

P2P 网贷与债权众筹等同论之批判

余 涛

(东南大学法学院,江苏 南京 211189)

摘 要: P2P 网贷与债权众筹等同论将其所谓的债权众筹与《JOBS 法案》中的债权众筹相等同的做法,犯了混淆其所谓的债权众筹与《JOBS 法案》中债权众筹的概念的逻辑错误,误导了我国监管者介入 P2P 网贷的时机和策略,扭曲了 P2P 网贷风控制度供给与风险防范需求,引发了被监管者在证券法中的身份界定难题。《JOBS 法案》中关于债权众筹的监管规则对我国 P2P 网贷来说不具有可移植性,证券监管体制也不适合我国 P2P 网贷的监管。为了避免等同论继续起不良作用,应抛弃该理论。

关键词: P2P 网贷;债权众筹;证券监管;直接融资;《JOBS 法案》

中图分类号: DF438 **文献标志码:** A **文章编号:** 1009-1505(2020)03-0150-11

DOI: 10.14134/j.cnki.cn33-1337/c.2020.03.014

一、问题的提出

P2P 网贷与债权众筹等同论是为我国学术界所广泛接受的一种观点,意指 P2P 网贷和债权众筹是等价概念,其在 2013 年左右出现于我国学界。关于等同论的常见表述有:债务型众筹就是人人贷(P2P)^[1],债权类众筹在我国体现为 P2P 等。^①我国 P2P 网贷监管深受等同论的影响。比如,有学者认为,美国《JOBS 法案》适用于股权众筹和债权众筹,而 P2P 网贷又等同于债权众筹,所以我国应该引入《JOBS 法案》的监管体制和规则;又因为《JOBS 法案》是美国《1933 年证券法》的修正案,所以对 P2P 网贷的监管应适用证券监管体制^[2]。沿着这个逻辑,我国学者对 P2P 网贷的融资属性、P2P 网贷中“标”的法律属性等议题开展了系列研究,主张我国应该对 P2P 网贷按照直接融资进行监管,并将“标”视为证券,用证券法来监管 P2P 网贷,以缓解我国金融压抑的局面和促进普惠金融的发展^[3]。

不过,基于等同论逻辑而产生的监管建议,并没有实现学者们所追求的缓解我国金融压抑局面和

收稿日期: 2020-04-11

基金项目: 江苏省社会科学基金项目“智能投顾信义义务规范的体系化构造研究”(19FXC002);中央高校基本科研业务费专项资金项目“存托凭证基础法律关系的构造”(2242020520025)

作者简介: 余涛,男,东南大学法学院讲师、东南大学民事检察研究基地研究人员,法学博士,主要从事证券法、金融法研究。

^①参见杨东:《互联网金融风险规制路径》,载《中国法学》2015 年第 3 期;林越坚、李俊:《P2P 网贷平台犯罪及司法治理研究》,载《河北法学》2016 年第 10 期。

发展普惠金融的目标。比如,据网贷之家的统计,我国正常运营的P2P网贷平台数量在2015年达到了2595家^[4],此后正常运营的P2P网贷平台数量逐年急剧下降,到2019年底仅剩343家^[5]。2019年11月,来自中国人民银行的监管者表示,2020年“P2P网贷平台整治以出清为目标,以退出为主要方向”,要“力争在2020年上半年基本完成P2P网贷领域存量风险化解”^[6]。按照这个监管精神,我国正常运营的P2P网贷平台数量还将进一步减少,P2P网贷行业也将进一步萎缩,甚至是消失。在P2P网贷行业都无法存活的情况下,更侈谈通过P2P网贷来缓解我国金融压抑局面和实现普惠金融之目标了。如此严酷的现实意味着受等同论影响的P2P网贷实践及其监管是失败的。这就促使我们不得不对等同论进行反思。围绕着此议题,后文将按照等同论的逻辑要求、等同论的负面影响、等同论的逻辑谬误的顺序展开。

