

# 股权众筹投资者权利保护体系构建浅谈

尹壮 马心仪

在我国,股权众筹是刚刚兴起的一种融资模式。在股权众筹业务中,投资者作为相对弱势的一方,在将资金转出之后即开始承担巨大的风险,如果不能建立有效的利益保护机制,不仅将造成投资者的损失,也不利于股权众筹自身的发展。因此,构建投资者权利保护体系对于股权众筹而言十分重要。本文将就股权众筹行业为视角,从业务合法性地位确认、投资权益确认与交易安全构建、信息披露制度及投资者参与众筹企业治理权的保障几个角度进行阐述对投资者权利保护体系构建。

## 一、合法性地位的确认

股权众筹是指公司面向普通投资者出让一定比例的股份,投资者通过出资入股公司,获得未来收益。股权众筹融资,既能满足难以通过普通的融资方式解决融资难的小微企业的融资需求;也能满足普通大众的投资需求,有利于社会经济发展。

然而股权众筹在我国尚未获得合法性的认可,也缺乏相应的法律法规对该业务进行规范。由于我国股权众筹存在法律风险,使得众筹业务的实际交易结构与股权众筹的本质发生了偏离,未能对投资者的利益进行有效的保护。因此,对于众筹投资者保护的前提是对其合法性地位的确认,可以从以下三点考虑:

### 第一,对股权众筹所需要的审批予以豁免。

在我国的立法现状下,如果针对股权众筹的行为规定豁免审批制度,则无论是“非法发行”还是“非法集资”,均无适用的前提,可以为业务的正当开展提供合法保障。从立法例而言,证监会发布的《非上市公司监督管理办法》就已经有了豁免股票公开发行(股东人数超过200人)的立法例,因此股权众筹审批予以豁免,有先例可循,在法律制定方面不存在技术上的障碍。

### 第二,明确适用范围。

基于我国经济发展的现实和国民金融素养的水平考虑,不能无限制地对股权众筹行为进行放任,可以考虑限制适用企业的范围为初创型小微企业;由于初创型企业缺乏运营经验,且创意项目的可行性缺乏稳定性,对于初创企业的融资额度也应当进行必要的限制。美国对众筹融资的金额限制是12个月内不超过100万美元。

### 第三,投资者资格进行适当限制。

除了对众筹企业进行融资规模限制以防止其盲目扩张带来的经营风险,还可以从投资者自身的角度设置风险控制制度,以对投

资者利益进行保障。

按照国外成熟的投资者适当性管理,我国可根据投资者的受教育水平、资产持有规模、收入情况进行综合评估,设置一个合理的投资额度限制。

## 二、投资权益确认与交易安全构建

股权众筹在其合法性得到确认后,再此基础上考虑投资者权利保护体系的构建就有了现实意义。

### (1)投资者权益确认

股权众筹的投资者顾名思义享有的是对众筹企业的股东权益,我国由于法律规制问题导致该项权利的性质通过复杂的交易结构安排产生了偏离。那么投资者的股东权益是如何进行确认的呢?

众筹的成功需以投资者缴纳出资款且筹集资金达到事先约定的比例作为标志,在众筹成功后,众筹合同作为一种对各方当事人的约束而存在,并不能以此认定投资者据此就享有股东权利。由于众筹的目的就是筹集资金以开展项目,即众筹项目不成功的情况下,各方将不再受众筹的约束。因此,认定投资者权益享有的开始时间不能简单参照有限责任公司的标准,以“认缴”出资时为时点,而应当以众筹成功时为依据。在众筹成功后,众筹企业应当向投资者发放电子权益凭证以确认其权利,并按照要求完成相应的登记工作。

### (2)众筹合同的成立与生效

理论上而言,众筹企业的筹资行为可以发生在众筹企业设立前、设立时以及设立完成后。但为防止“圈钱”,实务中,不宜将众筹的时间点放在企业设立前或设立时。企业设立前的筹资行为在目前的法律框架下要么以有限责任公司的形式,要么以股份公司发起设立的方式,都需要全体发起者积极的商讨、参与企业设立的过程,而众筹的特点决定了广大的投资者不可能亲自参与到企业的设立中来,其中有多少信息被屏蔽无法获知,对于投资者来说甚为不利。鉴于此,筹资人通过众筹进行筹资的行为应该发生在众筹企业设立完成后。

