

互联网金融投资者准入制度的经济分析

吴艳梅 李 敏

【摘要】投资者准入制度是投资者保护的一种重要方式。为了防止风险承受能力较低的投资者过度冒险,而引发金融体系的不稳定及较大的社会总成本,各国监管者设置了投资者限制准入的监管框架,并在一定程度上起到风险提示与风险阻遏的机能。综合来看,各类投资可从信息可获得性、专业性及经济能力这“三维度”实施差别化准入待遇,并且这三类标准的设置在经济学中都存在充分的理论依据。然而,随着信息技术和网络技术的飞快发展,互联网金融改变了传统金融中信息的储存、分析与传播模式,提升了投资者的信息获取及风险承担能力,也极大变革了金融交易模式和市场结构。在这一条件下,传统投资者准入制度存续的经济基础已然需要重构。

【关键词】互联网金融;合格投资者;准入制度;经济分析

【中图分类号】F49

【文件标识码】A

【文章编号】1006-7426 [2017]01-0142-06

10.13553/j.cnki.llygg.2017.01.024

引言

从近年来推出的互联网金融监管立法来看,互联网金融的投资者准入制度安排在很大程度上是对传统金融监管的复制,即将投资者按一定的标准进行分类,并严格监管。例如,在中国人民银行等十部委联合发布的《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》中,明确提出建立互联网金融的合格投资者制度,并遵守合格投资者的监管要求。此外,互联网金融的其他业务模式,如P2P网络借贷、股权众筹融资、电商小额贷款、互联网消费金融等,在国内外的监管中都有相应的投资者准入要求。例如,我国证监会颁布的《私募股权众筹融资管理办法(试行)(征求意见稿)》中,明确众筹的私募性质,并为众筹投资者设定了较高的准入门槛^①,引发了市场参与者及研究者的较大争议。

因而,以“准入限制”为基础的投资者或金融消费者保护的法律和监管框架,是否还能继续有效运行,是否还能带来社会净收益?为回答上述问题,需

要重新审视投资者保护制度设置的根本目的和内容。

一、传统投资者准入制度的规范分析

“传统投资者准入制度”并非一个严格的法律称谓,其包括目前我国在创业板、新三板市场,私募投资、股指期货、融资融券等业务已经实施的“合格投资者”制度,以及2008年金融危机后的“金融消费者”制度。本文将“合格投资者”和“金融消费者”均统称为“传统投资者”,以便与“互联网金融投资者”形成对应概念。如此统归性的划分,也与传统投资者准入制度的设计目的一致:都以市场禁入的方式将一部分投资者拒之“高风险金融产品”的门外,调节和抑制金融市场风险。

传统投资者准入限制一般都以投资者分类为基础。虽然不同国家、不同时期对投资者分类的称谓和内涵千差万别,如“成熟投资者”和“无经验投资者”,“专业投资者”和“非专业投资者”,“零售客户”、“专业客户”和“合格交易对手”等,导致准入限制的具体标准也不同。但归纳起来,各种传统金融交易中的投

作者简介:吴艳梅(1975-),女(汉),江西贵溪人,对外经贸大学法学院博士后,美国威斯康辛大学访问学者,研究方向为国际金融法;李敏(1989-),女(汉),陕西宝鸡人,北京大学法学院经济法2015级博士研究生,研究方向为证券法与金融法。

^①参见《私募股权众筹融资管理办法(试行)(征求意见稿)》第14条。

投资者准入标准均可用三个维度进行衡量“信息可获得性”、“专业性”及“经济能力”。

(一) 信息可获得性

美国 1933 年《证券法》的立法目的,就是为投资者提供投资决策必要的全部信息。同时,根据投资者是否需要信息披露保护,分为“成熟投资者”与“无经验投资者”,并有针对性地对后者提供保护。

对证券法的司法判例进行考察,数个法官在认定个人投资者是否为“成熟”时,“信息的可获得性”标准被认为至关重要。若投资者有渠道接触其他投资者无法获得的信息,或有规律且频繁地向投资顾问等专业人士咨询、参与金融投资专业会议,都有可能被认为有一定的成熟度。^[1]

