

# 互联网金融规制的反思与改进<sup>\*</sup>

张 斌

(华东政法大学经济法学院, 上海 200042)

**摘 要:** 在金融科技持续兴起、监管创新议题不断出现的全球背景下, 互联网金融亟需转变规制思路。互联网金融风险在一定意义上是生人社会交易背景下的信息不对称风险。当前的规制思路将P2P网络借贷定位为民间借贷网络化, 将股权众筹定位为股权私募发行, 希望通过刑事制裁来规制涉众性网络融资活动以管控互联网金融风险。这种“削足适履”的规制思路不仅阻碍了互联网金融的发展, 也没有起到很好的风险管控效果。为此, 应针对互联网金融风险的本质, 通过强化收益端和风险端的法制建设, 化解、转移信息不对称风险, 使其回归传统金融交易风险定价的基本逻辑。具体而言, 要确立原则导向监管方式, 倡导软法治理先行的规制进路, 引入国外“监管沙箱”范式, 以鼓励创新并控制风险。

**关键词:** 金融科技; P2P网络借贷; 股权众筹; 监管沙箱; 软法治理

**中图分类号:** F832.5

**文献标识码:** A **文章编号:** 1007-9041-2017(03)-0037-09

## 一、互联网金融规制思路的反思及纠正

### (一) 互联网金融的核心价值及风险本质。

自互联网金融概念被首次提出以来, 关于互联网金融本质的争论就一直弥漫在实务界和理论界, 金融互联网或是互联网金融的辩驳时有发生。理解互联网金融的核心价值, 尊重并发扬之, 洞察互联网金融风险的本质, 转移并化解之, 是探讨互联网金融规制的前提和基础。

Fisher (1955) 认为, 金融的功能在于实现金融资产在投资者和融资者之间的交易, 而金融资产是以货币时间价值为本质的信用风险载体。循此逻辑, 金融交易在一定意义上是对金融资产信用风险的交易, 金融交易过程是对金融资产的信用风险进行科学合理定价并转化为投资者金融收益的过程。传统金融主要通过银行等金融中介机构实现这种信用风险的定价和交易。但为了控制风险, 传统金融机构往往会设置较高的交易门槛并抬高交易成本, 使得小微投资者和资产禀赋相对较差的融资者往往难以满足其资金交易需求。

互联网金融借助互联网平台, 以较低的成本实现投资和融资门槛的降低和群体数量的扩大, 投资方和融资方在对互联网平台所披露的信用风险进行收益定价的基础上实现金融资产交易。互联网金融的本质仍然是金融, 其所要解决的仍然是如何实现资金融通的问题, 互联网和金融之间表现为一种标与本、表与里的关系。但较之传统金融, 互联网金融通过金融去中心化, 降低了投资和融资门槛, 更多投资者的参与使得金融信用风险得以极大地分散。因此,

收稿日期: 2017-01-09

作者简介: 张 斌 (1993-), 男, 浙江长兴人, 华东政法大学经济法学院硕士研究生。

<sup>\*</sup> 感谢匿名审稿人的宝贵意见。文责自负。

杨东(2015)将互联网金融形象地定义为“众筹金融”。

陌生人之间信赖是交易的前提,陌生人之间信赖与互联网技术相结合使互联网金融交易得以展开。但与此同时,陌生人之间信赖也成为非对称信息的温床(Hazen, 2012)。在金融依靠互联网技术实现信用风险分散和金融资产汇聚的同时,金融交易的信用风险也因新的交易环境而出现新的变化。因为互联网金融所连接的投资方和融资方彼此是完全陌生的,投资方和融资方之间固有的信息不对称被放大。在缺乏传统金融中介机构专业、严格的信息审查的情况下,信用风险的准确定价完全依赖于原本资源禀赋就相对较差的融资方的真实、完全的信用风险披露,金融收益的最终实现也依赖于融资方真实、诚信的资金运用。在缺乏约束机制的情况下,这种生人社会之间的金融交易因严重的信息不对称而在现实运作中容易发生道德风险和逆向选择事件,具体表现为P2P平台编造虚假融资项目以吸引投资后卷钱跑路、股权众筹融资方虚假信息披露、融资平台关联交易或者进行自融等欺诈、损害投资者利益的行为。这些正是当前我国互联网金融规制的重点和难点所在。