众筹企业设立后,通过平台发布融资信息,作为要约邀请。为提高众筹业务的效率,可以广泛地推行电子签章的使用,在筹资人、众筹企业和投资者按照《中华人民共和国电子签名法》的规定进行“可靠的电子签名”后,众筹合同即为生效。且应当向投资者明确提示众筹合同约定的当事人是众筹企业及全体现行股东。

此外,根据国际上普遍的做法,也为了给投资者因盲目追热而不理性地投资进行限制,应允许设定一定的“冷静期”,赋予投资者

一项在点击确认交易后一段时间内可反悔的权利。投资者可在该“冷静期”内撤销对于众筹进行投资的义务。

### (3)转让与退出

众筹完成后,投资者对众筹企业享有股权权益,该种权益具有财产权的性质,应允许其自由转让。由于众筹企业不似有限责任公司较强的“人合”性质,对于投资者持有的权益而言,不应再适用其他股东优先购买权的规定,从而使投资者充分支配自己的财产。另一方面,对于原始筹资人的权益转让而言,应当进行充分的规定,且在向公众投资者披露后的一定时间内方可进行,以使投资者对该等信息进行充分的分析,决定是否继续持有众筹公司权益。

投资者除了转让股权退出众筹外,还允许其通过要求众筹企业回购或原始筹资人回购的方式进行退出。但应当对适用情形作出明确的规定,在原始筹资人违规进行信息披露、涉嫌侵害投资者利益或因职务犯罪被司法机关采取强制措施等情形时可允许其以股权回购方式退出。

### (4)资金安全

资金安全在互联网金融中一直属于重要的问题,对于股权众筹而言,如何对投资者的资金安全进行监管也应当在交易结构中被考虑到。可以借鉴国外一些国家的做法:通过纳入第三方监管的方式来对筹资资金进行监督。具体而言,在众筹阶段,投资者并非将资金直接支付至众筹公司或者筹资平台,而是将资金统一托管于独立的第三方资金监管机构,待众筹成功后方可使用,以避免筹资人眼见众筹不成功之际转移资金;而在众筹成功后,资金也并不支付至筹资企业,而是按照筹集资金的用途按照相关的合同或凭证进行支付,以实现众筹资金的有效监管。

## 三、信息披露制度及投资者参与众筹企业治理权的保障

我国股权众筹尚不健全、规范的信息披露制度。建立完善的信息披露制度有利于对股权众筹融资进行有效的监管,保护投资者利益,促进股权众筹的健康长远发展。

对于信息披露的主体而言,单一地通过筹资人的披露不足以实现平台在交易过程中的监督作用,也不能对其所披露的信息进行交叉求证,不利于保证信息披露的质量。因此,就信息披露的主体而言,筹资人和众筹平台均需承担一定的义务。对于众筹平台而言,其需要对筹资人的身份、资信情况以及管理人员的从业背景、众筹项目的基本信息等进行必要的尽职审核,通过审核判断相关信息的真实性。众筹平台需将其审核报告进行披露,供投资者在决策时进行参考。

股权众筹的信息披露要求不会像上市公司般严格,披露的内容也不可能事无巨细,对于所披露的信息而言,应当做到具有针对性和及时性。众筹阶段,各方主体还处在相互陌生的状态下,投资者对众筹项目也完全不了解。在此阶段的信息披露以让投资者了解筹资人和众筹项目为主。对于筹资人而言,需要披露其自身的背景、资信、从业经验、联系方式等信息。在此之上,筹资人需要就众筹项目向投资者披露众筹企业基本信息、管理人員情况、项目的商业计划、利润分配制度等。交易主体信息是商业交易中必不可少的内容,必须进行依法披露,以使投资者了解交易对手是否具备相关的资质,也能在纠纷阶段通过有效的身份信息对相关主体提起司法程序。众筹项目的信息是投资者决定是否投资的关键,投资者进行投资决策前需要依赖特定的信息进行判断,也是不可少的内容。众筹成功后,项目转入实际运营阶段。在此阶段,投资者的关切转到项目的营利信息上来。投资者是否能按照预期获得投资回报是其持续关注的信息,因此在此阶段的信息披露应当围绕投资者的该项关切展开。

