

## “大证券观”下的互联网金融风险防范与监管

邢会强 \*

**摘要:**互联网金融乱象的根源主要在于理念错位、体制不顺、法律滞后、投资者不理性、社会信用体系不健全、风险防范机制缺位。这些根源的背后,是没有树立正确的“大证券观”。在此“大证券观”下,要树立“边发展边规范”的理念,理顺监管体制,设立一元化的金融监督管理机构,尽快修改《证券法》,完善法律框架,加强社会信用体系建设,加强互联网金融监管,加强投资者教育,培养理性的投资者,让投资自我决策、自我负责。

**关键词:**大证券观 互联网金融 金融乱象  
风险防范 金融监管

2017年第五次全国金融工作会议强调要“加强互联网金融监管”,这是在互联网金融乱象频发的背景下提出的新要求。互联网金融的本质是金融。是金融就要接受监管,因为金融业具有突出的外部性和较高风险性以及风险的易传染性。由于互联网金融是新生事物,出于对新生事物的呵护,

---

\* 中央财经大学法学院教授、博士生导师。

以及担心过严的监管会遏制金融创新,我国一度对互联网金融过于宽容甚至在一定程度上在某些领域疏于监管,结果却导致了互联网金融乱象层出,风险事件频发,投资者利益受到损害。在此背景下,“加强互联网金融监管”是正常的逻辑回归。那么,如何加强互联网金融监管呢?这值得学界深入思考。

为此,本文拟从总结互联网金融乱象的表现形式为逻辑起点,分析我国互联网金融的主要风险,探究互联网金融乱象与风险的根源,进而在此基础上提出防范互联网金融风险、加强互联网金融监管的法律对策。本文的突出创新之处在于,认为互联网金融的大部分领域都是“互联网证券”;“互联网证券”应纳入《证券法》的调整范围之内,接受证券监管;我国《证券法》规定的“证券”的范围应该扩大,我国金融法应该树立“大证券观”,主要以证券法的思维和证券监管逻辑而不是银行法的思维和银行监管逻辑来监管互联网金融。

## 一、互联网金融乱象的表现形式

互联网金融乱象的表现形式很多,不同的学者有不同的总结。<sup>[1]</sup>根据笔者的观察,我国互联网金融乱象主要有以下四种表现形式。前三种表现形式主要体现了经营者的非理性,同时也夹杂了投资者的非理性,因为如果没有投资者的非理性也不会有经营者的非理性;最后一种表现形式则体现了监管者的非理性。

### (一) 互联网金融的经营者一涌而起,鱼龙混杂

P2P(peer to peer)网络借贷是指拥有资金并有理财投资意愿的个人,通过网络借贷平台这一信息中介机构的牵线搭桥,使用贷款方式将资金借贷给其他有资金需求的人的一种互联网金融模式。自2007年拍拍贷的成立为P2P网络借贷在我国的发展拉开序幕以来,其发展势

---

[1] 例如,广东财经大学金融电子商务研究中心总结了互联网金融乱象的七大表现,参见广东财经大学金融电子商务研究中心:《互联网金融乱象调查报告》,载《证券时报》2014年12月4日A12版。

头锐不可当。尤以近几年为最,发展之迅猛呈现“井喷”之势,不仅实现了数量上的爆发式增长,在业务运营上还创新出现了大量的变异模式,可谓将创新发挥得淋漓尽致。一份来自花旗银行的最新报告指出,中国是全球拥有 P2P 借贷平台最多的国家,中国的 P2P 平台规模约为 669 亿美元,是美国的 4 倍。<sup>[2]</sup> 数据显示 2015 年中国的 P2P 平台数量已经达到 3600 家,而存在问题的 P2P 平台数量也超过 1000 家。<sup>[3]</sup> 倒闭跑路的 P2P 平台更是频频出现。截至 2016 年 3 月底,倒闭或跑路的问题平台已超过 800 多家,累计停业及问题平台达到 1523 家。<sup>[4]</sup> 为什么中国的 P2P 平台这么多,以致远远超过社会实际的需求量? 这值得我们深思。