## (二)对当前互联网金融规制思路的反思。

在互联网金融兴起以前,直接融资主要依靠民间借贷和证券发行融资两种途径。对于民间借贷融资,我国法律规制主要依靠《合同法》第12章对民间借贷合同的借款人信息披露、利息支付、借款担保及违约责任等方面的条文进行规制,并辅之以《担保法》、《最高人民法院关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》等,对民间借贷担保和借款利率设置进行规制。对于证券发行融资,《证券法》根据是否向特定对象发行和发行证券累计是否超过200人,将其分为公开发行证券和非公开发行证券。公开发行证券必须满足相应的发行主体资格要求,履行相应的信息披露和材料申报制作责任,并经相应监管部门核准;非公开发行证券则必须符合私募发行的规定,并在投资人数量、投资人资格和发行推介等方面受严格限制。无论是民间借贷还是发行证券融资,我国法律规制体系均规定了非法集资的监管红线。融资行为只要满足非法性、公开性、回报承诺性和社会性的基本要件,即构成非法集资犯罪,将受到刑法的严厉制裁(彭冰, 2015)。

当前,我国互联网金融监管基本上沿循了传统的金融规制思路。在现行互联网金融规制路径下,P2P网络借贷被限定为民间借贷网络化。中国银监会等部门制定的《网络借贷信息中介机构业务活动管理办法》将P2P网络平台限定为信息中介机构,网络借贷必须严格遵守民间借贷相关规则。由于P2P网络借贷具有涉众性,很容易突破非法集资刑罪认定中投资者30人或150人的上限标准,<sup>①</sup>而P2P平台也可能因为帮助他人向社会公众非法吸收资金而构成犯罪。在实践中,P2P平台债权转让和资产证券化运营等创新模式很容易被认定为非法集资。对于股权众筹,当前的规制思路将其定位为股权私募发行的网络化,从而将其纳入私募融资的规制框架。中国证券业协会拟定的《私募股权众筹融资管理办法(试行)(征求意见稿)》提出,股权众筹必须严格遵守私募发行的相关规定,既要符合有关投资者主体资格要求,也不得进行公开宣传。当前的股权众筹必须符合《合伙企业法》和《公司法》关于有

<sup>①</sup>《最高人民法院关于审理非法集资刑事案件具体应用法律若干问题的解释》第三条第一款规定:非法吸收或者变相吸收公众存款,具有下列情形之一的,应当依法追究刑事责任:个人非法吸收或者变相吸收公众存款对象30人以上的,单位非法吸收或者变相吸收公众存款对象150人以上的。

限合伙人或有限责任公司股东人数上限规定,并且满足《证券法》规定的相关要求,否则容易构成擅自公开发行证券罪。

在这种延续传统金融规制思路的互联网金融规制逻辑下,一方面互联网金融因其网络债权融资和股权融资所具有的涉众性,容易受到传统金融规制体系“削足适履”式的制度压抑而无法充分发挥其“众筹金融”的替代融资功能。另一方面,互联网金融因其生人社会交易土壤所加剧的资金交易双方信息不对称,并由此衍生出的道德风险和系统风险,在以熟人社会为规制背景的传统法律规制路径下并未能够得到有效遏制;各种基于监管套利的金融创新不仅让监管部门应付不暇,而且使投资者利益容易受到各种良莠不齐的平台和融资方的严重损害。

### (三) 互联网金融规制思路的纠正。

互联网金融通过聚少成多、分散众筹实现相对于传统融资的替代性金融解决方案。互联网平台的充分运用,决定了互联网金融较之传统金融具有更强的公开性,这种公开性与目前传统金融规制体系针对涉众性直接融资所设置的非法集资等监管红线相抵触。当前的规制理念试图通过压抑互联网金融的公开性来规制其信息不对称风险,这种规制思路容易阻碍互联网金融发展,也因没有切中监管要害而收效甚微。

