

doi:10.11835/j.issn.1008-5831.2018.03.015

欢迎按以下格式引用:赖继,师索.股权众筹中股权认购行为的限制研究[J].重庆大学学报(社会科学版),2018(3):163-169.

Citation Format: LAI Ji, SHI Suo. The study of confining of subscription behavior in equity crowdfunding[J]. Journal of Chongqing University (Social Science Edition), 2018(3):163-169.

股权众筹中股权认购行为的限制研究

赖继^{1,2};师索³

(1.四川省社会科学院,四川成都 610072;2.西南政法大学,重庆 401120;3.重庆市南岸区人民检察院,重庆 401336)

摘要:股权众筹的股权认购行为在理论上对传统商行为表述进行了批判与补强。霍菲尔德从权利创设角度进行阐述,私产自由系其作出使用的决定,而不必考虑社会上其他利益的影响。然而股权众筹的投资不是没有自由,反而是投资过于自由。关于对政府治理市场的行为考量,在21世纪初呈现出反芝加哥学派思潮。对股权众筹中股权认购行为的限制,有单一制与混合制的立法例,中国最终要构建股权众筹中的行为规范,需要汲取域外做法和传统金融监管中的有益经验,未来的方向应采用混合制、担保制、持仓限制的综合治理模式。

关键词:股权众筹;商行为;权利豁免;反芝加哥学派思潮;综合模式

中图分类号:D922.282 **文献标志码:**A **文章编号:**1008-5831(2018)03-0163-07

长期以来有限的信贷资源被大型央企与地方融资平台过度占用,导致初创企业面临“融资难、融资贵、融资成本高”的困境。股权众筹因此受到用户的极大关注。据2016年股权众筹行业的不完全统计,在互联网公开进行募集的项目中,200人以上的股权众筹平台用户关注占比超过70%^[1]。

股权众筹有助于解决初创企业启动资本和进阶,但它也同时面对重重隐忧。一方面,股权众筹是自由市场的产物,符合市场发展规律且有益于资源再分配;另一方面,股权众筹也因为互联网的广泛性、公开性而导致保护投资人的机制趋弱。由于互联网的便捷、迅速、开放,在市场的理性选择中,股权众筹对投资人的理性程度要求将会更高^[2]。

股权众筹中的股权认购行为,就是投资人的市场理性选择,它指的是投资人为实现私产的增值或增长,在互联网条件下,选择待融资项目,向初创企业的雏形或发起人投放资金、认购股权,以期

修回日期:2017-12-29

基金项目:2016年国家社会科学基金青年项目“治理现代化评估指标体系研究”(16CFX034);重庆工商大学2014年度科研平台开放课题“法治反腐的实现路径与方法研究”(1456013)

作者简介:赖继(1986—),男,四川南溪人,四川省社会科学院与西南政法大学联合培养博士后,重庆大学法学院博士,西南政法大学硕士研究生实务导师,主要从事民商法学研究。

获得经济回报的行为。包括项目选择、信息筛选、参与路演、意向选择、投放资金、拟定协议、获取股权等完整环节。

在互联网金融世界里,参加股权众筹的投资主体中,个体占据大部分比例。互联网本身的风险不可避免地投射于投资人的认购行为本身,表现为股权众筹融资者并不需要在证券交易所挂牌后才能发行股票,而仅需在股权众筹平台上发布融资信息,而这些信息的受众是亿万级互联网用户,项目的投融资风险也将因用户的巨大数量而被无限放大^[3],股权众筹中投融资双方面临着严重的信息不对称^[4]。在信息不对称的交易模式中,投资者无疑是风险的最大承受者。在互联网市场过度自由的情况下进行市场选择,无异于“信马由缰”,而在严重信息不对称的情况下进行股权认购,则趋于“盲人瞎马”,最终可能因损害了投资者利益而动摇制度的根基^[5]。

因此,尽快在股权众筹制度中构建针对股权认购行为的一套完整、规则、系统的限制机制就显得极为重要。限制股权认购行为的最终目的仍然是保护投资者^[6]。本文即围绕这种限制投资者行为能力的规制理念,以股权众筹股权认购行为的性质为基础,探寻制度创设初期其背后的逻辑进路并进行理论解读,结合国外立法现状与运行实践进行具有可行性的合理制度构建和立法方向建议。