## (二) 非法集资与庞氏骗局混迹其中, 欺诈盛行

在我国方兴未艾的互联网金融大潮中最尴尬的一件事,大概要数在过去两年暴风式生长的 P2P 平台。<sup>[5]</sup> 数据显示:2014 年 P2P 网络借贷平台涉嫌非法集资发案数、涉案金额、参与集资人数分别是 2013 年全年的 11 倍、16 倍和 39 倍。<sup>[6]</sup>

进入 2017 年,伴随着互联网金融专项整治和要素市场专项整治,邮币卡、贵金属、文交所等被关闭,导致大量的市场庄家转战线上。同时,非法集资、传销、众筹业务等行为也假借区块链技术的名义,开展 ICO(initial coin offerings,首次公开售币)业务。国内外部分机构采用各类误导性宣传手段,以 ICO 名义从事融资活动,相关金融活动未取得任何许可,其中涉嫌诈骗、非法证券、非法集资等

---

[2] 佚名:《中国拥有全球最多 P2P 借贷平台 数量系美国四倍》,载 <http://hb.qq.com/a/20160411/021745.htm>,2017 年 9 月 3 日访问。

[3] 同注[2]。

[4] 潘锡泉:《互联网金融乱象下的监管思考:激励还是整治?》,载《当代经济管理》2016 年第 6 期。

[5] 《全世界的 P2P 只有中国有骗局》,载 [http://www.sohu.com/a/49522971\\_121403](http://www.sohu.com/a/49522971_121403),2017 年 9 月 3 日访问。

[6] 《2014 年非法集资案件达历史峰值 P2P 成重灾区》,载 <http://kuaixun.stcn.com/2015/0428/12206206.shtml>,2017 年 5 月 7 日访问。

行为。<sup>[7]</sup>

### (三) 互联网金融经营者缺乏必要的管理机制,侵权行为不断发生

互联网金融公司大多都是由互联网公司转型而成的,缺乏专业的管理经验,对业务流程的风险认识不足,缺乏对资金链的管控能力,在资金错期机制和收益分配机制等方面缺少经验。比如,2011年倒闭的“哈哈贷”(www.hahadai.com),就是因为错期配置机制设计不合理,没有协调好资金问题而走投无路。<sup>[8]</sup>再如,最近兴起的ICO,很多项目的资产不清晰,投资者适当性缺失,信息披露严重不足。<sup>[9]</sup>

### (四) 监管者管理措施失当,政策忽冷忽热

2013年被称为“中国互联网金融元年”。在“互联网+”政策的鼓吹之下,2014年中国互联网金融野蛮生长,P2P网络借贷、众筹融资等互联网金融新业态不断涌现。2015年7月18日,人民银行、银监会、证监会、保监会、工信部、工商总局、公安部等十部委发布《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》,互联网金融监管的“基本法”出台,互联网金融监管的基本框架开始确立,但相关内容不够充实,规则不够明确。2015年12月,“e租宝事件”爆发。以此为标志,互联网金融容易沦为非法集资的特征被更多的人所认识。接着,2016年成了中国互联网金融的整顿之年,国务院办公厅公布了《互联网金融风险专项整治工作实施方案》,17个部委同步公布了6个细分领域的子方案。在这样的背景下,“互联网金融”被污名化,甚至有人抛弃了“互联网金融”的称谓,转而使用“金融科技”(Fintech)这个词汇。2017年则是互联网金融的风险防控之年。总之,从实际效果来看,监管层面始终缺乏一个“自上而下”的互联网金融监管顶层设计与“自下而上”的互联网金融

[7] 中国互联网金融协会:《关于防范各类以ICO名义吸收投资相关风险的提示》,2017年8月30日,载<http://www.nifa.org.cn/nifa/2955675/2955761/2967610/index.html>,2017年9月5日访问。

[8] 广东财经大学金融电子商务研究中心:《互联网金融乱象调查报告》,载《证券时报》2014年12月4日A12版。

[9] 中国互联网金融协会:《关于防范各类以ICO名义吸收投资相关风险的提示》,2017年8月30日,载<http://www.nifa.org.cn/nifa/2955675/2955761/2967610/index.html>,2017年9月5日访问。

