權眾籌乃屬社會活動，並非 20 世紀的監管下由公眾參與的傳統型公開募股行為，眾籌可以匯聚「群眾的智慧」，為香港的創新和創業精神帶來裨益。

⁶ 香港證券及期貨事務委員會於 1989 年開始運作，香港金融管理局則於 1993 年成立。《證券及期貨條例》於 2003 年生效。關於這段歷史的討論，請參見唐納德（2014 年），第 117-23 頁。相比之下，美國證券交易委員會已經成立了 80 年，而美國聯邦儲備銀行已經有 100 多年的歷史。

II. 眾籌在香港中小企業融資中的角色

A. 香港經濟創新

13. 香港特區政府在 2015 年預算案中指明要為中小企業提供特別支援。自 20 世紀 1950 以來，香港的企業家一直是推動經濟創新的主要力量，香港特區政府也竭力推動其發展。正如下文所述，政府和私營組織都採取了相應措施協助初創企業獲得營運和研發方面的融資。資訊科技的進步亦為投資者創建網絡平台，將投資者和初創企業的需求配對起來。這些發展促使香港特區政府就監管規範作出調整，與直接的刺激經濟措施配合執行⁷。
14. 香港是創新和創業的領先樞紐，在日益重要的資訊及通訊科技（ICT）方面尤為出色。「數碼 21」資訊科技策略的其中一個目標就是使香港成為世界領先的資訊及通訊科技中心之一。在香港，約有 78000 人從事 ICT 行業，約佔勞動力人口的 2%。⁸ ICT 行業對經濟有着極為重要的影響，約佔香港本地生產總值的 6.1%。⁹具體而言，根據香港統計處的資料，從事包括電腦軟件、手機應用程式和網上服務等「資訊科技服務」的公司由 2012 年的 6,512 家增長至 2013 年的 7,139 家，同期增長近 10%¹⁰，就業人數亦見上升，由 2012 年的 37,139 人增長到 2013 年的 40,671 人¹¹。在香港，培育創新和科技公司一直是特區政府的工作重點之一。在 2014 年的施政報告中，香港特區政府就提及最近實施的一系列措施旨在培養一個「重視創新和科技的氛圍，鼓勵對創新和科技的投資，強化『官產學研』的結合。」¹²

⁷ 見香港特別行政區前財政司司長曾俊華發表的 2015-16 年度《財政預算案演詞》，第 38-48 頁。

⁸ 見「數碼 21」新紀元策略（2015 年）。

⁹ 同上。

¹⁰ 香港政府統計處（2014 年），第 35 頁。

¹¹ 同上。

¹² 施政報告（2014 年）。

15. 一家持續經營的企業的營運資金通常是來自營業收入，但對於初創公司而言，獲得外部融資對其成立和發展以推動技術和創新至關重要。因此，企業融資是初創公司最重要的工作之一，好使公司有能力和聘請員工、生產產品或提供服務以滿足未來的擴張需要。企業融資對於以技術為基礎的初創公司尤為重要，它們一般都需要資金來支持研發和營銷等基本業務活動。香港貿易發展局 2011 年的一項調查顯示，81.9%有意創業的人士由於缺乏啟動資金而未能實踐他們的創業計劃¹³。無獨有偶，2014 年的另一項調查發現，在初創企業面臨的諸多挑戰中，資金籌措位列第二，僅次於尋找新商機和客戶¹⁴。在香港這個世界領先的金融中心，年輕的創新企業竟可能因為缺乏融資渠道而只達到其產能的 20%。
16. 儘管政府機構和各部門一直努力推動香港成為融資中心，但大部分焦點都集中在大型企業在香港進行首次公開招股（IPO）這方面。¹⁵ IPO 對於相對成熟的公司轉型成為全球市場競爭者來說非常有價值，值得支持。然而，對於規模太小而無法參與 IPO 的公司而言，他們所得的支援卻存在不足。即便是旨在促進創新型公司發展的創業板，也要求公司至少已從事兩年的商業活動，上市前兩年現金流亦至少需要達到 2000 萬港元，上市時的市值至少為 1 億港元。¹⁶這些條件一般都會使中小型企業望而卻步。¹⁷
17. 最近，立法會資訊科技界議員莫乃光也建議香港政府「考慮制定相關財政政策及法例，以助天使投資者、創業投資公司或網上集資活動的發展，使初創企業在發展的不同階段獲得資金支

¹³ 香港貿易發展局（2011 年），第 6 頁。

¹⁴ 香港貿易發展局（2014 年 a），第 35 頁。提出的問題為「要克服商業管理挑戰是多麼困難」。有 1 到 5 五個級別，1 是「非常簡單」，5 是「非常困難」，「尋求用於商業運作/開發的貸款/資金」的評級為 3.49，略低於「尋找新的商業機會/客戶」的評級 3.56。

¹⁵ 見香港金融發展局 2014 年刊發的報告。

¹⁶ 香港交易所（2014 年）創業板上市規則第 11 章。

¹⁷ 香港立法會（2014 年），第 22 頁。

援，從而建立有效而可持續的科技創業生態系統」。同樣，立法會工業界議員梁君彥在立法會會議上表示：

「香港年青人擁有優秀的理念，只是缺乏創業經驗和成本。因此，我們建議當局推廣發展 crowdfunding 這種新做法。Crowdfunding 透過網絡的平台展示宣傳計劃的內容，並向大眾解釋，令作品能作量產或付諸實行，而有興趣支持、參與和購買的人士，則可以透過贊助幫助年輕人完成夢想。我認為政府可為 crowdfunding 立法，為羣眾集資提供法律的支援，解決信息和監管的問題，亦結合『天使基金』和青年創業園協助他們建立營商的網絡，提升年輕人就業和創意的能力，對香港整體都有幫助。」¹⁸

18. 無論投資於科技行業還是隔壁的餐館，眾籌都讓社會有機會支持到其認為富有價值的產品和服務。投資者如果看好一家企業，支持它的方式不限於在市場上購買的商品，還可以透過持有該企業的部分股份作成支持。在適當的保護投資者措施下，眾籌可以帶來不同的好處：社會參與、創造就業和獲得良好回報的機會，而且讓那些希望通過創業來服務社會的年輕企業家體會到社會對他們的努力的理解和支持。僅僅依賴下列的融資方法可能會無限期窒礙真正的眾籌的發展，這遠非香港賴以成功的「敢想敢做」的態度，也並非香港想要向世界所展示的態度。無論是富有創新精神的企業家還是支持其努力並享受其產品的社會，都值得擁有相應的渠道服務為其建立直接和常規的參與方式。這渠道可以是眾籌，而香港應該勇於接受並促進其發展。

18

香港立法會（2013年），第348頁。

B. 初創企業現有的融資渠道

a. 引言

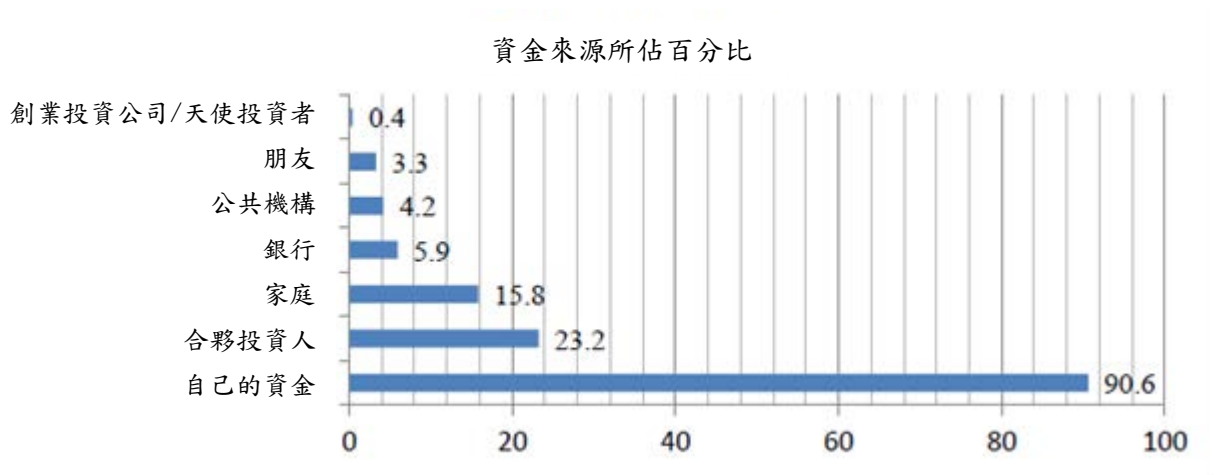
19. 初創企業當前的融資渠道非常有限。儘管香港確實能夠以專業的水準提供所有的傳統融資途徑，但依然無法滿足全部需求。上文所提及的香港貿易發展局調查也清楚表明了這一點。在這一節，我們臚列出企業目前可用的融資方式，以及它們的優點和缺點。中小企業在融資方面所面臨的挑戰與大公司不同，特別是初創企業，他們可能未有足夠的信貸記錄、抵押品或商業計劃來說服專業投資者或信貸經理向其提供支持。根據香港貿發局的調查，大部分初創企業的資本要求從 1 萬港元到 20 萬港元不等，具體金額因商業類型而異（例如，零售或批發企業需要存貨的購貨款，而網上服務供應商主要需要資金購買服務器和通訊器材）。該項調查還列出創業公司最常用的融資方法，如個人、家庭或朋友間的融資。參與調查的創業者表示，債務壓力（償還本金和利息的責任）造成的巨大風險，會令他們「寧願推遲工作計劃也要儘量避免借貸」。¹⁹
20. 目前，中小企業獲得融資的方式主要有三種：借貸、資助和股權融資。2011 年的一項調查指出，創業者有幾種方法獲取資金（見圖 1²⁰）。債務融資主要來自商業銀行提供，無論企業經營業績如何，借款公司都需依法償還本金和利息。至於對企業的資助主要來自政府或私人授予，償還條款比較寬鬆，甚至可能無需償還資金，但資助金額非常有限，而且往往涉及漫長的申請過程。股權融資是指讓投資者或資金提供者享有公司

¹⁹ 香港貿易發展局（2014 年），第 28 頁。

²⁰ 香港貿易發展局（2011 年），第 12-13 頁。見香港貿易發展局（2014 年），第 28 頁，另一項調查發現，新進企業家從以下來源獲得啟動資金：自己或合夥人的資金(96%)，家庭或朋友(34%)，投資者或投資機構的融資(12%)，銀行/金融公司貸款(11%)，政府/公共組織融資計劃(8%)。

的股份，公司獲得股權，而股權不涉及償款責任，投資者需要承擔部分業務失敗的風險。然而，如上文所述，朋友和家庭投資以外，股權融資目前側重於相對成熟的企業上。

圖 1：初創企業的融資途徑



註：以上取材自香港貿易發展局（2011年）公佈的數據（第12-13頁）。

b. 債務融資(借貸)

21. 企業債務融資一般採用貸款或債券的形式進行。債務融資的特色是在一定期限內償還債務和利息。最簡單的債務融資形式是貸款 — 規模較小的初創企業創始人可以尋求利用現有的融資方式，(例如信用卡或個人銀行貸款)來為公司融資。至於擁有穩定現金流且能夠按時還款的公司，則較常使用銀行的中小企業融資。銀行貸款也可能根據抵押品(例如房產)來批核，但大前提是企業家在創業初期就已經有相當資產作抵押。但是，這些方案對於初創企業來說往往是不切實際，尤其是當他們一般都需要花大量時間來開發產品後才能償還貸款。如上所述，創業者最後可能會只能選擇向家人和朋友借款，以避免承受向商業銀行貸款的相應違約風險。香港貿易發展局在 2014 年的一

項調查發現，約 10% 的青年企業家和準企業家會從他們的親朋好友那裡籌集或借用資金。²¹

22. 有見於申請銀行貸款的難度，香港政府已採取措施，通過中小企業融資擔保計劃以幫助企業。中小企業融資擔保計劃通過向參與的借款人提供部分貸款作出擔保來幫助中小企業獲得銀行融資。²² 香港按揭證券有限公司公佈的數據顯示，從 2012 年該計劃啟動後的兩年間 10,841 份的申請當中，有 9,717 份成功批出。²³ 然而，擔保計劃要求企業至少已有一年經營記錄，因此不太可能授予那些擁有對創意但剛起步企業。
23. 為着規模較小的公司，香港按揭證券有限公司亦建立了「小型創業貸款」。²⁴ 供成立少於 5 年的新企業申請。申請者需要提交信貸報告、商業計劃和培訓階段，以及正式的貸款申請和進行審核面試。該項目在 2012 年啟動，截至 2014 年，收到的 294 份申請中有 143 份獲得批准，平均貸款規模為 26 萬港元，而平均貸款期則為 4.5 年。²⁵ 經擔保貸款的年利率不高於 8%，不經擔保的則不高於 9%。
24. 另一個項目是香港青年創業計劃和小型貸款計劃，針對擁有具備一年內開業的「實際創業構思」、或開業不多於三年的青年（18-35 歲）。²⁶ 經審查委員會批核後，創業項目可獲得最高 10 萬港元的免息貸款。
25. 基於上述有關貸款的原因，以及當中所涉及的複雜法律問題和分配問題，發行公司債券和可轉換票據對中小企業來說都不太可行。