“信息可获取性”是私募合格投资者的一个重要的资格标准,否则该投资不能构成私募发行豁免。由于私募证券的发行和转让缺少外部政府机构及市场中介的有效监督,发行人极易利用信息优势侵害投资者利益。^[2]因此,美国最高法院以发行对象的“信息可获取性”和“需求保护”为原则,对公募和私募发行进行了区分。

“信息可获取性”标准被各国普遍借鉴,根据英国《金融场法》规定,金融机构提供不受监管的或部分受监管的投资项目,只能向“专业客户”或“合格交易对手”进行,其中“从事指定投资业务公司之现在和过去的高级职员或雇员,或其各自的直系亲属”便是条件之一。^[3]

(二) 专业性

随着金融创新和混业经营的不断发展,专业性金融机构大量涌现,如交易商、资产管理公司、信托公司、私募股权基金、对冲基金等,投资者对资产的投资方向、方式和时机都没有决定权,与金融机构之间存在严重的信息不对称,可能购买了自己完全不理解的金融产品,而遭受损失。^[4]所以,对投资者的资质更强调其资历经验,资历经验是指投资者在做相关投资决策时在知识、能力和经验上所具备的专业性,具体体现在投资者的知识背景、职业、商业经验、投资经验、谈判磋商能力等方面。

纵观各国立法,自然人投资者若想取得专业投资者身份,均需具备足够的金融经验和知识,以及自我保护和风险判断的能力。但对“专业性”的具体标准各不相同,例如,根据英国金融服务管理局规定,在过去 4 个季度每季平均进行 10 宗交易;并担任与即将进行的交易相关的专业职位最少有一年即可。我国《证券公司投资者适当性制度指引》中,规定的标准

为“具有 2 年及以上从事证券、期货、黄金、外汇等相关市场投资交易的经历,且过去 12 个月中证券交易不少于 40 次;或者具有 2 年及以上在专业投资机构从事金融产品或金融服务的设计、投资或保险精算、金融风险管理工作经历。”

对金融消费者的划分也采用了专业性标准,其中欧盟的规定最为详细,在《金融市场工具指令》中规定,“专业客户”是指拥有足够的投资经验、专业知识和技能而能自己做出投资决策,并且能够合理评估投资风险的客户。“零售客户”主动放弃的身份和配套保护也可被认定为专业客户,但必须有足够的投资经验、知识和技能、风险评估和承担能力;在之前的四季度里每季度达到 10 笔以上的频率;且客户正在或者曾在金融机构中的专业岗位工作过 1 年以上的时间,即可达标。

(三) 经济能力

除上述两个标准外,综合各国立法,投资人的经济实力也是判断合格投资人的重要标志之一。通常将那些具有经济实力的投资者界定为合格投资者,而将不符合财力要求的主体视为一般金融消费者进行保护,是较具代表性的立法例。

在界定合格投资者或专业投资者的过程中,非金融机构投资者与自然人投资者一样,也被设定了一系列的资产总额、净资产额或投资规模指标等标准。例如,美国《1933 年证券法》规则 D 的 501 款,私募的受发行人若是机构投资者,如雇员福利计划、慈善组织、公司或合伙、信托等,都要求总资产超过 500 万美元。若是自然人投资者,则要求自有资产或者与其配偶的共同资产净值超过 100 万美元;或最近 2 年内其个人收入每年超过 20 万美元,或者与其配偶的共同收入超过 30 万美元,且当年能够合理期望达到该收入水平。随后,在《1940 年投资公司法》中,私募集合投资(基金)提高了自然人合格投资者的经济实力标准,与机构投资者一样,也要求不低于 500 万美元。又如,新加坡对合格投资人的规定也非常类似,如果是法人,则要求其最近资产负债表上的净资产超过 1000 万新币;如果是自然人,要求其个人资产必须超过 200 万新币,或其前 12 个月的收入超过 30 万新币。再如,我国在《证券公司投资者适当性制度指引》中规定的较为简单,要求自然人专业投资者的金融类资产不低于 500 万元人民币。