股权众筹的大多数投资者并非专业投资者,对于信息的理解和消化能力有限,其投资决策很大程度上取决于筹资人对项目信息的描述。通常而言,信息披露方通常是希望通过所披露的信息留住相关的受众,将不可避免地使用含糊甚至夸大的措辞对相关事项进行描述,很容易对投资者产生误导。对于缺乏专业知识的投资者而言,这种误导可能导致其无法挽回的损失。因此应当禁止信息披露方进行误导性的披露。对于筹资人而言,应当披露项目的经营信息、财务信息、风险信息、管理信息。其中经营信息和财务信息应当以持续性的标准进行披露,按每个月度对两项信息进行披露。对于财务信息而言,无需通过审计报告的形式披露,仅需披露月度财务报表即可,前者的成本过于高昂,无此必要,唯须由筹资人对财务报表的真实性承担责任。而风险信息和管理信息,以影响投资者决策的程度为依据决定是否披露。

在构建股权众筹的信息披露制度时,我们发现很难以某一固定的标准对信息披露的界限进行划定。过严的标准增加披露成本,削减效率;过宽的标准使投资者丧失决策信息,不利于保障投资者利益。因此,在法定的信息披露制度之外,应当通过行业协会对信息披露进行额外的引导,引导众筹企业在经营有效的前提下逐步提高信息披露的标准与质量,此种引导不仅对于众筹企业而言是规范化的一种进步,更是进入更高层次的资本市场

的必然要求。

相比较于证券交易所市场,股权众筹具有更高的风险和更高的收益。在高收益的前提下,投资者更多的是关注收益安全问题。体现到公司治理上,除了现行《公司法》赋予的中小股东参与公司治理的权益外,需另行考虑下述保护投资者治理权的问题:

### 第一,选举董事会成员的累计投票制度。

累计投票制对于牵制一股独大的现象具有十分重要的意义。可以借鉴日本商法的规定,在不强行规定采取累计投票制的情形下,如果持有公司已发行股份1/4以上的股东提出请求,公司必须采用累积投票制[18]。以此来平衡各投资者间参与公司管理的积极性。

### 第二,投资者代表监事制度。

对于项目运营安全的监督,必须由投资者以及投资者的代表进行。投资者的监督可以通过信息披露来保障,但信息披露的主动权掌握在筹资人一方,难以保证信息披露符合投资者的预期。因此,应当允许投资者集体选择代表监事参与对公司经营的监督。该名监事完全由全体投资者选举产生,作为独立的外部监事。

### 第三,中小投资者单独计票制度。

表决权方面,为了充分体现对众筹投资者的利益保护,可以采取已在上市公司中开始实行的中小投资者单独计票机制。对于众筹企业股东会审议影响中小投资者利益的重大事项时,对中小投资者表决应当单独计票。该等重大事项需经单独计票和其他计票双重通过才能得以实施。

2016年4月14日经国务院同意,证监会等15部门联合公布了《股权众筹风险专项整治工作实施方案》,将互联网股权融资活动纳入整治范围。按照边整治、边研究、边总结、边完善的总体思路,通过专项整治工作着力解决目前互联网股权融资领域面临的突出问题,建章立制,弥补立法空白。在构建股权众筹投资者权利保护体系时,我们可以根据股权众筹在我国的实际发展,借鉴国外经验,推动股权众筹在国内的合法健康发展。

### 参考文献:

- [1] 芮晓武,刘烈宏《中国互联网金融发展报告》.社会科学文献出版社.2014
- [2] 刘宪权,金华捷《论互联网金融的行政监管与刑法规制》.法学.2014
- [3] 甘培忠,王冬梅《非上市公司运营与治理法律制度研究》.法律出版社.2012
- [4] 肖本华《美国众筹融资模式的发展及其对我国的启示》.南方金融.2013
- [5] 刘姝妹《众筹融资模式的发展、监管趋势及对我国的启示》.金融与经济.2014