²¹ 同上，第 ii 頁。

²² 香港按揭公司（2015 年 a）。然而，由於平均貸款額度只有 450 萬港元，對創業企業家的幫助有限。

²³ 香港按揭公司（2015 年 b）。

²⁴ 香港按揭公司（2015 年 c）。

²⁵ 香港按揭公司（2015 年 d）。

²⁶ 香港青年協會（2015 年）。

26. 因此，債務融資一般只適用於大公司，而難以幫助初創企業。經濟合作與發展組織（OECD）一份關於中小企業融資的報告指出：「債務融資通常被認為是不適合創新型中小企業或其他經營具有高風險回報特徵項目的實體，至少在早期階段，它們會因為收入和盈利能力存有極大不確定性，而無法符合定期償還本金和利息的要求。」²⁷ 債務融資所涉及的重大風險包括：必須抵押個人資產、信貸評級可能受損，利率不合理地昂貴。此外，即使初創企業想申請信貸融資，銀行「仍是相當傳統 [...] 他們常常要求企業以抵押方式申請商業投資貸款[...] 僅僅以良好的商業計劃成功申請貸款的行為幾乎是聞所未聞。」²⁸ 跟香港金融管理局在 1999 年和 2000 年就中小企業融資所進行的兩項調查結果相一致，多數中小企業表示難以從銀行借款以支持商業發展。2009 年的全球創業觀察報告 (Global Entrepreneurship Monitor Report) 亦指出，金融家、銀行家和投資者都對初創企業債務融資此持懷疑態度。²⁹ 剩下的選擇就只有通過分配股權來籌集資金。

c. 股權融資

27. 基於前一節所述的原因，股權融資是更受初創企業歡迎的融資選擇。這個選擇對企業家和投資者都具有吸引力：企業家不需要受固定償還借款期所限制，而投資者則可以直接參與商業概念轉化為實體企業的過程，並分享到可觀的增值收益。當然，股權融資的缺點是投資者需要承擔重大風險，不過在大多數情況下，投資者都可以通過在投資之前觀察對方是否已經展開穩定的商業經營來降低風險。

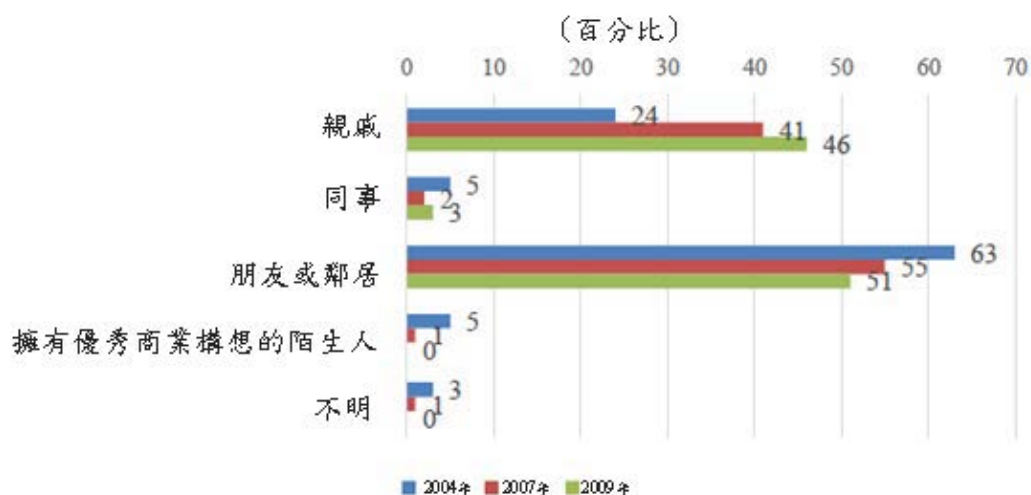
²⁷ 經濟合作與發展組織（2006 年），第 34 頁。

²⁸ Au & White（2014 年），第 25 頁。

²⁹ 創業研究中心（2009 年），第 34 頁。

28. 從家人、朋友或鄰居處獲取投資可以繞過公司要有穩定經營歷史的要求，這些人不熟悉初創公司，但是瞭解創始人的情況，並與之已建立一定程度的信任。股票發行者從一個融資來源到另一個融資來源的進展可以視為在「融資鏈」上的攀升，而當融資人用光從一個來源獲得的資金後，將需要在融資鏈上的另一個投資者中尋求更多的資本。³⁰ 跟債務融資一樣，公司第一個出售股權的目標投資人可能來自創始人本人、聯合創始人、家人和朋友——也就是私人社交網絡。2009 年全球創業觀察報告發現，2008 年經濟衰退後，非正式投資者對香港企業的支持率大幅下降，其降幅比其他經濟體更明顯。³¹

圖 2：非正式投資者與被投資公司之間的關係（香港）



註：以上為以創業研究中心的數據（第 45 頁前註 32（圖 24））所建的圖表。

29. 然而，從圖 2 可見，向「擁有優秀商業構想的陌生人」投資佔全部非正式投資的比例從 2004 年的 0% 增加到 2009 年的 5%。增長體現投資者願意支持與他們沒有任何聯繫的創始人。這個

³⁰ Au & White，第 22 頁前註 28。

³¹ 創業研究中心（2009 年），第 45 頁。

趨勢可能反映出，香港的投資者其實願意利用眾籌網絡（即使缺乏來自家庭或朋友關係）取得更高的回報。

30. 當前香港一般的投資者可能較以前願意支持初創企業，而香港富豪們其實早於十多年前就注意到投資初創企業的優勢，甚至獲得天使投資者的榮譽。天使投資者是指在企業發展的早期就進行股權投資（有時是可轉換債券）的投資者，而這一重要資本投資往往可以獲得高額的回報。天使投資者可以視乎所需的融資金額和天使投資者提供商業諮詢的能力，單獨進行投資或聯合投資。2011 至 2014 年期間，香港的天使投資者共進行 22 項成功投資。³² 雖然這個數字可能低估了實際情況，但它依然表明對於一個每年新增超過 10 萬家企業的經濟體來說，成功案例比例仍然太少。³³
31. 風險投資公司也為初創企業提供具吸引力的融資條款，但為了減少風險和縮短公司上市之前的時間，他們通常會投資那些頗具規模並已制定詳細商業計劃的公司。香港創業及私募投資協會（HKVCA）的報告指出，香港風險資本市場的投資區間處於 3 萬至 5000 萬美元。³⁴
32. 另一個越見常見的企業融資來源是私募投資。私募投資的其中一個優勢是投資期往往較長。但與風險投資相似，私募投資傾向投資成熟企業。私募基金套現投資的方式通常是透過在 IPO 中出售股份或與另一家私募基金配售股票的方式來實現。2013 年，香港是「亞洲第二大私募基金中心所在地」，有 376 家私募基金合共持有約 985 億美元的資本。³⁵ 私募投資一般都只為大公司在上市前的最後階段帶來幫助，對本地初創企業並未有提供顯著支持。

³² 香港商業天使脈絡（2015 年）。

³³ 見香港公司註冊處（2014 年）。

³⁴ 見香港創業及私募投資協會（2014 年）。

³⁵ 香港貿易發展局（2014 年 b）。

33. 從上述情況我們可以看到，股權之所以有用不僅是因為它是一種無需償還的資本來源，也是因為股權投資者在企業的成功中持有股份，能夠將人才引進管理層。由此產生的參與、監督和指導，以及通過投資者自己的網絡進行的宣傳，都能令公司受益，大大提升投資的成功機率。然而，即使是在香港這個「亞洲第二大私募投資中心」，此類融資也遠遠低於所需的水平。Au and Smith 報告中發現，企業家和大眾對風險投資都誤以為初創企業可以由種子投資到創業階段籌達約 100 萬美元資金。³⁶ 事實上，初創企業往往需要額外的資金來源，支持它們從初創階段進入到能夠吸引專業人士注入資金的階段。Au and Smith 的報告亦指出，「許多早期創業者無法取得足夠資金來彌補最初的個人集資和風險投資基金之間的缺口」。³⁷ 創業初期的種子階段到創業公司可以開始根據明確可行的商業模式尋求風險投資時期之間的這種融資差距，可能會對創業初期的業務產生摧毀性的風險。³⁸

d. 資助性融資

34. 政府在一定程度上複製了天使投資的優勢，開始進行資助性融資。由香港特別行政區創新科技署管理的創新及技術基金開展了「小型企業研究資助計劃」（SERAP）。在該計劃下，技術領域的初創企業可以獲得等額出資來進行研究和開發，而如果獲得收入或有第三者投資，資助金就將被收回。³⁹ 該項目於 2012 年啟動，截至 2014 年 11 月，共有 398 個項目獲得資助，總額為 4.8 億港元。⁴⁰ 此外，運營着多個孵化項目的⁴¹香

³⁶ Au & White, 20 頁前註 28。

³⁷ 同上。

³⁸ 股權投資的進程一般是：(1) 創始人和/或聯合創始人；(2) 家人和朋友；(3) 天使投資人【淨資產為 800 萬港元或以上或年收入為 160 萬港元或以上】；(4) 風險資本家【最低投資通常為 40 萬港元左右】；(5) 首次公開發行和投資銀行。見 Fundersandfounders.com (2013 年)。

³⁹ 創新及科技基金 (2015 年 a)。

⁴⁰ 創新及科技基金 (2015 年 b)。

⁴¹ 見 Startmeup.hk (2015 年)。

港科技园有限公司也對該計劃加以支持。近年來，隨著市場的不斷進步，初創企業和企業家獲得的融資來源上升。阿里巴巴集團的馬雲亦宣布成立價值 10 億港元的基金，鼓勵和促進香港年輕人創業。⁴²

C. 政府促進融資的措施

a. 促進市場發展的歷史

35. 作為領先的創新和創業中心，香港能否延續優勢就取決於初創企業在不同發展階段是否有多種融資渠道滿足融資需求。債務融資的局限性意味著貸款顯然不是初創企業的首選融資方式。我們留意到，當企業家的家庭、朋友和鄰居們耗盡可支配的儲蓄後，可供選擇的股權融資仍存在缺口。雖然政府的項目（如中小企業融資擔保計劃、小型創業貸款、香港青年創業計劃和小型貸款計劃，以及創新及科技基金）都有所幫助，但卻難以彌補整個缺口。
36. 現在是政府認真考慮通過調整監管框架來促進由市場驅動的初創企業融資方式的時機。眾籌為企業融資提供新來源，可填補從朋友和家人的最初支持到 IPO 之間的缺口。隨着通訊技術的進步，眾籌被引進市場，配合香港傳統市場主導的發展哲學，亦可能比現有的資助項目更有效。現行的資助項目申請過程需時甚久，批准個別公司資助申請與否的決定在概念上可能合理，但在實際上卻是繁瑣甚至最終是錯誤的。雖然政府的資助項目仍是鼓勵香港創新企業重要措施之一，但市場的解決方案可以作為良性補充。利用新的數據傳輸技術來引入融資平台，既可為香港資訊科技業帶來潛在收益，亦可改善相關的專業知識和技能。⁴³

⁴² Ng&Yu (2015 年)。在撰文時許多細節尚不清楚。

⁴³ 一個廣泛使用特定類型產品的經濟體同時成為該產品的製造商和出口商絕非偶然。例如意大利對食品和時尚的文化塑造了其出口行業；德國是世界上唯一擁有允許高性能汽車極速行駛的公路系

b. 下一步應採取的措施——眾籌

37. 正如第一部分所述，當前利用 Facebook 和 LinkedIn 等社交媒體的數據傳輸平台能讓個人創業者直接與投資者接觸，獲得股權融資，從而開展或擴大業務。這些改變都逐漸為上文所提及的公司融資階段帶來變化，在目前使用的個人和機構網絡之間建立一個投資者網絡。前節的討論表明，香港可以利用另一種途徑為初創企業融資，我們認為可以利用目前技術所提供的機會，進行必要的監管調整來推動眾籌發展。
38. 國際證券事務監委員會組織（IOSCO）將「眾籌」定義為「通過在線網絡平台從大量個人或機構獲得小額資金，用以資助投資項目、商業活動或個人貸款，以及其他需求」的一個涵蓋性術語。⁴⁴ 就如股票交易所一樣，平台可令初創企業更有效地填補個人集資至大規模國際集資之間的缺口。正如第三和第四部分將要討論的，眾籌活動的挑戰困難在於如何能夠監管一種類似 IPO 的活動，而不需要付出像 IPO 那樣高昂的監管成本。
39. 儘管眾籌在香港仍是新生概念，但市場對它的興趣正與日俱增。2014 年 5 月，香港證券及期貨事務監察委員會（SFC）刊發一則通知，提醒從事類似眾籌活動的人士，如果沒有適當的牌照和合規措施，他們可能會與現有的投資者保護和市場監管條文相衝突。⁴⁵ 通過眾籌平台進行的投資，既為初創企業提供急需的融資，也為普通儲戶提供從以往只為富有的天使投資者和複雜的機構投資者所預留的高回報投資中獲益的機會。當然，這種回報涉及較高的風險，而我們的監管框架要保護投資者免於欺詐、不當行為和疏忽等所引致的不必要風險。基於這

統的國家，這使德國成為一個的汽車工業高速試驗鐵軌。

⁴⁴ IOSCO（2014 年），第 8 頁。

⁴⁵ SFC（2014 年）。

個原因，監管政策有必要在推動金融活動和防範違規行為之間取得適當平衡。接下來的第三和第四部分將討論一些海外司法轄區是如何採取監管行動，在其金融體系中引進眾籌，並根據現有數據來評估他們在吸引眾多小投資者資金方面所取得的成功。

III. 其他司法轄區的眾籌監管機制比較

A. 簡介

40. 如上所述，「眾籌」一詞指的是通訊技術的進步使投資者可以與需要資金的人進行互動。儘管這類活動基本上已一早存在活動，但現在所說的眾籌是指利用技術提供便利的使得集體行動的問題得以解決。細看 IOSCO 認為相關的四種眾籌模式，⁴⁶ 就會發現它們都屬於高技術的交易類型：