对于金融消费者的划分也有类似规定,欧盟在《金融市场工具指令》中,“零售客户”若达到下列财产标准中的两个,即“资产负债表上的资产总额 2000

万欧元;或净营业额 4000 万欧元;或自有资金 200 万欧元”可成为“真正专业客户”。而达到“金融资产,包括现金存款和其他金融资产在内,超过 50 万欧元”的情况下,可成为“可选择专业客户”。除此标准外,各国往往还详细规定了财富的计算方法,包括计入财富总量的财富类型、单个财富的价值计算方法及财富的加总方法等。

二、传统投资者准入制度的经济分析

传统投资者准入限制的制度设计,在经济学中都能找到相应的理论基础。这些理论基础与上述三个标准并非一一对应,有些可为多个标准提供依据。为了简单说明,以最主要的、最直接的经济理论分别对“三维度”的准入标准进行经济分析。

(一) 信息成本与信息可获得性标准

在法律中常常借用新古典主义经济学的概念,“理性投资者”即为理性经济人,是一个在不断变化的市场中通过一系列信息来追逐利益最大化的人。^[5]因此,只要信息准确和充分,就能促进金融资源的有效配置,达到有效市场。

然而在实际金融活动中,存在着两类严重的信息问题,一是信息的不对称,二是信息的不完全。^[6]投资者需耗费极高的成本才能获取、了解与发行人或金融机构相同的信息量。总的来说,信息成本主要包括搜寻成本、处理成本和证明成本,这些成本很可能大大高于从投资中获得的收益,从而导致出现“逆向选择”和“道德风险”问题^[7],影响了市场资源配置功能的正常发挥。因此,强制性发行人或金融机构进行信息披露无疑更加经济。但是,为了满足市场更加直接、便捷的融资需求,对所有发行人都课以严格的信息披露义务,将有助于金融市场的效率性原则。^[8]因此,在私募发行中设定合格投资人制度,将“信息可获得性”作为准入条件之一,即为对信息成本的再平衡。

(二) 行为金融学与专业性标准

现实的投资者并非“完全理性”的,投资者常处于一个纷繁复杂、充满了缺陷的市场环境中,其投资决策也常常受感情、信念、偏见等因素的影响。^[9]近年来,行为金融学研究越来越多地将心理学、社会学中的成果引入进来,聚焦于个体在金融活动中的真实决策过程,并得出了大量有益的、可预测的结论。^[10]

心理学研究认为,经济个体的认知能力(包括认知资源、分析能力、记忆能力等)是有限的。经济个体不可能对市场环境所提供的数据库资源进行完整分析,

计算出每种策略的收益和风险概率,从而得出最优投资决策。^[11]由于金融产品本身具有抽象、价格结构复杂等特点,投资者很难对金融产品进行评估,容易产生诸多认知偏差。在国内外研究中发现,如过度自信、自我归因、自我蒙蔽、损失厌恶、事后聪明、情感性偏差、锚定心理、保守偏差和框定偏差等偏差,在投资过程中交互产生作用,导致投资者非理性的投资决策。^[12]社会学研究认为投资者之间形成了金融交易的独特网络,正是这些网络直接影响了投资者的投资行为及金融资产的价格。在不确定性与模糊性的环境下,大多数人都具有从众心理,群体压力甚至能诱导个人做出自己认为并不正确的决策,进而转化为一种集体非理性,如“社会比较”和“羊群行为”等。

虽然普通投资者存在上述非理性的行为偏差,但研究表明,丰富的投资经验有助于个体理性水平的提升,对行为偏差产生良好的矫正作用。在投资判断方面,知识及专业程度更高的投资者,对市场信息的反应、理解和分析更为敏锐,对投资回报和市场波动的预期判断也更为实际和平稳。

上述为以“专业性”为标准对投资者进行分类提供了理论支持,更为确切地说,提供了专业能力标准,即为投资者在做相关投资决策时,在计算能力、信息分析能力、风险预测能力、认知能力上设定了所应具备的要求。^[13]因此,通常只有专业投资者才能投资更为复杂和风险更大的金融产品。