需要说明的是,我国的P2P网贷模式先后经历了类资产证券化模式、信用中介模式和信息中介模式。其中,类资产证券化式P2P网贷始于我国对美国LendingClub交易模式的模仿,但该模式在很短时间内就被信用中介模式所取代。不过,信用中介式P2P网贷并没有完全抛弃类资产证券化式P2P网贷的设计,而是把其中的“证券化”因素吸收借鉴过来,即比照LendingClub中的P2P网贷Note,设计出P2P网贷“标”这一产品。当前我国P2P网贷专项整治的对象是信用中介式的P2P网贷。在整治工作完成后,信息中介式P2P网贷将成为我国P2P网贷行业唯一的合法模式。等同论形成于信用中介式P2P网贷的高速发展阶段,所以等同论中的P2P网贷主要是指信用中介式P2P网贷。后文论述中,在没有特别指明的情况下,P2P网贷就是指信用中介式P2P网贷。

二、P2P网贷与债权众筹等同论的逻辑要求

(一) 基本逻辑要求 P2P网贷监管应移植《JOBS法案》的相关规则

2012年美国出台了《JOBS法案》,专门对股权众筹和债权众筹进行规制。以该法案的规定为中心,我国学术界对我国的股权众筹和债权众筹及其规制也展开了研究。相较于《JOBS法案》对股权众筹和债权众筹进行一体界定的做法,^①我国学术界对股权众筹和债权众筹的界定则采用了不同思路。对股权众筹来说,我国学术界以《JOBS法案》的资本市场语境为潜在的界定依据,比照IPO的过程,将股权众筹理解成缩减版的IPO,投融资双方交易的标的是股票。相反,对债权众筹来说,我国学术界没有比照《JOBS法案》所指向的债券融资——学术界没有把债权众筹看成是缩减版的债券融资,也没有把交易标的限定为公司债券,而是从投融资双方交易关系在总体上体现出来的债权债务关系入手,将那些利用互联网向公众筹集资本的债权性融资手段看成是债权众筹。严格来说,P2P网贷应该是债权众筹的下位概念,而非等价概念。然而在我国,各界探讨债权众筹的语境是互联网金融,在互联网金融领域中投融资关系体现为债权债务关系的只有P2P网贷,于是P2P网贷就从债权众筹的下位概念被拔高

^①在此,我们有必要澄清我国学界中存在的两个误区:(1)误认为《JOBS法案》只适用于股权众筹的监管,而不适用于债权众筹的监管;(2)误认为《JOBS法案》所规定的集资门户是专门为股权众筹而设,而与债权众筹无关。实际上,《JOBS法案》既适用于股权众筹监管,也适用于债权众筹监管;集资门户既可以经营股权众筹业务,也可以经营债权众筹业务。这一点可以被美国的众筹实践所证明。有实证研究表明,美国《众筹条例》在2016年5月16日全面生效后的一个月里共有5家集资门户和2家经纪公司成功促成了39家初创企业的证券发售活动。在这39家发行人中,38%的公司发行的是普通股股票;10%的公司发行的是优先股股票;8%的公司发行的是生息贷款(interest-bearing loans);8%的公司发行的是收入分享股票;5%的公司发行的是可转换债券;31%的公司发行的是未来股本证券。这一研究中的“普通股股票”“优先股股票”“收入分享股票”“可转换债券”和“股本证券”都属于股权众筹的范畴;“生息贷款”则属于债权众筹的范畴。参见 Thomas Coke. Why the New Crowdfunding Rules Are Important but Ultimately a Letdown, J. Bus. & Sec. L., No. 17, 2016, p219.

