

基金会：区块链融资模式中的 资金管理创新与监管挑战

曾雪云 熊春晓 刘茵

摘要：近年来基金会广泛涉及区块链融资项目的运营和资金管理，为区块链组织创立了新的信任解决方案。本文对基金会参与下的创业型公司资金管理模式进行分析，解析了资金在项目方、投资人、基金会和数字货币交易所的运作方式，以及基金会参与区块链融资项目的缘由是规避证券监管、降低税收成本、提高公信力和进行资金管控，最后基于实例阐述了区块链融资项目中的基金会治理结构，并提出优化建议。

关键词：基金会；加密数字货币；ICO融资；区块链

中图分类号：F235 **文献标志码：**A **文章编号：**1003-286X(2021)13-0053-04

基于区块链技术的加密数字货币融资模式(Initial Coin Offering, ICO)由于具有低成本、便捷性、私密性等特性受到全球投资者的追捧,但也产生了监管规避、投机炒作以及庞氏骗局等诸多问题。为保护投资者利益、维护金融秩序,各国纷纷出台相关法规加以限制或禁止,我国也采取了严厉的金融管制,禁止加密数字货币在国内发行和交易。然而,自2018年以来,大量区块链融资项目转移到海外发展,通过设立非营利性基金会的方式再度面向境内居民融资,并且ICO项目及其二级市场(数字货币交易所)与生俱来的全球性和匿名性,也使得始创于其他国家的数字货币实际上可以有中国境内居民的投资和参与。在此背景下,探究ICO项

目的运作和治理机制有利于增进对金融科技的理解和健全金融监管机制。本文着力探讨ICO项目中基金会的角色和作用,并从完善基金会治理的角度,对ICO项目的资金管理风险和监管提出相关建议。

一、基金会的涵义和早期发展

基金会起源于慈善事业的发展。早期的慈善基金会主要与宗教活动相关,活动资金多来源于宗教信徒,之后逐步摆脱教会组织,发展成为独立机构。有关基金会的规制最早可追溯到公元前150年的罗马法典中,而1601年英国议会通过的基金会相关保护法律——《慈善使用法案》(Statute of Charitable Uses)则奠定了基金会的现代发展基础。

基于慈善传统和法律构架,现代基金会已经形成完备的法人结构和治理模式,能够参与到社会活动的多个方面,独立自主地支持各种公益事业。《世界基金会指南》指出,“基金会是一个非政府、非营利的组织,它有自己的资金,由受托人或董事会管理,旨在资助教育、慈善、宗教等社会公益事业”。虽然同为基金会,但在不同的司法管辖区有着不同的涵义。在以德国为代表的大陆法系中,基金会是基于捐赠行为而设立的财团法人;在以美国为代表的英美法系中,基金会表现为公益信托。我国关于基金会的规制来自于1988年发布的《基金会办法》和2004年发布的《基金会管理条例》这两部法规。依据《基金会管理条例》所做解释,基金会是“利

基金项目：国家自然科学基金面上项目“金融工具准则变迁、公允价值会计与金融投资行为”(71872020)

作者简介：曾雪云,北京邮电大学经济管理学院教授,通讯作者;

熊春晓,北京邮电大学经济管理学院硕士研究生;

刘茵,北京邮电大学经济管理学院。

用自然人、法人或者其他组织捐赠的财产，以从事公益事业为目的，按照本条例的规定成立的非营利性法人”。

基金会有多种分类标准。比较权威的是美国在《基金会年鉴》中提出的分类方案，按照基金会发起者的性质分为独立基金会 (Independent Foundations)、公司基金会 (Corporate Foundations)、社区基金会 (Community Foundations) 和运作型基金会 (Operating Foundations)。其中，独立基金会资金来源于多个自然人或某个家族，主要用于特定机构和特定项目，洛克菲勒和卡耐基等知名基金会就属于此类；公司基金会资金来源于企业，主要用于公益目的，但也不排除与公司利益相关；社区基金会资金主要用于支持社区公共服务，规模较大的有纽约社区基金会、克利夫兰基金会和马林社区基金会等；运作型基金会资金来源多为单一的私人或家庭，主要用于事先约定的特定项目。

二、基金会参与下的 ICO 融资与交易模式

近年来基金会被广泛用于 ICO 项目的运营和资金管理。例如，瑞士的 Tezos 基金会和新加坡的量子链基金会主要负责资金管理、项目运营以及作为代币的发行主体。部分学者在研究中也注意到了这一点，Malinoya 和 Park (2018) 指出很多 ICO 项目的代币发行人 (token-issuers) 是非营利基金会而非创建区块链项目的公司。Fridgen 和 Gilbert (2018) 对收集到的 ICO 项目进行初步分类，也发现了基金会被运用于 ICO 项目发行的现象。