各模式的监管细则,这必然会导致互联网金融的野蛮生长。<sup>[10]</sup>

## 二、互联网金融的主要风险

互联网金融的风险形式很多。按互联网金融的形态,互联网金融的风险可以分为互联网货币的风险、第三方支付的风险、P2P网络借贷的风险、互联网众筹的风险、互联网理财的风险、网络银行的风险、互联网证券的风险、互联网保险的风险等。按照主体,互联网金融的风险可以分为投资者的风险、融资者的风险、互联网金融平台运营者的风险和政府的风险等,而政府的风险主要是系统性风险。按照风险的内容,互联网金融的风险主要分为:(1)合规风险、合法性风险、非法交易风险等,尤其是违反有关法律规定涉嫌非法集资的风险;(2)合法权益被侵犯的风险,包括财产权、隐私权、知情权和求偿权受到侵害或得不到保障和实现的风险等;(3)信息安全风险;(4)高成本风险;(5)流动性、转让变现困难风险;(6)信用风险,等等。

如果打通所有的互联网金融形态,按照风险的内容,可以将互联网金融的风险分为以下十大主要风险:

### (一)涉嫌非法集资风险

P2P、众筹、互联网理财、互联网保险等互联网金融形式,如果投资者超过200人,在当前穿透式监管的背景下,均有可能涉嫌非法集资相关罪名,包括非法吸引公众存款罪,变相吸收公众存款罪,非法发行股票、债券罪,集资诈骗罪,非法经营罪等。

### (二)交易欺诈风险

鉴于网络的虚拟性,互联网金融参与者的资信状况在我国目前还难以完全认证,这容易产生欺诈和欠款不还的违约纠纷。因此,互联网金融有助推非法交易的风险,这些非法交易包括通过虚假交易诱惑其他投资者跟进投资,通过互联网金融进行洗钱犯罪,或者利用先进的互

---

[10] 潘锡泉:《互联网金融乱象下的监管思考:激励还是整治?》,载《当代经济管理》2016年第6期。

联网证券技术(如高频交易软件、HOMS 系统等)进行操纵市场、抢先交易、内幕交易等证券欺诈活动。

### (三) P2P 网贷平台的合规风险

由于银监会等部委于 2016 年 8 月 24 日颁布的《网络借贷信息中介业务管理暂行办法》对 P2P 网贷平台的定位是“信息中介”,且规定了相应的融资限额,这与现存的大多数 P2P 网贷平台的定位与做法不一致,导致这些 P2P 网贷平台存在合规风险,而合规需要一个过程。

### (四) 互联网金融平台的信息安全风险以及投资者个人信息受侵害的风险

在互联网经济条件下,个人信息的获取对于诸多商家至关重要。谁掌握了客户的信息,谁就能进行精准的营销。在互联网金融业务发展的过程中,互联网金融平台收集和积累了大量的个人信息,在利益的驱使下,这些信息很可能被盗取,盗取者可能是公司的员工,也可能是外部的黑客。这些个人信息也可能被非法使用、披露、泄露甚至买卖。

### (五) 投资者陷入庞氏骗局的风险

不少 P2P、众筹、互联网理财、互联网保险等互联网金融形式,其实就是庞氏骗局,其所承诺的高收益其实都是来自后续投资者的投资而不是以前投资所产生的利润。这些庞氏骗局以互联网金融的形式包装自己,凭借着国家支持“互联网+”的东风,以高收益为诱惑,吸引投资者加入。

### (六) 投资者知情权得不到保障的风险

在不少 P2P、众筹、互联网理财、互联网保险、第三方支付等互联网金融领域,信息披露均不到位,致使投资者或客户的知情权得不到保障。因知情权得不到保障,投资者可能遭受欺诈,或不得不负担一些隐性费用。

### (七) 投资者的投资变现困难风险

由于缺乏合法、有效的二级市场,投资者的很多互联网金融投资都面临着退出难的问题。这在以有限公司、有限合伙为形式的所谓“私募股权众筹”领域,风险更为突出。投资者出现亏损,也知道亏损,融资方的信息披露也并无不当,但由于缺乏二级市场,只能眼睁睁看着继续亏损。

#### (八) 融资者陷入高利贷的风险

由于我国的融资渠道不畅,不少中小企业被迫转让 P2P 网络借贷或众筹融资,但融资者因不了解合同签订程序或者利率的计算而陷入阴阳合同、高利贷陷阱等情形并不鲜见。此外,还有 P2P 网络借贷平台和众筹融资平台也会收取各种费用,这些费用与融资者支付的利息相加,也会使得综合真实利率超过正常水平。