我国现行的金融规制体系带有很强的危机应对色彩和明显的刑法管制思维。<sup>②</sup>传统金融规制的主要目的是为了改变我国资本市场混乱无序的局面,在立法上强调从严监管,实现金融规范从无到有的进阶。在这种路径下生成的金融监管本身缺乏周延的规则体系,因而只能寄希望于依靠标准模糊的非法集资等口袋罪来实现粗放式的金融管制,对新型金融模式的理解、尊重和包容有所不足。

当然,一国的金融规制容易形成对既有规制体系的路径依赖。面对新型金融模式,有关部门要及时纠正规制思路。这并非仅仅是中国的问题,也是所有国家共同面临的问题。美国2012年“工商初创企业推动就业法案”(以下简称JOBS法案)可被视为金融规制思路矫正的立法产物,该法案对美国原有金融规制体系进行了深刻的反思和改革。JOBS法案要求美国证券交易委员会(SEC)修改既有规则(包括D规则和A规则),扩大证券注册发行的豁免范围。这些改变,放宽了私人企业通过众筹获得融资的选择和方式,使得普通的美国公民第一次有机会通过互联网获得股权投资的机会。由于这种致力于理解并包容金融创新的规制改革精神,JOBS法案被认为开启了私人资本市场的民主化进程。当前,美国学界对于互联网金融规制的反思仍在持续不断地进行。SEC要求P2P平台对其发行的票据履行传统证券注册发行手续的监管规定受到了美国学界的强烈批评,美国政府关于P2P资产证券化规制的改革亦在酝酿之中。

当前我国互联网金融规制亟需要思路上的转变,不能再将互联网金融债权和股权众筹局限于传统的民间借贷和私募股权发行网络化,也不能再试图仅凭一两个本身就涵摄不清的刑法罪名管控互联网金融风险。未来的规制应当正视互联网金融的现实需求,改进金融风险规制思路,通过立法改革突破当前规制障碍,并直接着眼于互联网金融风险本质,完善金融规

<sup>②</sup>经历了1995年“327”国债事件、1997年亚洲金融危机之后,我国于1998年颁发了《证券法》,从诞生之初《证券法》就带有很浓厚的管制思维。



制的基础制度和基础设施。

## 二、互联网金融规制的路径展开

### (一) 互联网金融规制的逻辑核心。

交易定价依赖于信息真实、完整的披露和流动。在这个过程中,由于融资方较之投资方具有天然的信息优势,存在经济学上的信息不对称问题。Gertler (1988) 认为,信息不对称在金融交易中容易引发典型的“柠檬问题”,“劣币驱逐良币”最终会导致整个市场的崩溃和关闭。在传统金融交易中,直接融资模式下民间借贷所特有的熟人社会交易土壤和间接金融模式下扮演信息监督者角色的金融中介机构在很大程度上可以消解信息不对称及其衍生风险,有效市场假说基本可以成立。

但是,在互联网金融领域,融资方自身的资源禀赋弱势、投资方和融资方之间的陌生化、交易标的的小额化以及受到严密金融风险指标约束的传统金融中介机构的缺位,加剧了投资方和融资方的信息不对称,也弱化了信息不对称的监督机制。无论是 P2P 网络借贷中的平台跑路,还是股权众筹融资中的虚假信息披露或自融等欺诈行为,多是因信息不对称而引发的机会主义行为。可以说,当前互联网金融的一切风险在一定程度上皆起因于信息不对称。因此,未来,我国互联网金融监管的逻辑核心在于:通过金融规制,防范、化解和转移信息不对称风险,使得互联网金融交易可以有效展开传统金融市场对金融资产信用风险定价的过程,进而使金融资产风险和投资者收益相互匹配。