- 公益型眾籌：過去是通過非正式的網絡進行（如晚宴和舞會），甚至以電視直播電話捐款的形式來籌集；
- 獎勵型眾籌：過去也是通過非正規網絡進行，跟收集捐款相似；
- 點對點貸款：實質上是一種傳統的去中介形式，有儲蓄的成員向需要資金的其他成員提供貸款；
- 股權眾籌：以類似 IPO 的籌資形式向一群投資者提供權益股份，規模或者大到足以形成公開發行，或者小到只作私人配售。

41. 由於監管方面的挑戰，香港尚未實現完全的股權眾籌，但本地也出現了不同的公益型、獎勵型和點對點貸款眾籌平台。⁴⁷ 眾籌平台的例子包括：

- FringeBacker 眾籌網站是一個香港本土的全球化眾籌平台（公益、獎勵和點對點貸款），成功將項目與眾籌支持者

⁴⁶ IOSCO，8-9 頁前註 46。

⁴⁷ 香港的企業家們也會使用海外的眾籌平台，包括 Indiegogo 和 Kickstarter。

聯繫起來。近期成功通過 FringeBacker 眾籌的項目包括 Hong Kong Free Press（募集資金超過 58 萬港元）、香港武術活態資料庫（募集資金超過 25 萬港元）以及為賴楨敏馬術表演所募集的資金（超過 48 萬港元）。FringeBacker 專注於「創意藝術、創新產業和慈善組織」等眾籌項目。⁴⁸

- 香港孵化平台 Nest 以在香港和倫敦為營運中心，並在香港開辦名為「Investable」的公司。Investable 是一個股權眾籌平台，既可投資初創公司股份，也可以充當專業投資者和這些公司之間的中介。⁴⁹
- WeLab 經營點對點貸款平台⁵⁰而「我來貸」，則是「中國首個完全移動點對點借貸平台」的。⁵¹截至 2014 年 1 月 2 日，WeLab 自 2013 年夏季開始，收到的貸款申請超過 1.31 億港元。
- 香港音樂募資平台 Music Bee 為音樂藝術家的歌曲和專輯眾籌。⁵²成功的項目實例包括林一峰的新專輯，該專輯在該平台上發佈後籌得近 40 萬港元的資金。⁵³

42. 據評估所見，預售眾籌模式（可被歸納為獎勵眾籌）在創業公司中很受歡迎。在這個模式中，企業家向消費者提供產品或服務的雛形，消費者在產品付諸生產前付款，換言之，消費者預先為企業家提供了生產特定產品所需的資金，以使企業家無需預備一筆創業資金。⁵⁴預售或獎勵眾籌並不是一項受特定監管

⁴⁸ FringeBacker（2015 年）。

⁴⁹ Nest（2015 年）；Investable（2015 年），Shu（2014 年）。

⁵⁰ 見羅伯森（2014 年）。

⁵¹ WeLab（2015 年）。

⁵² Music Bee（2015 年）。

⁵³ 見 Yu（2015 年）。

⁵⁴ Pebble 是一家專注於智能手錶技術的美國創業公司，它利用美國眾籌平台 Kickstarter 進行多輪融資。Pebble 在 2012 年的第一輪融資籌集了約 1025 萬美元 (<https://www.kickstarter.com/projects/597507018/pebble-e-paper-watch-for-iphone-and->

的金融活動。⁵⁵另一方面，作為本文的焦點，股權眾籌可將投資者和企業家以自組網絡的形式聚集在一起，而在過去，這往往需要通過金融機構之間長期存在的網絡或交易所這類的機構才能實現類似的聯通。因此，股權眾籌其實是仿效了 IPO 的模式，創建投資網絡關係，將資金和訊息集合起來，解決個別企業籌集以至各類小型投資的集體活動問題。然而 IPO 和眾籌在規模和目的上有著顯著的差別，這種差別就正正帶出我們在本文中所討論的監管方案。在眾籌的世界中，發行方不僅不會在眾籌平台上「發行」自己的股份，平台並不包含交易市場，而發行方和投資者都不準備承擔與傳統公開發行相關的監管成本。

43. 就本文所倡導計劃的目的而言，股權眾籌方面要留意的是，（與傳統公開發行證券類似的）監管力度和相應的成本之間要有取捨。眾籌將大批投資者聚集在一起，購買一家小型發行機構的證券，這家機構無力開展需要提供完整證券招股章程，或還需要監管機構指導，進而在公開證券交易所市場上市的公開發行。換句話說，股權眾籌是在較少的監管保護下的高風險企業的股票公開發行，而且投資者須自負風險。從更為積極的角

android/ description) (只有英文版)，在 2015 年啟動的第二輪融資籌資超過 2030 萬美元。(https://www.kickstarter.com/projects/597507018/pebble-time-awesome-smartwatch-no-compromises) (只有英文版)。這兩次籌資 Pebble 都採用了預售獎勵的獎勵眾籌方式，通過這種方式，資金提供者獲得最終的產品作為捐款「獎勵」。如果在某一輪生產中所籌集的資金足以保證一個擁有適當生產設施的團隊參與，那麼預售眾籌對於在大眾市場技術領域開展業務的公司來說是可行的。然而，這種對生產需求的即時投資不太可能取代對企業資本的需求。股權眾籌既可以提供這樣的資金，也可以將投資者的技能和意見引入公司。這些投資者也成為該公司的「終生品牌大使」，因為公司被認為「增加了……說服……企業家出售股權而不是承諾回報的價值。投資者要求增多，而公司同時亦獲享更多回報。」(www.crowdfundinsider.com/2015/01/60767-rewards-equity-and-a-crowd-in-between/) (只有英文版)。最近的 Oculus 案例就說明了這一點。Oculus 在 Kickstarter 上籌集了超過 240 萬美元的資金，承諾向眾籌者提供虛擬現實頭戴設備。然而，創始人隨後將該公司以 20 多億美元賣給 Facebook，引起 Kickstarter 早期支持者因未從該公司獲利的不安。網民表示寧願購買公司的股票也不願購買預售產品。(見 http://www.crowdsourcing.org/editorial/tension-over-2b-oculus-acquisition-shows-that-the-time-for-equity-crowdfunding-is-now/31151)。顯然，出售股權比大規模接觸生產和交付商品靈活得多。

⁵⁵ 當然，可能會因虛假廣告或違約而出現問題；另一方面，政府可以通過促進網絡進行此類預售從而參與其中。如果香港決定不繼續改善其金融服務框架以允許金融眾籌，那麼從初創企業獲得產品和服務的預售網絡可能是另一種刺激香港創業活動的方案。

度看，股權眾籌可以讓散戶投資者從持有潛在高增長企業的股份中獲益，同時讓年輕的企業能夠成長壯大，支持經濟發展。個人有限的風險可換來巨大的社會效益。這種融資模式民主的一面在於散戶投資者可以和富經驗的風險資本投資者一樣能以相同的方式獲益，而考慮到許多投資者參與小型企業的投資，每個投資者平均承受的風險則有限。

44. 儘管 IOSCO 將前兩種眾籌模式描述為「以社區為主導」，後兩種描述為「以財務回報為主導」，但我們認為股權眾籌也可以被理解為一種社區活動：投資者支持並對經濟上與他們沒有太大差距的創業者「下注」。當然，這種對可以創造就業的企業的公共支持比諸如在賽馬比賽中賭一天錢的社會意義大得多。在任何司法轄區中，這種「賭博」都有着法律基礎設施來支持，而眾籌卻仍然被禁止。也許這正解釋了為什麼領先的市場正在為過去只能通過與風險投資公司或私人投資者網絡對接才可能實現的股權眾籌建設監管框架，推動其發展。眾籌使得群眾可以在服務社會的企業中擁有權益，從而在獲得經濟回報的同時增強凝聚力和相互支持。

45. 眾籌有三個主要組成部分：企業家發行者，發行者尋求融資的平台，以及通過這個平台提供資金的投資者。第三部分進行的比較和討論主要圍繞相關司法轄區對眾籌各方面的監管。

B. 對平台的監管

46. 眾籌是通過在線平台實現的，在這些平台上，初創企業可以透過自己的想法吸引投資。監管機構應確保投資者只被邀請在值得信賴的平台投資。確保眾籌平台開展安全有序的運營對眾籌活動來說是非常重要的。

a. 美國

47. 2012 年，美國制定了具體的法規來幫助初創企業籌集資金，其中一項集資措施就是監管眾籌。⁵⁶正如它的名字和縮寫所表明，2012 年的《創業企業扶助法》（Jumpstart Our Business Startups Act）（JOBS Act）旨在改變監管框架，促進初創企業獲得企業融資，從而刺激就業。與所有同類法律條文一樣，美國證券交易委員會（SEC）就 JOBS Act 發佈了詳細的規則。⁵⁷根據 SEC 的說法，《創業企業扶助法》的主要目的是「減少企業（尤其是小型企業）融資的障礙」。⁵⁸
48. 美國的證券法規定，在公司向公眾發行證券之前，其證券必須在 SEC 註冊，⁵⁹註冊過程被與認為是全面而又複雜且昂貴，尤其是對小型創業公司而言。⁶⁰註冊文件包括大部分招股章程的主要內容，是與潛在投資者溝通的主要文件。如非通過大規模推銷來推銷證券，發行方可以免於註冊。無需註冊的股票銷售傳統途徑是按照 D 條例（Regulation D）⁶¹進行私募和根據《證券管理條例》（Securities Act）第 144A 條向合資格的機構投資者進行發售（所謂的 QIB）。⁶²
49. 《創業企業扶助法》的第三章涵蓋一個新的豁免類別，以使眾籌活動無須註冊。條文允許眾籌網站或持牌經紀在沒有註冊和招股章程的情況下向普通投資者進行發行。不論投資者的收入，12 個月內的融資金額不得超過 100 萬美元，而任一投資

⁵⁶ Gerber (2012 年)。

⁵⁷ 美國證券交易委員會發佈號 33-9974；「眾籌」，80 卷，聯邦註冊 71388（2015 年 11 月 16 日）（美國證券交易委員會的眾籌規則）。

⁵⁸ Sec.gov (2013 年)。

⁵⁹ 參見 1933 年美國《證券管理條例》（Securities Act）第五節，所有非豁免證券的發行人必須在證券交易委員會登記他們的證券，並發行招股章程，在必要的情況下需符合《證券管理條例》第 10 節的要求。

⁶⁰ Lynn & Pinedo (2012 年)。

⁶¹ 見《美國聯邦法規》（JOBS Act）17 CFR § 230.501。第二章在條例 D§230.506 (c) 下允許向「合資格投資者」進行「一般的邀請或廣告宣傳」。「合資格投資者」是指資本淨值超過 100 萬美元或年收入超過 20 萬美元的機構或自然人。

⁶² 見《美國聯邦法規》17 CFR § 230.144A。

者都不能將其年收入的大部分投資其中。⁶³ 美國證券交易委員會允許作為眾籌項目的中介的經紀自行營商，也可以擔當項目的集資網站。⁶⁴ 集資網站必須滿足的要求少於經紀自營商。

50. 該平台的發牌機制將與現有《1934年證券交易法》下的經紀自營商發牌機制一樣。然而，該法案包含了特定的規條，要求網站教育投資者有關潛在的投資風險，⁶⁵ 證券交易委員會就註冊集資網站提出一系列的要求，⁶⁶ 包括禁止提供投資建議或推薦，禁止直接或間接地遊說投資者買賣其網站上的證券，以及禁止管理或處理投資者的資金。⁶⁷ 網站需要「合理地制定多方面的證券發行方的選擇標準……將之應用到在集資網站平台上的所有發行證券和發行方上，並將該等資料清楚顯示在其網站平台上」，並根據此來「決定在什麼條件下允許發行者在平台上發行和出售證券」。⁶⁸
51. 網站還必須是美國金融業監管局（FINRA，前身是美國證券交易商協會）的成員，FINRA 是《證券交易法》下的一個自行監管機構，並為這類網站訂定進一步的監管法規。⁶⁹ 這些法規構成美國金融業監管局集資網站的規則（FINRA Funding Portal Rules）的一部分，對網站的發牌和行為進行監管，並持續監測他們是否合規。⁷⁰ 這些規則將與當前的金融業監管局章程分開，但除非情況特殊，否則集資網站成員或任何與之相

⁶³ 見 JOBS Act §302 (a)，法典編號：15 USC § 77d。對投資的限制將在下文第三章 C.a 中討論。

⁶⁴ 美國證券交易委員會眾籌規則，法典編號：17 CFR 227 部分。

⁶⁵ 見 JOBS Act，§302 (b)，在《證券交易法》中新增的§4A 和美國證券交易委員會眾籌規則 17 CFR §227.302 (b)。

⁶⁶ 美國證券交易委員會眾籌規則，法典編號：17 CFR §§227.400 – 404。

⁶⁷ 法典編號：17 CFR § 227.402(a)。

⁶⁸ 法典編號：17 CFR § 227.402(b)。

⁶⁹ 在 2015 年 5 月 1 日向眾院資本市場次委員會和政府資助企業金融服務委員會提交的供詞中，美國金融業監管局（FINRA）局長 Richard G. Ketchum 稱：「為了遵守 JOBS Act 的眾籌規定，我們計劃在美國證券交易委員會啟用其《眾籌條例》（Regulation Crowdfunding）後，立即將我們提議的規則交給適當的眾籌網站。美國金融業監管局已經進一步簡化針對集資網站的規則。我們打算在美國證券交易委員會的《眾籌條例》生效之時實施這些規則。」美國金融業監管局（2015 年）。