(三) 风险承受度与经济能力标准

投资人的经济实力是上述三个标准中最客观的一个,但有趣的是,经济学并没有从理论或实证上对此标准进行直接解释,而是采用了一种间接推定的方法,认为投资人的经济实力与其风险承受度成正比。根据“资产-资本”定价理论,投资者的财力以及由此而引发的心理因素,使其对金融产品的风险与回报做出理性预期中起到关键作用。另外,经济实力较强的投资者通常都有获得更多投资信息的可能性,减少了信息不对称的程度。而且,他们具备与大型金融机构讨价还价的能力,并能购买到更好的金融专业服务,因而更有能力去理解和评估复杂的金融产品。综上,丰富的财力拓展了投资者的“信息可获得性”及其“专业性”,面对损失的心理因素上也强别于一般投资者,成为投资者准入标准的一道重要分水岭。

但这一标准也颇受争议。例如,美国私募《D 条例》以净资产、收入或认购额作为衡量投资者是否具有自我保护能力的唯一标准则受到了多方批评,批评者一方面认为,SEC 高估了有钱人的自我保护能力,

因为其中不乏孤儿寡妇,并非所有富人都成熟到可获取重要信息或正确评估风险的程度,大量不当销售的诉讼往往是高资产客户受到严重损害后提起的;另一方面,净资产、收入或认购额标准都不能确保投资者有能力承受投资失败的风险。^[14] SEC 曾在裁决中指出“风险大的产品并非一定适合财力雄厚的客户,相反,财产较少的年轻人可能更适合,因为其风险承受能力特别是遭受损失后的恢复能力较强”。^[15]

三、互联网金融投资者准入限制的经济分析及效率分析

金融与信息技术具有天然的契合性,金融的核心是信用和信息,大都可用数据化产品的形式表现出来。首先,信息技术能快速地对金融活动的海量数据进行收集、筛选、挖掘、整理和分析,以极低的成本得出更为准确的结论,金融信息产品的初始研制成本大大降低。其次,互联网金融机构更愿意将研制的金融信息免费提供给用户,以聚增黏性用户的数量,并从传统的信息产品收费模式转变为可观的交易佣金及广告收入。再次,互联网金融机构通过对客户行为的数据挖掘,发现不同类型的产品需求,拓展了交易可能性边界,并从定制化服务中获取市场细分的利润来源。最后,互联网金融平台具有分布式、点对点的性质,使得每个人都是信息的生产者,同时又是信息消费者,形成了金融信息协同共享、交叉复用、去中介化的扁平系统。^[16]

因此,网络经济显著地降低了金融活动中信息、信用、知识和经验的交易成本,使互联网金融的创新得以融合产品创新、模式创新、业态创新和交易平台创新等因素。^[17]在互联网金融的实践发展及网络经济的理论深入中,投资者准入制度标准的经济分析也发生了变革,达到帕累托效率的最优化。

(一) 互联网金融对准入限制经济基础的突破与变革

1. 信息成本降低,“信息可获得性”增加

互联网金融的信息积累和生产方式,与传统金融相比截然不同,降低了信息不对称和不完全造成的交易成本。^[18]

(1) 信息总量极大拓展,信息占有更为对称

一方面,互联网金融通过网络技术,信息的聚集和提取方式发生了变化。互联网时代,投资者不仅可以通过融资人主页了解其产品信息、营销文件、金融信息、新闻通讯等,还可以通过第三方网站了解公司

新闻、相关的商业和行业新闻、股票价格、分析预测与报告及外部监管报告等。随着数据挖掘的运用,大量分散在 BBS、聊天室、博客、微博等网络社交平台上的信息可以更便捷地被投资者获取,其中大都是市场参与者发布或传递的私人信息和即时信息,甚至还可以对主观信息进行意见挖掘。今后,非结构化数据源的利用也将成为可能,投资者可从图片、音频、视频等中提取信息,而这些非结构化数据将占有所有信息数据的 95% 左右。^[19]

