互联网金融风险规制路径

杨　东*

内容提要　互联网金融对金融风险结构的创新，在缔造以金融消费者为中心的竞争型融资市场的同时，也让金融消费者在金融风险分散与利用中首当其冲。符合市场理性、回归金融本质的交易结构变革，引发了实现金融消费者风险吸收能力与金融资产风险匹配的金融风险规制路径。金融消费者保护对我国互联网金融之风险暴露、风险分散和鼓励竞争的新型风险规制范式的作用机制，亦折射并检验了依循法律规则的金融消费者风险吸收能力是否合乎投融资便利和公正价格形成的理性，这也成为互联网金融消费者保护之风险规制进路的逻辑中枢，并有利于实现形成公正价格的金融法目标。

关键词　互联网金融　金融消费者　金融风险

DOI:10.14111/j.cnki.zgfx.2015.03.005

一、互联网金融创新、风险与金融消费者保护

当下，互联网金融尤其是股权众筹不仅被作为经济体制创新尤其是引领投融资机制改革的重要内容，而且也是推动金融监管创新的市场内生动力。互联网金融服务于大众创新创业的关键，在于其开创了吸引金融消费者和融资者的新型投融资模式。因而，互联网金融风险与创新相伴相生，这凸显出在互联网金融风险规制逻辑下完善金融消费者保护的重要性。

(一) 互联网金融创新

互联网金融通过金融脱媒，建立了直接面向小微投资者和金融消费者，以直接金融为核心的竞争型金融业态，优化了金融的资金融通和降低交易成本的功能。①笔者把互联网金融定义为众筹金融，它是指依据这些移动互联网、大数据、云计算，实现支付清算、资金融通、风险防范等金融本质的回归，并且具有快速、便捷、高效、低成本的优势和

* 中国人民大学法学院副教授、中国人民大学民商事法律科学研究中心研究员。本文是 2014 年度国家社会科学基金重大项目《互联网安全主要问题立法研究》(项目批准号: 14ZDC021) 部分成果。

① 互联网金融的投资者与金融消费者的界定，应契合于我国国情，直接融资与间接融资业态中具有投资特征及接受金融机构服务的主体，均界定为金融消费者，即从金融机构购买金融投资商品或接受金融服务的自然人、法人或其他组织为金融消费者。其可分为专业金融消费者和一般金融消费者。专业金融消费者是指专业投资机构及符合一定财力、专业能力和风险承受能力的自然人、法人或其他组织。

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

场外、涉众、混同的特征，并能打破金融垄断，实现消费者福利。简化为一个公式：互联网 + 金融 = 众筹金融，主要包括债权众筹（P2P）和股权众筹。其中，严格的 P2P 平台是一种撮合借贷双方达成债权债务合同的线上服务。股权众筹是个人企业家或企业借助互联网吸引个人资金实现企业创意的行为。P2P 交易若符合合同法债权转让和居间合同的规定，可被认为是民间借贷的网络化。股权众筹则仅有私募一种合法形式。② 传统大型金融中介机构交易成本过高。互联网金融则以信息和技术平台的资金汇集、信息分享、信用塑造和价格发现等功能，为小微投融资者开辟了一条便捷高效的投融资路径，降低了投融资者的准入门槛与交易成本，让更多小微初创企业和普通金融消费者的投融资需求得以满足。准入门槛的降低和市场中有足够的交易主体，是市场充分竞争和资源优化配置的先决条件。③ 因而，中国互联网金融作为金融普惠和市场化的重要创新领域，极大促进了金融市场竞争。

金融市场是金融资产在各类资金融通主体之间直接交易，或通过金融中介间接交易的市场。作为交易对象的金融资产，是以货币的时间价值为本质的信用风险载体。④ 不论是直接金融还是间接金融均围绕信用风险展开，信用风险是金融资产和金融交易的基本要素。金融中介或其他替代性组织，是信用风险利用与传递的途径。⑤ 因而，互联网金融所揭示的信息与定价之间的动态逻辑关联，实际上是互联网金融平台以极低的公共信息形成、传递和利用成本，把信用风险呈现在投融资主体之间，投融资主体则在信用风险定价过程中完成了交易。

由于信用风险的本质是货币的时间价值，因而，信用风险是投资者收益的来源。⑥ 完全竞争的金融市场的隐喻，即为信用风险可通过资产定价转变为投资者收益，信用风险可分散于金融市场中，且投资者越多，则风险分散的越彻底。同时，由于信用风险与定价之关联，蕴含于金融资产价格形成的内在逻辑中，因而关涉充分竞争、信息完全和低交易成本等诸多要素。

不论是作为民间借贷延伸的纯信息中介 P2P，还是担保型、加盟型、债权转让型和资产证券化型等中国式异化的 P2P 平台、亦或是网络小贷和股权众筹，都在进行自发的信用风险定价。该定价是投资者收益的基础，因而，互联网金融所揭示的信息与定价的动态逻辑过程，及其对金融市场价格发现功能的优化，也是其可把风险分散和满足小微投融资者需求这两大金融功能，革命性的融合在一起的关键。

---

② 参见《证券法》第 10 条和第 50 条的规定。2015 年 4 月全国人大常委会第一次审议的《证券法》修改草案已经导入一定规模内的互联网公募股权众筹的发行注册豁免制度。

③ *See* Sanford J. Grossman & Joseph E. Stiglitz, *Information and Competitive Price Systems*, 66 (2) The American Economic Review, 246 (1976).

④ *See* FISHER, I., The THEORY OF INTEREST AS DETERMINED BY IMPATIENCE TO SPEND INCOME AND OPPORTUNITY TO INVEST IT, at 13 (A. M. Kelley Press, 1970).

⑤ *See* FRANK J. FABOZZI, FRANCO MODIGLIANI & MICHAEL G. FERRI, FOUNDATIONS OF FINANCIAL MARKETS AND INSTITUTIONS, at 5 (Prentice-Hall, Inc., 1994).

⑥ *See* FISHER, I., *supra* note ⑤.

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

（二）金融消费者保护不足——金融风险规制失灵

金融风险是互联网金融交易的基本要素。互联网金融在优化金融市场的资金融通和价格发现功能的同时，也最大限度的利用、分散和传递金融风险。互联网金融市场的兴起，即在于其吸收了小微投融资者，并对金融资产做了小额化处理，将融资者和平台能提供的市场流动性，与投资者投资额度及所能承受的金融风险相匹配。因而，把传统金融极少能覆盖的小微初创企业、新兴行业和社会公众，都融入到信用交易之中。⑦ 然而，融资者负债和市场杠杆也随之增加。易言之，互联网平台在包装和销售小额化金融资产的同时，也将金融风险扩散到了广大小微投融资者之间。

金融风险以信用风险即货币的时间价值为基本内核，同时又衍生出多重风险。互联网金融风险的主要表现形式包括，融资者利用 P2P 和股权众筹平台进行债权与股权交易的信用风险; P2P 和股权众筹融资者，由于信息不对称而产生的道德风险或逆向选择; 以及因信用交易中信息不对称、市场摩擦过大和投资者非理性，而导致的错误定价、市场信号扭曲的系统性风险。所以，如何防范上述金融风险并保护金融消费者，则成为互联网金融功能之实现、金融市场安全之维护、信用交易之规范有序以及金融系统性风险防范的根本。