为债权众筹的等价概念了。

在此基础上,我国学者们将中国的投资型众筹总结为股权众筹和P2P网贷两种^[7],而美国的投资型众筹则分为股权众筹和债权众筹两种^[8]。这就使得我国学者认为中国的P2P网贷和美国《JOBS法案》中的债权众筹相同。根据我国学者所习惯的比较法逻辑来分析,一个必然的结论是:中国的股权众筹监管应移植美国的股权众筹监管法律规则,中国的P2P网贷监管应移植美国的债权众筹监管法律规则^[9]。因为美国的股权众筹和债权众筹都适用《JOBS法案》的规定,故而中国的股权众筹和P2P网贷也应适用类似于《JOBS法案》的法律规则。这就是等同论的基本逻辑。该逻辑及其结论对我国P2P网贷监管实践产生了立竿见影的影响。比如,我国最重要的P2P网贷监管文件——《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法》(以下简称“《暂行办法》”)——第17条第2款规定的筹资限额制,^①几乎完全复制了《JOBS法案》第302节第(a)条第(A)项规定的筹资限额制。^②

(二) 延伸逻辑要求 P2P 网贷应受证券法监管

在等同论基本逻辑的影响下,P2P网贷应受证券法监管的观点越来越成为我国学术界的潜在共识。在该共识的基础上,我国学术界进一步从多方面来论证等同论基本逻辑所支撑的P2P网贷之证券法监管的合理性。这类研究实质上属于等同论的延伸逻辑,它们大致包括如下两方面的内容:

第一,论证P2P网贷的直接融资属性。关于此点,我国学术界大概从如下两方面开展了研究。第一类观点从P2P网贷的市场特性入手,认为P2P网贷创造出了一个全新的直接融资(证券发行)市场。原因是,一方面,P2P网贷中的“标”具有标准化特征。这使得“标”在功能上特别类似于证券,满足了二级市场的流通需要,能够极大提高P2P网贷市场的流动性;另一方面,P2P网贷中的借款人有着明确的融资目的和资金用途^[10],这与资本市场中发行人的募资要求极为相似,因为发行人必须在招股说明书等募资文件中详细披露筹集资金的目的和用途。第二类观点从P2P网贷平台的法律属性入手,认为P2P网贷平台的基本性质是居间,次要性质是金融机构^[11]。居间的基本属性使得P2P网贷平台所提供的服务更多地具有信息中介的特征,这意味着P2P网贷平台只是投融资双方之间的一个沟通媒介,资金交易直接在投融资双方之间进行。因而P2P网贷属于直接融资的范畴。这两类研究的共识是,我国对P2P网贷的监管必须遵从P2P网贷的直接融资属性。

第二,论证P2P网贷“标”的证券属性。在美国,SEC根据Howey规则和Reves规则认为美国的P2P网贷Note既属于美国《1933年证券法》规定的投资合同,又属于金融票证;^③进而,应该对P2P网贷实施证券法监管。受美国P2P网贷监管的影响,我国很多学者也都认为,我国应当学习美国把P2P网贷监管的重心置于对P2P网贷Note的证券属性之判定上,然后把我国的P2P网贷监管重心放在对“标”的性质之判定上,将“标”也认定为我国《证券法》第2条所规定的证券。具体的操作方法是,引入美国证券法理论中的Howey标准^[12],对我国《证券法》第2条规定的“国务院依法认定的其他证券”进

^①《暂行办法》第17条第2款规定:“同一自然人在同一网络借贷信息中介机构平台的借款余额上限不超过人民币20万元;同一法人或其他组织在同一网络借贷信息中介机构平台的借款余额上限不超过人民币100万元;同一自然人在不同网络借贷信息中介机构平台借款总余额不超过人民币100万元;同一法人或其他组织在不同网络借贷信息中介机构平台借款总余额不超过人民币500万元。”

^②《JOBS法案》第302节第(a)条第(A)项规定:“发行人向所有投资者销售的证券价值总金额(包括发行人在此交易发生日之前的12个月内根据本部分豁免规定所销售的任意数额)不超过100万美元。”

^③2008年11月24日,SEC向Prosper发布了停止令,要求Prosper停止P2P网贷业务。因为SEC认为Prosper的业务模式同时符合了Howey规则和Reves规则,故而其销售的P2P网贷Note属于证券。而Prosper没有履行证券发售注册义务,所以,Prosper必需停止P2P网贷业务。参见SEC. Order Instituting Cease-and-Desist Proceedings Pursuant to Section 8A of the Securities Act of 1933, Making Findings, and Imposing a Cease-and-Desist Order. 载 <http://www.sec.gov/litigation/admin/2008/33-8984.pdf>,2020年1月15日访问。