### (二) 互联网金融的规制路径。

对于互联网金融领域的信息不对称风险,有两条规制路径:一是防范、化解信息不对称风险。这条路径立足于从根本上消除信息不对称风险,主要是通过信息披露和准入机制构建,从源头上减少投资方与融资方之间的信息不对称风险。二是分散和转移信息不对称风险。这条路径是在面对既有的信息不对称的事实前提下,通过一定的机制设计使得因信息不对称引发的风险被限缩在投资者可以承受的范围内,或者通过一定的机制设计将这种风险转移为信息优势方承担。鉴于信息不对称实际上涉及到以融资者和集资平台为代表的风险端和以投资者为代表的收益端两个信息端点,上述两条规制路径可以具体从风险端和收益端分别展开。

#### 1. 基于风险端的规制路径。

这一规制路径重在从源头上控制信息不对称风险,包括平台的准入与退出机制、第三方资金托管制度、信息披露机制和平台风险备付金制度等四条具体规制措施。

(1) 完善 P2P 网络借贷和股权众筹平台的准入与退出机制。网络借贷和众筹平台的资质好坏直接关系到整个互联网金融的信息不对称风险。在实践中, P2P 网络借贷出现的种种问题,大多源于 P2P 平台自身的诚信问题。英国《P2P 协会运营原则》和《关于网络众筹和通过其他媒介推销不易变现证券的监管方法》对网络借贷和众筹平台从最低运营资本、高管任职资格要求、内部控制结构和风险控制体系建设等方面提出了准入要求;在美国,被认定为资产证券化运营平台的 P2P 平台和众筹集资门户需要向 SEC 注册成为证券经纪商,方能开展营业活动。我国需要探索通过设置合理的准入门槛,尽可能地排除不良主体进入市场,规范 P2P 平台的运作模式。实践中需要区分不同运营模式的网络借贷平台和私募、公募众筹平台,设置不同的准入要求。对于平台的退出机制,可以借鉴英国经验,要求平台在注册登

记前必须设置好退出处置计划,具体可以是安排其他平台作为后续融资项目接管人,或者直接由接受托管资金的企业负责后续资金的管理与偿付。

(2) 完善第三方资金存管制度。为了切实防范网络借贷平台和众筹平台利用资金信息优势,挪用投资者投资项目的资金,需要引入第三方机构对资金的进出和流动进行全面的监督管理,从根本上限制融资平台对项目资金的控制。根据中国人民银行等部门发布的《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》,互联网金融的客户资金需要进行第三方存管。然而,中国证券业协会拟定的《私募股权众筹融资管理办法(试行)征求意见稿》中并未明确要求众筹资金需要由第三方机构进行存管,中国银监会等部门发布的《网络借贷信息中介业务活动管理办法》第28条虽然规定了客户资金银行存管制度,但并没有明确存管银行的具体权力和责任。实践中,第三方支付企业是最常见的存管机构,而当前监管部门大力倡导商业银行作为存管机构主要是基于存管风险的考量,往往对融资平台提出较高的准入门槛,使很多互联网融资平台望而却步。与此同时,当前的资金存管大多停留在通道模式,存管机构对于平台资金事实上的“存而不管”为人所诟病。未来应当细化、落实第三方资金存管制度。具有存管经验和风险控制能力的商业银行是较为合适的托管机构,可由监管部门遴选出部分商业银行,并要求其试点开发出适合于互联网金融资金存管的专项运营模式。应明确互联网金融平台对于客户资金无调度权,而存管机构应严格依据平台传达的客户指令信息进行资金的划拨流转,并专设部门对存管的客户资金进行跟踪监管,对融资平台的定期报告信息进行审核,定期向监管部门汇报平台客户资金出入和使用等情况。