互联网金融是市场主体对当前分业监管进行监管套利的结果，其基本游离于现行金融法规制之外。以合同法和非法集资立法为主要内容并对债权交易进行规制的民间借贷立法，以及非法公开发行证券立法，⑧通过变相吸收公众存款罪和擅自公开发行证券罪，为 P2P 型债权融资和股权众筹型股权融资，设定了法律红线。

在该法律红线内，只有符合合同法债权转让和居间合同规定的 P2P 交易，才能被认为是规范的民间借贷的网络化交易。只有符合合伙、公司和证券法相关规定的股权众筹，才具有合法性。P2P 若采用资金池、专业放贷、承诺回报或公开宣传等形式，则因具有非法性、公开性、利诱性和社会性，存在被认定为非法集资罪的风险。

股权众筹若涉众人数超过有限合伙企业有限合伙人或有限责任公司股东人数上限、或超过非上市股份有限公司股东人数上限，则被认定为非法公开发行证券。同时，在《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》（以下简称该《通知》）规范非标资产证券化交易之前，P2P 平台建资金池、拆分债权及重新配置债权的行为并不受监管。该《通知》也仅仅规范了债权形式的 P2P 等非标资产，并限制了 P2P 平台直接经营资产证券化业务。但并不影响 P2P 平台通过正规资产证券化交易所发行资产支持证券。

因而，投融资者以 P2P 平台和股权众筹集资门户所进行的涉众性债权和股权融资，一方面因合同法、证券法和证券投资基金法等立法的诸多限制，而受到不合理规制。另一方面，大量游离于民间借贷网络化和私募股权众筹形式之外的互联网金融交易，也处于立法空白与监管漏洞之中。

然而，如果仅仅将缘起于投融资者需求的互联网金融交易，归咎于市场主体的贪

⑦ 参见谢平、邹传伟《互联网金融模式研究》，载《金融研究》2012 年第 2 期。

⑧ 参见彭冰《非法集资行为的界定——评最高人民法院关于非法集资的司法解释》，载《法学家》2011 年第 6 期。

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

婪，则与金融法之包容性渐行渐远了。事实上，即使是对民间借贷和私募进行规制的合同法和证券法等立法，也并未显现出“徒法即足以自行”的虚妄，恰恰相反，其规制逻辑是建立在民间借贷和私募的熟人社会信用交易属性之上的。民间借贷可通过担保或保证等私人信用传递方式以及合同的履行，来实现交易信息的对称。[⑨] 私募则通过有限合伙或私募项目发起人之间固有的社会关联及私人信用传递方式，来约束具有互赖关系的特定社会主体之间的股权融资风险。换言之，正是由于契合于熟人社会信用交易自发的风险约束逻辑，合同法规制和证券法规制才能发挥作用。

在自发的风险约束逻辑方面，尽管互联网金融也通过信息技术，在陌生人主体之间，拟制了熟人社会交易场景和规则，但其本质仍是公开化的陌生人主体交易，跨市场、跨地域甚至跨国境的现象非常普遍。[⑩] 所以，互联网金融交易模式并不能被民间借贷和私募所涵盖，这也决定了债券交易和私募交易规制逻辑，在面对互联网金融的公开证券发行和资产证券化等业态时，往往捉襟见肘。

互联网金融信用风险与民间借贷风险之差异，在于陌生人主体之间以熟人社会的信用交易模式为交易规则；在投资者对融资者、社交网络和互惠信任规则的信赖中，产生了信息。因而，该信息即已裹挟着信用风险。陌生人投融资主体以互联网平台为媒介的信息供给和信用信号传递，还可能裹挟着道德风险。这两类风险的累积，也为系统性风险的产生提供了土壤。

具体而言，互联网金融以小微融资者的负债比例更高的债权资产和风险溢价比例更高的股权资产为主要交易对象，由平台或集资门户将小额高风险资产提供给投资者。出于融资需求，交易不仅以投资者为核心，而且往往突破资产净值等投资者适当性原则的限制。投资者也因此在金融风险面前处于首当其冲的位置。

与此同时，互联网金融平台及融资者的信用风险及道德风险，既不在民间融资市场自发的风险约束逻辑之下，也不在民间金融立法及私募立法的风险规制逻辑之下。所以，事实上自 2013 之后，依赖于担保或刚性兑付来吸引投资者的 P2P 债权交易或资产证券化交易，已经频现平台倒闭、担保公司破产和跑路；[⑪]通过小额股权发行、发起人兜底偿债和明股实债等形式来吸引投资者的股权众筹，也出现项目稂莠不齐和信息披露不实等问题。反映出投资者权利失衡的现实性及权利保护的急迫性。

总之，投资者和金融消费者保护问题，是互联网金融风险规制的首要问题，也是牵一发而动全身的问题。

---

⑨ 现实生活中，民间借贷属于关系金融，以熟人关系作为交易和契约执行的基础，交易完成和契约执行大多不会借助法律救济。参见陈志武《金融的逻辑》，国际文化出版公司 2009 年版，第 120 页。

⑩ 参见前引⑦，谢平、邹传伟文。

⑪ 2014 年上半年，四川等地数百家担保公司被注销；同年 11 月因担保公司跑路，四川财富联盟倒闭，2 亿多资金去向不明，另有上百家担保公司、P2P 平台和借款公司陷入危机。参见《担保公司现跑路潮 鹏润担保“失联”涉资超 2.5 亿元》，载《证券日报》2014 年 7 月 8 日第 B3 版。

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

二、互联网金融风险规制逻辑

(一) 金融风险规制逻辑

1. 金融风险规制范式: P2P 及股权众筹

互联网金融创新是有资金需求的主体,在原投融资门槛较高的金融市场无法满足其投融资需求时,自发转向互联网金融模式、进行直接融资的结果。所以,以民间借贷网络化形式运行的 P2P 和以私募形式运行的股权众筹,并非互联网金融创新的真正代表。债权转让型和资产证券化型等中国式 P2P 及公募型股权众筹等形式的互联网金融,才真正满足了投融资者需求,但在现行法制条件下,却需要市场主体监管套利。

P2P 和股权众筹作为市场内生的互联网金融业态,也就不应当局限于民间借贷和私募。易言之,如果 P2P 符合债券发行的净资本、累计债券余额及可分配利润的要求,或符合资产支持证券的发行要求,那么 P2P 适用债券及证券发行方式,也是大势所趋。如果符合主板、创业板或新三板市场关于证券发行主体的股本、发行限额、合格投资者或非上市公司公开发行条件等方面的要求,利用互联网进行小额公募股权众筹,必定会导入证券法制度设计中。

银行贷款、民间借贷和债券发行均有风险,尤以融资者信用风险和市场系统性风险最为突出。但是,以是否具有涉众性和涉众性风险是否可被熟人社会交易规则所化解为分界,法律的态度迥然不同。作为间接金融市场主要融资方式的银行借款,由于银行的合法贷款主体地位,而被认为具有合法性。同时,严格的借款人资格审查规则,也被视为可约束借款人信用风险及其社会成本。作为银行贷款重要补充的民间借贷,因融资成本与银行利率绑定,且可通过担保等熟人社会规则降低信用风险,因而,尽管具有涉众性,但并未被划入非法集资红线之内。⑫