行明晰化,进而把我国P2P网贷的“标”纳入“其他证券法”的范畴中,使我国P2P网贷能够名正言顺地被纳入证券法的监管体制^[13]。

总之,等同论基本逻辑和延伸逻辑对我国P2P网贷的监管都产生了重大影响。在基本逻辑层面,等同论要求我国将《JOBS法案》中关于债权众筹的重要监管规则移植到我国的P2P网贷领域。在延伸逻辑层面,等同论要求我国P2P网贷监管应符合其直接融资的属性,同时扩大我国《证券法》第2条所规定的证券概念范畴,将P2P网贷的“标”解释为证券,进而将P2P网贷纳入证券法监管体制。

三、P2P网贷与债权众筹等同论的负面影响

基于等同论而生的监管建议并没有很好地解决我国P2P网贷所面临的问题,反而对我国P2P网贷的监管产生了诸多不良影响。具体内容如下:

(一) 筹资限额制与风险控制需求的错位

根据《暂行办法》第17条第1款^①的规定来看,我国P2P网贷监管引入筹资限额制的主要原因是防范信贷过于集中而带来的风险。信贷集中风险是银行业所要防范的核心风险之一。由于信用中介式P2P网贷属于影子银行,所以信用中介式P2P网贷面临的风险之一就是信贷集中风险。客观地说,筹资限额制对解决信用中介式P2P网贷面临的风险的确能够起到一定作用。然而,《暂行办法》所规制的P2P网贷是信息中介式的P2P网贷,^②其所面临的主要风险是信息不对称风险,而非信贷集中风险。这意味着针对信用中介式P2P网贷风险而生的筹资限额制所面临的实践和风险已经发生变化。如果还坚持筹资限额制,那么风险控制制度就无法产生应有的激励效果,信息中介式P2P网贷所面临的信息不对称风险也将不会得到有效控制。

在信息中介式的P2P网贷平台中,平台存在的核心意义就在于利用其网络信息技术解决信息不对称问题。只有信息不对称问题被很好地解决了,投资者才愿意加入P2P网贷行业中来,为借款人提供资金支持。但是,筹资限额制根本起不到激励P2P网贷平台去大力发展网络信息技术以解决信息不对称问题的作用,它只会迫使P2P网贷平台机械地去切割、控制借款人的用款额度。在P2P网贷信息不对称风险无法被有效控制的情况下,投资者参与P2P网贷的动机也不会强。这样一来,就会影响P2P网贷的用户基础。实证研究表明,信息中介式的P2P网贷平台如果没有足够的用户基础,很难实现盈利^[14]。而且,融资限额制不仅直接意味着对借款人借款额度的限制,还间接意味着对P2P网贷平台手续费或服务费收入的限制。因为在当前P2P网贷的营业模式中,P2P网贷平台的手续费收入主要是在借贷双方成功达成交易后,从借款人一方收取。借款人筹资额度越大,P2P网贷平台赚取的手续费收入也越多;反之则越少。此外,受到《暂行办法》规定的营业范围的限制,P2P网贷平台从其他业务中获得收益的可能性也被堵死^[15]。这更是进一步限制了P2P网贷的营利能力。在面对收益渠道有限的情况下,P2P网贷平台唯一办法就是向借款人收取更高额的手续费,以增加自己的盈利。然而,这种做法势必又会提高借款人的借款成本,促使P2P网贷异化成网上高利贷。这种“杀鸡取卵”式的营业模式是难以持久地健康发展的。如此一来,P2P网贷市场将会变得越来越萎缩乃至完全消失。

^①《暂行办法》第17条第1款规定:“网络借贷金额应当以小额为主。网络借贷信息中介机构应当根据本机构风险管理能力,控制同一借款人在同一网络借贷信息中介机构平台及不同网络借贷信息中介机构平台的借款余额上限,防范信贷集中风险。”