ICO 项目中的基金会与社区基金会和运作型基金会比较相似，在 ICO 项目的投资人和创始人之间发挥着桥梁作用。一方面，ICO 项目基金会以服务于投资方为目的，接受投资者的资金捐赠，代为管理权益和使用资金；另一方

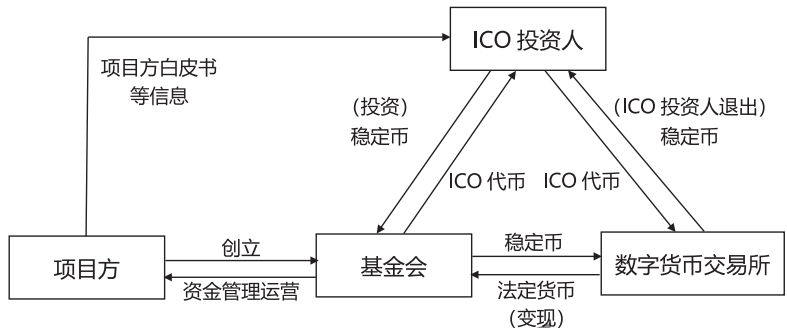


图1 基金会参与下的 ICO 项目运作模式

面，基金会也服务于项目方，对项目用资情况进行审查，提供资金支持和负责部分运营活动。由于基金会特定的治理模式和使命，在项目推进时更易于获得投资人的信任。

基金会参与下的 ICO 项目运作模式如图1所示。首先，区块链项目发起方会在其官方网站以及加密货币社区发布 ICO 项目融资的基本信息，如项目白皮书、项目愿景、项目开发情况、项目团队背景、项目特点及使用场景等。同时，项目方还会通过多种途径对 ICO 项目进行推介和宣传，借此获得投资者的关注。之后，有投资意愿的项目支持者 (ICO 投资人) 可以根据项目方具体要求进行投资，在限定时间内向基金会支付比特币和以太坊等数字货币 (稳定币)，以此兑换 ICO 项目代币。最后，基金会通过数字货币交易所将募集的数字货币 (稳定币) 兑换为法定货币，从而为项目方提供资金支持和运营管理。该区块链项目正式上线运营后，这些 ICO 代币就可以在数字货币交易所上市。上市之后，持币人可以向全球投资者卖出 ICO 代币，以此实现投资回报和退出项目。

三、基金会参与 ICO 项目管理的缘由

(一) 规避证券监管

基金会参与数字货币融资项目的治理，是项目发行方的监管规避行为。

为了在监管不确定性下寻求合法发币资格，项目发行方一般会选择在境外设立基金会。我国自 2017 年 9 月起就禁止 ICO 等形式的虚拟代币融资活动，包括韩国在内的很多国家也都明令禁止个人、公司参与 ICO 项目。但是很多国家并未对非营利性组织基金会的投资标的做出禁止性规定。于是，大量 ICO 项目选择在新加坡、瑞士、直布罗陀、开曼群岛等地设立基金会，进而获得合法的公开募资资格，并向境内发起 ICO 融资。鉴于 ICO 的全球属性，在基金会的运作下，购买代币的投资人遍及全球各个国家和地区，削弱了单一国家的监管措施效果。

为了规避法律监管，许多 ICO 项目声称自己是软件预售 (software presale tokens) 或募捐活动，使用“众筹”或“捐赠”的名义代替数字货币 ICO 融资实质，而将代币作为“捐赠”奖励，甚至还使用法律免责声明和用语向参与者保证代币是“非证券”属性。举例来说，Tezos 的创始人 Breitman 夫妇在瑞士楚格成立 Tezos 基金会，声称代币购买者的行为是对基金会的“不可撤回的捐赠”，借此规避美国证券交易监管的法律要求，并成功实现 ICO 融资。

(二) 降低税收成本

基金会能帮助 ICO 发行方实现避税和增加收益。各国为了支持慈善事业的发展，对参与基金会的个人或机构都设有一定的税收优惠。基金会若

购买共同基金、股票和债券，能够享受相关税费的减免。例如，美国的税收政策中，公共慈善机构的投资收益全额免税，私营基金会投资收益的税率也仅为1%~2%。再如，在开曼群岛和新加坡，基金会享受完全免税政策；瑞士也规定，公益基金会不需要对资助和捐赠支付所得税，也不需要来自资产管理的收入、与基金会宗旨相关或辅助性经济活动的收入缴税。对项目方和投资人而言，这些减免税优惠政策可以降低税收成本和增加税后收益。