相比而言,属直接融资模式的公开债券发行及属市场型间接融资模式的资产证券化,则由于涉众性,而在发起人类型、条件、发起规模和利润分配等方面,被设定了极高的准入门槛和严格的"天花板"规则。尽管债券发行已不在熟人社会交易范畴内,但在监管思路上,其与获得非法集资罪"豁免"的民间借贷型非正规间接金融,仍有相似之处,因为以投资者持有债券的风险与收益间的对比关系而反映出来的融资者债务杠杆或偿债能力,仍在可控范围内,尽管该债务杠杆已经不可能被严格绑定于银行利率了。⑬而且即使是该可控的风险,又通过债券投资者的资产净值和专业能力等方面的要求而

---

⑫ 参见岳彩申《民间借贷的激励性法律规制》,载《中国社会科学》2013 年第 10 期。

⑬ Black Sholes 在分析期权和公司债时发现,期权行权价格和股票价格的差异,也即期权的收益,是在期权合同生效之日和合同到期日之间,股票回报的变动率。按照萨缪尔森和莫顿对该规律的分析,期权合同生效日和到期日之间收益的变化,是市场中未能进行多样化投资组合的风险引起的。这也奠定了期权和股票等证券的风险—收益率的关系的基本范式。*See* Fischer Black & Myron Scholes, *The Pricing of Options and Corporate Liabilities*, 81 (3) The Journal of Political Economy, 640 (1973).

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

被进一步削减。

私募和公募这两种直接融资模式的主要风险，也被认定为融资者信用风险和金融系统性风险。然而，以是否具有涉众性及涉众性风险是否可被熟人社会交易规则所化解为分界，法律约束的严格程度，也迥然不同。主板市场证券发行的融资者股本和发行额度受限，因而以融资者股票风险溢价形式表现出来的融资者资产风险与收益的比例，以及相应的投资者收益，都已被限定在固定幅度内了。新三板市场的证券发行，虽在更大程度上给予融资者以通过风险资产获利的空间，但也在投资者资产净值与专业能力上，设置了较高的门槛。若融资者通过 P2P 平台进行资产证券化融资，其也须符合资产端和证券端关于融资者杠杆、基础资产风险与证券价格比例及合格投资者等方面的严格要求。

因而，从融资者风险规制角度来看，我国债权、股权或资产证券化融资监管，虽然也体现出间接金融、直接金融或市场型间接金融规制的差异，但在涉众型融资的合法与非法界分上，却具有一致性。如前述，融资具有涉众性，通常被认为是向累计超过 200 人的投资者募资，此时，融资者资产的风险比例，会受到法律限制。与此对应，投资者所持债券、股票或资产支持证券的收益，实际上也会受到限制。因而，涉众型融资监管范式所预设的风险规制目标，实则是通过对证券市场自发的价格形成功能的干预来完成的。或者说，200 人的人数限制与证券市场风险控制之间的真正关联，实际上并不在于人数上限究竟为 200 人或 300 人，而在于在把涉众性限定为不同人数时，法律规则已在多大程度上干预了证券市场自发的价格形成功能。

与此同时，不论是在发起人类型、条件、发起规模和利润分配方面设定高准入门槛和严格的“天花板”规则的涉众型监管，还是限制投资者人数的涉众型监管，始终有间接金融规制的影子。这与微观审慎监管的思路非常相似。微观审慎监管从银行监管发展而来，其主要监管思路是保障每个金融机构的安全，因为其认为金融市场中各个金融机构风险的垒加即为整个金融市场的风险。与之类似，中国债权融资与股权融资的涉众型监管，均在监控单个融资者的风险，体现出单个融资者风险可控，则整个金融市场风险亦可控的监管思路。

从投资者风险认定角度来看，我国债权、股权、资产证券化和银行理财投资模式的相通之处，则更为明显，即投资者须符合资产净值和专业能力等方面的要求。资产净值要求及专业能力要求，也是适当性原则的核心内容。民间借贷虽然不受规范意义上的投资者适当性原则的约束，但其作为熟人社会债权融资模式，往往需要借款人通过担保或刚性兑付等方式，来证明其具有与借贷额度相匹配的偿还能力或部分偿还能力。这与适当性原则对投资者资产净值的要求并无实质差异。因而，投资者适当性原则是金融市场风险监管的主要范式之一。

综上，我国金融法在融资者一端，对涉众型融资进行了严格规制; 在投资者一端，通过适当性原则对投资者提出了较高的入市门槛。涉众型监管范式及适当性原则的合理性，在于其已经考虑债权及股权资产的风险比例、投资者收益及风险承受能力之间的匹

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

配问题。然而,该范式也改变了金融市场内生的定价规则,并限定了可参与投融资的市场主体数量。因而,这两项规制范式,实则基于风险控制目的,对金融市场的价格发现功能和资金融通功能,进行了“矫正”。

2. 金融法的风险规制逻辑

(1) 规制信息不对称

尽管我国金融法规制范式,对金融市场内生的定价机制和资金融通功能进行矫正的合理性,仍需经过理论与实践的检验,但其内在的风险规制逻辑则非常清晰。投资回报的不确定性,是金融市场的基本特征。因金融资产的风险差异,而导致的投资者收益的变动性,是投资回报的不确定性在每笔金融交易中的反映,是把所有影响融资者与投资者的风险与收益的要素,以金融资产的公开市场定价反映出来的结果。⑭ 因而,法律规则作用于融资者与投资者风险的逻辑主线,也在于控制和调整融资者金融资产风险与投资者收益之间的匹配关系。

影响融资者金融资产风险与投资者收益比例的要素,也是导致融资合同实际收益与预期收益差异的要素,主要包括交易成本、投资者有限理性及投融资者间的信息不对称。⑮ 交易成本是因交易主体的机会主义、道德风险和代理问题而产生的成本。代理人选择性的披露和歪曲信息、蓄意误导、掩盖事实、造成混乱及使人迷惑等不忠实履行承诺的行为,均会产生交易成本。⑯ 信息不对称是机会主义、道德风险及代理问题共同的起因。由于信息不对称,交易中的信息优势方往往较信息劣势方,享有优先行动的主动权,这也被视为一种实质上的一方被另一方代理的关系。所谓信息不对称实际上是委托人不能观测到代理人的行动和自然状态,此时在任何激励合同之下,代理人采取机会主义行为的几率都非常大。⑰ 因而,尽管交易主体的有限理性问题也是导致融资者金融资产风险与投资者收益的不确定性的要素,但是,在解构交易成本之后,会发现该问题已被内化在投融资主体的道德风险和代理问题之中了;而且道德风险及代理问题主要缘起于信息不对称。

所以,金融风险规制逻辑,也从对引起投资者收益不确定性的要素的规制,转化为对投融资者间的信息不对称的规制。具有信息优势的融资者,对处于信息劣势的投资者及其收益的影响,也成为金融风险规制的一项重要内容。而事前采取措施来审查经济主体的可靠性,或事后采取措施来预防机会主义行为,与其说是规制一方市场主体的

---

⑭ *Id*.