一、限制股权众筹中股权认购行为的理论基础

(一)从霍菲尔德私产豁免到斯密“经济人”的有限理性治理

股权认购行为的实质,是投资人对个人所拥有私产的支配与处理。自由投资,即自由支配。对私产的讨论,包括自由的使用、排他的支配、转让的权利等。西方法学家更进一步探讨了私产自由支配的更多内容,包括美国宪法第五修正案规定的征用豁免权、履行判决而必须出售所有物的法上责任、防范死守权规则(Perpetuities)等^[7]。不论是从哪个层面来探讨私产自由,都离不开所有人对私产的支配与处置。在私产正当性理论中,霍布斯、洛克、卢梭、穆勒、诺齐克都进行过相当长时期的研究。正如诺齐克描述所有人对所有物的正当支配时所说那样:“凡物临世,必已附着于对其有权属之人。”^[8]

霍菲尔德与拉伦茨从权利创设角度进行阐述,所有财产权利都是通过立法将公共资源,如国家的土地和物质财富给予某个民事个人,让其作出使用的决定,而不必考虑社会上其他利益的影响,从而缔结最基本的民事法律关系。霍菲尔德在《司法推理中应用的基本法律概念》中试图寻找法律权利的“元形式”,在权利的概念下,进一步细分出“权利”“特权”“权力”和“豁免”的更小元素^[9]。而拉伦茨在《德国民法通论》中选择性地将法律关系进行了解构,将法律关系分析为“权利和权能”“预期取得”“法律义务”和“其他拘束、负担性义务”“权限”等^[10],不论从何种路径出发,为私产自由的辩护都显得合情合理。我们似乎可以作出这样的推论,股权众筹中的投资人基于对个人私产的正当支配,享有投资的绝对自由,而法律对其行为的关注,只能在于“规范”,而不能有任何的“缩限”,这样才对整个自由市场有利。用霍菲尔德的论述来说,这是私产权利的一种“豁免”。

然而,股权众筹和过去任何一种金融工具一样,在诞生之初饱受争议,除非它可以表明私产自由投资制度下,每个人都能更为富裕,或者至少没有人比现在更糟。为了对自由支配作出正当化演绎,洛克试图说明一些人享有自由支配的好处而另外一些人陷入贫困是公平的,引入了“抛弃论”(Argument about Desert)。他说上帝把这个世界交给“那些勤劳而理性的人们……而不是让那些争吵不休、好勇斗狠的人满足其贪婪和反复无常”。如果存在部分人对资源、财产更明智、更有效的利用,那是因为这部分人善用了他们谨慎、勤劳、自制的理性,而存在部分人之所以贫困,很大程度上

是因为他们整天无所事事、肆意挥霍、缺乏进取^[11]。而黑格尔对私产的绝对支配的论述,也成为洛克等人的理论补强,他认为所有权的自由支配有助于个人“人格的纯粹主观性”^[12],正是法律制度允许个人对资产进行自由支配,才使得个人的投资方案或计划得以付诸实现,否则这些念头就仅仅停留在大脑里。

事实是否真就如此?当前股权众筹市场存在的重大问题,不是投资没有自由,恰恰相反,是投资过于自由,这种自由甚至会演变为一种无序和“无法”的状态。纵观近年互联网投资市场,各种投资层出不穷,各种募集名目也不断翻新迎合网民投资需求,稍有些资产的网民通过简单的注册就可以参与到各类所谓的“股权投资”中,其参与成本几乎为零,而风险控制能力也几乎为零。个体固然有对私产支配的自由,但这样的自由并不是绝对的自由。尽管自由主义者基本上都致力于说明为什么实现他们的基本价值和政治纲领增进自主是合理的,但他们没有考虑到自由主义亦会让邪恶的事实更加盛行。行为是否正确并不总是由理性所能支配,而教条主义及其主导之下的恐惧、仇恨、贪婪也是人类的动机^[13]。这一点在世界经济一体化的今天显得尤为重要。

现代经济学之父亚达·斯密在“经济人”问题上认为,既然市场中人人都是理性的、逐利的,对自我股权认购行为具有风险预见清晰认识的,那么为什么还要多次寄望于政府的合理规制呢?斯密指出“经济人”并不应该被误解为“人仅仅是追求利益”的,人不仅有“爱自己”这一行为推动力,还存在“同情”、慷慨大方、公益精神等要素,他同时还指出由于多种要素综合的“经济人”假设存在,他们需要“中立的观察者”来指导“他的行为原则”^[14]。

