

Research on
the Legal System Construction of
Equity Crowdsourcing

股权众筹的 法律制度构建研究

李杭敏 著



ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS

浙江大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

股权众筹的法律制度构建研究/李杭敏著. —杭州: 浙江大学出版社, 2018.12

ISBN 978-7-308-18619-3

I. ①股… II. ①李… III. ①企业融资—法律—研究—中国 IV. ①D922.291.914

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 207928 号

股权众筹的法律制度构建研究

李杭敏 著

责任编辑 赵 静 冯社宁

责任校对 杨利军 夏湘娣

封面设计 续设计

出版发行 浙江大学出版社

(杭州市天目山路 148 号 邮政编码 310007)

(网址: <http://www.zjupress.com>)

排 版 杭州林智广告有限公司

印 刷 浙江省良渚印刷厂

开 本 710mm×1000mm 1/16

印 张 11.25

字 数 180 千

版 印 次 2018 年 12 月第 1 版 2018 年 12 月第 1 次印刷

书 号 ISBN 978-7-308-18619-3

定 价 36.00 元

版权所有 翻印必究 印装差错 负责调换

浙江大学出版社市场运营中心联系方式: (0571) 88925591; <http://zjdxcbbs.tmall.com>

目 录

1 绪 论 / 1

1.1 研究背景 / 1

1.2 研究现状 / 4

1.2.1 股权众筹法律制度构建的基础分析 / 4

1.2.2 股权众筹法律制度构建的整体思路 / 9

1.2.3 释放股权众筹价值角度的论述 / 11

1.2.4 控制股权众筹风险角度的论述 / 12

1.2.5 现有研究小结 / 16

1.3 研究思路 / 17

2 股权众筹法律制度构建的理论基础 / 19

2.1 股权众筹的概念 / 20

2.1.1 股权众筹的内涵分析 / 20

2.1.2 其他相似概念的比较 / 26

2.1.3 股权众筹概念的界定 / 30

2.2 股权众筹价值的理论分析 / 33

2.2.1 企业成长周期理论的角度 / 33

2.2.2 交易成本理论的角度 / 35

2.2.3 信息不对称理论的角度 / 38

- 2.3 股权众筹风险的分类讨论 / 39
 - 2.3.1 道德性风险 / 40
 - 2.3.2 经营性风险 / 41
- 2.4 股权众筹法律制度构建的目标 / 43
 - 2.4.1 价值释放 / 43
 - 2.4.2 风险控制 / 44
 - 2.4.3 目标的冲突与调和：公共利益理论为指导 / 45

3 股权众筹法律制度构建的现实依据 / 49

- 3.1 股权众筹的市场现状 / 50
 - 3.1.1 国际市场发展概况：以美国和英国市场的比较分析为例 / 50
 - 3.1.2 国内股权众筹的雏形：“美微传媒案” / 56
 - 3.1.3 走向私募：股权众筹的本土化演变 / 58
- 3.2 股权众筹的法制现状 / 67
 - 3.2.1 基础性法律制度现状 / 67
 - 3.2.2 监管态度的演变 / 71
- 3.3 我国股权众筹市场面临的法律问题 / 75
 - 3.3.1 众筹融资的合法性问题 / 75
 - 3.3.2 投资者保护的问题 / 79
 - 3.3.3 平台法律定位的问题 / 82

4 股权众筹法律制度构建的整体思路 / 85

- 4.1 现实视角下的法律制度反思 / 86
 - 4.1.1 股权众筹的融资创新 / 86
 - 4.1.2 法律制度的滞后与保守 / 89



- 4.2 国际视角下的立法经验借鉴 / 91
 - 4.2.1 股权众筹立法实践概述 / 91
 - 4.2.2 典型制度构建模式的分析 / 95
 - 4.2.3 关键制度的比较与评价 / 101
- 4.3 股权众筹制度构建的理念调整 / 108
 - 4.3.1 境外立法理念的发现 / 108
 - 4.3.2 我国立法理念的选择 / 112
- 4.4 股权众筹制度构建的路径设计 / 115
 - 4.4.1 立法模式：证券法律制度下的特别立法 / 115
 - 4.4.2 核心制度：价值释放目标下的制度构建 / 116
 - 4.4.3 辅助制度：风险控制目标下的制度构建 / 118