⑮ *See* Eugene F. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, 25 (2) The Journal of Finance, 387 (1970).

⑯ *See* Oliver E. Williamson, Transaction-Cost Economics: *The Governance of Contractual Relations*, 22 (2) Journal of Law and Economics, 234 (1979).

⑰ 参见张维迎《博弈论与信息经济学》,上海三联书店上海人民出版社 1996 年版,第 403 页; *See* George A. Akerlof, *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, 84 (3) The Quarterly Journal of Economics, 490 (1970); Joseph E. Stiglitz & Andrew Weiss, *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*, 71 (3) The American Economic Review, 393 (1981).

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

机会主义行为，不如说是在规制信息不对称。[18]

(2) 投资者风险吸收能力与金融资产风险的匹配

投资者收益的不确定性，来源于金融资产的风险与投资者的风险吸收能力二者之间相互作用的结果的不确定性。融资者利用信息优势，对投资者收益产生的影响，在风险端，以金融资产为作用对象；在收益端，以投资者对金融资产风险的吸收能力为作用对象。金融资产的风险是指金融资产预期回报的不确定性或可变性。投资组合理论以资产集合和风险分配为分析对象，[19]因而，其对投资者风险的吸收能力与金融资产风险的匹配性问题，影响深远。

事实上，投资组合理论的一项核心内容，即为接受专业金融机构投资咨询服务的投资者，能获得比其所了解的金融知识更加丰富且能帮助其做出投资判断的信息。专业金融机构提供的投资组合建议，应与投资者收益最大化一致，这也成为专业金融机构对投资者的一项新的注意义务。该注意义务的出现，说明现代投资组合理论不仅渗透到融资者及中介机构的行为伦理中，而且也渗透到受该行为伦理指引的资产聚集及风险分配之中。

因而，现代投资组合理论，打开了依据投资者的风险吸收能力，对融资者金融资产进行风险规制的两个渐次递进的维度。以适当性原则的发展为例，适当性原则从早期的“招牌理论”即仅关注投资者专业能力等风险特征，转变为关注投资者所承受之风险与其预期收益的关系，这也是现代投资组合理论在投资者适当性及融资者注意义务中的应用。[20]

招牌理论的司法适用，是早期适合性原则仅把投资者专业能力作为投资者风险衡量标准的结果。即判断投资者代理人的投资决策和管理决策，是否符合审慎投资者的标准，不能仅考虑投资者的资产额度，还应将投资视为风险与收益平衡目标下，投资者的谨慎合理信任的一部分。投资者是否可作出审慎合理信任，则是其是否具有专业能力的直接反映。随着金融中介服务的发展，审慎投资者要求有所放宽，高资产净值投资者被认为有能力获得专业金融中介的投资咨询服务，因而，也被认为符合审慎投资要求。

但是到纽约银行案，现代投资组合理论即投资者所承受之风险是否符合其收益最大化目标，被波斯纳大法官援引到对投资者适当性的分析中。他在该案判决中写到，在判断代理人是否履行注意义务时，须考察代理人是否已考虑全部资产及其投资组合的风险，在肯定情况下，即使投资组合中有风险较高的投资项目，也不能简单认为该代理

---

⑱ *See* Oliver E. Williamson, *supra* note 17.

⑲ *See* Markowitz, H., *Portfolio Selection*, 6 (1) Journal of Finance, 78 (1952).

⑳ 招牌理论认为，经纪人的劝诱以及从顾客处获得指令构成代理，由于经纪商与客户的关系中，始终存在信息义务原则，所以，经纪商必须与客户公平交易。美国早期案例中也主张“我们的发现.....是建立在大部分与证券中介及其与客户相关联的假设之上的，并且中介与客户的关系与一般商家与客户关系不同。即使不考虑这种关系何时产生，仅仅从一方是经验丰富的经纪人，而另一方是未获得充分信息的客户，就可以认为二者之间存在特殊的信任，这也就是信义义务的基础。*See* Roberta S. Karmel, *Is the shingle theory dead?*, 52 (4) Washington and Lee Law Review, 1274 (1995). 另外，适当性原则又称为适合性原则，详细分析参见杨东《金融消费者保护统合法论》，法律出版社2013年版，第205-238页。

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

人违反了注意义务，还应结合高风险项目在资产投资组合中的作用及其对客户最大化收益的影响，作出综合性的判断。[21]

实际上，现代投资组合理论在纽约银行案中对适合性原则的发展，已经把该理论在融资者及中介机构的行为伦理中的渗透，以及该理论在金融资产风险分配中的渗透，结合在了一起。即在考察投资者收益时，不仅需考察投资者自身的风险特征如专业能力和财力，还需考察投资者的风险吸收能力与融资者金融资产风险之间的匹配程度。

综上，由于金融风险的主要问题，在投融资两端，都从较为抽象的、金融资产价格形成过程中投融资风险与收益的不确定关联，具体化为投资者风险吸收能力与金融资产风险的匹配程度。因而，实现投资者风险吸收能力与金融资产风险的匹配，也成为金融法风险规制的另一主要逻辑。

事实上，2008 年金融危机之前，美、欧和日本等金融法制较为发达的国家和地区，已经建立起将投资者风险特征，作为其市场准入、高风险投资限制或保护的标准。然而，美国次贷危机恰恰是金融机构未充分考虑投资者风险特征，向其“倾销”高风险金融衍生品，最终导致市场流动性枯竭的结果。欧盟金融监管规则对适合性原则的适用，虽然已相当严格，但仍受美国金融危机的波及，也说明早期适合性原则仍有较大的完善空间。这也说明，尽管以投资者专业能力和资产净值等风险特征为标准的适合性原则，可以提高投资者风险承受能力以适应金融资产风险。但是，在提高投资者入市门槛的同时，也拉紧了金融创新的缰绳，减缓了融资者融资的速度。这种僵化的风险规制逻辑，又在融资者和金融中介新一轮的监管套利中，逐渐失去作用。

因而，金融危机之后的风险规制立法，改变了单纯依据适合性原则来保护投资者的做法，为保障投资者的风险吸收能力与金融资产风险的匹配，设置了应急资本、风险平准基金和信息工具等多重风险规制范式。[22] 同时，这些立法还预设了事后平衡规则，在投资者风险吸收能力与金融资产风险不匹配时，金融机构须启动应急机制，把可转换应急资本转变为普通股以弥补投资者收益损失，或以风险平准基金填补资本不足。[23] 因而，作为风险转移机制的应急资本和风险平准基金，也开启了平衡投资者风险吸收能力与金融资产风险的一个新的维度，即以投资者收益为导向，把金融资产中不适当的转移给投资者的风险，再通过风险对冲的方式，重新分配给融资者和金融机构。

该法律规则实际上是在填补原有制度和市场规则共同的漏洞，因而，对该法律规则的诠释，就不可能仅仅是救市规则。相反，它已经在法律层面上重新厘定了投资者、风险与金融交易的关系。风险作为金融交易的介质，是金融资产和金融交易的基本要素。[24] 金融交易实际上应是在投融资者的相互作用下，促使融资者开发出风险结构及程度都与投资者最大化收益相符合的金融资产的过程。这既是市场竞争与效率的问题;

㉑ *See Bank OF New York v. Wirth H. KOENIG*, 323 *N. E.* 2*d* 700 (*N. Y.* 1974).