⁷⁰ 美國金融業監管局（2013 年）。

關的人員都應同時遵守 FINRA 章程和集資網站規則。⁷¹ 在建議的規則中，因應對經紀自營商的要求制定了對網站成員的要求，而要求「已被簡化以反映其業務的局限性」。⁷² 行為準則要求網站達至「高水平的商業信用和公平交易的原則」，避免參與「任何構成操縱、欺騙或其他欺詐手段」的活動。⁷³ 每個網站將必須建立相應的內部監控系統，監督相關人員的行為活動，要求他們遵守美國證券交易委員會規定和集資網站規則。⁷⁴

b. 英國

52. 股權眾籌平台受英國「商業行為規則」（Conduct of Business Sourcebook）（COBS）約束，需達至「恰當性」和「適當性」的要求。⁷⁵ 這些標準是通過英國金融行為監管局（Financial Conduct Authority）（FCA）和英國眾籌協會（UK Crowdfunding Association）（UKCFA）設立。英國眾籌協會是一個民間協會，於 2012 年由 14 家英國眾籌公司創立，通過發佈具有約束力的經營守則，提高透明度和誠信度以增強投資者保護⁷⁶。儘管大多數平台都加入了英國眾籌協會來向投資者展示他們作為旨在保護投資者和促進眾籌發展，但成為英國眾籌協會並非一項硬性規定。⁷⁷

53. 英國 FCA 透過要求所有涉及證券銷售的平台都需要其授權和牌照許可來監管眾籌活動。2000 年的《金融服務及市場法案》（Financial Services and Markets Act）（FSMA）第 19 節（從事受監管活動的平台）和 21 節（從事「金融推銷」——

⁷¹ 同上，背景與討論。

⁷² 同上，另見 Finra.org 提出的集資網站規則 110（2015 年）。

⁷³ 見提議的集資網站規則 110，同上。

⁷⁴ 見提議的集資網站規則 300，同上。

⁷⁵ 分別參考《營業行為規則》（COBS）9 和 10。

⁷⁶ Ukcfa.org.uk（2014 年）。

⁷⁷ 同上。

本質上開展投資活動的平台)中規定了牌照許可要求。⁷⁸然而，根據《金融服務及市場法案》的金融推銷命令(FPO)，從事上述兩種活動的平台可以豁免對其牌照許可的要求，⁷⁹有超過65個類似的豁免規定，其中包括為個別或一小部分投資者量身定制的金融推銷活動，⁸⁰以及為高淨值客戶或富經驗投資者的推銷活動。⁸¹由於FCA尚未採取監管行動，許多股權眾籌平台仍然「利用受監管活動制度中的排除和豁免條款構建的」。然而，隨着FCA意識到眾籌是一種合法的集資途徑，並正為眾籌修改規則，故使用豁免空間構建平台的個案會逐漸減少。⁸²「恰當性」和「適當性」的要求亦會被設定得更加廣泛和靈活。

c. 新加坡

54. 2015年2月，新加坡金融管理局(MAS)發表諮詢文件，指明眾籌乃屬「證券發行」，需受《證券和期貨法令》(Securities and Futures Act)(SFA)監管。⁸³任何從事證券發行的平台都需受《證券和期貨法令》中授權要求的約束，而且受MAS監管。⁸⁴諮詢文件提出的框架下，任何「向投資者發行證券」的眾籌平台都需要獲得牌照許可，並且視乎其經營模式，其他活動也可能需要獲得牌照許可。⁸⁵考慮到平台和經紀自營商在風險狀況上的差異，MAS的提議可望「降低基本的資本金要求並取消對中介的保證金要求」。⁸⁶為此MAS

⁷⁸ Fca.org.uk (2014年a)。

⁷⁹ Mutimer (2013年)。

⁸⁰ 見金融推銷命令(Financial Services Market Act 2000 (Financial Promotions Order 2005)(FPO) 28條，legislation.gov.uk (2005年)。

⁸¹ 見金融推銷命令48條和50條，同上。

⁸² 英國FCA (2013年)和(2014年)；Osborneclarke.com (2014年)。

⁸³ Hawksford Singapore Pte Ltd (未註明出版日期)。

⁸⁴ Insightlegalasia.com (未註明出版日期)。

⁸⁵ 新加坡MAS (2015年)，第7頁。

⁸⁶ 同上。

計劃將最低的基本資本金要求從 25 萬新加坡幣降至 5 萬新加坡幣，並取消收取的 10 萬新加坡幣款項，以保障投資者。⁸⁷

55. 一些國際眾籌平台在新加坡設立了分支。例如總部位於瑞典的 FundedByMe，按照企業的成立地點和業務的不同，提供各種形式的眾籌，⁸⁸而在新加坡僅為總部在歐洲的初創企業提供股權眾籌。⁸⁹ FundedByMe 選擇將新加坡作為其亞洲中心也體現了其對於新加坡加快立法和有適當寬免的司法措施促進眾籌發展抱有信心。

d. 中國內地

56. 2017 年深圳 GDP 有望超越香港，⁹⁰而深圳早於 2014 年就被中國社會科學院譽為中國最具競爭力的商業城市，這很大程度是因為深圳通過初創企業發展鼓勵創新的氛圍。⁹¹中國正就股權眾籌進行法律和監管架構的調整，修訂規則預計快將實施。⁹²目前，中國的股權眾籌平台要麼是作為面向合規投資者的私募配售平台，要麼是作為「影子」機構運營在金融監管之外。受歡迎的眾籌平台如點名時間（DemoHour）和追夢籌都從事獎勵型眾籌，像 SeedAsia 這樣的股權眾籌平台則比較少見。⁹³

57. 中國擁有 6 億網民，是世界上網民數量最多的國家。隨著監管與日益上升的眾籌趨勢相匹配，初創企業將可以從中國龐大的潛在投資規模中受益。在這 6 億人中即使只有 1% 的人通過適

⁸⁷ 同上，第 8 頁。

⁸⁸ Fundedby.me (2015 年)。

⁸⁹ 同上。

⁹⁰ Frank Chen (2014 年)。

⁹¹ Chang (2015 年)。

⁹² 2015 年 7 月中國人民銀行為各種金融業監管者發佈若干有關新融資技巧的指導原則。見中國證監會對股權眾籌進行監管。見 Midori Yoshimura, 「最新發佈：中國在線金融市場新準則 (Just Released: China's New Guidelines For Online Finance Market)」, Crowdfund Insider (2015 年 7 月 19 日)。

⁹³ Lin (2014 年)。

當監管的股權眾籌平台投資中國經濟，他們都足以為中國創新企業注入前所未有的大筆資金，加強中國的科技競爭力和促進勞動力市場發展。

e. 結論

58. 綜合上文司法轄區的分析，對股權眾籌平台的監管處理模式有四大種類。美國的立法為眾籌活動訂下清晰的監管框架，長達 200 頁的實施條例詳細說明授權和經營平台的具體要求，也明確指出遵守 FINRA 的監管責任。英國採用的監管方式較寬鬆，利用現有法律，就行為準則進行監督和管理。新加坡則建議使用類似證券交易商的發牌模式來監管眾籌，並且應用目前對富經驗投資人的豁免條款。中國已經規劃出未來對新型金融科技的管轄範圍，我們期待中國證券監督管理委員會（中國證監會）在未來推出相關的規則或指導方針。

C. 對發行方的監管

59. 證券的發行方（特別是其股票公開發行）是傳統公開發行監管方案的核心，發行方在證券監管機構登記證券或發佈招股章程來披露發行方和發行證券的實況（或兩項同時進行）都是傳統上監管要求的一部分。為了讓眾籌更好的為初創企業服務，這一方面的監管框架需要進行相應的調整。然而，考慮到初創企業失敗有很高的失敗風險，監管機構必須努力在推動眾籌活動與讓個人投資者同時面對高度風險性投資和證券欺詐的雙重風險之間取得平衡。

a. 美國

60. 《創業企業扶助法》在公開發行的註冊要求方面新增了一項豁免條款，⁹⁴讓眾籌發行者不用在 SEC 進行完整註冊就能以發行證券融資。相應地，根據新的法規，發行者必須向 SEC 登記備案，為投資者提供公司資訊管理和業務模型、投資的特定風險、發行額和融資目的以及財務狀況描述等等⁹⁵。2013 年 10 月，FINRA 為有效執行《創業企業扶助法》提出集資網站規則，要求股權眾籌平台預先審查發行者，確認發行者運作良好和不涉及欺詐行為。⁹⁶ 規則還要求平台實施打擊洗黑錢的措施，並在有需要時接受 FINRA 的調查和制裁，⁹⁷以確保平台為着自身的利益而會保持誠信。通過這些提議，發行者受到平台的監管，而不是由 FINRA 直接監管。由此看來，至少在監管提議上，美國願意在某種程度上放寬有關招股章程的要求，在某程度上由平台對發行者進行合理的審查。雖然審查責任似乎完全落在平台上，但任何試圖通過眾籌平台籌集資金的發行者，都應該設法向所有潛在的投資者提供足夠的資料，以助他們作出投資決定，並藉此提高聲譽。

b. 英國

61. 英國 FCA 尚未有對股權眾籌的招股章程和披露規則提出任何豁免，期望發行者 and 平台都能完全遵守規定。⁹⁸ 然而，它確實指出了在眾籌的框架下現有的免責條款可以被充分利用，例如，在「發行量低於 500 萬英鎊的情況下，他們可以根據《招

⁹⁴ 《創業企業扶助法》，§302。

⁹⁵ 法典編號：17 CFR § 227.201。

⁹⁶ 見提議的集資網站規則 300 (b)，Finra.org，前註 66。FINRA 在 2015 年 10 月提交了一份修正案預告，並立即生效。見 SEC 版本號：34-76238：自律機構；FINRA；為網站建立收費規則歸檔通知並立即生效，《聯邦公報》第 80 卷，66342 (2015 年 10 月 28 日)。

⁹⁷ 見建議的集資網站規則 800 (a)，同上。

⁹⁸ 英國 FCA (2014 年)，第 40 頁。

股章程指令》（Prospectus Directive）獲豁免提供招股章程」。⁹⁹

c. 新加坡

62. 新加坡 MAS 在 2015 年的諮詢文件中指出，如果是向公眾提供眾籌投資機會，那麼招股章程就是必須的。基於此，新加坡 MAS 建議，在促進眾籌的基礎下，投資者以外的人士會被禁止投資於眾籌項目。¹⁰⁰ 除此之外，MAS 在其擬議的規則中沒有對發行方訂下其他特別規定。

d. 中國內地

63. 與其他司法轄區一樣，中國內地對公開發行的證券和非公開發行的證券進行了區分。¹⁰¹ 由此可想像的，美國和新加坡所建議的眾籌發行框架在內地是可行的。
64. 一個在中國融資的平台 SeedAsia，在推介給合資格投資者前會預先審查證券發行方。初創企業「最好已經通過某些孵化項目，並且有良好的發展前景」。¹⁰² SeedAsia 希望平台會是融資的候選創業公司和投資者的過濾系統，該公司聯合創始人 Tom Russell 表示，SeedAsia 會是「介乎於 Kickstarter 和私人投資之間的一種混合體」。¹⁰³ 目前中國的這種情況跟似於的 QIB 私募發行相似。

⁹⁹ 英國 FCA (2014 年)，第 41 頁，註釋 15 和《金融服務及市場法案》85 (5) (a) 與計劃 11A, s 9。

¹⁰⁰ 新加坡 MAS，前註 78，第 9 頁。

¹⁰¹ 《中華人民共和國證券法》，第 10 和 13 條。

¹⁰² Ho (2013 年)。

¹⁰³ 同上。

e. 結論

65. 在美國，眾籌平台某程度上預先審查了平台有意為其銷售股票的發行方。目前英國、新加坡和中國內地的相關法律和監管規定，只有某些特定類型或規模和向合資格投資者進行非公開發行的發行方才可以免於在眾籌發行過程中發佈招股章程的要求。

D. **對眾籌投資者的監管**

66. 證券法有時會對投資者而非發行方或中介機構進行監管，但情況並不常見。正常情況下，受監管的都是作出受監管行為的一方（即證券發行方），而不是接受行為的一方（即投資者）。例如，如果向富經驗投資者發行的股票可獲豁免有關招股章程的要求；又例如對沖基金由於只向高淨值客戶或機構投資者提供產品而不需要完全符合投資基金監管的要求。在這種情況下，投資者被認為可以自我保護，政府無需代為保障他們的利益。
67. 眾籌的情況則有些不同呈現了另一種情況。如果一個司法轄區同意開放式的眾籌，並對發行方和發行進行寬鬆的監管，那麼普通投資者（一個可能被稱為「消費者」的群體）就有機會面臨更大的金融風險。在另一些範疇譬如說，有機會危害到消費者的產品和服務（如酒類或體育博彩）都會有最低年齡要求。同樣地在金融服務方面，特別的警告提示同樣適用，例如在某些地區向普通投資者出售衍生金融產品需附有警告標示。在眾籌的監管機制中也可以引入類似的保障措施，好使普通投資者能夠以開放的方式參與眾籌投資，同時也能夠獲得對嚴謹的財務風險保障。

a. 美國

68. 《創業企業扶助法》對投資者的財務風險進行嚴格控制，規定發行方在規定的 12 個月期間向任何投資者出售的總金額不得超過：

(i) 2000 美元或投資者年度收入或淨資產的 5%（適用於收入或淨資產低於 10 萬美元的投資者）的較高值；或

(ii) 投資者年收入或淨資產的 10%，並且在任何情況下不得超過 10 萬美元（適用於收入或淨資產超過 10 萬美元的投資者）。¹⁰⁴

69. SEC 似乎提議簡單地交由中介執行上述規定，這樣，一旦發行中介接受違反法定限制的投資者，該眾籌將失去其豁免地位，¹⁰⁵從而構成中介和發行方的各種違法行為。

b. 英國

70. 英國 FCA 限制有關未上市證券的發行，這類證券在眾籌中只可以向符合一系列條件和通過測試的投資者發行。這些投資者需要是「專業客戶」或可以證實其有能力在專業投資建議下作決定的零售投資者、風險投資基金或企業融資的專業人士、被證明或能自證為「富經驗投資者」或「高淨值投資者」，或能證明他/她不會「投資額不會超過其淨可投資財務資產的 10%」於未發行股票上。¹⁰⁶