#### (九) 互联网证券先进技术助涨助跌导致股市异常波动风险

在先进的互联网证券技术条件下,由于投资者数量增加,杠杆增加,交易速度变快,会给股市带来放大效应。2015 年 6~7 月间的股灾之前的过快上涨就与 HOMS 系统引来了诸多民间配资有关。此外,高频交易技术也会给股市带来系统性风险。2010 年美国的“闪崩”即是例证。

#### (十) 防范互联网金融风险的措施失当的风险

任何金融活动都有风险,都需要防范。但是,防范风险本身是有成本的,有时,防范风险的成本可能会大于风险本身带来的损失,在此意义上,防范风险反而成了不理性的行为。由于我们对风险的“未知”(unknowns),包括“我们知道我们不知道”[“已知的未知”(known unknowns)]和“我们不知道我们不知道”[“未知的未知”(unknown unknowns)],防范风险的措施有可能失当的风险,导致防范成本过高,阻碍了互联网金融的发展,错失了发展良机。这种因防范风险成本过大导致金融落后在历史上并不鲜见。早在 1720 年前后,在英国出现了“南海泡沫事件”,在法国出现了“密西西比泡沫事件”。泡沫发生后,两国都制定了相应的法律对股票市场严格监管,都一度在很长的历史时期内阻碍了股票市场的发展,英国在一百年后即 1825 年才废止了该法(《泡沫法》),法国则更晚,直到 20 世纪 80 年代才开始放松对资本市场的管制,这就导致了法国金融体系的落后。

### 三、互联网金融乱象与风险的来源分析

按照风险的来源,互联网金融风险也可以分为基于金融而产生的

风险与基于互联网技术而产生的风险。基于金融而产生的风险是互联网金融与传统金融共有的风险,如非法集资、非法交易(如洗钱等)、信用风险、流动性风险等。互联网金融的这些风险其实是传统的金融风险在互联网金融领域的延续,是披着互联网金融外衣的传统金融风险。基于互联网技术而产生的风险则是互联网金融特有的,或互联网金融比传统金融相比,风险更大的风险,如信息安全风险等。当然,有的风险难以辨析其主要是因为基于金融而产生还是基于互联网技术而产生,抑或二者均有之。如股权众筹转让变现困难的风险,如果没有股权众筹的出现,肯定不会有此类风险。但股权众筹出现后,由于目前法律的限制,不能公开发行,也不能公开转让,只能以“私募”的方式进行,投资者转让变现就出现了困难,甚至难以变现。这是传统金融(私募投资)所固有的风险,但却在互联网金融的条件下加剧。再如非法集资,它一直都存在,打击不尽,生生不息。在互联网金融的条件下,互联网技术便利了非法集资,使非法集资更迅速、更便捷、更容易跑路,互联网金融也因此背负了坏名声。上述分类的意义在于,技术的风险或许可以通过技术手段的升级予以防范,但金融的风险则主要依靠法律来防范。

我国互联网金融之所以能出现以上各种乱象和风险,其根源大致在于:

#### (一) 监管法律存在空白

《证券法》修改因2015年6~7月的“股市异常波动”出现波折,股权众筹和债权众筹的法律障碍没有消除。在简政放权的背景下,该建立的市场准入(行政许可)机制要么不敢建立,要么以备案的方式变通实施。

#### (二) 监管体制不顺

互联网金融的某些产品、业务,已经显现出综合经营、跨业经营的特征,但是我国现在依然是落伍的分业监管体制。此外,《证券法》规定的“证券”范围很窄,许多本应由《证券法》调整的实质证券,却不能纳入《证券法》的调整范围,更不能由证监会认定为“非法发行证券”。P2P借贷名为借贷但其实是证券,可惜在现行的《证券法》规定之下,不能由证监会进行监管。



### (三) 投资者不理性

投资者,尤其是年老投资者,金融知识比较薄弱,风险意识淡薄,经不起高利诱惑,很容易相信非法集资者所编造的“光辉业绩”,缺乏必要的尽职调查,不知道更舍不得聘请专业顾问(如律师)进行尽职调查。但一旦出现风险事故,又经常非理性维权,进行上访,把投资失败的责任都推给别人,不愿承认投资失败。