^②《暂行办法》第2条第2款规定:“本办法所称网络借贷是指个体和个体之间通过互联网平台实现的直接借贷……网络借贷信息中介机构是指依法设立,专门从事网络借贷信息中介业务活动的金融信息中介公司。”这说明,《暂行办法》所说的P2P网贷是信息中介式的P2P网贷。

(二) 直接融资属性对 P2P 网贷监管的误导性作用

等同论认为 P2P 网贷属于直接融资的观点为我国监管者理性地选择 P2P 网贷监管策略带来了压力。因为等同论的逻辑符合了我国对发展直接融资的迫切需要。我国金融体系长期存在的一个问题就是过度依赖间接融资,直接融资发展不足。一般来说,间接融资的门槛比较高,我国大量亟需资金支持中小企业根本无法从间接融资渠道中获得资金支持;而直接融资市场发展又严重滞后,这又进一步恶化了中小企业的融资处境。所以,中小企业融资难、融资贵的问题亟需被解决,改变这个问题的可能方法之一就是大力发展融资成本相对较低的直接融资。这一思路几乎每年都会出现在我国各类监管文件之中。^①监管者之所以会不厌其烦地出台此类监管规定,是因为通过直接融资的方式解决中小企业融资难、融资贵的问题始终没有被解决。在等同论的语境下,P2P 网贷恰恰是一种直接融资模式,它为解决中小企业融资难、融资贵提供了可能性^[16]。在这种情况下,如果监管者悖逆等同论的逻辑而行事,那么监管者将背负着不当压制直接融资、抬高中小企业融资门槛和成本的骂名。

受制于等同论所带来的压力,监管者不得不在对 P2P 网贷的异化本质本来有着较为清醒认识的情况下向等同论让步。比如,早在2011年8月23日银保监会就发布了《关于人人贷有关风险提示的通知》(银监办发[2011]254号),认为 P2P 网贷“行业门槛低,且无强有力的外部监管,人人贷中介机构有可能突破资金不进账户的底线,演变为吸收存款、发放贷款的非法金融机构,甚至变成非法集资”。从事后来看,银保监会对 P2P 网贷所面临的核心风险的总结是非常准确的,这也正是当下我国 P2P 网贷清理整顿工作的重心所在。然而,受等同论等其他因素的误导,银保监会对一个有着明显非法集资特征的业务模式弃之不顾。监管者这种犹疑不决的态度,进一步催生了我国对 P2P 网贷监管的放任主义。尤其是在2016年《暂行办法》出台之前,我国影子银行式的 P2P 网贷行业几乎没有得到过任何实质性的监管,P2P 网贷行业在此期间也得到了野蛮扩张的机会。

在 P2P 网贷业务野蛮扩张的同时,其所积累的风险也在急剧扩张。比如,自2014年后,我国 P2P 网贷行业发生了大面积的“诈骗、跑路”“提现困难”等问题。不断增长的风险,迫使监管者又不得不捡起了此前被其抛弃的监管思路。^②2015年7月18日,央行等部门发布了《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》(银发[2015]221号),明确规定 P2P 网贷平台属于信息中介而非信用中介,禁止非法集资。这个文件的标志性意义在于,它意味着监管者放弃了等同论所带来的误导。在这个思路基础上,银保监会于2016年8月17日发布了《暂行办法》,其核心意涵就是通过备案、资金托管、信息披露的方式,把 P2P 网贷平台的信用中介业务逐渐改造为信息中介业务。

不过,对信用中介式 P2P 网贷的容忍所带来的风险远不止“诈骗、跑路”“提现困难”这么简单,它已经蔓延至整个金融业。在 P2P 网贷行业最盛的时候,平台一度演变成为“金融超市”,广泛经营着互联网支付、网络借贷、股权众筹融资、互联网基金销售、互联网保险、互联网理财等综合业务。监管者的默许和纵容,使得 P2P 网贷平台成了一个跨金融行业的综合金融机构。面对着严峻的系统性风险,国务院办公厅于2016年4月12日发布的《互联网金融风险专项整治工作实施方案的通知》(国办发