# 给地方债套上“缰绳”

杨孟著

在日前召开的全国金融工作会议上,习近平总书记强调指出,“各级地方党委和政府要树立正确政绩观,严控地方政府债务增量”。从习近平总书记说这番话时恰逢部署“防控金融风险”任务,以及此次金融工作会议主要内容和面临的国内外金融环境局势综合分析,有关地方债的“那些事”已明白无误:不正确的“政绩观”乃导致政府债务增量膨胀的主要推手;防控金融风险乃严控地方政府债务增量的根本目的;而给地方债套上“缰绳”乃严控地方政府债务增量的关键。

事实上,今年年初以来,国务院和有关部门就密集出台了系列文件,剑指地方政府债务。这些政策“组合拳”的一个明确指向,就是通过严格规范地方政府举债融资行为,籍以不断强化地方政府举债自我约束,加快促进形成规范完善的地方政府投融资机制。

据统计,截至2016年末,我国地方政府债务余额15.32万亿元,加上中央国债余额12.01万亿元,我国政府债务余额27.33万亿元,债务率36.7%,低于60%的国际警戒线。虽然总体风险可控,但潜在风险不可小觑。就结构而言,据全国人大常委会的调研结果显示:2015年底,我国有100多个市本级、400多个县级的债务率超过100%,少数省份债务率也超过了100%。

不可否认,长期以来,在不正确“政绩观”的引导下,地方领导升迁机会与地方经济发展绩效自然地紧密联系在一起。由此,地方政府空前高涨的投资激情与力不从心的“财权”形成鲜明对照。为了弥补资金缺口,除了“土地财政”外,就只得由地方融资平台担纲主力了。尤其是在经济下行压力加大和保增长任务繁重的情况下更是如此。

众所周知,地方融资平台是由地方政府一手操办成立的,成立的初衷就是为地方政府提供融资服务。尽管政策“组合拳”严禁地方政府为融资平台债务“兜底”和承担偿还责任,但金融机构依然对融资平台情有独钟、不离不弃,看中的正是两者间的“暧昧”关系。当然,为“保险”起见,要求地方政府出具“担保

函”、“承诺函”等,也仅仅是以示试探地方政府对融资行为“负责”的诚意而已。地方债总量的无序膨胀,正是这种不正确的“政绩观”引致的“内生动力”与金融机构“外生需求”相互叠加放大的产物。

话又说回来,在某种意义上,适度的政府债务并非坏事。原美国财长汉密尔顿曾对此有过精辟的论述,“公共债务,只有不过度,是对我们国家的一种祝福。”而至于如何把握好这个“度”,那要看自身的条件及其匹配磨合的程度了。因为这个“度”,不仅仅是一个简单的债务规模大小问题,更深层地说,它还要涉及到代际转移、激励兼容、预期管理、资源跨期分配等诸多问题。从本质上讲,今天的债,就一定是明天的税,著名的“巴罗-李嘉图等价命题”说的就是这个道理。

如此看来,给地方债套上“缰绳”,除了矫正不正确的“政绩观”和实行地方申请、省财政代发的“规模管控”型地方债发行机制外,更为重要的是,还要在规范完善的地方政府投融资机制框架内,着力解决好地方政府债务增量替代机制和结构优化两大问题。

在地方政府债务增量替代机制方面,应让PPP成为其构造主体。政府与社会资本利益共享、风险共担的长期平等合作机制,大力发展PPP,可以在不增加地方政府债务总量的前提下,为有效破解项目融资难题提供最优路径选择。从功能角度分析,PPP可视作地方政府债务增量的替代机制。也即在融资需求既定的前提下,大力发展PPP,可以大大降低地方政府的债务增量。遗憾的是,由于风险



与不确定性问题的困扰,PPP成功率难尽人意。为了吸引合作方,个别患有投资饥渴症的地方政府铤而走险,打起了运用伪PPP融资的歪主意,通过各种方式将社会资本风险全部转嫁给了政府,PPP聚合效应荡然无存。为了尽快结束PPP“包办婚姻”历史,重返“自由恋爱”正途,关键在于营造良好的投融资环境,疏通融资需求与供给间的联结通道。为此,应加快制定PPP相关法规制度,降低PPP风险与不确定性,给社会资本以稳定预期;对于短期缺乏盈利收入的公共设施、公益项目,可以设定政府回购年限和价格,以提升社会资本参与的积极性;同时,还可尝试通过采用认证引导和政策优惠等方式,吸引不以盈利为主要目标的“社会企业”参与到PPP中来。