(3) 完善平台、融资方的信息披露机制。要从根本上规制互联网金融信息不对称风险,真实、完整的信息披露是规制的基础和关键。互联网融资平台作为中介机构、融资方作为资金使用者,都负有信息披露义务。对于融资平台而言,信息披露内容应包括平台自身信息和关于融资项目的信息:第一,应真实披露关于平台的运营模式、风险控制机制等基本组织信息,以及平台融资的历史违约率、利率和分红报酬情况等业务运营信息;第二,应及时向投资者披露融资项目的融资人身份信息、项目真实性和后续资金使用情况等相关信息。对于融资方而言,融资前应如实披露融资者基本身份信息、融资项目计划及潜在风险和项目报酬计划;融资成功后应及时披露资金运用情况和后续资金偿付或投资分红计划等信息。应当注意的是,对于互联网金融信息披露要求应当特别考虑可能带来的合规成本,在制度设计上可以参照德国引入多人小额投资信息披露豁免制度,以实现投资者保护和便捷融资之间的平衡(纪海龙,2016)。

(4) 构建网络融资平台风险备付金制度。风险备付金制度是指P2P网络借贷和股权众筹平台在借款人借款时提取一定比例借款额作为风险准备。当借款人违约时,平台将用这部分资金对投资人进行偿付。通过风险备付金的设置,可以在一定程度上缓释互联网金融信息不对称风险,并将这种风险部分转移到平台或是融资者承担,并且基于信用风险的风险备付金提取本身也构成一项信用风险的传导和甄别工具。然而,由于P2P平台只做纯信息中介的主流定位,风险备付金被视为异化的平台担保模式,并不为当前规制思路所采用。事实上,无论是平台担保、“明股实债”的交易安排还是风险备付金,其实质都是市场主体基于竞争策略和收益保障而自发形成的风险处置机制。平台担保要求平台承担兜底责任,而“明股实债”

从一开始就游走在合法与非法的边缘,两者都因缺乏精确的风险定价和运作机制而加剧了平台和融资者的道德风险;而风险备付金制度自巴塞尔协议以来就一直被传统金融所采用,具有非常成熟的实践经验和运作机制可供借鉴。英国已经明确将互联网金融平台备付金的商业实践通过立法形式加以制度化。当前,我国互联网金融平台自发的风险备付金实践在资金来源、计算方法、存管模式上存在较大差异,缺乏标准化和制度化。为此,建议风险备付金制度应当明确备付金直接来源于所募集的项目资金,或由平台提供一定比例的启动备付金,然后再由平台根据项目风险和平台历史违约率等基础数据对每一个融资项目计提备付金。备付金要由银行实施第三方存管,平台对其不具有所有权和管理权能。

## 2. 基于收益端的规制路径。

基于收益端的规制路径,应强调投资者金融投资能力与其承担风险总量的匹配,具体包括如下内容:

(1) 取消投资者数量限制和股权众筹公开宣传禁令。当前,P2P网络借贷面临着投资者30人或150人的天花板限制,股权众筹被限制为只能向200人以内的合格投资者融资的私募发行,并须遵守公开宣传禁令。投资者数量天花板规则和公开宣传禁令不仅与互联网金融精神违背,而且人为地使信息不对称风险聚集在了少数投资者身上,变相放大了信息不对称风险。相较而言,美国JOBS法案已经在一定程度上取消了公开宣传禁令。<sup>③</sup>我国首先应当明确解除对互联网金融投资人数的天花板限制;其次应当重新定位股权众筹的性质,不能通过简单地将其定位为私募股权众筹而回避修法问题,应当通过修改《证券法》,建立公开发行豁免注册制度;最后,应结合我国金融监管实际,构建满足合格投资者要求的安全港规则,解除私募股权众筹的公开宣传禁令。