5 价值释放目标下的法律制度构建 / 122

- 5.1 股权众筹豁免制度的设立 / 123
 - 5.1.1 豁免制度下的股权众筹规制逻辑 / 123
 - 5.1.2 豁免制度的实现形式 / 126
 - 5.1.3 豁免制度的具体要求 / 127
- 5.2 非上市公众公司认定标准的重构 / 129
 - 5.2.1 现有标准下的发行后成本问题 / 129
 - 5.2.2 认定标准的多元化调整 / 131

6 风险控制目标下的法律制度构建 / 134

- 6.1 投资者分级限额制度的设立 / 135
 - 6.1.1 分级限额的原理 / 135
 - 6.1.2 分级标准的确定 / 137

6.1.3	投资限额的确定	/ 140
6.2	信息披露制度的设立	/ 142
6.2.1	信息披露的目标	/ 142
6.2.2	信息披露的原则	/ 143
6.2.3	信息披露的内容	/ 144
6.3	平台监管制度的设立	/ 147
6.3.1	平台定位与准入	/ 147
6.3.2	平台的经营规范	/ 150
6.3.3	平台的退出机制	/ 153
6.3.4	平台的自律管理	/ 155

7 结 论 / 157

参考文献 / 160

索 引 / 174



绪 论

1.1 研究背景

股权众筹法律制度构建这一命题,肇始于股权众筹现象的出现,又以各国不同的法律制度背景为羁绊,延伸出不尽相同的内涵。研究股权众筹法律制度的原因或称意义,无疑在于实现股权众筹本身对经济发展、社会进步的价值;法律制度对于股权众筹而言,更多的是为了开辟股权众筹合法空间、维护市场秩序、保障股权众筹健康发展等。

世界范围内,股权众筹以其独特的价值,已然取得了令人瞩目的发展成就。股权众筹在满足中小企业、初创企业融资需求,丰富投资选择,克服信息不对称等方面的独特价值,受到许多发达国家市场的重视。以美国、英国为代表的多个国家纷纷修改法律,为股权众筹活动开辟合法空间、调谐配套制度,鼓励这一新兴金融模式的规模化、市场化发展。美国市场上,根据在证券交易委员会(Securities and Exchange Commission,简称 SEC)的 EDGAR^①

^① EDGAR,全称电子数据收集、分析和检索系统(Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval System),是美国证券交易委员会所管理运营的,用来自动收集、存储、检索、接受和传递在美国证券交易委员会的法律法规要求下需要递交材料的公司所提交的信息数据的系统。该数据系统的设立是为了更快地收集、分析和传递监管所需的信息,以加强美国证券市场的效率和公平,进而保护证券市场的投资者们。在 SEC 制定的股权众筹监管的最终规则中,经营股权众筹的平台被要求向该系统提交注册文件和相关监管信息。

数据库中注册平台的数据统计,在 2016 年 5 月至 2017 年 5 月,就有超过 3580 万美元资金通过股权众筹平台投向中小企业。^① 英国市场上,根据研究机构 Beahurst 的分析报告,英国股权众筹的融资规模在 2017 年的第一季度达到了 4700 万英镑,环比上升 11%。^② 据统计,英国股权众筹平台已经成为英国中小型企业最重要的融资来源,其融资规模甚至超过了传统的私募股权融资。^③ 股权众筹在世界范围内的持续稳定发展,是股权众筹客观价值的有力证明;法律制度的调整和创新,则是股权众筹价值释放的必要前提。

在中国,政府对股权众筹的基本态度是规范发展,但立法进程十分缓慢。只在 2015 年发布了《国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》等文件,将“‘互联网+’普惠金融”作为 11 项重点行动之一,提出“鼓励创新、防范风险、趋利避害、健康发展”的总要求,制定了系列配套文件,用以确立包括股权众筹在内的互联网金融规范发展的基调。