(二)传统的背离:股权众筹中股权认购行为的性质辨析及启示

任何一个新兴商业活动,都是对传统商业规则的破立和挑战。股权众筹中的股权认购行为,也不例外。中国至今并没有一个对商事行为进行统一概括的法律表述,股权众筹中的股权认购行为,对现有论证都或多或少地进行了现实批判。

第一,就股权众筹的主体结构而言,就存在部分投资者非以营业为目的的情况,即这种特殊商事法律关系中的商主体未必从事的就是经营行为、营业行为、商人资本经营行为。第二,就股权众筹的法律属性而言,还仅仅是依赖于经济结构的现实调整而获得了合法性存在根基的道德许容性与政策执行性。严格地说,在针对股权众筹的正式法律出台之前,股权众筹还是处于游离于法律与规则边缘的非正式的商事行为,属于典型的实践倒逼立法的特例。第三,股权众筹中的股权认购行为与一般的债券众筹存在较大的理念差异。股权众筹投资者看重的不仅仅是因债权债务而滋生的利息,而是基于众筹平台的宣传优势,投资于初创企业的未来发展,因此获得了公司股权,并在一定程度上可以参与公司的管理与决策。相比于债权投资的短期收益,股权众筹投资者对其所投资的项目更具有主人翁意识,但这恰恰容易导致投资者在信息不对称之下的盲目从众与过度自信。第四,与传统股权认购行为在投资人角色上存在差异,股权众筹投资人拥有“财务投资人,资源投资人,投资决策者”三位一体的功能结构,属于典型的风险密闭型投资人,并没有风险缓冲机制。第五,股权众筹必须依靠互联网网站或者其他类似的电子媒介作为平台,还缺乏完善的监管机制与防内幕交易机制。

综上,股权众筹较之于传统商行为存在更复杂的结构与更大的不可控风险,在具体的针对性立法尚未出台之际,至少应在行政规则上予以先行规范限制,给当前股权众筹的规制予以重要启示:在针对性立法出台之前,监管部门应当将投资人的认购行为纳入市场管制之中,先行对认购行为的内容进行规范,包括定投数额、数量、期限等,实现投资人与融资人在商行为交互中的博弈平衡。

二、限制的实践境况:政府管制与市场自由相契合

(一) 两种限制思路:宽准严行与严准宽行

股权认购行为需要限制吗?放眼世界各国的立法体例,似乎都未采取过度自由放任股权认购行为的态度,即便是对股权认购行为比较宽松的国家,也会相应采取限制投资人准入的方式来限制投资的整体环境。因此可以发现两种限制思路:一是对投资人准入严格,对股权认购行为宽松。比如意大利的《Growth Act 2.0》法案规定个人投资必须以经纪人的渠道进入,以免违反反洗钱法规定。每人单次投资不超过500欧元,但投资超过1000欧元的即可继续增资。二是对投资人准入宽松,对股权认购行为严格。对两者都放任的政策倾向,即便是标榜最信奉市场的自由主义或过去的芝加哥学派,也未曾有过。甚至21世纪初,基于对政府管制市场职能的强化,引发了反芝加哥学派潮,即反对新自由主义的思潮。

有别于过去传统金融的高门槛,互联网金融之所以受到公众广泛欢迎,是因为它提供了一种可以普及参与的方式,尤其是股权众筹,不仅为公众提供了耳目一新的投资渠道,还因为这一渠道参与低成本、参与便捷而广受好评。可以说,普惠与广泛,是互联网金融的生命力。而公众的广泛参与,是股权众筹赖以存在的基础。试想如果在准入制度上过于严格,又将股权众筹置于精英金融的定位,小微初创企业仍然会面临融资难的问题。

从风险的角度看,公众参与的门槛越低则风险波及的范围越大。但是辩证地看待这个问题,对于每一个参与投资的公众来说,由于进行投资项目有多种选择,选择分散投资的可能性也就越大,其风险发生的概率也就相应降低。从融资项目方面看,如果一个项目发生500万的亏损风险,参与人数为5人或500人是有区别的。当参与人数为5时,平均亏损将到达100万,而参与人数为500人的话,平均亏损将降至1万,也就是说参与公众越多,风险将被更多的人分担,而具体到投资人头上的损失在绝对数值上就越低。