^①比如,《关于金融支持服务业加快发展的若干意见》(银发[2008]90号)强调,要提高直接融资在整个融资体系中的比重。《国务院关于进一步促进中小企业发展的若干意见》(国发[2009]36号)强调,要进一步拓宽中小企业融资渠道,增加直接融资占比。《关于进一步做好中小企业金融服务工作的若干意见》(银发[2010]193号)规定:“对符合国家政策规定的中小企业发行直接债务融资工具的,鼓励中介机构适当降低收费,减轻中小企业的融资成本负担。”《国务院办公厅关于金融支持小微企业发展的实施意见》(国办发[2013]87号)呼吁,要大力拓展小微企业直接融资渠道。类似的监管文件和要求还可以列举很多。

^②这说明,对所谓新生事物之监管,必须要对其本质有准确的把握,而不能从其喧嚣的创新假象出发,否则监管将变得被动且低效。参见赵志华:《区块链技术驱动下智能合约犯罪研究》,载《中国刑事法志》2019年第4期。

[2016]21号),要求监管者采取“穿透式”监管方法,根据业务实质来认定业务属性并对P2P网贷业务进行全面的清理整顿,严禁未取得相关金融业务资质的P2P网贷机构依托互联网开展金融业务。按照计划,整顿工作必须在2017年6月底完成。然而,在整顿期限于2017年6月届满时,监管者发现涉嫌非法集资或经营影子银行业务的P2P网贷平台数量庞大,放任监管所遗留的积弊不可能在这么短的时间内被清理掉。于是,监管者就将整顿验收期限往后再推延。实际上,清理整顿工作从2017年6月底被推迟以来,一直到现在都没有完全完成。2019年11月,央行等监管者表示,要“力争在今年上半年基本完成网贷领域存量风险化解”^[17]。而这里的“存量风险”正是银保监会在2011年所指出的问题,由于监管者受到了等同论等因素的不当误导,旧问题就被拖到了现在。

(三) P2P网贷参加者与证券法主体之间的角色匹配困难

在等同论视野下,需要对P2P网贷实施证券法的监管。在证券法监管体制中,P2P网贷平台在功能上类似于证券公司,借款人为证券发行人,出借人是证券投资者。但是,这种监管构想会引发如下监管难题:

第一,发行人的角色认定面临困难。按照等同论的观点,证券发行人是借款人,而借款人有自然人和法人两类,所以发行人也有自然人借款人和法人借款人两类。首先,《证券法》意义上的发行人不可能是自然人。因为如果把自然人认定为发行人,让其承担《证券法》下的发行人义务,那么《证券法》所规定的信息披露义务(定期报告、临时报告)全都要适用于自然人,该自然人面将面临着难以承受的信息披露成本。进一步的结果是,消费借贷也将会因为自然人面临的高额合规成本而变得萎缩,并最终消亡。其次,如果把法人借款人视为证券发行人,那么我们也会遇到新的监管难题。在信用中介式的P2P网贷中,P2P网贷平台经营的是影子银行业务,监管的重心应该在P2P网贷平台的集资行为上,不在于法人借款人的借款行为。此时借款人的信息披露义务对象是P2P网贷平台,而非投资者。如此一来,法人借款人面向P2P网贷平台的信息披露义务将不受《证券法》监管,而受商业《银行法》监管。所以,无论是自然人还是法人,将它们界定为《证券法》意义上的发行人都不妥当。