㉒ *See* e. g., 2010 EU Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking System, p. 12.

㉓ *See* e. g., 2014 EU Basel III, Leverage Ratio Framework and Disclosure Requirements, article 1, Janu. 2014, pp. 1-3.

㉔ FRANK J. FABOZZI, FRANCO MODIGLIANI & MICHAEL G. FERRI, supra note ⑤.

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

也让现代投资组合理论，在风险分散和配置问题上，从关注投资者风险特征，转移到关注金融资产与投资者最大化收益和可承受风险的匹配程度。在此基础上，还原金融风险规制本来的指向，即融资者和金融机构如何分散金融风险及建构金融风险结构。

同时，投融资者之间以金融资产为交易对象。金融资产作为金融风险的契约化结合，以投融资者信息为基本构成要素。因而，信息在投融资者间的风险分配中，处于基础性地位，这也决定了信息不对称问题的规制逻辑，在投资者风险吸收能力与金融资产风险匹配逻辑中，处于基础性地位。所以，信息工具在金融风险规制的这两个主要逻辑中，也具有基础性地位。

与之相比，我国金融法的风险规制范式，在解决信息不对称问题和平衡投资者风险吸收能力与金融资产风险问题时，则采用涉众型监管范式，并僵化适用投资者适合性原则。前者的根本性作用，是改变了金融市场自发的定价机制，后者则把规制重点放在投资者风险特征上。但金融资产风险分散、投融资者风险分担和竞争规则维护等问题，则被置于法律规则之外。尽管这种做法究竟在多大程度上降低了金融风险，是一个需要数据和实证来回答的问题，但是，即使在中国金融市场被认为独善其身的 2008 年金融危机以及 2010 年以来的中国式次贷危机中，泛滥于温州和鄂尔多斯等地的理财产品、旁氏融资、非法集资、地下金融、地方融资平台危机等问题，也说明中国“削足适履”式金融风险规制，更容易催生投融资主体的监管套利并引发金融风险。同时，也容易成为融资者监管套利式金融创新与监管者金融监管之间的重复博弈游戏。综上，尽管我国金融法的风险规制逻辑，也在解决信息不对称问题，但是，却并没有实现投资者风险吸收能力与金融资产风险匹配的呼应，而且还压抑了金融创新和投融资者需求。

（二）互联网金融风险规制范式

由于互联网金融通过平台实现金融脱媒，以小微初创型融资者、非专业且非高资产净值投资者为主要交易主体，交易涉众，以投资者为中心，同时平台角色又非常多，类似于信息中介、准监管中介和准交易所。因而，从互联网金融风险规制之解决信息不对称问题和实现投资者风险吸收能力与金融资产风险相匹配的逻辑出发，应把交易主体道德风险和机会主义行为所导致的交易不确定性，以法律方式予以剔除，而互联网金融的脱媒属性，也决定了披露融资者信用风险及金融资产风险，应成为互联网金融风险规制的首要范式，这也可被称为“风险暴露”范式。

互联网金融以中小融资者和不特定的非专业或非高资产净值投资者为主要交易主体，利用 P2P 平台进行的借贷、资产证券化或利用股权众筹平台进行的融资均有小额化的特点。借助互联网金融平台进行的网络理财、P2P、债权证券化和股权众筹，又都具有高风险的特点。因而，金融资产的风险即债权型金融资产杠杆或股权型金融资产风险溢价，就会非常高，可能远高于民间借贷风险，也高于以银行信贷或抵押房地产为基础资产的资产支持证券的风险，更高于主板、创业板或新三板市场中的证券的风险。

金融资产及融资者信用风险过高，也会导致投资者收益的不确定性大幅提高。因而，投资者投资于互联网金融资产的额度不宜过大，否则投资者以其净资产吸收的金融

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

风险就会过高，也因此并不符合谨慎投资人标准。同时，投资者投资于单一 P2P 平台和股权众筹项目的额度也不宜过高，否则，投资者吸收的单一金融资产风险就会过高。一旦出现违约、欺诈或系统性风险，不仅投资者会首当其冲；而且通过金融市场规则或借助法律规则，来分散投资者风险的难度也会相应变大。

所以，在解决信息不对称问题及实现投资者风险吸收能力与金融资产风险相匹配之逻辑的约束下，投资者投资额占其净资产的比例，及单一投资者投往同一金融资产的累积投资额，均应受到限制。这也可以被概括为互联网金融投资的“风险分散”范式。

同时，由于互联网金融市场，是准入门槛较高的银行及证券市场无法满足小微初创投融资者需求的产物，具有准入门槛低、鼓励竞争和优化资源配置的功能。因而，基于解决信息不对称问题及实现投资者风险吸收能力与金融资产风险相匹配的逻辑，互联网金融风险规制范式，也不应囿于作为涉众型监管范式必然推论的非法集资罪、民间借贷网络化或私募，而应契合于金融市场内生的交易形态，通过提高市场透明度和降低准入壁垒，来促进竞争，这也可以被称为“促进竞争”范式。

综上，依循金融风险规制逻辑并结合互联网金融创新，而演绎出的互联网金融风险规制之风险暴露、风险分散和促进竞争范式，与涉众型监管和适合性原则的主要区别，就在于其不仅以金融风险为规制对象，而且以披露和配置金融风险为规制手段。相比起提高投融资者准入门槛、限制市场主体数量及规范投资者风险特征等虽可达到金融风险控制目标，但也会扭曲金融市场之公正价格形成功能和资金融通功能的规制手段，披露和配置金融风险，不仅更为直接，而且也更节省交易成本。

三、互联网金融消费者保护的法律进路

互联网金融缔造了一个以金融消费者为中心、可依托大数据平台实现信息有效传递和分散的竞争型直接金融市场。若法律规则能保证投融资者的充分竞争和合理博弈，则金融资产公正价格形成、信息有效传递和金融风险有效分散与共担的市场环境，即有可能在大数据平台和征信体系的支持下得以实现。这是因为，在信息充分的前提下，市场价格实际上是金融风险的公开市场定价。[25] 正如有效市场理论所描述的，市场价格能够反映所有可得的信息，金融资产价格在新的信息进入市场时也能随之发生相应变动。该理论的隐喻，即为信息可被内置于金融资产交易价格。由于金融资产以风险为介质，因而，信息对金融市场价格形成的独特作用在于，信息能反映所有风险，并让金融资产的风险结构透明化。

金融消费者在互联网金融市场中的现实作用包括，作为资金供给者，决定互联网金

[25] *See* Sanford J Grossman & Joseph E Stiglitz, supra note ③.