对中国股权众筹法律制度的讨论,应区分现实和制度两个层面。从现实层面看,一方面股权众筹对于满足中国经济社会发展的需求具有重要意义;另一方面,股权众筹业态在西风东渐的过程中,发生了具有中国特征的转变,与传统众筹活动、本土证券活动各有联系和区别。从制度层面看,股权众筹离不开证券法的基本约束,同时也受到公司法、刑法等法律的深刻影响。

在现实层面,随着信息技术的突飞猛进以及移动互联网的普及,作为信息密集型产业的金融,在技术催化下出现了新模式、新业态。2013 年以来,中国开始了互联网金融高速发展的历程,以第三方支付、网络借贷、股权众筹为主要内容的互联网金融创新层出不穷,其规模迅速扩张的同时也彰显了法律

^① 数据来源: <http://crowdsourcingweek.com/blog/top-10-usa-crowdfunding-platforms/>, 2018 年 1 月 22 日最后访问。

^② Beahurst. Crowdfunding index[R/OL]. (2017)[2017-07-22]. <http://about.beahurst.com/reports/crowdfunding-index-2017-q1>.

^③ Williams-Grut O. Startup investment in the UK is still ‘stagnant’ — but crowdfunding is getting a boost[N/OL]. (2017-05-07)[2017-07-22]. <http://uk.businessinsider.com/beahurst-uk-startup-funding-stagnant-in-q1-2017-crowdfunding-growing-2017-5>.

的滞后和监管的空白。股权众筹现象伴随着对证券发行限制的突破——对发行人数限制的规避、对证券发行公开宣传禁令的规避。中国股权众筹活动在并不友好的制度框架下持续发展,昭示着其中不容忽视的经济原因。

首先,股权众筹填补了正规金融服务少有涉足的中小企业融资服务领域。股权众筹的过程高度依赖互联网,其信息传播和交易履行的低廉成本是传统银行贷款等间接融资模式所无法企及的,也是证券发行核准制下的较高的合规成本和业绩要求所无法竞争的。低廉的融资成本、较低的融资门槛、有限的融资额度恰好匹配了中小企业融资的需求特征,使得大量缺乏融资渠道的中小企业产生了更强烈的股权众筹融资需求和倾向。

其次,股权众筹满足了大众投资者的投资需求。投资并非一项生活必需的活动,投资者也很难被认为具有消费者的身份属性,对投资权利的支持往往退让于对金融风险的防范。由于法律父爱主义或法律滞后性的客观影响,缺乏特定资质或投资渠道的普通投资者长期处于投资需求被压抑的状态。股权众筹所带来的投资机会,具有多样化、低额度、无门槛的基本特征,其对普通投资者可以产生显著的吸引力。

最后,股权众筹作为一种商业模式的创新,能够降低交易成本,实现资源更加有效的配置。从市场整体的角度,经过市场检验的商业模式的创新,意味着对资源更有效的配置,在其出现的早期往往给创新者带来丰厚的超额利润,吸引更多的市场主体参与股权众筹服务,带来市场规模的扩张。

本书从现实层面考察,分析了股权众筹现象出现的内在因素,解释了股权众筹现象出现的必然性、合理性。而在法律层面的考察,则是确定股权众筹法律制度构建研究的切入点,把握股权众筹立法的逻辑自洽、体系兼容的前置步骤。

在制度层面,股权众筹的法律制度应当定位于证券法律体系下。股权众筹从法律关系上看,是平等主体之间基于合同的股票交易行为,属于股权融资的范畴。股权众筹又是众筹的分支概念,众筹是向不特定多数人募集资金的活动,具有大众性的特征。股权众筹这两种特征交织,在许多国家往往意味着要受到法律的严格管制,因为在股权众筹模式出现之前,大众性的股权融资往往意味着更高的风险水平、更大的社会影响和更强的监管需求。