严格准入与宽松行为限制、宽松准入与严格行为限制的两种投资限制模式,笔者倾向于后者,从风险分担、股权众筹核心价值来看都更为科学。而从实践看,我们也能得到相同的答案。以美国、法国为代表的投资人准入制度相对较为宽松,面临着道德风险、金融欺诈、小投资人权利受侵害如何避免,以及公众盲目可能导致金融市场失序等难题。但实际上,美国并没有出现上述担忧的问题。关键在于,美国在设置较宽松准入门槛制度的基础上,又对认证股权认购行为进行了科学、严谨的法律限制。美国JOBS法案第302条款规定,众筹平台可以募集小投资者的少量资本供私人公司使用。对投资者每一年的股权认购行为作出了限制:“a. 如果其年收入或净财产少于10万美元,则投资者每年用于收购股份的资金额不得超过2000美元或其收入的5%;b. 如果其年收入或净财产不低于10万美元,则投资者每年用于收购股份的资金额不得超过投资者年收入或净财产的10%。”美国证券交易委员会于2013年批准了监管众筹融资草案,就如何限制股权认购进行了细化,个人投资者在众筹融资平台1年内的投资额被限制:年收入不足10万美元的,其年度收购资金额不能高于2000美元,或低于其净资产或年收入的5%;年收入高于10万美元的,其年度收购资金额不能高于其净资产或年收入的10%。对于上述数值取最大者。美国在对股权认购行为人进行限制的法律设定上,与其宽泛的准入制度相匹配。在投资人参与股权众筹的行为中,因为存在上述限制规则,即便是毫无经验的任意投资人,都不可能轻易遭受毁灭性的损失。

(二) 三种限制模式:单一制、资产制、总量制

对股权众筹股权认购行为的限制,总的来说有如下几种限制方式:一是对投资人单次投资数额

进行限制,即单次限制;二是对投资人可支配资产或净资产进行投资比例设定,即资产限制;三是对投资人多次参与投资资金总量进行限制,即总量限制。

国外对股权认购行为的限制模式各有不同,有的采单一限制模式,有的混合上述三种限制模式对股权认购行为进行规制,而混合限制模式居多。单一制典型代表为美国的资产限制模式,即在评判投资者净资产或年收入基础之上,确立其每年能在股权众筹中投资的总金额。英国也采取单一的资产限制,要求投资人进行股权众筹的投资不得超过其净投资组合的10%,为了进一步控制风险与保障民生,这一资产限制还排除了基本生活、养老金、社会保险金的参与。投资人须倒置举证,证明自己进行投资的资产除去上述几种生活基本费用外,不超过净投资的10%。这一点,英国比美国更为谨慎。除此以外,英国还将投资者限定为成熟投资者和特定的几类普通投资者。

混合制的典型代表是加拿大,该国法律不仅规定一个投资者单次投资的金额,即单个投资人对单个发行人的单次要约不超2 500加元,同时也规定了一定时期内投资总量,即个体投资者1年之内投资股权众筹的资金量不高于10 000加元。与加拿大相似的例子还有澳大利亚,澳大利亚法律规定单一公众投资者12个月内只能对单一发行人投资2 500澳元,对所有发行人的投资不得超过10 000澳元。可见加拿大、澳大利亚均采用单次限制与总量限制相结合的方式。

通过比较单一限制模式与混合限制模式可以发现,英国和美国虽然为单一限制模式国家,但是对投资者是否成熟和富有经验进行了设置,即是否具有预判、分析与承受投资风险的足够能力。加拿大和澳大利亚尽管采取了单一限制与总量限制的混合模式,但在具体细节上仍然存在着差异。加拿大属于限定投资者单次单项金额与1年内的所有金额限制相结合。澳大利亚则是1年内对单个项目金额限制和1年内的所有金额限制相结合。这两个国家并未对投资金额比例进行限制,从中也可以发现,英美倾向于具有资产能力和风控能力的精英投资模式,而澳大利亚和加拿大则倾向于全民性质的“草根模式”。由此可见,股权众筹的制度理念、运行机制与效果评判在不同经济环境、不同政治环境、不同文化背景的不同国家均出现了较大的差异,这也给中国在对股权众筹投资者进行立法时提供了更为丰富的制度蓝本。