另一方面,互联网金融使原来没有数据积累的地方产生了数据积累。互联网金融平台与社交网络、电子商务、第三方支付及征信体系等其他网络平台越来越紧密的合作,形成了一个基于数据积累和共享的金融信息体系。以互联网股权融资为例,项目融资人每一次点击鼠标都能转化成一个行为数据,产生数据积累。因此,投资人不仅可以获得融资人及项目的基本信息,可通过征信数据得知融资人及运营团队的信用状况,还能通过电子商务平台获悉项目的运营情况、资金资产状况、产品的销量及消费者评价等,以及通过网络招聘平台查看对融资人及主要成员的项目经营能力、从业经历等。而在传统模式下,上述信息都是只有“密切关系人”才有可能知晓的“软信息”,但在互联网金融时代,投资人无需耗费过多成本就能轻易获得,甚至是免费共享的。

(2) 信息的有用性增强,信息更加完全

互联网金融投资者不仅占有的信息量呈现几何式增长,对文本挖掘和处理的方法也越来越多,投资者能从海量数据中精确定位,获取可信的、及时的重大的信息。

目前,网络爬虫技术可以对文本数据进行自动抓取,投资者通过搜索引擎,可对信息按需求进行检索、甄别与排序。文本分类技术可以根据量化的指标模型,对文本中的重大信息进行自动提取和分类,并生成一目了然的各种图表和指数。随着“云计算”技术逐步在互联网金融中的运用,不仅可以为海量信息的高速处理提供了保障,也可以根据大量投资者对特定信息的搜索量、浏览量以及浏览时间等数据,对该信息的相关性及重要性进行标识与排序,并形成连续动态变化的信息时间序列。另外,金融平台和社交网络对金融产品信息的实时更新、公开、推送和传播,通过交易行为能更快速地反映在交易量及均衡价格中,“软信息”由此被“硬化”了。

因此,互联网金融的信息交互和分享,打破了信息资源由银行、金融机构独享的传统局面。互联网金

融投资者不再孤立,信息不再碎片化,不论投资者的财富状况或人脉资源,都能获取全面、高质量的投资信息。^[20]

2. 数据分析使得投资人更为理性

尽管行为金融学还在继续非理性投资者的研究,但大数据等信息技术在金融中的运用,提升了投资者的认知、信息分析、风险预测等方面的能力,缩小了“非理性”与“理性”之间的差距。^[21]

首先从认知能力来说,互联网无疑提升了现代投资者的知识结构和知识储备。投资者只要在手机上进行简单的输入,就可以查询到任何金融产品的全部信息,无论多么冷僻的知识、专业的术语、还是抽象的问题,几乎都可以在网络论坛中查到相关的评价,甚至可以向“圈内人”实时咨询。^[22]而且,投资者可以在第三方平台垂直搜索到任何金融产品,可以查看不同产品之间的比价和评级,查询同类投资者的投资策略和产品组合。

其次从分析能力上看,互联网金融改变了投资者评估风险的方式。电脑模型以及各种算法是互联网金融投资者评估风险的主要方式,几乎每个金融机构都会编写各种形式的交易模型和策略,计算机程序可以在几秒内智能地进行高频交易^[23],而普通投资者也可以在网上获得免费、低价的交易工具,例如在线的经纪商 Charles Schwab 和 e-trade 开发了易于使用的程序,帮助互联网金融投资者评估风险,平衡投资组合。^[24]互联网金融时代,金融数据的处理与分析将越来越广泛的运用云计算、粒度计算、生物启发计算和量子计算等,随着技术的更新,这些程序将越来越普遍、廉价和易于操作。

最后,互联网金融投资者运用超级计算机和大数据进行投资预测也并非不可能。目前,金融与计算机技术在该领域已卓有成效,通过对新闻文本进行量化分析,就能通过模型对新闻发布后的股价走势进行预测,同时通过原型系统,将新闻对股价的影响进行直观展示。^[25]

因此,互联网金融投资者将很少被感性和直觉因素干扰,传统金融机构劝诱和推荐的作用也越来越小。投资者转变为根据自身风险收益偏好自主选择投资决策,拥有更多的备选方案,更强的计算能力,以及更强的风险预测能力。