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

融市场的规模;作为价格接受者,约束融资者和平台操纵市场的行为;[26]作为金融风险利用者,在风险吸收能力与金融资产风险匹配时,充分而合理地吸收金融风险;作为信息传递者,以价格信号为主要工具,将金融资产风险和市场竞争状况,传递给潜在金融消费者。同时,由于金融消费者的投资决策基本取决于价格信号所传递之风险信号,所以,实际上金融消费者对互联网金融的作用机制,在于其吸收金融资产风险及融资者信用风险之程度。

由于金融资产风险及融资者信用风险的大小,与互联网金融市场的竞争程度反向相关;因而,金融消费者对互联网金融市场的作用机制,可以具体化为——金融消费者的市场准入、与融资者和平台的合理博弈、依托平台获取公开信息及对金融资产的风险利用等多种因素的综合,这在互联网金融市场的价格形成和资金融通功能中表现的尤为明显。

然而,由于立法空白和监管漏洞,融资者利用 P2P 和股权众筹平台进行的债权与股权交易的信用风险,信息披露系统不完善而导致的道德风险,以及两者在市场摩擦过大和投资者理性缺失条件下杠杆性传递而导致的系统性风险,均未被有效规制。金融消费者作为互联网金融市场的资金供给、风险吸收和价格接受主体,也置身于信用风险、道德风险和系统性风险之中。这也决定了互联网金融风险规制之解决信息不对称和实现投资者风险吸收能力与金融资产风险匹配之逻辑,以及互联网金融风险规制之促进竞争、风险暴露和风险分散范式,均应将金融消费者对互联网金融市场的作用机制,内置于其逻辑结构与具体范式之中,形成以金融消费者为主导的金融风险规制规则。

我国互联网金融消费者保护制度对互联网金融风险规制范式的作用机制,应包括:第一,确认以 P2P 平台进行的债权或资产证券化型融资、公募型股权众筹融资的合法化。降低融资者准入门槛和交易成本,鼓励小微初创融资者入市;当融资者融资达到一定限额时,则要求其退出互联网金融市场并通过其他市场融资,便利融资者在市场间进行身份和资金的转移。第二,鼓励小额融资和发行机制,鼓励小微初创融资者以资产拆分或投资组合等方式优化小额资产。第三,建立信息甄别机制,[27]完善大数据、征信体系、信用风险定价及其公开信息披露等制度,挤出市场中存在的融资者信用风险及融资者与平台道德风险。第四,建立投资者分类制度;允许专业投资者、高资产净值投资者和机构投资者参与投资;鼓励其以套利交易挤出噪声交易者;授予非专业投资者和非高资产净值投资者以是否接受适合性原则保护的选择权;完善投资者救济机制。第五,根据投资者分类,完善投资者风险压力测试;建立可转换资本和风险备付金等风险预警及风险转移机制。第六,健全竞争机制,禁止融资者或平台垄断市场或内幕交易。因此,我国互联网金融消费者保护的法律进路,也可依据金融消费者对互联网金融风险规制范式的作用机制渐次展开。

---

[26] 所谓价格接受者,是指只有金融市场为充分竞争市场,市场中的所有投资者和金融消费者才能成为价格接受者。*See* Eugene F. Fama, supra note 16.

[27] *See* Michael Spence, *Job Market Signaling*, 87 (3) The Quarterly Journal of Economics, 364 (1973).

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

(一) P2P 和股权众筹平台的准入与退出

互联网金融因满足了那些在银行或证券市场投融资存在准入限制或融资成本过高的投融资者的需求而迅速发展,也符合"大众创业、万众创新"、"创客、众筹、众包"的新型融资要求。为发挥互联网金融为普通个人和中小企业提供金融机会、聚集闲散资金和合理调配民间流动资本的功能,应便利融资者入市。因而,应当秉承便利融资、促进竞争及金融消费者保护的原则,规范 P2P 平台和股权众筹集资门户的资质和准入条件,规范其管理和退出机制。

在资质上,P2P 平台和股权众筹集资门户应符合工信部对平台技术审核和信息审核标准的要求。在准入上,可以区分为纯信息中介平台和准信用中介平台,纯信息中介平台可以宽松,只要在行业协会注册或备案即可,而准信用中介平台相当于准金融机构,采用银行金融监管的审慎监管,采取严格的审批准入制度。内容应包括平台的注册资本、风险备付金、风险保障金、服务范围、高管资质、征信情况以及专业能力等内容。股权众筹门户可被界定为"为他人提供要约或证券交易的任何主体",[28]股权众筹平台也分为两类:私募型和公募型。对于私募型平台,应相对宽松、准入门槛不宜过高,采取备案制。而对于公募型平台,采取严格的准入机制,注册制,即符合具有风险控制和资产管理能力的中介组织,要求注册资金在 5000 元以上。众筹集资门户实际上是美国《乔布斯法案》第 3 编修订《证券法》第 4(6) 条之后,确认发行人通过中介向个人投资者开展小额股权融资的一项创造,该规定把这种全新的"汇群集资"平台,认定为经纪商或集资门户,并要求其在 SEC 注册。

在平台退出机制上,若平台运营失败,则与平台 P2P 业务有关的第三方支付机构或其他互联网系统运营商,负有安排平台接管的义务,接管形式包括但不限于安排其他企业或 P2P 平台作为接管人,或由出现运营困难的平台自行提供与平台债务相当的抵押、担保或追加风险保障金。[29]

(二) 股权众筹小额发行及豁免

通过股权众筹平台融资,应鼓励小微初创投融资者入市,鼓励其利用投资组合等手段开发优质小额资产,建立发行豁免机制。即为维护互联网金融交易业态的竞争性、发挥该市场培育小微初创企业的功能和保持市场流动性,应当对融资者融资限额予以限制。在给予融资者便利的同时,也应避免普遍具有高杠杆率和信用风险的单个融资者,提供风险过大的金融资产,并导致投资者风险吸收能力与金融资产风险很难匹配,进而导致该市场流动性枯竭或系统性风险爆发。

在借贷或发行限额上,融资者通过股权众筹,在一个或多个股权众筹集资门户内,为单个项目发起的累积融资总额,不应超过 1000 万或 3000 元人民币。在多个股权众

---

[28] *See* e. g. , 2012 US Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS Act) , art. 304.

[29] *See* e. g. , 2014 UK The FCA's Regulatory Approach to Crowdfunding Over the Internet, and the Promotion of Non-Readily Realizable Securities by Other Media, art. 4.1.8AR, art. 4.1.8BR, art. 4.1.8 G.