### (四) 信用体系不健全

我国还没有建立起统一的个人与企业社会信用体系,各种信用体系分割比较严重,信息不能互通,更不能“穿透”。信用立法滞后,阻碍了社会信用体系的建设。这使违法犯罪的成本较低,导致个别犯罪分子有恃无恐,不断变换“马甲”来进行欺诈和诈骗。

### (五) 风险防范机制不健全

对于传统的间接金融,金融法已经探索出一套比较系统的风险防范机制和体系,包括金融安全网。但是,对于互联网金融这种新型金融形式,金融法还比较滞后,还没有探索出一套比较完善的监管规则和风险防范机制,使互联网金融的风险裸露于外,直接压在了投资者身上,再加上错位的证券法观念,使投资者措手不及,损失惨重。

## 四、互联网金融乱象与风险的深层次根源在于落后的“小证券观”

互联网金融乱象的表现形式很多,互联网金融的风险的表现形式也很多。以上分析表面,其根源主要在于理念错位、体制不顺、法律滞后、投资者不理性、社会信用体系不健全、风险防范机制缺位,等等。而这些根源的背后,其实是没有树立正确的“证券法观”,即其“证券法观”是“小证券观”,而不是“大证券观”。正确的“证券法观”应该是“大证券观”。

“小证券观”认为“证券”的范围比较狭窄,最窄的口径是“证券 = 股票”,其次是“证券 = 股票 + 公司债券”,再次是“证券 = 股票 + 公司债券 + 证券投资基金份额”。最窄的口径在我国证监会的监管实践中

曾有很深的体现,结果是导致了将债券发行与监管等同于股票发行与监管。次窄的口径是我国《证券法》在1998年颁布时的证券范围,它在中国证监会此前的监管实践也有体现,以致中国证监会其实只管两块——股票和公司债券。<sup>[11]</sup> 第三个窄口径是目前中国证监会的监管实践,也是2005年《证券法》修订后的现行法规定,其除了监管股票、公司债券外,还通过中国证券投资基金业协会(自律)监管“证券投资基金”。“小证券观”是政治分工的结果,不是科学的证券定义的结果;是计划经济时代思维的遗留,而不是市场经济条件下“证券”含义的应有之义和客观要求。在这种“小证券观”下,投资者往往是天真的、非理性的,对监管者有着对父亲那般的依赖,不愿意“自我负责”,并将投资亏损的责任推卸给监管者。

“大证券观”至少采取美国法上的“投资合同”的概念来界定“证券”的范围,将具有投资性、风险性、标准化、可交易或可赎回等特征的凭证或者合同都纳入证券法的调整范围和证券监管机构的监管之下,它主要依赖市场的办法、手段和机制来解决投资决策、投资退出和投资责任的问题,强调“买者当心”“卖者有责”。在“大证券观”之下,直接融资发达,间接融资小于直接融资,投资者直接暴露于市场风险之下,主要靠自己而非政府作出投资决策并自我担责。

其实,细观互联网金融,可以发现,大部分互联网金融产品都是“证券”——除了电子支付、电子货币、互联网保险不是证券外,其余都是“证券”,如P2P网贷的大部分产品、股权众筹、网络理财等。<sup>[12]</sup>

具体到P2P网贷,主要有三种模式:一般模式、债权转让模式和受益权转让模式。在一般模式中,投融资双方通过平台直接签订借款合同,投资方支付借款给融资方,融资方到期还本付息,这属于借贷法律关系。因此,产品的性质为借贷。但在债权转让模式,是将已经取得的债权让与投资方,投资方替换原债权人,成为新的债权人。表面上是债权转让,实际上,因为其转让方式的公开性而成为公开发行债券。尽管