3. 互联网金融产品改变了风险承受能力需求

在互联网金融中,庞大的用户群体的规模优势以及较低的交易成本优势,可以降低个体个性化和碎片化需求的边际成本,不仅满足了市场需求,还能使风

险更加分散化,降低单个投资者的风险承载量。

互联网金融强调个性化服务,用户数据分析能更准确地把握个体投资者的风险偏好和承受能力。互联网金融根据投资者在社交网络、搜索引擎中留下的“足迹”,以及历史投资数据,将每个人的金融需求进行准确的风险定价,以便定向化、精准化的提供金融产品和服务。目前,已有互联网平台在用户投资信息收集和分析、用户互动和财富管理方面取得了卓有成效的进步。^[26]

传统金融体系中没有得到满足的金融需求会在互联网中爆发,如中小微企业融资需求、个人小额融资需求等,这些需求都可以在互联网中实现点对点配对。这些金融需求虽然相较于传统金融风险较高,但单体微小,分散在互联网聚集的庞大用户群中,并不会加重单体用户的风险承受量,反而降低了系统性风险发生的概率。现阶段,低价互联网金融产品大受投资者青睐,余额宝“一元起售”的低门槛设定以及各种低价保险,亦可说明大数法则的风险分散化趋势。

(二) 互联网金融投资者准入限制的市场效率影响

新制度学表明,资源配置结果的不同是因为权利界定与分配的不同,而能让交易成本最小化的制度是最有效率的,是经济增长的关键。^[27]如前所述,基于市场成本因素的再平衡,传统金融监管设置了投资者的分类和准入制度,这也是法律“强力界定权利”的体现。但在互联网金融环境下,合格投资者制度这种“准入限制”方式的法律保护,单纯依靠政府监管或法律保护未必是最有效的办法,法律权利应随着资源配置效率的变化而增减。

1. 准入限制影响资金市场配置的效率

综上所述,互联网金融投资者准入标准的经济基础相比传统投资者准入限制有着巨大的不同,传统投资者的三维度标准带来的是市场资金供给的总成本增加,市场资金供应量下降,资金需求者的利率负担加重,从而对资金的市场化配置效率产生重大的影响。

互联网金融时代,投资者与其他市场参与者之间的博弈趋近完全竞争,经济分析的基础已经改变。而传统投资者的准入限制的三维度标准是个动态概念,法律制度的静态性必然会造成实际情况与法律认定的不同,从而给金融机构增加了识别交易对手的成本,如果继续简单套用传统合格投资者的分类及准入标准,将导致众多有能力保护自己的中小投资者丧失交易机会。因此,互联网金融一直以开放和普惠作为

基本特征。投资者准入的限制将影响市场对利率的形成机制。

2. 准入限制影响风险市场配置的效率

从风险配置的角度看,互联网金融与传统是截然不同的运行模式,为是否适用准入限制提供了更深层次的思考路径。现代金融投资理论将风险视为一种资源,通过对风险资源的市场化配置,使不同风险偏好的投资者与相应的金融产品相匹配,社会福利达到最大化。^[28]

与传统金融模式相比,互联网金融模式是一个“去中介化”的扁平结构,传统的规模较大的金融机构在规模上具有优势,但专业优势却不如互联网金融模式,因其在销售金融产品或提供专业性意见时,往往存在利益冲突,其极易出现诱导和不当销售的“道德风险”,而忽视了风险合理配置的社会职能。而互联网金融平台多为信息流通平台,为资金供需双方发布、匹配信息提供场所,由双方直接联系和交易。^[29]投资项目的数据采集、信息处理和风险评估都交由网络化的方式去完成,资金流则交由第三方支付和移动支付来完成。因此,互联网金融平台以增加产品种类为盈利模式,减少了“道德风险”的发生;互联网金融产品也更加简单化,风险对冲需求减少,为风险的市场化配置提供了条件和保障。而且,互联网金融平台为需要终止投资的投资者创造了流动性,投资风险得到了最优匹配。^[30]

综上所述,金融模式的差异为制度的变革提供了依据。互联网金融模式为资金及风险的配置扫除了市场失灵的阻碍。随着行业的不断发展,基于“三维度”的传统准入制度不再是投资者保护的必要手段,反而限制了投资风险组合,降低了社会整体福利。因此,在未来互联网金融投资者保护的制度设计中,宜逐渐舍弃资格限制,最终实现开放准入。

(参考文献)