第二,P2P网贷平台的法律性质界定困难。从P2P网贷平台所发挥的功能来看,平台为“标”的发行和转让提供了中介服务和平台服务,这使得P2P网贷平台同时类似于证券公司或证券交易所。如果把P2P网贷平台界定为证券公司或证券交易所,那么必须对《证券法》第七章(证券交易所)、第八章(证券公司)的内容进行修订,赋予P2P网贷平台以证券公司和证券交易所的性质。因为证券交易所和证券公司的身份获得和业务经营,在我国实行的都是特许制,没有经过监管部门的批准,任何主体都不可能成为这两类机构,也不能从事这两类机构所专营的业务。不过,即便我国对《证券法》第七、八章的内容进行了修订,解决了P2P网贷公司在证券法意义上的身份难题,那么P2P网贷依然面临着《商业银行法》带来的障碍。因为我国P2P网贷的影子银行本质使它成了信用中介,信用中介的身份获取和业务经营依然需要获得监管部门的批准。假如说《商业银行法》也通过修法的方式,赋予P2P网贷公司信用中介的身份,那么P2P网贷公司就可以继续以现有业务模式来开展业务。这将使P2P网贷公司变成一个集证券公司、证券交易所、商业银行为一体的超级金融机构。因为P2P网贷借款人的高信用风险和投资者的低风险承受能力,所以P2P网贷本身就成了一个高风险的行业。如果再使P2P网贷平台成为一个跨证券业、银行业的超级金融机构,那只会进一步扩大风险。所以,通过修改《证券法》和《商业银行法》来解决P2P网贷平台的角色难题也不可取。这意味着,我们无法在现有的制度框架下为P2P网贷公司找到恰当的角色定位。

四、P2P网贷与债权众筹等同论的逻辑谬误

P2P网贷与债权众筹等同论之所以会带来前述负面影响,主要是因为等同论本身存在着严重的

逻辑谬误。具体论述如下:

(一) 基本逻辑混淆了两种语境下的“债权众筹”概念

1. 《JOBS 法案》中债权众筹的真义。《JOBS 法案》中的债权众筹是一个相对于股权众筹而言的资本市场中的概念^[18]。故而,对于债权众筹的理解,我们需要从资本市场语境和股权众筹的对称这两个方面来展开。

第一,债权众筹概念形成的语境是众筹活动领域的资本市场化。在2012年美国《JOBS 法案》出台前,众筹的概念通常是指艺术家、企业家和非营利组织等筹资人利用网络大众的合作力量来资助一项慈善事业、创新性计划和投资机会的社会经济现象^[19]。这一概念试图将众筹的所有业态类型都囊括进去。这种界定,不考虑集资人和出资人的主观目的,也不考虑众筹所处的市场语境,只要有归集资金的活动是利用互联网进行的,都叫作众筹。不过,2012年《JOBS 法案》出台后,随着新要件的不断加入,众筹所指称的语境变得越来越精细。比如,有观点在众筹的方式要件中加入了“在不需履行传统证券发售注册要求的情况下”这一限定语^[20],使得众筹的概念逐步被限定在资本市场上,进一步凸显了众筹的融资功能和投资功能。在融资功能方面,特别强调众筹融资对筹资者经营某项营利性事业有关;在投资功能方面,强调了投资者在主观上对投资收益的追求。当然,众筹活动领域的资本市场化并不是说众筹活动在其他领域(比如慈善领域)越来越弱,而是说当学术界在提起众筹的时候,一个暗含的语境就是资本市场。如果讨论的是其他语境中的众筹,那么论者通常会指明该类众筹所处的语境。比如,如果众筹融资被运用于慈善或者共益领域,论者通常会在“众筹”之前加上该特定领域的限定词^[21]。

第二,因为债权众筹是股权众筹的对称,所以我们可以先从理解股权众筹入手,再根据股权众筹的概念来界定债权众筹的概念。根据美国《JOBS 法案》之规定,股权众筹是指筹资者面向投资者发行股票以筹资,投资者根据股票享有对发行人的股权。股权众筹在交易本质上跟普通的 IPO 没有区别,股权众筹中的股票与 IPO 中的股票在权利属性上也没有任何区别。二者的区别在于:(1)就法律依据来说,股权众筹受《JOBS 法案》规制,IPO 受《1933年证券法》规制。(2)就股票的发行来说,股权众筹的筹资者在发行股票前,不需要在 SEC 注册;普通 IPO 的筹资者在发行股票前,必须在 SEC 注册。(3)就筹资额度来说,股权众筹对融资者实行融资限额制,即只允许筹资者在一年内最多筹集100万美元;IPO 对筹资者的融资额度没有限制。(4)就投资额度来说,股权众筹实行投资限额制,^①IPO 对投资者的投资额度没有限制。基于这四点区别,我们可以发现股权众筹中股票的注册、发行门槛比 IPO 要低,进而合规负担也要轻。它相当于在普通的 IPO 之外,专门为中小企业做了一种例外规定,以方便中小企业通过股权融资的方式获得资金。在这个意义上,股权众筹是一种缩减版的 IPO。