71. UKCFA 的規則則集中在富經驗的投資者上，並允許任何充分理解股權眾籌風險的人參與其中。為了加強監管投資者對風險

¹⁰⁴ 《創業企業扶助法》§302，法典編號：15 USC §77d。

¹⁰⁵ 提議的《美國聯邦法規》17 CFR § 227.100 (a) (2)。

¹⁰⁶ 英國 FCA (2014 年)，第 35-36 頁。「UK Conduct of Business Sourcebook」4.7.7。

的理解，成員平台要求潛在投資者完成調查問卷，以評估他/她是否完全了解投資初創企業的風險。¹⁰⁷ 根據調查問卷的結果，投資者會分為「富經驗」或「普通」兩個等級。普通投資者必須符合 UKCFA 在上文所列的其他標準。

c. 新加坡

72. 新加坡 MAS 在其 2015 年的諮詢文件中，建議股權眾籌只適用於合資格個人投資者和機構投資者，¹⁰⁸即《證券與期貨法令》（Securities and Futures Act）第 13 節中符合私募發行豁免條件的人士。

d. 中國內地

73. 正如上文所述，雖然中國內地眾籌規則有待公佈，但其證券法其實已經包含類似於新加坡的私募發行豁免條款的內容。實際上，在沒有官方認可的情況下，參與眾籌的平台只可以讓合資格投資者參與股權眾籌。例如，SeedAsia 的潛在投資者需要向該平台申請審查，以確保他們符合 SeedAsia 每名投資者 2,000 美元的最低投資額。¹⁰⁹ 跟美國的情況一樣，在中國內地，一個人只需要證明自身的財務能力，就能成為眾籌的股權投資者，而投資經驗並非決定性的因素。

e. 結論

74. 每個本文檢視過的司法轄區都有限制投資者參與眾籌融資。新加坡利用現有的「專業投資者」類別，將缺乏必要經驗和財務狀況不佳的投資者排除在外。換句話說，新加坡並未真正允許

¹⁰⁷ Seedrs.com (2014 年 a)；Fca.org.uk (2014 年 b)。

¹⁰⁸ 新加坡 MAS，前註 78，9-10 頁。

¹⁰⁹ Ho (2013 年)。

眾籌。英國也有使用各種各樣的投資者篩選機制，包括對投資成熟度或專業技能的自我認證，或承諾其總投資額不超過其可投資資產的 10%。美國的方法與英國相似，套用其他領域的消費者保障措施相似，比如防止某些消費或危險活動：在這些規則下，投資者的淨資產和風險比例將決定其投資眾籌的能力及投資規模。中國證監會很可能正在關注這些司法轄區（以及香港）的做法，來制定自身的眾籌投資者限制措施。

IV. 比較眾籌好處

A. 美國

75. 分析採用股權眾籌的好處可有助理解香港為何需要採取具體的措施，以合理的監管來推動股權眾籌。在美國，已有證據表明早期的股權眾籌活動能夠支持小型企業，增加就業機會並鼓勵創新。
76. 眾籌資本顧問（Crowdfund Capital Advisors）（CCA）2014年1月發佈的顯示，成功進行股權眾籌活動的公司現金流按季增速為351%。¹¹⁰ 此外，48%的受訪公司表示，他們打算利用眾籌資金來招聘新員工，而39%的回應者的確利用眾籌融資資金平均招募了2.2名新員工。¹¹¹ 這些好處在股權眾籌得到完全批准前已見顯著（正如上文所述，目前這種集資形式適用於合資格投資者（即機構和高淨值個人投資者））。一旦股權眾籌正式成為金融體系的一部分，大額的社會儲蓄將有望流到創新型初創企業上。

B. 英國

77. 早期眾籌活動對英國的真正影響可能難以估測。早於2012年4月，英國政府就推出種子企業投資計劃（Seed Enterprise Investment Scheme）（SEIS），為合資格的初創企業提供資金的投資者最高可獲50%個人所得稅的減免，28%的資本利得稅寬免和資本利得稅寬免，而其中大部分融資是通過眾籌平台達成。¹¹² 這些措施促使平台的早期使用。如果稅收優惠政策隨後取消，這種情況可能會有所減弱。眾籌中心（Crowdfunding

¹¹⁰ Crowdfundcapitaladvisors.com（2014年）。

¹¹¹ 同上。

¹¹² Seis.co.uk（2015年）；Crowdcube.com（2015年b）；Seedrs.com（2014年b）。

Centre) 的報告顯示，2014 年 1 月至 3 月期間，眾籌項目共向英國初創企業注入了逾 900 萬英鎊的資金。¹¹³ 其中，獎勵型眾籌融資額度為 430 萬英鎊，而股權眾籌則籌集了超過 500 萬英鎊的資金。

C. 新加坡

78. 新加坡政府已經開始意識到股權眾籌所能帶來的經濟潛力。在 2014 年 2 月的一次國家財政預算演講中，股權眾籌被描述為「為初創企業和小公司提供融資的另一個來源」。¹¹⁴ 然而，考慮到眾籌在新加坡還未正式恆常化，眾籌的影響尚欠數據支持。雖然未有正式的法律規範，新加坡據報已有一些項目通過美國的獎勵型眾籌平台成功籌集資金，例如：

- 銀線計劃 (Project Silverline) — 該公司為老年人提供裝有醫療保健和個人安全應用程式的二手智能手機，在 Indiegogo 上籌集了 54,000 美元；及
- 一家生產手工竹製自行車的企業 Bamboobee 在 Kickstarter 上籌資總額達 63,879 美元。

D. 中國內地

79. 與新加坡一樣，由於中國還未對眾籌實行監管或監督，因此迄今尚無任何估測眾籌活動對經濟影響的研究或報告，未能將眾籌與傳統風險投資渠道對經濟增長的貢獻程度區分別出來。然而，中國的獎勵型眾籌平台的潛力據報已漸見前景：¹¹⁵

¹¹³ Alois (2014 年)。

¹¹⁴ Singaporebudget.gov.sg (2014 年)。見預算演說§C.38。

¹¹⁵ Sun (2014 年)。

- 點名時間 (DemoHour)，成立於 2011 年，已經幫助 2,000 多個項目從小型貢獻者中集資，每個貢獻者平均捐款 300 元人民幣；以及
- 追夢籌 (Dreamore)，成立於 2011 年 9 月，現已為 300 多個項目籌集 600 多萬元人民幣。

80. 這些眾籌平台也通過成功地資助對各行業有利的項目來鼓勵科技創新。例如點名時間專注於創新的家用電器，支持的項目包括一種環保的竹製藍牙音箱、一種用於汽車的防污染空氣控制系統，以及一個能夠記錄用戶日常飲水量的傳感器水杯。¹¹⁶
81. 最後的這個項目名為「Cuptime」，是最成功的項目之一，該項目一個月內從 2,600 多名貢獻者那裡募集到 135 萬元人民幣。¹¹⁷這些項目體現了眾籌在推動中國科技創新和經濟增長方面的潛力。2013 年世界銀行預測，到 2025 年，中國每年眾籌投資將高達 500 億美元。¹¹⁸

E. 眾籌否能否為香港帶來類似的好處？

82. 監管股權眾籌活動是使市場能夠充分和安全地受惠唯一途徑。正如我們在第一部分所述，缺乏資金對香港初創企業造成的挑戰與建立公司核心經營理念所帶來的困難其實是不相伯仲。因此毫無疑問，給予初創企業額外的資金來源可以為他們帶來極大的好處。有效的監管會提供一定的安全性和法律穩定性，鼓勵更多的儲戶加入眾籌的行列。良好的監管架構也會與現有項目（如數碼港和科技園）相得益彰。股權眾籌能夠擴大整個生態系統，為初創企業引入更多的投資者，為儲戶尋找到更多的

¹¹⁶ Sun (2014 年)。

¹¹⁷ 同上。

¹¹⁸ 世界銀行 Information for Development Program (2013 年)。

投資機會，進而協助企業的成立，以充分利用現有的設施和創造更多就業機會。

83. 在這一新領域內，建立高度有效的監管框架，將有助香港保持國際領先金融中心的地位，並與深圳力爭亞洲創業資本樞紐的地位。¹¹⁹如果第五部分的建議得獲採納，規定初創企業需在香港的公司法之下註冊成立，眾籌還可以展示在香港公司法下遠遠超過了國際標準的透明度。目前，相對於亞洲其他地區，香港仍有可能佔得先機。香港既能在這個新的、充滿活力的領域中制定標準又可以領先決定行業規則。
84. 跟業界討論的過程中，我們發現保險業可能會有興趣為眾籌平台設計特別的保險產品，以增加平台的可信度和吸引力。事實上，促進眾籌可以為其他行業產生積極的連帶影響，甚至有其他前所未見的好處。
85. 總括而言，監管股權眾籌可為香港帶來不少好處，而這些好處已經在美國和英國獲得肯定。雖然股權眾籌在亞洲仍屬新興，但普遍已獲認定為增加投資的重要新途徑。在第五部分，我們建議對香港的監管框架進行調整以促進股權眾籌的發展。

¹¹⁹ Bloomberg (2015年)和Chang(2015年)。

V. 在香港可行的監管眾籌措施

A. 立法和監管方案

86. 香港當前的法律和監管框架尚未特別涵蓋任何形式的眾籌。正如第二部分所述，香港證監會正密切留意這種新融資形式的發展，並在 2014 年 5 月發佈了一份通知，警示如果沒有適當的許可和合規監管，眾籌可能會與現有的投資者保障和市場監管條例相衝突。¹²⁰鑒於眾籌可以為香港的實體經濟和金融市場帶來龐大好處，我們建議香港儘快將眾籌納入監管範圍。下文討論的香港監管框架調整範圍包括從修訂立法到保持現行制度不變。適當的做法可能是在兩者之間取得平衡，我們建議對如何解釋和應用監管框架進行一些相對簡單的調整，以迎合股權眾籌的發展。

87. 香港證監會指出，股權眾籌交易可能在兩方面與現有制度產生衝突：眾籌平台上的證券發行方可能沒有意圖如公眾發行證券般給予全面投資者保護，以及平台本身沒有盡力取得註冊交易所的資格。¹²¹因此，監管框架的任何調整必須解決這兩個問題。

a. 立法行動

88. 股權眾籌的核心是讓初創企業可以向公眾投資者發行和出售股票，。這活動是通過眾籌平台或實體進行管理。向公眾發行證券要遵守《公司（清盤及雜項條文）條例》和《證券及期貨條例》中所提出的招股章程的要求和註冊要求。從事證券交易、為此類交易提供諮詢，以及促進這類交易合約，都是《證券及

¹²⁰ 香港證監會（2014 年 a），第 2 頁。

¹²¹ 同上。

期貨條例》下受規管的活動。因此，立法修訂將集中在《公司（清盤及雜項條文）條例》和《證券及期貨條例》上。

89. 依照《公司（清盤及雜項條文）條例》第 2 及第 38D 條，任何公司用於向公眾發行股票的文件被視為招股章程，必須包含相關要求的內容並在香港證監會註冊。根據《證券及期貨條例》第 103（1）條，任何向公眾發行證券的行為必須經香港證監會批准。（《公司（清盤及雜項條文）條例》和《證券及期貨條例》之間的相互作用並不簡單，此處不進行分析。）
- 《公司（清盤及雜項條文）條例》的附表三中列出所要求的招股章程內容，並附有豁免條款。為眾籌設立專門的豁免條款可以通過修訂《公司（清盤及雜項條文）條例》第 38B 條來進行。《證券及期貨條例》中可以增加一章，定義受監管的眾籌活動。這部分可以定義何謂眾籌活動，訂明眾籌平台發牌機制。作為新增的受規管活動，條文也可訂明眾籌平台需向投資者提供的資料，並加入對投資的限制以保持高風險企業和低披露之間的平衡（可參照下文 B.d 節中討論的收入比例限制）。這一立法條款規管監管平台、披露股票發行和投資者的風險，跟美國《創業企業扶助法》的第三章相近。
90. 這樣的立法修正案將提供較高法律確定性及量身訂做的監管框架，但根據香港過去的經驗所見，立法可能會需要很長的時間。此外，雖然《創業企業扶助法》中的一些方案非常巧妙，但我們認為美國的高度干預政府監管的模式（如：指明證券交易所採用的技術，以至禁止監管機構管制衍生產品市場¹²²）未必適合香港。