[11] 李飞:《关于如何确定证券法的调整范围问题》,载《中国法学》1999年第2期。

[12] 邢会强主编:《互联网金融的法律与政策》,中国人民大学出版社2017年版,第237页。

投资者仍为债权人、融资者仍为债务人,且债务人仍需按约定还本付息,但二者之间的关系已经不再是借贷法律关系,而是债券法律关系了。换言之,因这一模式营销方式的公开性,原本纯粹私人间的借贷民事法律关系演变成了具有一定公共性的债券法律关系,原来封闭的、具有相对性的、个性化的法律关系演变成具有开放性的、标准化的、可流动的法律关系。在收益权转让模式也是如此。因此,我国 P2P 网贷平台提供的大多数产品在本质上基本符合美国的证券种类中“投资合同”的基本要素。<sup>[13]</sup> 首先,投资者通过 P2P 网贷平台购买产品份额;其次,多个投资者通过购买产品份额共同投资于一个产品;再次,投资者期待通过借款人还本付息获得预期收益;最后,投资者不直接参与经营,预期收益的取得仅依赖于借款人。因此,我国 P2P 网贷平台产品在性质上应当属于“证券”,但现行《证券法》调整下的证券种类并不包括“投资合同”,<sup>[14]</sup> 造成 P2P 网贷平台的产品性质在认定上存在法律障碍。这就需要《证券法》进行修改,扩大“证券”的概念和《证券法》的调整范围。

此外,互联网保险中的基本保险保障的部分不是证券,但具有投资性质的部分却是证券。银行存款不是证券,但是银行卖的理财产品是证券。披着互联网金融外衣的非法集资,很多都是以证券的形式出现的。如在美国,其监管职责就在于美国证监会,即美国证监会在打击非法集资、庞氏骗局。但在我国目前的《证券法》之下,中国证监会却不能将其界定为“非法发行证券”,因此也就无权对其进行打击和行政处罚,当然,证券监管部门也不愿“蹚这滩浑水”。在这种错位的“小证券观”之下,正是由于没有明确的监管部门,非法集资者才敢明目张胆地进行非法集资。如果明确了监管部门,非法集资势必会大为减少,因为很多非法集资的背后都是“法律论证”,此“法律论证”钻的就是目前法律不明朗的空隙。

---

[13] (1)用金钱进行投资;(2)投资于一项共同的事业;(3)不直接参与经营,仅仅凭借发起人或第三方的努力;(4)期待获取利润。

[14] 包括股票、公司债券、政府债券、证券投资基金份额和国务院依法认定的其他证券。

## 五、整治乱象,防范风险与加强互联网金融监管的法律对策

在“大证券观”之下,整治乱象,防范风险与加强互联网金融监管的法律对策也主要是证券方面的:

### (一) 健全相关法律法规,消除法律不确定性,明晰法律界限

通过修改《证券法》,扩大“证券”的含义和《证券法》的调整范围,扩大非法发行证券的范围,将非法集资纳入《证券法》的调整和证监会的监管之下。

通过修改《证券法》,引入小额发行豁免、私募发行豁免、众筹发行豁免制度,肯定股权众筹的合法性。制定《股权众筹监督管理办法》,为股权众筹的发展提供法律保障和法律指引。

通过修改《证券法》,完善证券欺诈的构成要件、证明责任和法律责任,为打击欺诈交易提供完善的法律依据。

### (二) 理顺金融监管体制,加大执法与惩处力度,打击交易欺诈

在“大证券观”之下,P2P网络借贷由于具有复杂的金融形态(如债权拆分期限错配并转让等),大部分产品应该属于证券法规制的范畴,属于众筹中的一个类别,不应由银监会监管,而应由证监会监管。美国学者安德鲁·维尔斯坦因认为,美国对P2P的监管存在误区,美国证监会将P2P网贷平台定位为证券发行人不妥,并认为P2P由新设的联邦消费者金融保护署进行监管更合适。<sup>[15]</sup>我们认为,美国的教训的确为我国P2P监管提供了经验。但是具体到我国,还是应将P2P借贷定位为“证券”,并由证券监管部门进行监管,同时建立二级市场,让证券流动起来,通过流动实现对风险的定价。但与《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法》规定的监管方案——银监会出政策并负责行为监管,地方金融监管部门负责机构监管相比,由证券监管部门进行监管,更为恰当。P2P借贷是去中介化的,银监会无法对其进行微

[15] [美]安德鲁·维尔斯坦因:《美国人人贷的监管误区》,余涛译,载沈伟、[美]罗伯塔·罗马诺等著:《后金融危机时代的金融监管》,法律出版社2016年版,第56~172页。

观审慎监管。P2P 借贷是直接融资,银监会擅长监管的是间接融资,二者存在错配。事实上,证券监管机构的监管理念和方式与行为监管相契合,只不过美国证监会的制度与文化历史负担太重,没有很好地进行行为监管的转变,而中国证监会的制度与文化历史负担没这么重,可以胜任行为监管。