(2) 建立私募股权众筹合格投资者制度。互联网金融既有的信息不对称风险要求作为风险承担者的投资者需具备一定的风险抵御能力。对于具有高风险的私募股权投资而言,合格投资者制度对于遴选具有风险承担能力的投资者具有重要意义。在美国,合格投资者不仅需要拥有一定金额的净资产,而且需要具备相当的金融投资经验和风险识别能力;在适用豁免注册制度的证券发行行为中,合格投资者无论是个人还是机构,都不受证券法信息披露规则的保护,但对于证券欺诈行为,其仍可以得到证券法上的救济。事实上,为了防止私募融资风险向普通投资者外溢,在放松私募发行公开宣传禁令之后,SEC要求所有以公开宣传方式开展私募融资的融资者,必须采取合理措施对所有投资者的合格投资者身份进行验证。目前,我国2012年修订的《证券投资基金法》已经引入“合格投资者”概念,《信托公司集合资金信托计划管理办法》将其量化为“投资单个信托计划最低不少于100万元”、“个人或家庭金融资产超过100万元”、“个人收入在近三年超过20万元/年或夫妻合计超过30万元/年”。我国私募股权众筹发行对象合格投资者制度可以参照美国做法,赋予众筹平台审查合格投资者的权利和义务。

(3) 建立投资者分类限额制度。不同类型的投资者具有不同程度的风险抵御能力,为此,有必要根据收益端不同投资者的风险承受能力而作出不同的投资限制,以平衡投资者保护和

<sup>③</sup>根据美国JOBS法案的规定,依据D条例506规则发起私募融资的融资者,可在满足特定条件(主要是关于合格投资者的规定)的情况下,不受502规则(c)款对于公开宣传禁令的限制。



融资者资金融通需要。美国 JOBS 法案根据投资者年收入或净资产设置了投资限额制度,规定年收入或净资产低于 10 万美元者,可投资金额为 2000 美元或者年收入或净资产的 5%;年收入或净资产高于 10 万美元者,可投资金额为年收入或净资产的 10%,但无论年收入或净资产多高,其投资金额均不能超过 10 万美元。英国《关于网络众筹和通过其他媒介推销不易变现证券的监管方法》将投资者分为成熟投资者和非成熟投资者两类,规定非成熟投资者只能投资两个以下众筹项目,并且投资金额不得超过净资产的 10%。我国在进行互联网金融投资者分类限额立法时,可以结合投资者的资质能力和资金能力进行综合设计。资质能力方面,对于具有较高投资能力的机构投资者和专业的个人投资者,应当鼓励其参与各类项目的投资活动,充分发挥其项目甄别的市场主体作用。资金能力方面,可以以年收入和净资产为依据,划定一定的标准,将投资者分为非成熟投资者和成熟投资者。对于非成熟投资者,对其投资的项目数量和金额总数进行一定的数量或比例限制,以限制每一位投资者可能承担的风险总量。

### 三、互联网金融规制的具体进路

上述关于互联网金融规制路径的建议,不可能在当下互联网金融创新发展瞬息万变而金融规制理念和手段相对落后的情况下一蹴而就。对于互联网金融规制体系的建成和完善,要遵循循序渐进的客观进路要求。具体而言,近期可以确立原则导向监管并倡导软法治理先行的规制进路,引入国外关于“监管沙箱”的规制方法,实现在鼓励金融创新的同时防控金融风险。

#### (一) 采用原则导向的监管方式。

当前世界各国的金融监管主要存在以英国为代表的原则导向监管(Principles-based Regulation)和以美国为代表的规则导向监管(Rules-based Regulation)两种监管方式。其中,原则导向监管强调通过采用“和风细雨”式的监管方法,使用重要的原则和指引,同业界保持紧密的沟通以实现灵活的金融监管;而规则导向的监管更加注重全面完善的具体金融监管规制体系构建,以实现金融监管的“有理有据”。对于金融创新监管而言,实践经验表明原则导向监管方式更加具有优势。美国金融服务圆桌会议 2007 年研究报告认为,规则导向的金融监管体系通过一整套金融监管法律规定以约束金融行为和实践,其重点关注合规性,给金融机构和监管机构的主观判断与灵活调整的空间非常有限。而原则导向的金融监管体系重点关注既定监管目标的实现,且其目标是为整体金融业务和金融消费者实现更大的利益。同时,在互联网金融创新监管中,过于明确、具体的监管规制所勾勒出的合法与非法的界限,事实上为金融交易指明了规避法律的创新异化轨迹。