¹²² 關於中央儲蓄機構持有所有上市證券的立法指令，參見 1975 年的證券法修正案（Securities Acts Amendments of 1975），公法編號 94-29，89(1975)，第 97(1975)號法令，美國法典第 15-78q-1(e)條相關部分。2000 年《商品期貨交易現代化法》（Commodity Futures Modernization Act of 2000）（2000 年 12 月 14 日）對規範衍生品市場的規範的禁令（暫行）。

b. 當前豁免條件下有限的活動

91. 以我們所知，目前香港有幾家公司正在開展眾籌活動，舉辦方認為他們是在當前招股章程的豁免要求範圍內開展活動的。《公司（清盤及雜項條文）條例》第 2（1）條和《證券及期貨條例》第 103（2）（ga）條明確地就某些類型的發行活動作出豁免，該等活動符合須符合《公司（清盤及雜項條文）條例》附表十七中的招股章程要求。活動包括向「專業投資者」的發行（《證券及期貨條例》廣泛定義為涵蓋銀行、保險公司、投資計劃和其他金融中介機構（香港證監會為此而訂明的任何類別））。¹²³ 自然人或公司可以在沒有任何特別許可或牌照的情況下私下投資初創企業的股權。如果同一個人或公司告知專業投資者這類股票的可獲得性，那麼這家初創公司將可享「專業投資者」豁免，毋須符合招股章程規定。
92. 公司也可以通過發行股票來進行融資，前提是該發行股份的總價值不得超過 500 萬港元。¹²⁴ 如果以這種方式進行發行，發行文件須附有聲明，指明香港任何的監管機構都沒有對該發行進行過審查，潛在的買家應該「對此發行保持謹慎」。¹²⁵
93. 如果香港的眾籌活動仍局限於這類有限的形式或額度，只依賴有限的監管豁免，那麼眾籌就可能無法充分創造經濟效益。然而，目前的資料所見，新加坡的眾籌活動面對相近情況，以使某些人認為沒有需要立即成為眾籌活動設立框架。

¹²³ 見《公司（清盤及雜項條文）條例》，第 2(1)條，《公司（清盤及雜項條文）條例》附表 17 相關內容，《證券及期貨條例》附表 1 第一部分 1 條相關內容，《證券及期貨條例》第一部分 1 條、397 條相關內容。

¹²⁴ 見《公司（清盤及雜項條文）條例》第 2(1)條，《公司（清盤及雜項條文）條例》附表 17 相關內容，《證券及期貨條例》第一部分 3 條和第二部分，附表 1 第一部分 1 條相關內容。

¹²⁵ 見《公司（清盤及雜項條文）條例》第 2(1)條，《公司（清盤及雜項條文）條例》附表 17 相關內容，《證券及期貨條例》第一部分 3 條，附表 18，第三部分，和附表 1 第一部分 1 條相關內容。

c. 預托證券方案

94. 眾籌的另一種方案是通過疊加現有的兩種豁免權來實現。投資者人數不超過 50 人的小型發行，只要附帶警示指出沒有任何監管機構對該發行文件進行過審查，並建議投資者對該發行保持謹慎，鼓勵投資人尋求獨立的專業意見，就可以享有與《公司（清盤及雜項條文）條例》第 2（1）條、第 38B 條和附表 17 的招股章程要求中向「專業投資者」發行的同樣豁免。¹²⁶
95. 如果投資人數不超過 50 人，而且是經發牌進行受規管活動第 1 類（證券交易）、第 4 類（就證券提供意見）或第 6 類（就機構融資提供意見）的實體，他們就可以享有《證券及期貨條例》第 103（2）（a）（ii）條中的第二種豁免權。¹²⁷ 根據這一豁免條款的字面含義，該持牌實體可以發行未上市證券的預托證券，而無需提交招股章程。¹²⁸ 這樣，這些持牌實體可以購買由眾籌公司私下發行融資的初創公司的股票，然後（可能有爭議性的）聲稱能夠向公眾提供該股票的預託證券，並豁免提交招股章程。¹²⁹
96. 雖然這種結構不需要監管規則上的修訂，但其本身存有不確定性和複雜性。這種結構的主要優勢可能在於它完全依賴私營機構的自發行動。然而，即使就這一點而言，高成本也會對私營機構造成一定的限制。在這種結構下，發行預託證券都需就進行第 1、4 或 6 類活動持牌，而持牌者都需要符合每類活動的財務資源和組織結構要求。從政策的角度而言，這種結構的不

¹²⁶ 見《公司（清盤及雜項條文）條例》，第 2(1)條，《公司（清盤及雜項條文）條例》附表 17 相關內容，第一部分第 2 條相關內容，附表 18 第三部分相關內容。限制總籌款金額，設定從每個投資者處籌集的最低金額的其他豁免條款不太符合眾籌的需求。

¹²⁷ 招股章程要求「不適用於發出或為發出而管有以下情況下作出的廣告、邀請或文件——(a) 由就第 1、4 或 6 類受規管活動獲發牌或獲註冊的中介人(不論以主事人或代理人身分行事)——……(ii) 非上市證券(屬結構性產品的非上市證券除外)。」

¹²⁸ 這項豁免條款不包括「結構性產品」，但在《證券及期貨條例》的附表 1 第一部分所提供的結構性產品的定義中，明確排除了預託證券，(包括向公眾發行預託股票的工具)。

¹²⁹ 這種豁免從未以這種方式應用過，這句話的意見是基於《證券及期貨條例》第 103(2)(a)條的字面含義所推論出來。

足之處是公眾投資者不能成為初創企業的股東，也就是說，他們沒有機會參與新公司而出資過程中的公司治理和社會參與。

d. 允許在當前監管範圍內進行眾籌

97. 接下來要詳細介紹的另一種方案是，香港證監會可以將眾籌活動定義為現有受規管活動中的一部份，並在招股章程的要求中訂明豁免條件。豁免條件可能是，發行者向投資者披露相當於在香港公司法下成立的公眾公司在年度股東大會上所需提供的資料。這樣的資料披露既廣泛，又等同所有香港公眾公司在任何情況下都需要達到的要求。另一個條件可能是，該平台需要每個投資者提交聲明，表示其投資將不會超過一定金額（參見下文 B.d 節）。香港證監會可以將此類別的豁免以及其對受規管眾籌活動的定義草擬在諮詢文件中，不需要採取立法行動。

B. 不涉及立法的新監管框架

a. 基本框架

98. 這一方案的工作集中在香港證監會的層面上。香港證監會可以對眾籌平台作出官方定義，就招股章程的要求新增豁免條款。當然，這些調整的大前提是為眾籌投資者提供足夠的保障。至於招股章程的豁免，可以在平台和條件上落墨，可選的方案詳見下文。當然，最終採用的任何框架都應以適當保障投資者的監管環境為目標。

b. 眾籌平台

99. 股權眾籌活動的平台應視為現有的受規管活動之一。儘管活動的類型可能因眾籌平台的商業模式而有所不同，而這些商業模

式應可能因應香港證監會所訂定的受規管活動範圍而作相應調整。我們認為有三種受規管活動可能涵蓋並適用於眾籌活動：提供自動化交易服務（第 7 類）、證券交易（第 1 類）或就機構融資提供意見（第 6 類）。因為在眾籌的早期階段，平台有助促成轉讓證券的合約，投資於這些證券而且往往與包銷商的收入模式類似（收入是籌得資金的一定百分比），香港證監會要釐定哪一類或哪幾類受規管活動最適合涵蓋眾籌平台的服務。

100. 申請相關牌照的規定一般都源於《證券及期貨條例》第 114-116 條，並以適用的香港證監會規則和指引作為補充，¹³⁰ 特別是若果平台選用自動化交易模式，電子交易系統¹³¹和另類交易平台（ALPs）的新規則。¹³²除了特定的財務資源和風險管理政策，充分的營運設施也能夠確保受規管服務的安全供應，與此同時，《適當人選的準則》（包括技能和道德操守）亦適用於實體和其管理層。¹³³ 每一項活動的發牌規定都要求持牌實體具備 500 萬港元的繳足股本和 300 萬港元的速動資金¹³⁴、充足的員工和組織以及持續進行匯報。持牌實體必須保留其活動的完整記錄和審計記錄，為用戶提供足夠的透明度，而如果是以自動化交易模式操作就必須持續以符合香港和國際市場的做法監控活動。¹³⁵ 現有的證監會發牌規定清晰且標準化，對眾籌平台來說應該不會是新鮮事。截至 2013 年年底，大約有 38,000 家公司發牌進行各類受規管活動。¹³⁶ 毫無疑問，香港證監會若要規範眾籌活動，也會把適用於眾籌平台的特殊規定在現有規定的子類別中加以詳述。¹³⁷

¹³⁰ 其中最主要的是《SFO》（2006 年），《SFO》（2003 年），《SFO》（2014 年），《證券及期貨（財政資源）規則》，（第 571N 章）。

¹³¹ 見《SFO》（2014 年），「操守準則」第 18 段。

¹³² 見《SFO》（2015 年），「操守準則」第 19 段。

¹³³ 見《SFO》（2003 年），第 11 節。

¹³⁴ 《證券及期貨（財政資源）規則》（第 571N 章）附表 1。

¹³⁵ 見《SFO》（2003 年），第 11 節。

¹³⁶ 見《SFO》（2014 年 b），第 40 頁。

¹³⁷ 其中一個可能性是，股權眾籌平台可能會被比作「證券市場」，影響《證券及期貨條例》第 19 節香港證券交易所的法定壟斷地位。《證券及期貨條例》第 19 節和附表 1 中「證

101. 無論眾籌平台最終被訂定為何種受規管活動，考慮到全球眾籌規則的演變過程（在上文第三部分中已作討論），補充或修改證監會的指引都應旨在加強兩方面的監管。第一，眾籌平台要求每位投資者作出聲明，表明其理解相關發行的風險，並已閱讀發行方發佈的材料，以及不會投資超過一定數額的資金（見下文 B.d 節）。第二，平台應當負責提供材料，甚至考慮為投資者提供講座/教育。

c. 眾籌發行招股章程的一般豁免條款

102. 在所有的現代資本市場中，證券發行的資料披露為投資者提供一定程度的保障。就眾籌而言，如果要求提供完整的證券發行資料披露，那麼監管成本將會過高。因此，香港證監會有必要採取某些行動，或許根據《公司（清盤及雜項條文）條例》第 38A（2）節，授權香港證監會為「企業發佈的任何類型的招股章程」訂立一般性豁免條款。¹³⁸ 香港證監會已經為一些招股章程中的某些內容設立豁免例如豁免在創業板上市的初創企業匯報幾年的財務記錄和其他相關報告。¹³⁹ 為了減輕監管負擔並為投資者提供保障，香港證監會可以考慮為眾籌訂立類似的豁免條文。例如，豁免條文可以只適用於（i）根據香港《公司條例》成立的公司，他們可獲豁免向潛在投資者發行證券時提交招股章程的規定，而只需提供年度股東大會上為股東提供的所有報告和聲明，或（ii）非香港成立公司提供的相等資料，及（iii）在不同情況下僅通過持牌的眾籌平台發行。如果符合香港證監會根據《公司（清盤及雜項條文）條例》第 38A

券市場」可以廣義為涵蓋包括未上市證券在內的私人投資活動。

¹³⁸ 香港證監會獲賦予權力，制定規則及豁免條款。見《公司（清盤及雜項條文）條例》第 38A(3)、(4)和(5)節。

¹³⁹ 見《公司（豁免公司及招股章程遵從條文）公告》（第 32L 章）第 5 節。

(2) 節制定的豁免條文，那麼《證券及期貨條例》第 103
(3) 節豁免條文也適用於是次發行。¹⁴⁰

103. 這一方案之所以可行是因為香港公司法已經附有相對完整而不甚繁瑣的披露設定。¹⁴¹ 在大部分的司法轄區，從披露正式招股章程規定轉變為披露非上市公司在股東會議上提供的文件，都會大幅降低透明度。而香港的情況並非如此，香港要求公司在每年的股東大會上都需要向股東提供：

- 根據香港會計準則審核的財務報表；¹⁴²
- 董事報告，列明：¹⁴³
 - 公司在財務年度的主要活動，
 - 公司面對的主要風險和不明朗因素；
 - 過去一年中對公司有影響的重大事件；
 - 公司未來發展的揭示；
 - 運用關鍵績效指標進行分析；
 - 與僱員、顧客及供應商的重要關係的說明；
 - 董事獲得股份的相關安排；

¹⁴⁰ 第 103(1)條的招股章程規定「不適用於遵守或豁免遵守《公司（清盤及雜項條文）條例》（第 32 章）第 2 部分的招股章程發行。」見《證券及期貨條例》第 103 (3) (a) (i) 節。

¹⁴¹ 大部分的所需披露規定——尤其是董事報告和完整的財務報表——都不適用於有限股份私人公司必須限制股份轉讓，禁止公開發行，這意味著所有參與股權集資的公司都是有限股份公眾公司，並須遵守大量的披露設定。

¹⁴² 見《公司條例》第 622 章，第 380 節及附表 4。

¹⁴³ 這些要求在《公司條例》第 388 節、390 節和附表 5，以及《公司（董事報告）規例》（第 622D 章）中列出。

- 董事在公司的重大交易中的直接和間接利益；
 - 公司發行的股份和與股權相關的協議；
 - 董事辭職的原因；及
 - 經允許對董事進行補償的條款。
- 核數師報告，明文規定由於明知或罔顧後果地遺漏所需內容即屬干犯刑事罪行。¹⁴⁴

104. 因此，即使豁免眾籌遵守招股章程的規定不會令投資者遺漏重要資料。香港公司法的披露規定足以令眾籌可以以低交易成本和低風險的簡單途徑作出充分的披露。善用香港法律可以鼓勵本地公司的眾籌活動，在香港實體經濟中創造就業。

105. 有人可能會認為，這種方案的缺點在於它通過鼓勵使用香港公司法，不必要地將金融行業服務與香港實體經濟活動聯繫起來，並因此限制了它的潛力。但事實上，如果規定要披露和香港法律規定的同等資料，能鼓勵初創企業在香港落戶，也就意味著它們將在香港展開業務、僱員、支付註冊費、以及使用香港的法律和會計專業人才。與其他主要司法轄區不同，使用本地法律在香港並不常見，在香港只有 15% 的上市公司不是外國公司（使用百慕大群島和開曼群島的法律的約佔 70%）。規定公司符合香港法律或其同等披露要求，會不利於此類返程投資結構（round-trips structures）。然而，將適用於上市公司的香港法律作為基準是合理的做法，香港公司法（在 2012 年經大幅修訂）提供了一種相對現代和便利投資者的披露模式。對於香港而言，鼓勵使用離岸司法轄區的法律要求，只會使投資者與其投資對象的法定所在地相分離，並沒有明顯好處。