三、限制的本土进路:中国股权众筹股权认购行为的合理规制

(一) 宏观模式的构建

中国在未来完善股权众筹治理的法律规范中,对股权认购行为应该采什么样的模式呢?回顾过去中国传统证券投资市场风险控制规则可以发现,中国对股权认购行为的限制思路一贯谨慎。中国的A股市场设置了涨停跌停的限制,即单个交易日内投资人的证券总额最高不会涨幅10%,最低不会跌幅10%。这样的限制思路还停留在强制手段干预市场的阶段,是过去计划经济思路的产物。首先,这样的限制并不是真正意义上对股权认购行为进行限制,而只是在自由市场之上,强加了一道规则限制。其次,规则限制的对象只是投资人的证券总额,对投资人货币资产的股权认购行为没有任何限制。在这一过程中,风险的控制只有一个方式,即投资人自身的判断,这显然是不足的。最后,涨跌停规则限制指的是以开盘价为标准,如若是当日高位买入,而后下跌,则振幅远超10%的现象屡见不鲜。涨跌停限制对风险的控制力非常局限。虽然说投资有风险,但股权众筹这样的新生事物,其面对的是广大网络公众,一旦发生风险,相比监管层对正式开户注册建立证券帐号的投资者监管而言将更不易掌控。

在对股权众筹股权认购行为的治理研究中,不论是国外单一制的限制措施,还是混合制的限制措施,都不能一概而论,全盘移植进入中国。任何法律制度的移植都要考虑被移植国的本土情况,

“淮南之橘,淮北为枳”。要探讨中国如何进一步治理股权众筹中的股权认购行为、完善股权认购行为规则,应当将域外经验与中国传统证券监管中行之有效的思路结合起来。可以看到的是,中国过去的金融投资中,对股权认购行为的限制比较薄弱,但是并不能因此而一票否决中国监管层对金融投资市场中所作的有益探索。

中国在股权众筹中完善治理股权认购行为规则,可以借鉴上述各种股权认购行为思路。笔者认为,在对待境外经验上,首先是坚持股权众筹的普惠原则,放宽准入,这一点是股权众筹的应有之义。在放宽准入的同时,采取混合制对股权认购行为进行限制,在限制投资人单次投资金额占净资产的总数之比例的同时,对投资人参与股权众筹一定时间内的总量进行限制。美、英国家采单一限制的方式,系因其投资人与市场的成熟程度都处于世界较为领先的地位,而中国在经济发展阶段,应对股权众筹所面临的各种局面,采混合制将更为适宜。另一方面,除了总量限制、单次限制、资产限制以外,中国传统对金融股权认购行为的治理经验中,也有可资借鉴之处,比如强制平仓限制、担保限制、持仓限额限制等,都可以为治理股权众筹中股权认购行为提供有益经验。未来中国细化股权众筹中股权认购行为的治理规则,将会是集多种限制方式为一体的综合治理模式。

(二)具体的立法方向建议

就现阶段情况来看,虽然中国证券业协会于2014年底出台了《关于私募股权众筹融资管理办法(试行)(征求意见稿)》(以下简称《办法》),但是该《办法》在股权众筹性质、运作方式、投资者门槛等方面存在较多争议,证监会也正在对其进行修正。在正式办法出台之前亦不具有正式的规则效力。而2015年7月中国人民银行等10部委出台的《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》也仅仅对股权众筹进行笼统概括的规定,其中对于投资者的规定只有“应当充分了解股权众筹融资活动风险,具备相应的风险承受能力,进行小额投资”等简单限制,无法充分应对复杂的金融实践。因此,笔者针对投资者行为限制作以下立法建议。

第一,股权众筹股权认购行为的动态设限。主张股权众筹融资精英模式的人普遍认为,大众投资者投资经验少,抗风险较弱,从而主张设置准入门槛,限制部分大众参与股权众筹。但一个国家的投资制度与投资文化建设不是一群精英内部的游戏规则所能建立得起来的,而必须建立在全民介入的基础上,这无疑也是让股权众筹更加开放、透明,更加具有可监管性。中国式的股权众筹在现阶段只能走“草根模式”。那么,在宽松准入的假定下,投资者行为该如何限制?笔者建议,可以根据融资项目的具体情形,由融资方、平台管理者,以及必要的中立审查机构确定每个项目所需要的资金结构、股权结构,以及对未来企业管理的长远考虑,设置适应专门项目的投资者要求,包括单次投资下限、投资人数、投资者的软实力评估等。而法律在准入方面只设定关于人数、准入资金的上限,从而将真正的裁量权交予市场和众筹制度本身。