在地方政府债务结构优化方面,应让专项债券工具充当主力。控债务增量的本质其实是控风险,由于专项债券是与项目资产、收益相对应的一种融资创新工具,因而具有无风险的特征。以此理解,发行专项债券虽然能够地方政府贡献债务增量,但并未因此而贡献风险。从债务结构角度分析,专项债券可视作地方政府债务增量的优化机制。也即在融资需求既定的前提下,适度扩大专项债券融资比重,可以优化地方政府债务增量结构,降低债务风险。这也即政策“组合拳”为地方政府发行土地储备专项债券和收费公路专项债券敞开“前门”的原因之所在。从现实需求出发,对于有固定收益的公益性事业项目,均可通过发行专项债券的形式进行融资,以对应的政府性基金或专项收入分期偿还。尤其是对于基础设施建设来说,更应该大胆采用这种方式。因为基础设施的使用寿命决定了,由这些基础设施产生的直接经济效益以及由此推动的持续增加的财政收入惠及年限长达五十年以上,在其受益期内用新增收益和财政收入逐年用于偿还专项债,不仅在未带来任何风险的前提下使得地方政府债务结构得到优化,而且还完全符合“权责发生制”原则,有利于实现代际公平。

(作者系民建湖南省委参政议政委员、湖南省农村发展研究院研究员、广州大学大数据治理研究中心研究员)



## 《巡视条例》修改彰显反腐决心

闫华

近日,中共中央印发了关于修改《中国共产党巡视工作条例》的决定,此次修改的一个最大亮点,是将政治巡视要求写入《条例》,强调巡视必须聚焦“坚持党的领导、加强党的建设、全面从严治党”等方面,发现问题、形成震慑,从而确保党始终成为中国特色社会主义事业的坚强领导核心。这不仅使党内监督利剑更加锋利,更充分彰显了中央坚持党要管党、从严治党的坚定决心。

巡视制度作为维护党纪的手段,加强党内监督的形式,在发现问题、形成震慑方面有着独特的优势和作用。党的十八大以来,中央根据世情国情党情深刻变化,把巡视作为党内监督战略性制度安排,确立巡视工作方针,决定实现一届任期全覆盖。从实践来看,巡视在查找党的领导、党的建设、全面从严治党、党风廉政建设和反腐败斗争、党内政治生活和政治生态、落实主体责任和监督责任等方面存在的突出问题发挥了重要作用,是中央的“千里眼”“顺风耳”,是找出“老虎苍蝇”的“侦察兵”“探测器”。

《中国共产党巡视工作条例》自2015年8月修订发布以来,施行时间距离此次修订还不到两年,但近两年来,以习近平同志为核心的党中央对全面从严治党巡视

的巡视工作步伐铿锵且不断创新,出现不少新成果需要用制度固化。随着管党治党的不断深化和巡视实践发展,与时俱进修改《条例》,进一步明确巡视方向、完善巡视内容、明确巡视任务、健全巡视机构设置,的确是水到渠成、势在必行。

纵观这次《条例》修改,既贯彻了中央精神要求,又突出问题导向,也注重总结实践经验。根据习近平总书记系列重要讲话精神,明确政治巡视定位;根据中央新要求,明确一届任期内巡视全覆盖任务;根据党内监督条例规定,明确巡视监督内容;根据实践发展需要,明确中央和国家机关巡视;根据全面从严治党向基层延伸的要求,明确市县巡察制度。实践证明巡视制度的有效管用,而因时而变、不断创新的《条例》,则是我们党完全有能力破解一党长期执政条件下党内监督难题的生动诠释。

坚持问题导向、形成有力震慑的巡视工作,已经成为党内监督的亮丽“名片”。这次《条例》的修改,明确政治巡视定位,明确中央和国家机关巡视,明确市县巡察制度等富有生命力的制度“生长点”,有利于进一步减少腐败存量、遏制腐败增量,必将有力推进全面从严治党向纵深发展、向基层延伸。这也进一步印证了我们党完全有信心、有能力解决自身存在的问题,实现自我净化、自我完善、自我革新、自我提高。