¹⁴⁴

見《公司條例》第 408 節。

d. 投資者資格

106. 為了保障眾籌安全有效地運作，香港可以制定只保障眾籌投資者的特殊監管條件。雖然這做法並不常見，但卻有其用處，因為現有一些為保障交易所公開認購證券的投資者而訂的措施會被豁免。雖然英國檢查投資者投資成熟程度和風險承受水平的模式，可能會與香港自由的監管傳統更為一致，但眾籌可能會使普通個人投資者面臨與其他投資不同的財務風險。因此，我們認為相對嚴格的美國模式較有借鑒價值。
107. 美國模式根據投資者的收入是否超過 10 萬美元（約 80 萬港元）而設定兩個數值和百分比上限。美國 SEC 似乎將此等數值定為眾籌的法定合格線，並將其交由眾籌平台來監督。界線可從兩個方向訂立：第一，單個的百分比限制，例如，投資者每年收入的 10%，或者以年度收入和淨資產的標準界定投資者可否在同一時期之內進行所有新投資。¹⁴⁵ 第二，設定投資者可以在某一特定時期內向任何一家公司或多家公司注入的投資額度上限。這些金額上限可以隨著收入的增加而相應擴大。這些限制的執行可以交由眾籌平台負責或由投資者自行承擔，平台負責收集和存檔投資者的聲明，作為持續獲發牌照的條件。模式的選擇、限額的設定和執行責任的分配都應經過更詳盡的數據分析或公眾諮詢才作決定。
108. 將合規責任轉移到投資者身上的主要不利之處在於，他們可能會做出虛假的聲明，或者在不同的平台上進行多次投資，導致破產，對自身和社會造成損害。投資者遭受損失的風險應促使眾籌平台充分審查投資者聲明的準確性，比如要求投資者在認購時提供年度報稅表或工資單的複印件作為證明。如果是由香

¹⁴⁵

問題是，這 10% 是否應該成為投資者在既定時期內增加的風險上限（例如按年或每筆投資計）。我們傾向於認為第一個方案較為可取。相反的觀點是，通過投資不同的公司，投資者已經將他的投資組合多樣化，在一個企業中投資了 10%，在其他企業中又各投資 10%。然而，初創公司都有非常高的風險配置，我們認為這一限制適用於整個年度。

港證監會要求普通投資者披露這些私人資料可能會受到高度的質疑，但是如果平台需要這些資料來和投資者簽訂合約，投資者就可能會較有動力去遵守這些要求或自由地選擇其他平台，因此任何私人資料的披露都是完全出於自願。如果想讓個人投資者更受保障，單一投資額和投資總額的限制可以降低，並由各眾籌平台來監督這項限制是否得到遵守。

109. 隨著更深入的討論，其他方案可能會發展出來。作為備選方案或附加要求，任一投資者對任何一家公司或任何一次發行的投資金額可以設置上限，每家公司每次發行或可以籌集的總額也可設上限。非專業投資者但擁有足夠收入和/或淨資產的人士可豁免於此等投資上限。

C. 結論

110. 上述討論的方案並非決定性的監管策略清單，而是促進香港股權眾籌市場的可行框架。經濟數據顯示，眾籌所提供的企業融資有利於香港經濟中的小型企業。其他主要金融中心已經引進眾籌監管措施。新加坡的方法最為保守，對待眾籌的方式與目前為專業投資者提供的豁免條款別無異。中國內地尚未制定明確的規定，但已表明發展方向。香港只需要對當前的監管框架進行簡單的釋義以及對為眾籌平台、發行方和投資者設定簡單的規定，就有望在真正的眾籌活動提供穩健的機制和為初創企業增強經濟活力。

D. 監管建議的總結

111. 眾籌的發行可以通過 (i) 在《證券及期貨條例》增設特訂部分，(ii) 在一定範圍內，應用對專業投資者和小額發行的招股章程的豁免條款，或 (iii) 以預托證券豁免方式進行。正如上文所述，每一種情況都存在一定的困難。

112. 一個可能與香港傳統監管風格更一致的方案是，香港證監會將眾籌平台服務定義為現有的受規管活動，並對招股章程的要求提出有條件的豁免條款。
113. 如果使用上文 B.b. 提出的方法，眾籌可以被視為自動化交易服務（第 7 類）、證券交易（第 1 類）或就機構融資提供意見（第 6 類）。
114. 香港證監會可以在保障投資者的前提下給予眾籌平台有條件的許可，比如平台審查或收回投資者聲明的責任，表明包括前 12 個月的所有眾籌投資在內，投資者在相關證券發行中的投資額不會超過指定金額或指定個人年收入的比例。
115. 豁免眾籌提供招股章程責任的一個條件是，發行方要向投資者提供等同於香港公司法下公眾公司在年度股東大會上所披露的資料。
116. 香港證監會可以通過諮詢文件草擬豁免類別並將眾籌定義為受規管活動。

參考文獻

Alois, J.D. (2014 年) 「報告：過去 3 個月眾籌推動英國經濟增長超過 900 萬英鎊」 (Report: Crowdfunding Boosts UK Economy over £9 Million in Past Three Months)

<http://www.crowdfundinsider.com/2014/04/35236-report-crowdfunding-boosts-uk-economy-9-million-past-three-months/>

(2015 年 4 月 29 日獲取) (只有英文版)

Au, Kevin & Steven White (2014 年) 「香港的風險資本體系和新技術的商業化」 (Hong Kong's Venture Capital System and the Commercialization of New Technology)

[http://www.savantas.org/wp-content/uploads/2014/06/5-Au-](http://www.savantas.org/wp-content/uploads/2014/06/5-Au-White.pdf)

[White.pdf](http://www.savantas.org/wp-content/uploads/2014/06/5-Au-White.pdf) (2015 年 4 月 29 日獲取) (只有英文版)

BloombergBusiness (2015 年) 「30 年巨變！中國這個城市的經濟將要超越香港」 (The Little Village That Could: Shenzhen Set to Surpass Hong Kong)

[http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-05-11/the-little-](http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-05-11/the-little-village-that-could-shenzhen-set-to-surpass-hong-kong)

[village-that-could-shenzhen-set-to-surpass-hong-kong](http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-05-11/the-little-village-that-could-shenzhen-set-to-surpass-hong-kong) (2015 年 5 月 20 日獲取) (只有英文版)

創業研究中心 (2009 年) 「全球創業觀察 香港及深圳研究報告 2009」

[http://entrepreneurship.bschool.cuhk.edu.hk/sites/default/files/project/global-entrepreneurship-monitor-hong-kong-and-shenzhen-](http://entrepreneurship.bschool.cuhk.edu.hk/sites/default/files/project/global-entrepreneurship-monitor-hong-kong-and-shenzhen-2009/gem2009reportchi.pdf)

[2009/gem2009reportchi.pdf](http://entrepreneurship.bschool.cuhk.edu.hk/sites/default/files/project/global-entrepreneurship-monitor-hong-kong-and-shenzhen-2009/gem2009reportchi.pdf) (2015 年 4 月 29 日獲取)

Chen, Frank (2014 年) 「香港失去了世界經濟地位？」 (Is Hong Kong losing its world economy status?) ejinsight (2014 年 9 月 10 日)

<http://www.ejinsight.com/20140910-hong-kong-competitiveness-mainland-cities-singapore/> (2016 年 4 月 28 日獲取) (只有英文版)

Chang, Gordon G. (2015 年) 「香港讓位，深圳成為目前中國最佳商業城市」福布斯 (Move Over, Hong Kong, Shenzhen Now China's Best City for Business)

<http://www.forbes.com/sites/gordonchang/2015/05/17/move-over-hong-kong-shenzhen-now-chinas-best-city-for-busines/> (2015 年 5 月 20 日獲取) (只有英文版)

Crowdcube.com (2015 年 a) 「投資才剛剛興起」(Investing Just Got Exciting)

<https://www.crowdcube.com/pg/investing-your-money-1513> (2015 年 4 月 29 日獲取) (只有英文版)

Crowdcube.com (2015 年 b) 「種子企業投資計劃 (SEIS)」(The Seed Enterprise Investment Schemes (SEIS))

<https://www.crowdcube.com/pg/seis-tax-relief-42> (2015 年 4 月 29 日獲取) (只有英文版)

Crowdfundcapitaladvisors.com (2014 年) 「眾籌是如何影響工作創造、公司收入和專業投資者興趣的？」(How Does Crowdfunding Impact Job Creation, Company Revenue and Professional Investor Interest?) (2015 年 4 月 29 日獲取) (只有英文版)

數碼 21 資訊科技策略(2015 年) 「數碼 21 資訊科技策略」

<http://www.digital21.gov.hk/chi/> (2015 年 4 月 29 日獲取)

Donald, David C. (2012 年) 香港股票與期貨交易所：法律與微觀結構 (The Hong Kong Stock and Futures Exchanges: Law and Microstructure)，香港：Sweet & Maxwell。（只有英文版）

Donald, David C. (2014 年) 兩個帝國的金融中心：香港企業，證券和稅法從英國向中國的轉變 (A Financial Centre for Two Empires: Hong Kong's Corporate, Securities and Tax Laws in its Transition from Britain to China)，劍橋：劍橋大學出版社（只有英文版）

英國 FCA (2013 年) 「英國金融行為監管局對眾籌（以及類似的活動）的監管方式」 (The FCA's regulatory approach to crowdfunding (and similar activities) (2013 年 10 月)（只有英文版）

英國 FCA (2014 年) 「英國 FCA 在互聯網上的眾籌監管方式和通過其他媒體推廣不容易變現向 CP13/13 的回應和最終規則」 (The FCA's regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realizable securities by other media Feedback to CP13/13 and final rules) (2014 年 3 月)（只有英文版）

英國 FCA (2014 年 a) 「我需要得到授權嗎？」 (Do I Need to Be Authorised?)
<http://www.fca.org.uk/firms/about-authorisation/do-i-need-to-be-authorized> (2015 年 4 月 29 日獲取)（只有英文版）

英國 FCA (2014 年 b) 「眾籌」 (Crowdfunding)
<http://www.fca.org.uk/consumers/financial-services-products/investments/types-of-investment/crowdfunding> (2015 年 4 月 29 日獲取)（只有英文版）

Finra.org (2013 年) 「監管通知 13-14：《創業企業扶助法》——FINRA 就提議的集資網站規則和相關形式徵求意見」 (Regulatory Notice 13-14: Jumpstart Our Business Startups (JOBS) Act – FINRA Requests Comment on Proposed Funding Portal Rules and Related Forms)

<https://www.finra.org/web/groups/industry/@ip/@reg/@notice/documents/notices/p370743.pdf> (2015 年 4 月 29 日獲取) (只有英文版)

Finra.org (2015 年) 2015 年 1 月 「資本市場委員會和政府資助企業金融服務委員會的供詞」 (Testimony to the House Subcommittee on Capital Markets and Government Sponsored Enterprises Committee on Financial Services)，美國 FCA 總裁 Richard G. Ketchum

<http://www.finra.org/newsroom/speeches/050115-testimony-subcommittee-capital-markets-and-government-sponsored-enterprises> (2015 年 5 月 19 日獲取) (只有英文版)

FringeBacker (2015 年) 「Fringebacker 網上集資平台」 (Fringebacker)

<https://www.fringebacker.com/en/info/about> (2015 年 6 月 30 日獲取) (只有英文版)

Fundedbyme.com (2015 年) 「FundedByMe 在哪些國家經營？」

(What Countries Does FundedByMe Operate in?)