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

筹集资门户中融资的融资者，需要在股权众筹说明书中，充分披露其在其他平台上募资的情况。

根据《证券法修改草案建议稿》中对公开发行豁免制度的规定，小微初创企业通过股权众筹集资门户公开发行证券，其公开发行可以豁免注册。融资者符合私募、创业板或新三板发行条件，则可依相关规定，申请私募发行，或在创业板或新三板上市。美国《乔布斯法案》也规定，在交易发生日之前的12个月以内，发行人通过各种方式（包括汇群集资方式）的筹资额累计不应超过5000万美元，且发行人出售给任何个人投资者的累计证券金额，不超过限制时，可免于注册。[30] 欧盟成员国也规定，融资者12月内累积融资总额不超过100万欧元的，属小额发行，可免于提交招股说明书，但仍需向平台提供基本信息，包括公司业务、项目计划、风险、所发售证券有关权利和转让条件等内容。[31]

实际上，各国股权众筹小额公开发行豁免规则的趋同，恰恰说明，在投资者和融资者单一项目的风险，可控制在与市场流动性要求相符的程度之内时，并无限制融资者向不特定公众投资者公开发行证券的必要。事实上，股权众筹的市场逻辑，恰是以小额高风险资产吸引数量众多的各类投资者的小额高风险投资；并在给予投资者高回报的同时，以群力培育初创项目。这种被称为“汇群集资”的证券发行方式，之所以在欧盟等发达金融市场中也脱颖而出，恰恰是因为小微初创企业无力通过私募方式融资或融资不足。因此，一方面，各国股权众筹规则还会要求投资者投资额须低于其净资产或年度净收入的一定比例；另一方面，也均不限制投资者人数。[32]

对比而言，中国证券业协会《私募股权众筹融资管理办法（试行）》，把股权众筹发行，限定为净资产不低于500万元人民币的企业或合伙向200人以下的合格投资者的私募发行。尽管把股权众筹界定为私募发行，考虑到了大多数众筹项目风险较高、个人或小企业等普通投资者普遍参与的成本可能过高且证券法修订结束之前仅私募众筹具有合法性的问题，但是，该规定对中国小微初创企业通常并不具备私募融资能力却未给予应有重视。

同时，应建立融资者退市制度，以维护互联网金融市场的充分竞争格局及其为处于初创时期的小微企业提供融资便利的功能。以股权众筹为例，若融资者年营业额超过10亿元，或连续发行不可转换公司债3年以上，或通过股权众筹融资超过5年以上，或已符合主板、创业板或新三板上市条件的，则应退出股权众筹市场。[33]

（三）投资者分类及投资额度限制

投资者分类和保护制度，是互联网金融风险规制及金融消费者保护的重要内容。

---

[30] *See* 2012 US Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS Act), *supra* note 29, Title IV, Regulation A+.

[31] *See* 2003 EU Directive 2003/71/EC, article. 3 (2).

[32] *See* 2012 US Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS Act), *supra* note 29; Id.

[33] 美国乔布斯法案规定初创成长型公司在初次公开发行证券后5年内都可保留其初创成长型公司的资质，但若其发行不可转换公司债券已超过3年，或者已经符合Rule 12b-2规定的大型公司的条件，则不能再继续保留初创成长型公司资质。*See* 2012 US Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS Act), *supra* note 29, art. 101 (19).

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

互联网金融规制要实现资本形成与投资者保护之间的平衡，就要把握互联网金融满足小微投融资者需求的关键，在于拆分资产而后向仅具有小额投资能力和风险承担能力的中小投资者配售资产。因而，投资者分类是首要的、与融资者和平台分拆和错配金融资产的营业行为相匹配的制度，是重塑投资者适当性及保护投资者的前提。

我国互联网金融立法可将投资者分为非成熟投资者和成熟投资者。非成熟投资者可界定为所投资项目为 2 个以下的投资人，其投资总额，不应超过其净资产（不含常住房产、养老保险金）的特定限额。[34] 非成熟投资者累计 12 个月内对单一融资方的投资上限，也应受到一定限制。成熟投资者可界定为投资于单个融资计划的最低金额不低于 100 万人民币的自然人、企业法人或其他组织。[35] 同时，应允许专业投资者、高资产净值投资者和机构投资者参与投资，将其视为成熟投资者，鼓励其以套利交易挤出噪声交易者。同时，授予非专业投资者和非高资产净值投资者以是否接受适合性原则保护的选择权。

对投资者进行分类的立法思路，在我国全国人大财经委《证券法修改草案》中也较为明确。在非成熟投资者投资额问题上，由于我国居民收入成分复杂，可设置阶距较宽的梯度投资限额。但自然人家庭金融资产总计超过 300 万人民币，或自然人个人年收入超过 50 万元人民币的，不受此限。可建立以年收入或净资产为基础，以投资损益记录为附加的复合分类标准。事实上，美国《乔布斯法案》也规定，如果个人投资者的年收入或其净资产少于 10 万美元，则投资限额为 2000 美元或者年收入或净资产 5% 中孰高者。若投资者年收入或净资产中某项达到或超过 10 万美元，则投资限额为该年收入或净资产的 10%。[36] 英国《众筹监管规则》也规定，非成熟投资者是指投资 2 个以下众筹项目的投资人，其投资额不得超过净资产（不含常住房产、养老保险金）的 10%，成熟投资者不受此限。[37]

（四）充分信息披露

P2P 和股权众筹平台，应具有较强的信息收集与处理能力，应对投融资者实名认证并审核用户信息；应审核融资计划的合法性和融资计划书的完备性，若融资方或融资计划发生重大变化，中介机构要督促融资方通知投资者；还应对融资方和投资者的信息及融资记录予以妥善保管。增加投资者理性，为自律机构和监管机构提供公开信息；互联网金融的营业者，还需向监管机构披露与融资风险相关的信息。

P2P 平台应向自律机构和监管机构提交借款人的相关信息、作为信息披露的资料；实施资产证券化交易的 P2P 平台及融资者，应借鉴金融债券等资产支持证券目前的信

---

[34] *See* 2014 UK The FCA's Regulatory Approach to Crowdfunding Over the Internet, and the Promotion of Non-Readily Realizable Securities by Other Media, *supra* note 30, art. 12.

[35] 可参见美国股权众筹乔布斯法案，该法案按照“认可投资者、合格投资者和机构投资者”对投资者进行分类。评价标准包括：个人或配偶（联合）资产净值、近两年个人或配偶年收入、所投资金融商品、投资额和总资产等。*See* 2012 US Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS Act), *supra* note 29, art. 304.

[36] *Id* [35].

[37] *See* 2014 UK The FCA's Regulatory Approach to Crowdfunding Over the Internet, and the Promotion of Non-Readily Realizable Securities by Other Media, *supra* note 30, art. 12.

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

息披露模式;股权众筹在发起、交易和退市时,应履行《证券法》和《证券投资基金法》的信息披露规则;私募型股权众筹应发布融资计划书,并充分揭示投资风险,披露募资不足时或超额募资时的处理办法及其他重大信息、披露企业的经营管理、财务和资金使用情况等关键信息;并应及时披露其他会影响投资者权益的信息。

要求 P2P 平台进行年度信息披露,提供年度报告,向投资者提供评估工具,使其可以根据收入和费用对预计借款额进行评估,向借款人提供综合信息文件;使其了解借贷金额、协议利率、借款期限、清偿条件和总体成本等信息。

平台信息披露和风险提示义务还应包括对平台所持牌照、注册号、平台报酬方式和费用、项目申请资格、筛选条件、项目发起人资格标准、每个项目及其发起人信息的披露和说明,以及对其他与项目有关的风险警示信息,如股权融资模式下的退出机制和证券转售的条件和限制、债权融资模式下过度负债和无法还款的后果等信息的披露和说明。

(五)风险转移与预警

风险转移与预警系统,是实现互联网金融规制的投资者风险吸收能力与金融资产风险相匹配的逻辑的一项重要内容。互联网金融交易风险较大,融资者信用风险和道德风险较高,投资者资产净值不高且专业能力不足,所以,引入后金融危机时期的巴塞尔协议和欧盟偿付能力规则(二)中具有系统性风险防范作用的审慎监管规则的意图,就在于在交易之前,对融资者和平台的风险进行充分博弈,通过风险资本金和风险备付金等形式,对金融资产的信用风险和融资者的道德风险进行定价。