以 P2P 网络借贷监管为例,英国的原则导向监管成为世界 P2P 网络借贷的成功典范。英国 P2P 网络借贷主要的监管规范包括英国金融行为局 FCA 于 2014 年颁布的《关于网络众筹和通过其他媒介推销不易变现证券的监管方法》(以下简称“监管方法”)和由 Zopa、RateSetter 和 Funding Circle 三家互联网金融平台发起成立的 P2P 金融协会 P2PFA 于 2013 年颁布的《P2P 金融协会运营原则》(以下简称“运营原则”)。《监管方法》从信息披露要求、投诉管理要求、定期信息报告等方面提出宏观监管要求,而《运营原则》从公司管理层任职资格、最低运营资本要求、借贷资金单独存管要求等十个方面提出微观监管原则。宏观与微

观相结合的监管原则既鼓励了英国 P2P 网络借贷的创新发展,也能实现灵活、有效的监管。与之不同的是,美国 SEC 基于《证券法》对 Leading club 和 Prosper 等实行的证券注册发行监管给整个行业带来了高昂的合规成本,遏制了 P2P 网络借贷在美国的发展。

未来我国互联网金融监管可以在重要的监管方面提出一些原则性的监管要求,既防止金融创新偏离正常的轨道,也给予其一定的创新发展空间。待相应的金融模式成熟时,再完善具体的监管规则,形成原则导向监管和规则导向监管相结合的模式。

### (二) 运用自下而上的规制进路与软法治理相结合的模式。

互联网金融规制体系的形成包括自上而下和自下而上两种生成进路。前者是由监管者直接制定相关的监管规则对互联网金融发展进行干预;而后者则是通过企业和行业协会先行制定相应的内部规则和自律规范,然后经过一段时间的适用修正,最终上升为正式的监管规范。自上而下的生成进路带有很强的国家干预色彩,监管者远离行业发展和治理一线,容易忽视行业底层的发展需要而倾向于独断监管。而自下而上的生成进路充分考虑了社会自生规则的内在价值,其监管规则经过了实践的检验,更有利于形成监管者和行业之间理性互动的关系。在创新发展日新月异的互联网金融领域,监管者处庙堂之高,容易与民间自发的金融创新产生隔阂。金融维稳往往成为自上而下监管的主要目标,在一定程度上不利于整个行业的发展。因此,自下而上的监管进路应当是我国互联网金融监管的理性选择。在这种进路下,未来我国互联网金融需要经过一段时期的软法治理。

软法是与国家及其政府制定的国家法相对的概念,是指由某一特定的组织或团体制定或认可,用来规范组织或团体及其成员行为的内部规范,因为其规则的实施总体上不直接依赖于国家强制力的保障,因而被形象的称之为“软法”。互联网金融领域的软法治理,就是互联网金融企业和行业协会通过制定自身内部的企业管理规范和行业自律规范来实现行业的规范运行和安全稳定发展的治理目标。当前我国互联网金融领域业已具备一定的软法治理基础,中国互联网金融协会等行业组织已经发挥着重要的行业自律管理作用(李东荣,2016)。

软法治理虽然具有灵活性、互动性等优点,但是其主要依靠团体成员的承诺和舆论压力来保障执行,其制定过程也缺乏类似立法过程的约束机制。未来我国互联网金融领域的软法治理要注意以下问题:第一,软法治理应在政府主导、行业自律、企业内控、社会监督下综合发挥作用;第二,应当特别注重软法的制定过程和内容监督。软法应当由互联网金融企业主要成员及其代表协商来共同制定,以确保软法符合共同利益。此外,软法内容应遵守合法性原则和非歧视原则,不得与国家法律相抵触。第三,软法治理只是权宜之计和过渡阶段。当软法经过不断的市场检验和适应调整,已被各利益相关方所认可时,可以通过立法逐渐将其上升为国家法(邓建鹏和黄震,2016)。