完善现代金融监管框架,合并“三会”(银监会、证监会和保监会),实现统一监管,即设立金融监管委员会。在金融监管委员会未设立时,实施功能监管,即准确界定某种金融产品的性质是证券业务还是银行业务抑或保险业务,并由相关的部门进行监管。

建立奖励举报制。明确庞氏骗局的主管查处机关为证券监管部门,防止投资者举报无门,惩处主管查处机关的不作为。

### (三) 科学立法,分类监管,建立互联网证券的二级市场

承认 P2P 网络借贷信用中介的合法性,区分信息中介和信用中介,并进行分类监管。

将 P2P 网络借贷、股权众筹、网络理财等等定位于“证券”之后,对证券要建立相应的二级市场,便利投资者转让退出,让证券流动起来,在流动中实现对资产或信用的定价,在流动中实现对发行人的市场监督。

尽管投资者有时是非理性的,二级市场的出现可能会便利证券的暴炒和暴跌,反而实现不了通过二级市场对证券进行定价的初衷,但这不是废除二级市场的理由,就像我国股市不能因投资者的非理性行为而轻易关闭一样。二级市场的流动性尤其是流动性泛滥可能加大风险,关键在于基础资产的质量。这是次贷危机的教训,但却构不成关闭二级市场以及不建立二级市场的理由。

### (四) 完善互联网金融的市场准入制度,把好入口关

市场准入是金融风险防范的第一道关口。不能因为“简权放政”而放弃了金融的市场准入。在金融领域,由于其特殊的利益结构和风险特征,天生就是一个被管制的市场。“法无禁止便自由”与“负面清单”的竞争法则与市场准入法则在金融领域是不完全适用的。健全市场准入的法律制度,根据互联网金融形态的差异,采取差异化的准入制度,而不能一味地放任自流。对于看得比较清楚的互联网金融,不能因

为担心遏制金融创新而放之任之,而应该充分利用我们的理性和智慧,早日将其纳入法律规制的道路。游离于法律之外的互联网金融,不但培养不出竞争力,反而会毁掉这个市场。在互联网金融领域,互联网金融众筹平台、互联网公募理财平台等,由于其具有类似于交易所的功能,如果放开市场准入势必会造成恶性竞争,甚至欺诈丛生,再加之平台关涉到众多投资者的利益,即公众利益,因此,应采取特许制,但其准入难度应低于公募基金。当前,证监会对于互联网公募理财平台的市场准入,仍然采取与公募基金一样的严格准入方式,而没有顾及互联网低门槛、小额、普惠的特点,不能适应互联网金融发展的客观需要。因此,我们认为,应适当放开准入,虽不至于符合条件即予以许可,但应给互联网公募理财平台一定数量的牌照。对于第三方证券交易软件,因其科技含量较高,它们不碰触资金,也不具有监管职能,不同于互联网金融平台等具有的交易场所性质,但其具有一定的涉众性,可能潜藏着操纵市场、内幕交易等违法行为,因此,可以考虑采取备案式监管。总之,我国应该根据具体互联网金融的形态,应通过制定《互联网金融监督管理》条例,建立、健全相应的市场准入制度

#### **(五) 加强信息披露制度建设,让投资者知情决策**

通过立法规定互联网金融信息披露的基本原则、方式和基本内容。互联网金融协会要尽快分类别发布统一的信息披露准则、格式指引和模板,引导互联网金融平台和发行人遵照。加强信息披露和风险揭示,打击互联网金融平台设置隐性费用的行为。规范互联网金融广告行为,禁止各类众筹平台、网络借贷平台、众筹发行人在经营宣传中以“高回报、低风险”等虚假宣传口号吸纳公众参与。

#### **(六) 加强信用体系建设,建立社会诚信的长效机制**

加强信用体系建设,建立统一的政府数据开放标准,由政府出面建立融合政府数据、金融数据、商业数据于一体的混合信用体系,加快社会信用立法,规范信用信息采集、使用和公布的行为。

在社会信用体系不完善的情况下,互联网金融的融资者及其高管、实际控制人等应到地方金融办和公安部门联合设立的办事机构处去登记,这些人要将其详细信息予以备案,并声称其披露给政府部门和投资者的信息是真实、准确、完整的,不存在欺诈融资、集资诈骗的目的,如