按照中国目前的证券法规定,大众性的股权融资只有证券(股票)公开发行一个途径,融资者需要满足证券发行上市核准制的严格要求,包括程序和资质两个方面。未经证券监督管理机构核准而公开发行政券的,很有可能触犯“擅自发行股票、公司、企业债券罪”。因此,中国目前的股权众筹活动,难以在保持公开性、大众性的同时,实现股权融资,而且由此发生了向私募化的转变,背离了股权众筹公开性、大众性的根本属性。对股权众筹公开性、大众性的背离,也是对股权众筹核心价值——股权众筹在满足社会投融资需求、降低交易成本、弱化信息不对称等方面的独特价值——的压抑,依赖于高效率、低成本的信息传播与交流,依赖最广泛大众的了解和参与。失去了公开性、大众性的股权众筹,其价值受到严重压抑,也无法为市场所选择。

有鉴于世界范围内股权众筹实践所展示出的客观价值,以及中国现行制度对股权众筹价值的压抑,应当构建股权众筹法律制度,实现股权众筹的价值释放,更好地满足社会投融资需求,让股权众筹这一新兴融资模式为“大众创业、万众创新”贡献力量,让大众更直接、更深刻地参与到中华民族伟大复兴的事业中来。

1.2 研究现状

鉴于股权众筹在世界范围内的蓬勃发展,以及英、美等国对股权众筹相关立法的调整和创设,股权众筹法律制度的相关研究近年来始终保持着一定热度。研究中国股权众筹法律制度的构建,有必要梳理、总结、借鉴既有的国内外研究成果,下文按照股权众筹法律制度构建的基础分析、整体思路、股权众筹价值释放、股权众筹风险控制四个方面对既有研究成果进行分类归纳。

1.2.1 股权众筹法律制度构建的基础分析

各国不同的经济、法律背景给股权众筹制度构建的目标、路径带来明显的差异性,因此,其是研究中首先需要明确的内容。研究股权众筹制度构建

的条件,包括对“共性”的股权众筹的价值、风险的分析,也包括对“个性”的国别经济背景、法律背景的考察。以股权众筹制度构建的“共性”和“个性”条件为对象进行的研究,在股权众筹制度构建的相关研究中,居于基础性的地位。

构成我国经济基本细胞的小微企业已经占企业总数的 90% 左右,提供了全体企业 85% 以上的就业机会,小微企业的可持续发展直接关系到中国经济的持续增长。目前,制约小微企业发展的最大问题是融资难。^① 处于发展生命周期初期的公司,其资金通常来源于公司创建者、其家庭成员以及少部分天使投资者,如果缺乏以上资金来源,或这些资源不足以满足初创期企业的资金需求,融资缺口便形成了。^② 而这一资金缺口现象在经历了 2008 年全球性的金融市场危机后显得更为突出。^③

我国金融抑制的政策背景导致金融资源的倾斜。^④ 在金融管制严格和中小微企业融资难、融资贵的背景下,众筹有望成为解决企业和创业项目融资的重要途径。^⑤ 互联网金融下的众筹模式其金融对象更加虚拟化、方式更加灵活;交易更多是在网络众筹平台实现,不再依靠金融机构,更接近无金融中介的状态;信息处理更加容易,成本更低;风险评估的数据和信息更完整,有效地弥补了传统融资方式的不足。^⑥ 目前国际金融市场也呈现出由间接融资模式转向直接融资模式的发展趋势,众筹正是其中一个重要的环节。^⑦ 众筹

① 纪玲珑,隋静. 股权众筹与小微企业融资[J]. 银行家, 2016(7): 74-75.

② Collins L, Pierrakis Y. The venture crowd: crowdfunding equity investments into business[J/OL]. (2012-06)[2017-08-20]. http://eprints.kingston.ac.uk/29089/1/the_venture_crowd.pdf.

③ Block J, Sandner P. What is the effect of the financial crisis on venture capital financing? Empirical evidence from US Internet start-ups[J]. Venture Capital, 2009, 11(4): 295-309.

④ 刁文卓. 互联网众筹融资的《证券法》适用问题研究[J]. 中国海洋大学学报: 社会科学版, 2015(3): 88-94.

⑤ 邓建鹏. 互联网金融时代众筹模式的法律风险分析[J]. 江苏行政学院学报, 2014(3): 115-121.