在风险资本金问题上,2014 年 3 月英国《众筹监管规则》通过信用风险定价解决平台流动性问题,规定了 P2P 网络借贷型众筹的最低资本金和风险资本金。其中风险资本金比例随平台规模扩大而递减。[38] 这也符合 2008 年金融危机后,巴塞尔协议 III 确定的风险吸收原则。在风险备付金(保障金)问题上,P2P 平台风险保障金,应与融资者融资额度、期限和违约率挂钩。这是风险保障金具有债权信用风险定价功能的关键。英国著名的 Zopa 风险保障金对此作了很好的诠释。Zopa 平台上的债权,因风险保障金而获得了二级市场流动性,这些债权的二级市场价格与其初始价值的差额,就是其信用风险价格。[39] 英国 2014 年《众筹监管规则》颁布后,立法将平台风险保障金制度化,平台可对融资者信用等级或债权风险,进行公开定价,以实现信息甄别。[40] 融资者信用等级和债权风险定价,均为公共信息,亦可通过大数据系统,成为融资者和平台信用风险的评价指标。

由于大数据降低了信息供给的成本。可依托大数据,以信息机制来规制 P2P、股权

---

[38] *See* 2014 UK The FCA's Regulatory Approach to Crowdfunding Over the Internet, and the Promotion of Non-Readily Realizable Securities by Other Media, *supra* note 30, art. 12.

[39] *See* Emma Simon, *Ditch the Banks and Get 6pc on Your Savings? There's a Catch: You May not Get all Your Money Back*, The Daily Telegraph, March 24, 2012.

[40] *See* 2014 UK The FCA's Regulatory Approach to Crowdfunding Over the Internet, and the Promotion of Non-Readily Realizable Securities by Other Media, *supra* note 30, art. 12.

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

众筹和第三方支付机构的信用风险，实现从信用风险到公共信息工具的转变。在互联网金融平台的监管规则中，引入巴塞尔协议风险暴露之风险资本金规则、平台风险保障金规则和欧盟偿付能力规则(二)的金融机构清偿能力缓冲区间规则，即是为借助大数据系统的信息优势，开创金融监管信用风险预警的新局面，也可以大数据信息优势来监控流动性风险，以解决目前巴塞尔协议在传统银行和新兴影子银行领域，适用风险资本金规范系统性风险时，仍需面对的如何启动风险资本的普通股转换问题，因为平台的杠杆率、外部信用评级、平台和融资者的资产——负债比例以及风险保障金——负债比例等，均可通过大数据系统予以披露，藉此建立风险预警基础。[41]

风险转移与风险预警系统，又成为 P2P 平台、股权众筹集资门户及其融资者的法律责任的基础。因为 P2P 平台、股权众筹集资门户及其融资者的风险资本金、债权风险备付金或股权风险预警系统，又通过这些机构的市场准入和内控规范，与融资者和平台的法律责任结合起来，进而把信用风险定价及其信息披露制度，转换为融资者与平台的法律责任。此时，担保、资金池、保险和回购等手段和融资者信用信号传递方式，均通过信用风险定价及其信息披露，转变为可供投资者鉴别融资者信用风险的信息甄别工具。因而，在规范的准入机制和完备的信息披露制度之下，将互联网金融主要业务的信用风险，通过风险定价置于信息机制之中，才能为信息工具作用的发挥提供相对完善的客观条件。

(六) P2P 平台及股权众筹集资门户的行为义务

禁止 P2P 平台和股权众筹门户公开劝诱非成熟投资者，是以信息工具来规范互联网金融市场的重要内容。P2P 平台和股权众筹门户，不能向投资者提供投资意见或建议，不能在其门户内劝诱购买、出售或要约购买债权与证券。P2P 平台、股权众筹门户和股权众筹发起人须以 100% 通俗易懂的语言，向投资者发布说明书、履行说明义务，金融监管部门须对平台、股权众筹门户和发起人履行说明义务进行监督。[42] 投资者在冷静期期间内即投资者在募资期限届满之日起 14 日内，可无条件撤资，而不受任何限制或承担任何违约责任。[43] 如果 P2P 平台和股权众筹门户要经营投资咨询业务，则需符合金融中介机构的准入门槛。同时，应建立 FOS 或金融 ADR 等纠纷解决机制，[44]以便投资者与融资者、P2P 平台、股权众筹门户或第三方支付机构发生争议时，可向专业金融纠纷

---

[41] *See* e. g. Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking System, *supra* note 23, 2010, p. 8.

[42] 例如根据金融工具指令，金融服务主管部门应依据《说明书指令 PD》(Directive 2003/71/EC) 第 3 条，对项目发起人履行说明义务进行监督；该指令第 3 条规定发行投资工具的发行人负有发布说明书的义务；但若向合格投资者、发行金额或对象符合该条第 2 款规定则不在此限。*See* 2003 EU Directive 2003/71/EC, *supra* note 32, art. 3.

[43] *See* 2014 UK The FCA's Regulatory Approach to Crowdfunding Over the Internet, and the Promotion of Non-Readily Realizable Securities by Other Media, *supra* note 30, art. 12(2).

[44] 参见"英国众筹监管规则"第 12(3) 及 2011 年《统一欧洲市场银行卡、互联网和移动支付绿皮书》，*See* 2014 UK The FCA's Regulatory Approach to Crowdfunding Over the Internet, and the Promotion of Non-Readily Realizable Securities by Other Media, *supra* note 30, art. 12 (3); also see 2011 EU the Green Paper Towards an Integrated European Market for Card, Internet and Mobile Payments.

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

调解机构申诉，尽早获得赔偿、平息纷争。

结　论

金融风险规制之解决信息不对称问题及实现投资者风险吸收能力与金融资产风险相匹配的逻辑，在我国金融法的涉众型融资监管范式及投资者适合性原则中，被僵化折射为压抑互联网金融创新及扭曲金融市场的资金融通和价格发现功能的风险管制逻辑。该管制逻辑与互联网金融所缔造之竞争型直接融资市场的悖谬，亦是金融消费者作为价格接受者、资金供给者及风险利用者，以金融风险为介质，与竞争型市场和公开市场定价的作用与反作用，在我国金融法的风险规制范式中投射不足的结果。

因而，金融消费者保护对我国互联网之风险暴露、风险分散和鼓励竞争的新型风险规制范式的作用机制，亦成为金融消费者保护及风险监管之法律进路的逻辑中枢。基于此，我国互联网金融消费者保护之法律进路即得以在互联网金融平台资质、互联网金融主要业态之金融资产规制、信息机制及融资者和平台的行为义务的体系内展开。

Abstract: The innovation of financial risk structure in internet finance puts financial consumers in the first position of the financial risk. The trading structure reform of returning to the financial nature arises the financial risk regulatory path. Financial consumer protection plays an important role in new risk regulation paradigm and can examine if the financial consumers' risk absorptive capacity corresponds to the investment and financing convenience, which becomes the center of financial consumer protection and is beneficial for realizing the goal Financial Law.

（责任编辑：王莉萍）

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net