- [1] James D. Cox, Robert W. Hillman, Donald C. Langevoort, *Securities Cases and Materials (Sixth Edition)*, Aspen Publishers, 2009: 277.
- [2] 龚鹏程. 论私募基金监管制度的建构[J]. 法学杂志, 2010 (9).
- [3] 朱小川. 发达市场金融商品合格投资者制度述评[J]. 证券市场导报, 2010 (9).
- [4] 杨东. 论金融消费者概念界定[J]. 法学家, 2014 (10).
- [5] Gary S. Becker, *The Economic Approach to Human Behavior*, University of Chicago Press, 1976, P. 14.
- [6] 沈伯平. 信息不完全、信息不对称与资本市场规制[J]. 上海经济研究, 2005 (11).
- [7] 谢康, 乌家培编. 阿克洛夫、斯彭斯和斯蒂格利茨论文精选[M]. 北京: 商务印书馆, 2002: 1-18.
- [8] 梁清华. 论我国私募信息披露制度的完善[J]. 中国法学, 2014, (10).
- [9] 谭松涛. 行为金融理论: 基于投资者交易行为的视角[J]. 管理世界, 2007 (8).
- [10] Shefrin Hersh, Eds., *Behavioral Finance*, Edward Elgar Publishing, Inc. 2001, Vol. 1-3.
- [11] Kahneman, D., and A. Tversky, *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, *Econometrica*, *Journal of the Econometric Society*, 1979: 263-291.
- [12] 李心丹. 行为金融学——理论与中国的证据[M]. 北京: 三联书店, 2003: 329.
- [13] 林越坚. 金融消费者: 制度本源与法律取向[J]. 政法论坛, 2015 (1).
- [14] Warren, *Review of Regulation D: The Present Exemption Regimen for Limited Offering under the Securities Act 1933*, 33 Am. U. L. Rev., 1984: 355.
- [15] See *In re Dartt*, 48 S. E. C. 693, Exch. Act Tel. No. 34-24198 (Mar. 10, 1987).
- [16] [美]杰里米·里夫金著. 零边际成本社会——一个物联网、合作共赢的新经济时代[M]. 赛迪研究院专家组译, 北京: 中信出版社, 2014: 6.
- [17] 杨东. 互联网金融监管的五个维度: 以金融消费者保护为核心[J]. 清华金融评论, 2014 (10).
- [18] 谢平, 邹传伟. 互联网金融模式研究[J]. 金融研究, 2012, (12).
- [19] [英]维克托·迈尔-舍恩伯格, 肯尼思·库克耶. 大数据时代——生活、工作与思维的大变革[J]. 盛杨燕, 周涛译, 浙江人民出版社, 2013: 127.
- [20] Patricia Sanchez Abril, *The Evolution of Business Celebrity in American Law and Society*, 48 Am. Bus. L. J. 177, 2011: 178.
- [21] Ray Kurzweil, *The Singularity Is Near: When Humans Transcend Biology*, *Cryonics* 85.1, 2005: 160-160.
- [22] David Pogue, *New iPhone Conceals Sheer Magic*, N. Y. Times, Oct. 12, 2011, at B1.
- [23] David M. Serritella, *High Speed Trading Begets High Speed Regulation: SEC Response To Flash Crash, Rash*, U. ILL. J. L. TECH. & POLY 433, 2010: 436.
- [24] Ann C. Logue, *Day Trading for Dummies (3rd Edition 2014)*: 195.
- [25] 黄谔蓉. 金融研究中的新闻分析框架及应用[J]. 证券市场导报, 2013 (1).
- [26] 胡吉祥. 互联网金融对证券业的影响[J]. 中国金融, 2013, (8).
- [27] 钱弘道. 法律经济学的理论基础[J]. 法学研究, 2002 (7).
- [28] 尹龙. 金融创新理论的发展与金融监管体制演进[J]. 金融研究, 2005 (3).
- [29] 谢平, 邹传伟. 互联网金融模式研究[J]. 金融研究, 2012 (12).
- [30] Usha Rodrigues, *Securities Law's Dirty Little Secret*, *Fordham Law Review*, 81 Fordham L. Rev. May, 2013: 3389.

责任编辑: 王卉