⑥ 韩廷春,孙强. 互联网金融视域下众筹模式的风险与监管[J]. 理论探讨, 2015(5): 84-88.

⑦ 毛智琪,杨东. 日本众筹融资立法新动态及借鉴[J]. 证券市场导报, 2015(4): 4-12.

的类型可依据其所能获得的回报分为赞助型众筹和投资型众筹。其中,投资型众筹又可分为债权型众筹和股权型众筹,前者的融资方对投资者负有还本付息的义务;后者则使投资者成为相应企业的股东,对融资项目共享收益、共担风险。^①

股权众筹是公司向公众进行融资的行为,本质上是一种证券发行行为。^②它被视为新兴公司在早期缩小融资缺口的一种新路径。^③借助互联网市场的竞争性和开放性,股权众筹可以降低交易成本、弱化信息不对称。^④在金融深化和互联网金融创新的推动下,股权众筹契合了科技型中小企业的融资需求,促进了新兴产业的发展,是金融支持实体经济的必然道路。^⑤即便在金融抑制体制下,互联网金融也能创造出有别于传统金融的融资市场。其在一定程度上,是“金融民主化”的先驱。^⑥

股权众筹在满足融资需求、提升融资效率的正面作用之外,也存在一定的风险性。从实践层面看,公募股权众筹作为证券公开发行行为,面临三个重要逻辑困境:信息不对称、代理成本、初创企业的不确定性。^⑦股权众筹在不对称信息条件下,存在着信用风险、信息披露风险、众筹平台建构风险^⑧、技

① 王傲森.我国房地产众筹的法律规范:法理基础,域外经验与现实选择[J].南方金融,2016(4):94-101.

② 刁文卓.互联网众筹融资的《证券法》适用问题研究[J].中国海洋大学学报:社会科学版,2015(3):88-94.

③ Marakkath N, Attuel-mendes L. Can microfinance crowdfunding reduce financial exclusion? Regulatory issues[J]. International Journal of Bank Marketing, 2015, 33(5): 624-636.

④ 范文波.股权众筹法律供给及制度构建[J].浙江金融,2016(11):45-50.

⑤ 李海燕.金融深化与科技型中小企业股权众筹融资[J].经济问题探索,2017(10):150-155.

⑥ 彭岳.互联网金融监管理论争议的方法论考察[J].中外法学,2016(6):1618-1633.

⑦ 仇晓光,杨硕.公募股权众筹的逻辑困境与治理机制[J].广东社会科学,2016(6):226-235.

⑧ 王倩,邵华璐.不对称信息条件下中小企业股权众筹问题研究[J].经济纵横,2017(10):60-66.

术风险、操作风险等一系列复杂性风险。^①

从法律层面看,股权众筹的核心风险为违法公开发行证券。^②与国外股权众筹制度建立在小额融资的基础上不同,我国股权众筹制度遵循国家对公募与私募区分监管的逻辑,由此导致众筹的定性错误、运行混乱。^③中国现行法律的保守性和滞后性,使股权众筹在发展过程中出现严重异化,带来非法集资、流转、合同欺诈、资金安全^④、流动性风险^⑤等诸多风险。

面对国内立法的不足,发达国家市场的立法经验可资借鉴。在境外股权众筹的立法研究中,股权众筹的法律问题自2009年起开始受到美国法学学者的关注,这些讨论集中于对股权众筹平台商业模式的合法性的讨论,以及美国的《1933年证券法》对股权众筹规制的适用性问题。^⑥在上述法律问题的思考下,伴随着股权众筹的极速发展以及美国金融市场危机后造成的流动性短缺,美国证券立法有了重大创新,^⑦也就是2012年5月生效的JOBS法案(Jumpstart Our Business Startup Act of 2012)。该法案旨在为中小企业股权融资提供更为便利与优惠的新的融资渠道,同时也为偏好创新创业的有风险的资金提供投资机会。JOBS法案的第三章被称为众筹法案,这一法案为股

① 韩廷春,孙弢.互联网金融视域下众筹模式的风险与监管[J].理论探讨,2015(5):84-88.