（三）提高ICO公信力

基金会治理模式能提高ICO项目的公信力。一直以来，投融资活动始终难以减轻信息不对称和代理成本，这也是ICO融资模式最具挑战性的问题。ICO融资模式下，项目方在自己的官方网站进行自愿性信息披露，而缺乏类似于资本市场的公开信息披露制度、健全的金融监管体系和投资者保护机制，因此需要创设新的信任机制。此时，设立专属的项目基金会，相当于在传统融资模式中引入一个新的可信第三方。当基金会以资金托管和权益托管的方式进行资金筹措、资金使用、运营管理、权益管理等事项和交易时，既可以让项目发行方专注于区块链核心技术的研发，又可以增强投资人对项目运营和资金管理的信任度。这种资金管理模式的变革提供了新的信任解决方案，有利于打消投资方的顾虑，增加ICO项目的公信力。

与公司型组织相比，非营利基金会可以向投资人出具法律意见书，证明项目白皮书规划的合法性以及代币的非证券属性，这使得ICO资金募集在规避证券监管和市场禁入的同时，增加了公信力和说服力。同时，基金会的合理运作还可以为项目开源节流，促进项目可持续发展。如Linux基金会通过帮助知名企业区块链上建立战略关系，增加

社区开源贡献，形成良性循环，为后续发展提供战略支持。

（四）进行资金管理

资金管理是ICO项目基金会的关键职能。在ICO项目运行过程中，基金会负责监督和受托管理筹集资金，审查项目方的用资申请，制定项目预算计划，也可能全权担负项目治理职责。有效的资金管控对ICO项目的运营至关重要，较高的资金使用效率可以带来更高的价值。在资金收支方面，基金会通过规范各项的资金收支审核流程，保证资金来源的合法性，实现有效的资金运转，以此保障ICO项目的顺利推进和持续发展。以Tezos为例，Tezos基金会通过赠款和其他权益工具来推广Tezos协议，并设置了对捐赠款的评估流程：先对应用程序进行初步审查，技术委员会(TAC)进行调查和评估后再由基金会理事会成员做出最终决定。获得批复的申请方与Tezos基金会签署法律文书，最后确定和划转捐赠款项。这一过程极大地提高了Tezos项目的资金使用效率，实现了资金的优化配置，为项目可持续发展奠定了基础。

四、ICO项目中基金会的治理结构与优化

（一）基金会的治理结构

与公司制法人类似，基金会也有内部治理和外部治理两种机制。外部治理机制主要是指政府、社会以及第三方机构对基金会的监管。内部治理机制是按照决策机构、执行机构和监督机构相互独立、相互协调又相互制衡的原则设立。各国基金会的治理结构有所差异，可以归为三种治理模式：一是“理事会”治理模式。在这种模式下，理事会是唯一的权力机构和决策机构，监督机制由理事会下设的财务和审计部门及外部的税务机关和地方检察部门构成。美国、德国均采用这种治理模式。二是“理

事会+监事会”治理模式。在这种模式下，理事会是权力机构，具有决策职能；监事会是内部监督机构，监督理事会和管理层的履职情况。我国采用的就是这种治理模式。三是“评议委员会+理事会+监事会”治理模式。采用这种模式的主要是日本，它与我国上市公司采用的治理机制类似，强调双重权力设置和基金会的内部监督。

ICO项目的基金会总体上也采用这三种治理结构。根据不同司法管辖区要求和目标的差异，ICO项目基金会会设置不同的内部治理机制。在较为知名的ICO基金会中，Tezos基金会设立了理事会、执行委员会和审计委员会。理事会负责管理基金会事务，并制定Tezos项目和生态系统长期发展战略，执行委员会负责管理和推进基金会运作，审计委员会则负责监督基金会财务和业务报告。比原链(Bytom)基金会和量子链(Qtum)基金会则更类似于公司制企业，其维持正常运营的组织 and 权力建构比较规制，治理体系也较为完善。其中，比原链基金会由比原币持有人大会、自治委员会和执行委员会三层结构组成。持有人大会为最高决策机构，比原币的持有者具有投票权；自治委员会对持有人大会负责，选任执行委员会成员，监督执行委员会的工作；执行委员会负责项目日常运营，下设数个管理中心，包括区块链技术开发中心、区块链商业应用中心、财务管理中心、风控管理中心和综合事务管理中心，分别指导相应的业务部门开展工作。量子链基金会由决策委员会、执行负责人及职能委员会组成。决策委员会由基金会主席、量子链核心开发人员和私募成员组成；执行负责人由决策委员会选举产生，负责基金会的日常运营管理、各下属委员会的工作协调、主持决策委员会会议等，并定期向决策委员会汇报工作。执行负责人下设多个职能委员会，