果债务到期还不上款,愿意依法承担相应的责任,包括记入信用数据库和承担刑事责任(如有集资诈骗)。互联网金融的融资者只有完成了这一备案,并拿到了地方金融办和公安机关的这一备案证明,方可在网络平台上进行融资。

#### **(七) 加强个人信息安全保护立法,切实保障投资者的个人信息**

尽快出台《个人信息安全保护法》,厘清个人信息保护的边界,明确侵犯个人信息权利的民事和行政责任,尤其是要让雇主为雇员的泄露个人信息的行为承担连带赔偿责任。

在大数据时代,个人信息成为一种核心生产要素,<sup>[16]</sup>个人信息也是一种重要的财产,可以交易和流通,在流通中实现对信息主体的保护。这就需要完善大数据交易所需要的法律框架,为大数据交易提供合法性保障。而大数据交易所的地位则类似于证券交易所,其也应具有自律监管功能。

#### **(八) 加强投资者教育,提高投资者识别欺诈的能力**

全方位加强投资者教育,多渠道进行投资者教育,通过典型案例教育投资者识别欺诈风险。让投资者摆脱对政府和监管机构的依赖,自主决策,自我负责,让投资者明了“非法集资的风险由投资者自己承担”。

#### **(九) 建立多元化纠纷解决机制,切实保护投资者合法权益**

建立、健全调解、调处、仲裁等非官方纠纷解决方式与渠道,尤其是建立、健全在线投诉处理机制,以及行业性(在线)纠纷调解、调处、仲裁机制。设置系统性问题主管,识别本企业或本行业普遍存在的问题,并反馈给业务部门,完善产品流程与合同内容。通过纠纷处理来防范纠纷、减少纠纷。<sup>[17]</sup>

#### **(十) 加强系统性风险的识别,科学合理防范风险**

加强对系统性风险的识别和评估。“坚决守住系统性风险的底线”并不意味着可以牺牲金融的长期发展换来短期的金融安全,应该

---

[16] 刘晓春:《大数据时代个人信息保护的行业标准主导模式》,载《财经法学》2017年第2期。

[17] 邢会强:《金融消费纠纷的多元化解决机制研究》,中国金融出版社2012年版,第85页。

在金融安全与稳定、金融创新与效率,金融消费者保护与金融公平之间求得巧妙的平衡。吸取法国密西西比泡沫和我国 2015 年股市异常波动的教训,正确认识金融安全价值的位阶,以及金融安全与金融效率、金融公平之间的关系。

对熔断机制要有正确态度,不可一谈熔断就色变。涨跌停板制度是防范个股或个别投资者风险的,全市场熔断机制则是防范系统性风险的。证券监管防范的主要是系统性风险,个别风险应由市场承担。因此,长远看,应实施全市场熔断机制,废除个股涨停板制度。新的全市场熔断机制的熔断阈值一定要适当拉开,不能相距太近,以免引发“磁吸效应”。此外,熔断后停止交易的时间不能太长,以免出现流动性困境和市场恐慌。废止我国的涨跌停板制度后,如果非要警示个股风险,则可以借鉴“美国版”涨跌停板制度,仅仅暂停交易很短一段时间,此后,股价涨跌再无限制。

## 六、结语

总之,在“大证券观”之下,要树立“边规范边发展”的互联网金融监管理念,在发展中不忘规范,在规范的同时中不忘发展,不可将“安全第一”的理念异化为“安全唯一”。我们固然需要强调互联网金融的安全,但安全不是人类的唯一价值,除此之外,还有自由、平等、公正、秩序等价值目标。具体到金融法(包括证券法和互联网金融法),金融法主要追求的是效率、安全与公平等价值。金融法需要在这三种价值之间求得平衡,这就是金融法中的“三足定理”<sup>〔18〕</sup>因此,互联网金融的风险防范也应该是寓于“三足定理”之中的,而不应该是只偏重于一隅而忽略其他价值目标的。

---

〔18〕 邢会强:《金融危机治乱循环与金融法的改进路径——金融法中“三足定理”的提出》,载《法学评论》2010年第5期;冯果:《金融法的“三足定理”及中国金融法制的变革》,载《法学》2011年第9期。