② 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.

③ 刘斌.股权众筹中的投资者利益保护:路径,基础与制度建构[J].中州学刊,2016(5):60-66.

④ 曹阳.我国股权众筹的风险与法律规制[J].改革与战略,2017(4):81-84.

⑤ 王会敏.股权众筹是否真的那么美——基于美国制度缺陷的再思考[J].北京社会科学,2016(12):51-64.

⑥ Kappel T. Ex ante crowdfunding and the recording industry: A model for the US [J]. Loy. LA Ent. L. Rev., 2008, 29: 375-385.

⑦ Fink A C. Protecting the crowd and raising capital through the crowdfund act[J]. U. Det. Mercy L. Rev., 2012, 90: 1-34; Stemler A R. The JOBS Act and crowdfunding: Harnessing the power—and money—of the masses[J]. Business Horizons, 2013, 56(3): 271-275.

权众筹的投资者、融资方以及众筹平台提供了法律规则与要求(Martin, 2012^①; Wroldsen, 2013^②)。但同时,由于股权众筹法案放松了传统证券法律对公募融资的严格监管,其自由化倾向也受到了学界的高度重视和激烈讨论(Bradford, 2012^③; Cohn, 2012^④; Cumming, Johan, 2013^⑤; Griffin, 2012^⑥; Hazen, 2012^⑦; Heminway, Hoffman, 2011^⑧)。以美国 JOBS 法案为标志的众筹融资合法化本身是美国资本市场监管功能的调整 and 平衡。^⑨

在英国,2014 年金融行为监管局发布了《关于网络众筹和通过其他方式推介不易变现证券的监管规则》。该文件的目标是建立一个“公平”“适度”且“媒介中性”的监管制度,而达到这一目标的路径是既保障缺乏足够的知识、经验和资源来认识和处理风险的一般投资者的投资自由,又为其提供适度保护。^⑩ 金融行为监管局将股权众筹界定为“非上市股票”,并将这种估值较难、流动性较差的非上市证券纳入“不易变现证券”监管范畴之中,由英国金融行

① Martin T. The JOBS act of 2012: Balancing fundamental securities law principles with the demands of the crowd[J/OL]. (2012)[2018-03-01]. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2040953.

② Wroldsen J S. The social network and the Crowdfund Act: Zuckerberg, Saverin, and venture capitalists' dilution of the crowd[J]. Vand. J. Ent. & Tech. L., 2012, 15: 583-635.

③ Bradford C S. Crowdfunding and the federal securities laws[J]. Colum. Bus. L. Rev., 2012: 1-150.

④ Cohn S R. The new crowdfunding registration exemption: Good idea, bad execution[J]. Fla. L. Rev., 2012, 64: 1433-1446.

⑤ Cumming D, Johan S. Demand-driven securities regulation: evidence from crowdfunding[J]. Venture Capital, 2013, 15(4): 361-379.

⑥ Griffin Z J. Crowdfunding: fleecing the American masses[J]. Case W. Res. J.L. Tech. & Internet, 2012, 4: 375-410.

⑦ Hazen T L. Crowdfunding or fraudfunding-social networks and the securities laws-why the specially tailored exemption must be conditioned on meaningful disclosure[J]. NCL Rev., 2011, 90: 1735-1769.

⑧ Heminway J M L, Hoffman S R. Proceed at your peril: crowdfunding and the securities act of 1933[J]. Tenn. L. Rev., 2010, 78: 879-972.

⑨ 龚鹏程,臧公庆.试论美国众筹发行豁免的规则构造及其启示[J].安徽大学学报:哲学社会科学版,2015(1):125-133.

⑩ 冯果,袁康.境外资本市场股权众筹立法动态述评[J].金融法苑,2014(89):387-405.