如代码审核委员会、财务及人事管理委员会、市场及公共关系委员会等。

(二) 基金会的治理优化

一是要健全信息披露制度。对于加密数字货币社区而言,信息透明度是信任的基础。只有资金信息和权益信息公开透明,ICO社区才能得到领头的风险投资人及其追随者的信任。但是,目前ICO基金会在资金使用、管理与运营方面的信息公开透明方面存在较多疏漏,导致基金会管理混乱、管理舞弊和效率低下等常见的委托代理问题的发生。尤其是负面事件披露产生的涟漪效应,降低了投资人和项目方对ICO项目基金会的信任,进而影响ICO项目的筹资。如以太坊基金会因缺乏对基金会组织结构、资金流向以及未来展望等基本事实的及时披露,而遭受了创始人Eric Conner和以太坊社区成员的质疑。为了改善投资人信任度,提升ICO项目基金会的规范性,基金会应尽可能在官方网站或以其他公开方式定期披露ICO项目研发进展、运营、财务、内部管理报告、内部控制报告、财务审计结果、绩效评价、发展战略、重大合同等相关信息。同时,披露应当遵循及时、准确、真实、完整原则,进行持续更新和连续报告,以实现信息的透明化和公开化。

二是要完善内部监督机制。完善内部监督机制能引导和规范基金会管理层的行为,进一步提升基金会管理的规范性和有效性。近年来,基金会内部监督机制的不健全,使得理事会管理层权力过于集中,而且缺乏内部制衡,基金会管理层利用ICO项目资金谋取私利,侵占投资人和项目方权益的事件时有发生。比较典型的是Tezos基金会的案例,该基金会前理事会主席Gevers利用财务权力,以不正当合约为自身牟利,导致Tezos项目停滞不前。因此,应当完善内部监督机制,引导和规范基金会管理层的行为,进一步提升基金会资金管理的

规范性和运营管理的有效性。同时,在基金会的内部监督机构中应配备精通财务和法律的专业人士,以更好地参与到内部监督和管理规制。此外,还要针对资金支出、结算及项目运作情况,建立一套完整的绩效评估和问责制度。

三是可聘请独立第三方审计机构进行鉴证。独立第三方的审计鉴证服务可以依照法定的程序和以专业的方式监督基金会的履职情况,帮助基金会提高财务服务和会计管理的质量。同时,作为独立于政府和社会资本之外的第三方,更能在对基金会的监管过程中保持公正客观的态度,较为公平地实施监管措施。在监管方面,还可以要求基金会将数字资产托管到具有公信力的第三方监管科技机构,建立内外联动机制,形成多元化的治理体系和社会监督体系,以防范基金会的道德风险,保障资金安全和投资者利益。

五、总结与讨论

基金会参与到ICO项目的资金管理和日常运营之中,是资金管理模式和运营管理模式的双重创新,也是组织模式的创新。由于有基金会的参与,在投资方和项目方之间提供了新的信任解决方案,使得区块链融资项目可以替代IPO融资模式,其积极意义在于基金会可以为项目方谋求合法的募资资格,使其获得融资可能性和金融适应性;不利影响在于引发了新的信任危机和监管挑战,特别是大量虚假ICO项目利用法律漏洞,假借基金会名义骗取投资者信任,扰乱金融秩序,增加了金融体系的不确定性。围绕这一系列创新与挑战,各国政府就如何规范、治理、监管区块链金融而探索新的制度安排和监管模式,同时也在遭遇前所未有的困难,仅依靠单一、传统的监管工具往往难以有效发挥作用,并且区块链融资项目的全球性削弱了

各国监管政策的效力,这一系列新问题都值得财会人员研究和思考。在新经济下,财会专家也需要了解和熟悉金融科技及其监管之道,以增进对于金融稳定和金融发展的贡献。

责任编辑 张璐怡

主要参考文献

- [1]李楠.慈善基金会缘何兴盛于美国[J].美国研究,2005,(3):132-146+6.
- [2]杨团.关于基金会研究的初步解析[J].湖南社会科学,2010,(1):53-59.
- [3]姚俭建, Collins J. 美国慈善事业的现状分析:一种比较视角[J].上海交通大学学报,2003,(1):13-18+47.
- [4]Malinova K, Park A. Tokenomics: When Tokens Beat Equity[J]. SSRN Electronic Journal, 2018.
- [5]Fridgen G, Regner F, Schweizer A, Urbach N. Don't Slip on the Initial Coin Offering (ICO) - A Taxonomy for a Blockchain-enabled Form of Crowdfunding[C]// Twenty-Sixth European Conference on Information Systems (ECIS 2018). 2018.
- [6]林侃,操群,陈哲立.国际视角下虚拟货币与代币发行融资的法律监管与风险防范[J].清华金融评论,2019,(5):110-112.
- [7]樊子君,赵秋爽,李灿.美国基金会信息披露的经验及启示[J].中国注册会计师,2013,(3):119-123.
- [8]李晓倩.论我国基金会治理结构的改进——以监督机制的完善为中心[J].江汉论坛,2014,(4):55-60.