<https://www.fundedbyme.com/en/what-is-fundedbyme/#countries> (2015 年 4 月 29 日獲取) (只有英文版)

Fundersandfounders.com (2013 年) 「資金運作 - 資訊圖」 (How Funding Works – Infographic)

<http://fundersandfounders.com/wp-content/uploads/2013/05/how-funding-works-infographic.png> (2015 年 4 月 29 日獲取) (只有英文版)

Gerber, Scott (2012 年) 「簽署《創業企業扶助法》：美國為創業邁出的一大步」(The JOBS Act Signing: A Giant Step for Entrepreneurship in America)

<http://business.time.com/2012/04/06/the-jobs-act-signing-a-giant-step-for-entrepreneurship-in-america/print/> (2015 年 4 月 29 日獲取) (只有英文版)

全球金融中心指數 (Global Financial Centres Index) (2015 年)

<http://www.zyen.com/research/gfci.html> (2015 年 4 月 29 日獲取) (只有英文版)

傳統基金會 (Heritage Foundation) (2015 年) 「經濟自由度指數」(Index of Economic Freedom) <http://www.heritage.org/index/> (2015 年 4 月 29 日獲取) (只有英文版)

Ho, Victoria (2013 年) 「中國網上股權眾籌平台 SeedAsia 開始為亞洲初創企業服務」(China's SeedAsia Opens For Business, An Online Equity Crowdfunding Platform for Startups Across Asia) <http://techcrunch.com/2013/05/14/equity-crowd-funding-site-seedasia-launches/> (2015 年 3 月 22 日獲取) (只有英文版)

香港天使投資脈絡(2015 年) 「統計資料」

<http://hkban.org/page/statistics> (2015 年 4 月 29 日獲取) (只有英文版)

香港政府統計處(2014 年) 《香港統計年刊》，香港：香港政府統計處

香港公司註冊處(2014年)「統計——註冊成立本地公司數目」
https://www.cr.gov.hk/tc/statistics/statistics_02_a.htm (2015年4月29日獲取)

香港青年協會(2015年)「小型貸款計劃」
<https://sic.hkfyg.org.hk/%E5%89%B5%E6%A5%AD%E6%94%AF%E6%8F%B4/%E5%B0%8F%E5%9E%8B%E8%B2%B8%E6%AC%BE%E8%A8%88%E5%8A%83/> (2015年4月29日獲取)

香港按揭證券有限公司(2015年a)「香港按揭證券有限公司」
<http://www.hkmc.com.hk/chi/ops/ourbusiness/sme.html> (2015年4月29日獲取)

香港按揭證券有限公司(2015年b)「香港按揭證券有限公司中小企融資擔保計劃」
http://www.hkmc.com.hk/sites/default/files/chi/ops/publication/sfsgs_statistics_chi.pdf (2015年4月29日獲取)

香港按揭證券有限公司(2015年c)「小型貸款計劃」
http://www.hkmc.com.hk/chi/our_business/microfinance_scheme.html
1 (2015年4月29日獲取)

香港按揭證券有限公司(2015年d)「小型貸款計劃主要統計數據」
http://www.hkmc.com.hk/sites/default/files/chi/pcrm/ourbusiness/mf_key_stat_chi.pdf (2015年4月29日獲取)

香港證券及期貨事務監察委員會(SFC)(2003年)「持牌人勝任能力的指引」(2003年3月)

香港證券及期貨事務監察委員會(SFC) (2003 年 a) 「監管自動化交易服務的指引」(2003 年 11 月)

香港證券及期貨事務監察委員會(SFC) (2006 年) 「適當人選的指引」(2006 年 9 月)

香港證券及期貨事務監察委員會(SFC) (2014 年) 「證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則」(2014 年 3 月)

香港證券及期貨事務監察委員會(SFC) (2014 年 a) 「有關可能適用於眾籌活動的法規及眾籌活動風險的通知」(2014 年 5 月 7 日 a)

香港證券及期貨事務監察委員會(SFC) (2014 年 b) 「2013-14 年報」

香港證券及期貨事務監察委員會(SFC) (2015 年) 「有關監管另類交易平台的諮詢總結」

香港貿易發展局(2011 年) 釋放香港的青年創意，香港：香港貿易發展局。(Unleashing Hong Kong's Creative Youth) (只有英文版)

香港貿易發展局(2014 年 a) 初創企業騰飛- 2014 年香港青年企業家報告，香港：香港貿易發展局。(Start-ups Taking Off – 2014 Report on Youth Entrepreneurship in Hong Kong) (只有英文版)

香港貿易發展局(2014 年 b) 「香港私募基金業概況」

<http://hong-kong-economy-research.hktdc.com/business-news/article/香港行業概況/香港私募基金業概況/hkip/tc/1/1X000000/1X003VKV.htm> (2015 年 4 月 29 日獲取)

香港創業及私募投資協會(2014 年) 「創業及私募投資如何為全球金融危機後的香港經濟提供活力：2009 年 - 2014 年」 (How Venture Capital and Private Equity have provided Vitality to the Hong Kong Economy post Global Financial Crisis: 2009-2014)
[http://web.hkvca.com.hk/upload/Enews/Banners/2014/How-VCPE-provides-vitality-to-HK-Economy\(1\).pdf](http://web.hkvca.com.hk/upload/Enews/Banners/2014/How-VCPE-provides-vitality-to-HK-Economy(1).pdf) (2015 年 4 月 29 日獲取)
(只有英文版)

世界銀行 Information for Development Program (2013 年) 「眾籌在發展中國家的潛力」 (Crowdfunding's Potential for the Developing World)
http://www.infodev.org/infodev-files/wb_crowdfundingreport-v12.pdf (2015 年 4 月 29 日獲取) (只有英文版)

創新及科技基金 (2015 年 a) 「小型企業研究資助計劃 (SERAP)」
<https://www.itf.gov.hk/1-tc/SERAP.asp#Note1> (2015 年 4 月 29 日獲取)

創新及科技基金(2015 年 b) 「科技範疇撥款分佈概覽」
<https://www.itf.gov.hk/1-tc/StatView107.asp> (2015 年 4 月 29 日獲取)

國際證券事務監察委員會組織(IOSCO) (2014 年) 「眾籌：發展迅速的新興工業」工作報告 SWP3/2014 (Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast – Staff Working Paper SWP3/2014 (只有英文版)

股權眾籌平台 Investable (2015 年) 「Investable」
<https://investable.vc/> (2015 年 7 月 2 日獲取) (只有英文版)

Klein, William A. 及 John C. Coffee (2004 年) 商業組織和金融：法律和經濟原則 (Business Organization and Finance: Legal and Economic Principles), 紐約：湯森路透/Foundation Press (只有英文版)

Legislation.gov.uk (2005 年) 「2000 年金融服務與市場法案 (金融推銷) 2005 期」 (The Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005)

<http://www.legislation.gov.uk/ukxi/2005/1529/contents/made> (2015 年 4 月 29 日獲取) (只有英文版)

香港立法會(2014 年) 「工商事務委員會會議紀要」

[http://www.legco.gov.hk/yr13-](http://www.legco.gov.hk/yr13-14/chinese/panels/ci/minutes/ci20140318.pdf)

[14/chinese/panels/ci/minutes/ci20140318.pdf](http://www.legco.gov.hk/yr13-14/chinese/panels/ci/minutes/ci20140318.pdf) (2015 年 4 月 29 日獲取)

香港立法會(2013 年) 「會議過程正式紀錄」

<http://www.legco.gov.hk/yr13-14/chinese/counmtg/hansard/cm1016-translate-c.pdf> (2015 年 4 月 29 日獲取)

Leung, Iris (2014 年) 「你應該知道的 5 個香港眾籌平台」 (5 Hong Kong Crowdfunding Platforms You Should Know)

<http://www.startupshk.com/5-hong-kong-crowdfunding-platforms-you-should-know/>(2015 年 4 月 29 日獲取)

Lin, Lillian (2014 年) 「眾籌會在中國流行起來」

http://blogs.wsj.com/chinarealtime/2014/01/06/crowd-funded-concerts-catch-on-in-china/?mod=WSJ_LatestHeadlines (2015 年 4 月 29 日獲取) (只有英文版)

Lynn, David M. 及 Anne T. Pinedo (2012 年) 「《創業企業扶助法》簡易指南」 (A Quick Guide to the JOBS Act)

<http://www.mofo.com/~media/Files/PDFs/jumpstart/120416-PLI-Quick-Guide-JOBS-Act.pdf> (2015 年 4 月 29 日獲取) (只有英文版)

MAS (2015 年) 「促進以證券為基礎的眾籌」

<http://www.mas.gov.sg/~media/MAS/News%20and%20Publications/Consultation%20Papers/Facilitating%20Securities%20Based%20Crowdfunding.pdf> (2015 年 4 月 29 日獲取) (只有英文版)

Music Bee (2015 年) 「Music Bee」

<https://musicbee.cc/> (2015 年 6 月 30 日獲取) (只有英文版)

Mutimer, Tristan (2013 年) 「金融推銷——私營公司的主要考慮事項」 (Financial Promotion – Key Considerations for Private Companies)

<http://gdknowledge.co.uk/financial-promotion-key-considerations-for-private-companies-seeking-investment/> (2015 年 4 月 29 日獲取) (只有英文版)

Nest (2015 年) 「Nest」

<https://nest.vc/> (2015 年 7 月 2 日獲取) (只有英文版)

Ng, Grace (2014 年) 「中國眾籌項目引來興趣和關注」 (Crowdfunding in China Draws Interest and Concerns)

<http://business.asiaone.com/news/crowdfunding-china-draws-interest-and-concerns> (2015 年 4 月 29 日獲取) (只有英文版)

Ng, Joyce 及 Sophie Yu (2015 年) 「馬雲：10 億元助香港青年創業」
(HK\$1b Fund Open to All Youngsters, Jack Ma Says) 南華早報, 2 月
3 日 (只有英文版)

經濟合作與發展組織(2006 年) 中小企融資缺口, 卷 1：理論與實證
(The SME Financing Gap, Volume 1: Theory and Evidence), 巴黎：
經合組織 (只有英文版)

Osborneclarke.com (2014 年) 「英國眾籌的監管規定」 (The
Regulation of Crowdfunding in the UK)
[http://www.osborneclarke.com/connected-
insights/publications/regulation-crowdfunding-uk/](http://www.osborneclarke.com/connected-insights/publications/regulation-crowdfunding-uk/) (2015 年 4 月 29
日獲取) (只有英文版)

香港施政報告(2014 年) 「2014 年香港施政報告：創新及科技產業」
<https://www.policyaddress.gov.hk/2014/chi/p34.html> (2015 年 4 月
29 日獲取) (只有英文版)

Robertson, Benjamin (2014 年) 「點對點網絡平台嘗台試進入銀行貸
款業務」 (Peer-to-peer online platform tries to muscle in on banks'
loan business) 南華早報, 1 月 2 日 (只有英文版)

Sec.gov (2013 年) 「取消發行條例 506 和 144A 中有關招攬融資和廣
告推銷的禁令」 (Eliminating the Prohibition Against General
Solicitation and General Advertising in Rule 506 and Rule 144A
Offerings)
[http://www.sec.gov/info/smallbus/secg/general-solicitation-small-
entity-compliance-guide.htm](http://www.sec.gov/info/smallbus/secg/general-solicitation-small-entity-compliance-guide.htm) (2015 年 4 月 29 日獲取) (只有英文
版)

Seedrs.com (2014 年 a) 「通過 Seedrs 投資的資格要求是什麼？」
(What Are the Eligibility Requirements in Order to Make Investments Through Seedrs?)

https://www.seedrs.com/faq/items/65_what_are_the_eligibility_requirements_in_order_to_make_investments_through_seedrs (2015 年 4 月 29 日獲取) (只有英文版)

Seedrs.com (2014 年 b) 「稅收減免：SEIS」(Tax Relief: SEIS)

https://www.seedrs.com/seis_eis_tax_relief (2015 年 4 月 29 日獲取)
(只有英文版)

Seedrs.com (2015 年) 「Seedrs 的保護投資者聲明」(Seedrs' Declaration of Investor Protection)

https://www.seedrs.com/invest/investor_protection#invest (2015 年 4 月 29 日獲取) (只有英文版)

Seis.co.uk (2015 年) 「種子企業投資計劃」(Seed Enterprise Investment Scheme) <http://www.seis.co.uk> (2015 年 4 月 29 日獲取)
(只有英文版)

Shu (2015 年) 「香港孵化器 NEST 為創業公司推出股權眾籌平台」
(Hong Kong Incubator NEST Launches An Equity Crowdfunding Platform For Startups) 科技博客(TechCrunch), 6 月 2 日 (只有英文版)

Singaporebudget.gov.sg (2014) 「改變我們的經濟：為初創企業提供眾籌」(Transforming Our Economy: Crowdfunding for Start-ups)
http://www.singaporebudget.gov.sg/budget_2014/pc.aspx (2015 年 4 月 29 日獲取) (只有英文版)

Startmeup.hk (2015 年) 「Home」

<http://www.startmeup.hk/en/resources/incubation-programme/> (2015年4月29日獲取) (只有英文版)

香港聯交所(2014年)創業板上市規則，第11章

Sun, Celine (2014年)「中國人開始對本土化的眾籌感興趣」(Chinese Get Taste For Crowd Funding with Local Flavour) 南華早報，3月11日(只有英文版)

婦女基金會(2014年)「透過在香港創業讓婦女得到經濟權利」(Women's Economic Empowerment Through Entrepreneurship in Hong Kong)
[http://www.thewomensfoundationhk.org/download/Women%20Economic%20Empowerment 3.pdf](http://www.thewomensfoundationhk.org/download/Women%20Economic%20Empowerment%203.pdf) (2015年4月29日獲取) (只有英文版)

Ukcfa.org (2014年)「常問問題」(FAQs)
<http://www.ukcfa.org.uk/faqs> (2015年4月29日獲取) (只有英文版)

Yu, Alan (2015年)「香港眾籌網站 Music Bee 希望為獨立藝術家創造機會」(Hong Kong crowdfunding site Music Bee hopes to generate buzz about indie artists) 南華早報，3月28日(只有英文版)

WeLab (2015年)「Welab」
<https://www.welab.co/zh-cn> (2015年6月30日獲取)

世界經濟論壇(World Economic Forum) (2011/12年)「2011/2012年度金融發展報告」(The Financial Development Report 2011/2012)

[http://www.weforum.org/reports?filter\[type\]=Competitiveness](http://www.weforum.org/reports?filter[type]=Competitiveness) (2015年4月29日獲取) (只有英文版)

世界經濟論壇(2015年)「2015-2016年度全球競爭力報告」(The Global Competitiveness Report 2015-16)

<http://www.weforum.org/reports/global-competitiveness-report-2015-2016> (2015年11月16日獲取) (只有英文版)

世界正義工程(World Justice Project) (2013年)「2012-2013世界法治指數」(Rule of Law Index 2012-2013)

<http://worldjusticeproject.org> (2015年4月29日獲取) (只有英文版)

關於香港金融發展局

香港金融發展局於二零一三年一月由特區政府宣布成立，為高層和跨界別的平台，就如何推動香港金融業的更大發展及金融產業策略性發展路向，徵詢業界並向政府提出建議。金融發展局會集中研究如何進一步發展香港金融業，促進金融業多元化，提升香港國際金融中心在國家和地區中的地位和作用，並背靠國家優勢、把握環球機遇，以鞏固本港的競爭力。

聯絡我們

電郵：enquiry@fsdc.org.hk

電話：(852) 2493 1313

網頁：www.fsdc.org.hk