为局统一监管。^①

1.2.2 股权众筹法律制度构建的整体思路

结合我国的众筹市场特征及域外经验,对股权众筹的立法规制与调整应当首先调整立法理念、明确路径选择,进而实现豁免审批、投资者保护等具体制度的构建,最终达到维护市场秩序、控制金融风险、引导市场发展的目标。

在立法理念层面,应当明确股权众筹的正当性。股权众筹是小微企业直接融资的便捷方式,在我国中小企业融资极为艰难的情景下,我国法律上应当给予股权众筹以合法地位。^② 股权众筹融资本身就具有面向不特定对象的公开性,如果为了与现行法律相符合,而人为地为其设定一系列限制,则只会适得其反。股权众筹融资取公开发行人方式既是自身本质的体现,也更利于对投融资者利益的平衡与保护。^③ 股权众筹的正当性不在于其公开性,而在于其微金融特性,立法上应当承认股权众筹的公募基础,对股权众筹的限制与松绑都应当建立在小额融资有关理论的基础上。^④

在支持股权众筹正当性的主流观点之外,反对意见指出,股权众筹与合伙人制度一样,不过是商业实践“抛开”公司法制度的一种“创新”,这种“创新”迎合了商业实践的需要,却置颇具尊严的公司法制度于不顾。在股权众筹这种商业模式下,市场主体以降低成本、提高效率的名义规避了公司法、证券法中的那些繁文缛节,再一次以“创新”的名义行走于公司法制度之外。^⑤

在立法理念层面,还应当明确以市场为主导、以法律为保障的基本思路。

① 孙艳军. 基于 P2P 金融模式变异法律性质之论证构建其监管模式[J]. 中央财经大学学报, 2016(3): 42-51.

② 梁清华. 我国众筹的法律困境及解决思路[J]. 学术研究, 2014(9): 51-57.

③ 周文. 股权众筹融资再松绑的正当性分析[J]. 福建金融管理干部学院学报, 2015(4): 51-57.

④ 刘斌. 股权众筹中的投资者利益保护: 路径, 基础与制度建构[J]. 中州学刊, 2016(5): 60-66.

⑤ 王妍. 公司制度研究: 以制度发生学为视角[J]. 政法论坛, 2016(3): 162-169.

我国证券式众筹发行的监管理念必须从行政性实质判断向形式性的信息披露转变,并辅之以投资者适当的规则与反欺诈条款的适用,此乃推行证券式众筹发行的根本基础。^① 在构建众筹法律制度时,应坚持投资者保护与金融系统稳定平衡、创业者支持与金融运行效率相结合两个立法原则。^② 在法律保障的视角下,学者的研究多聚焦于投资者保护的领域,将投资者保护视为股权众筹立法的二元目标之一,认为股权众筹立法中,促进资本形成与保护投资者两者缺一不可。各国股权众筹立法要取得良好的制度效果,必须强调促进资本形成与保护投资者的平衡。^③ 提出建立和完善多元规则体系,通过民事、行政和刑事的三重责任提供投资者权益的立体保护。^④

在制度框架层面,既有研究主要从监管角度切入,提出构建股权众筹的单独监管制度。^⑤ 在既要便利融资,又要加强对投资者保护的监管理念下,创新股票或其他证券互联网小额公开发行,探索确立股权众筹有效监管的法律路径。^⑥ 建立中国股权众筹监管的制度框架,实际上就是权衡并配置发行人、中介机构以及投资者的权利义务(郑若瀚,2015^⑦;盛学军、刘志伟,2015^⑧)。制度框架当中应当包括众筹平台制度(梁清华,2014^⑨;郑若瀚,2015^⑩;盛学军、刘志伟,2015^⑪;樊云慧,2015^⑫;汪振江,2017^⑬),信息披露制度(梁清华,2014^⑭;曾攀,

① 盛学军,刘志伟. 证券式众筹: 监管趋势与法律进路[J]. 北方法学, 2015(4): 85-95.

② 梁清华. 我国众筹的法律困境及解决思路[J]. 学术研究, 2014(9): 51-57.

③ 冯果,袁康. 境外资本市场股权众筹立法动态述评[J]. 金融法苑, 2014(89): 387-405.

④ 肖凯. 论众筹融资的法律属性及其与非法集资的关系[J]. 华东政法大学学报, 2014(5): 29-36.

⑤ 楼建波. 股权众筹监管探究[J]. 社会科学, 2015(9): 95-105.