### (三) 引入“监管沙箱”的创新监管范式。

创新是互联网金融的一个重要特征。如何以相对稳定的监管规则应对日新月异的金融创新,并在鼓励金融创新和规制金融风险之间实现平衡,是各国互联网金融监管所面临的难题。2016年4月,英国金融行为监管局(FCA)所推行的“监管沙箱”计划引发了各国金融监管部门的关注。“沙箱”(sandbox)原本是计算机用语,特指计算机安全领域的一种虚拟技术,即在受限的安全环境运行应用程序,为一些来源不可信、具备破坏性或无法判定程序意图的



程序提供试验环境。“监管沙箱”(Regulatory Sandbox)是FCA在金融监管中引入了“沙箱”理念,其指的是“一个类似于实验室的安全区域,在这个安全区域里,面临着当前监管障碍的金融创新者可以试验那些可以促进消费者福利和行业竞争的产品”。具体运行过程中,从事金融创新的企业首先向FCA提出“监管沙箱”申请,FCA经过评估其是否符合增进消费者福利的创新标准,决定是否给予其有限授权;取得授权的企业需要与FCA共同确定适用于该企业的“监管沙箱”方案,之后该企业在适用范围内进行测试,FCA对测试过程进行监控并对情况进行评估,以决定是否在“沙箱”之外正式推广。“监管沙箱”是近年来英国金融科技(FinTech)监管创新的一项重要举措。金融监管者意识到“穿透式”监管带来了很高的成本和不确定性,阻碍了金融创新和新的资本进入,因而实施了创新计划等一系列的改革举措。“监管沙箱”为金融创新提供了安全的测试环境,既鼓励了“破坏性”的金融创新,也有效控制了创新风险,并且也使监管者实现从对抗式监管到学习合作式监管的转变。目前“监管沙箱”已经被新加坡、澳大利亚、香港、日本等国家和地区金融监管部门在不同程度借鉴、采纳。

其实,“监管沙箱”与我国金融改革先试点后推广的实践做法有着一定的共通之处。当前,我国互联网金融各种创新模式层出不穷,实践中P2P平台债权转让模式运营、通过委托投资对接资管计划实现网络借贷的资产证券化、股权众筹产品投资协议“明股实债”安排等等,监管套利与实质创新往往杂糅难辨,监管部门对创新金融产品也缺乏深入的认识。未来,“监管沙箱”这一创新监管模式的借鉴、引入,在一定程度上可以为我国的金融创新监管提供良好的监管环境和实验平台。

### 参考文献

- [1] Fisher I.. The Theory of Interest as Determined by Impatience to Spend Income and Opportunity to Invest It[J]. Canadian Journal of Economics & Political Science, 1955, (21).
- [2] Gertler M.. Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview [J].Journal of Money, Credit and Banking, 1988, (20).
- [3] Lee T.. Hazen, Crowdfunding or Fraudfunding? Social Networks and Securities Laws: Why the Specially Tailored Exemption Must Be Conditioned on Meaningful Disclosure[J].North Carolina Law Review, 2012,(1).
- [4] Verstein A.. The Misregulation of Person-to-Person Lending[J].UC Davis Law Review, 2011,(45).
- [5] 杨东. 互联网金融法律规制——基于信息工具的视角[J]. 中国社会科学,2015,(4).
- [6] 杨东. 互联网金融风险规制路径[J]. 中国法学,2015,(3).
- [7] 彭冰. 非法集资与P2P网络借贷[J]. 金融监管研究,2014,(6).
- [8] 纪海龙.P2P网络借贷法律规制的德国经验及其启示[J]. 云南社会科学,2016,(5).
- [9] 李东荣. 互联网金融:行业自律与规范发展[J]. 南方金融,2016,(7).
- [10] 邓建鹏, 黄震. 互联网金融的软法治理:问题与路径[J]. 金融监管研究,2016,(1).
- [11] 刘明. 论私募股权众筹中公开宣传规则的调整路径——兼评私募股权众筹融资管理办法(试行)[J]. 法学家,2015,(5).

(编辑:李锋森)