第二,基于融资风险的限制分流。尽管股权众筹面对的是初创企业,但并不是每个融资项目都是高风险性质。应当引入第三方中立评级机构对平台上的融资项目进行风险评级。对于高风险的项目应当只限于“领投+跟投”模式,即精英投资者凭判断、信誉、经验先投,而后由受到资产限制的投资者自由投资。而对于风险适中的项目,可以对草根投资者作出资产限制。对于低风险的项目,则可以进一步放开限制,不对草根投资者作资产限制。

第三,对领投人模式进行必要限制。就目前而言,领投人加跟投人模式是众筹效率最高的融资模式,领投人在融资项目中发挥着承上启下的作用,既要保证自身利益,又要协调融资方和跟投者的利益,可谓面临着道德、信誉与金钱的多重风险。因此有必要对领投人作出详细的规定和限制,在这个方面作出法律规范的补强。笔者建议引入美国的天使投资业制度中的相关规定对领投制度

进行细化和完善,从而规避风险。

参考文献:

- [1] E 投资数据发布. 2016 年互联网金融股权众筹发展报告[EB/OL]. [2017-01-23]. <http://www.ysslc.com/caijing/caijingmeiti/194368.html>.
- [2] SUROWIECKI J. The wisdom of crowds[M]. New York: Anchor Books, 2004: 4-5.
- [3] 白江, 贾传志. 我国股权众筹面临的风险与法律规制[J]. 东方法学, 2017(1): 14-28.
- [4] 梁蕊纓. 我国股权众筹模式的探究[J]. 环球市场信息导报, 2016(6): 39.
- [5] 万国华, 张崇胜, 孙婷. 论我国股权众筹豁免法律制度的构建[J]. 广东金融, 2016(11): 54-59.
- [6] 李有星, 金幼芳. 论互联网融资服务中介法律制度构建——以众筹与网贷为视角[J]. 证券法律评论, 2016(4): 478-481.
- [7] HONORE A M. Ownership[M]. Oxford: Oxford University Press, 1961: 91.
- [8] NOZICK R. Anarchy, state and utopia[M]. Oxford: Basil Blackwell, 1974: 160.
- [9] 赖继, 张舫. 传承人诉讼与权利入市: 推动非物质文化遗产权利保护的私法基石[J]. 社会科学研究, 2016(1): 117-121.
- [10] 韩光明. 论民事法律关系的内容构建: 一个基本概念的范式分析[J]. 比较法研究, 2009(5): 45-54.
- [11] LOCKE J. Two treatises of government [M]. Cambridge: Cambridge University Press, 1988: 291.
- [12] HEGEL G W F. Elements of the philosophy of right[M]. Cambridge: Cambridge University Press, 1991: 73.
- [13] 约翰·凯克斯. 反对自由主义[M]. 应奇, 译. 南京: 江苏人民出版社, 2008: 32.
- [14] SMITH A, HANLEY R P. The theory of moral sentiments[M]. Oxford: Clarendon Press, 1976: 191.

The study of confining of subscription behavior in equity crowdfunding

LAI Ji^{1,2}, SHI Suo³

(1. Sichuan Academy of Social Sciences, Chengdu 610072, P. R. China;

2. Southwest University of Political Science & Law, Chongqing 401120, P. R. China;

3. People's Procuratorate of Nanan district of Chongqing, Chongqing 401336, P. R. China)

Abstract: The subscription behavior of equity-based crowdfunding has criticized and strengthened the expression of traditional commercial actions in theory. From the perspective of entitlement creation, Horfield described the decision to make use of the freedom of private property without having to take into account the influence of other interests in society. However, equity crowdfunding investment is not free, but too free. In the beginning of the 21st century, the anti-Chicago school thought was presented. Restrictions on subscription behavior in equity crowdfunding have unitary and mixing legislative cases. China's code of conduct building in this area needs to learn outside approach and beneficial experience from traditional financial supervision, and to take a comprehensive governance model of mixed system, guarantee system, and position limits.

Key words: equity crowdfunding; business behavior; exemption of rights; anti-Chicago school thought; the comprehensive model

(责任编辑 胡志平)