⑥ 董新义. 韩国投资型众筹法律制度及其借鉴[J]. 证券市场导报, 2016(2): 4-11.

⑦ 郑若瀚. 中国股权众筹法律制度问题研究[J]. 南方金融, 2015(1): 74-79.

⑧ 盛学军,刘志伟. 证券式众筹: 监管趋势与法律进路[J]. 北方法学, 2015(4): 85-95.

⑨ 梁清华. 我国众筹的法律困境及解决思路[J]. 学术研究, 2014(9): 51-57.

⑩ 郑若瀚. 中国股权众筹法律制度问题研究[J]. 南方金融, 2015(1): 74-79.

⑪ 盛学军,刘志伟. 证券式众筹: 监管趋势与法律进路[J]. 北方法学, 2015(4): 85-95.

⑫ 樊云慧. 股权众筹平台监管的国际比较[J]. 法学, 2015(4): 84-91.

⑬ 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.

⑭ 梁清华. 我国众筹的法律困境及解决思路[J]. 学术研究, 2014(9): 51-57.

2015^①;何欣弈,2015^②;蒋卫华,2017^③),融资限额制度(梁清华,2014^④;黄韬,2015^⑤;罗欢平、唐晓雪,2015^⑥;盛学军、刘志伟,2015^⑦;马旭、李悦,2016^⑧;杨硕,2017^⑨),投资者准入制度(毛智琪、杨东,2015^⑩;刘明,2015^⑪;吴凤君、郭放,2014^⑫),股权众筹份额流转制度^⑬等。结合我国的立法现状,也有学者将私募股权众筹纳入考量范畴,提出三分法立法框架,构建公募股权众筹、O2O(Online to Offline)型公募股权众筹以及私募股权众筹法律制度。^⑭

1.2.3 释放股权众筹价值角度的论述

股权众筹作为一种新兴的融资模式,在具有多项经济、社会价值的同时,在微观层面却与证券法理念存在着冲突。随着互联网时代融资模式的更新,原有划分公募与私募的界线逐渐显得不合时宜,考虑到股权众筹具有节省投资者信息成本,提升其自我保护能力的特质,应当将股权众筹活动也列为证

① 曾攀. 众筹融资模式的风险及防控[J]. 西南金融, 2015(3): 49-51.

② 何欣奕. 股权众筹监管制度的本土化法律思考——以股权众筹平台为中心的观察[J]. 法律适用, 2015(3): 97-101.

③ 蒋卫华. 我国股权众筹运转模式风险状况及监管模式创新研究[J]. 经济体制改革, 2017(5): 142-148.

④ 梁清华. 我国众筹的法律困境及解决思路[J]. 学术研究, 2014(9): 51-57.

⑤ 黄韬. 股权众筹的兴起与证券法理念的更新[J]. 银行家, 2015(6): 92-94.

⑥ 罗欢平, 唐晓雪. 股权众筹的合法化路径分析[J]. 上海金融, 2015(8): 62-65.

⑦ 盛学军, 刘志伟. 证券式众筹: 监管趋势与法律进路[J]. 北方法学, 2015(4): 85-95.

⑧ 马旭, 李悦. 我国互联网股权众筹面临的风险及法律对策[J]. 税务与经济, 2016(3): 24-29.

⑨ 杨硕. 股权众筹法律问题研究[D]. 吉林大学, 2017.

⑩ 毛智琪, 杨东. 日本众筹融资立法新动态及借鉴[J]. 证券市场导报, 2015(4): 4-12.

⑪ 刘明. 论私募股权众筹中公开宣传规则的调整路径——兼评《私募股权众筹融资管理办法(试行)》[J]. 法学家, 2015(5): 95-104.

⑫ 吴凤君, 郭放. 众筹融资的法律风险及其防范[J]. 西南金融, 2014(9): 54-58.

⑬ 周文. 股权众筹融资再松绑的正当性分析[J]. 福建金融管理干部学院学报, 2015(4): 51-57.

⑭ 杨硕. 股权众筹法律问题研究[D]. 吉林大学, 2017.