按照股权众筹对应 IPO 的逻辑来推断,债权众筹应该对应于证券法中的公司债券发行。由于股权众筹的逻辑与 IPO 相同,那么债权众筹的逻辑应该与公司债券发行相同,进而债权众筹是公司债券融资的一种例外规定,其目的是为了更方便中小企业通过发行债券的方式来融入资金。又因为债权众筹中的债券和股权众筹中的股票,都属于证券,所以二者都适用于《JOBS 法案》的规定,进而股权众筹与 IPO 的四点区别也是债权众筹与公司债券发行融资的区别。具体来说:(1)债权众筹受《JOBS 法案》规制,公司债券发行受《1933年证券法》规制。(2)债权众筹的筹资者在发行债券前,不需要在 SEC 注册;发行公司债券的筹资者在发行债券前,必须在 SEC 注册。(3)债权众筹对融资者实行融资限额制,公

^①投资者投资额度限制,即要求投资者在一年内的众筹投资不能超过一定的额度。投资限额的标准又被分为两档:第一档,如果投资者的年收入或净资产值少于10万美元,则投资限额是2000美元或该投资者年度收入或者资产净值的5%,以大者为准;第二档,如果投资者的年度收入或资产净值等于或大于10万美元,则投资限额是该投资者年度收入或资产净值的10%,但最多不超过10万美元。

司债券项目对筹资者的融资额度没有限制。(4) 债权众筹实行投资限额制,公司债券发行项目对投资者的投资额度没有限制。

故而,经过语境限定和概念对照后的债权众筹是这样一种债券融资方式:筹资者面向投资者发行公司债券以筹资,投资者根据所获得的债券享有对发行人到期还本付息的权利。由于债权众筹与公司债券发行融资的前述区别,决定了债权众筹在本质上就是缩减版的公司债券发行。

2. 等同论中债权众筹的真义。对等同论语境中债权众筹概念的理解,应该从如下两方面进行:

第一,债权众筹是一个聚合概念。其意指债权众筹对类证券化、信用中介、信息中介等 P2P 网贷模式中所体现出来的债权债务法律关系的总和。我国学者之所以一般性地将 P2P 网贷看成是债权众筹,是因为所有模式的 P2P 网贷都有如下特性:一方面,在 P2P 网贷中,借贷双方之间是债权债务关系,这体现了“债权”特性;另一方面,因为 P2P 网贷平台的存在,使得大规模的借款人和投资者都能参与其中,这体现了“众筹”特性^[22]。将 P2P 网贷的这两个特性结合起来,就是债权众筹。这个意义上的债权众筹是广义的债权众筹,它是一个聚合性概念,它可以把所有体现债权债务法律关系的融资行为都囊括其中。甚至是《JOBS 法案》所规定的债权众筹,也被涵盖在这个聚合性概念之下。

第二,债权众筹是一个具体概念。此时,债权众筹仅仅是对某个特定 P2P 网贷业务模式所体现出来的具体法律关系的代称。对这一概念的界定,必须根据具体的语境来进行。首先要将债权众筹具体识别为类证券化式的 P2P 网贷、信用中介式的 P2P 网贷或者信息中介式的 P2P 网贷,然后再分析借贷双方债权债务关系。只不过,在这三种类型的 P2P 网贷中,类资产证券化式的 P2P 网贷早已被信用中介式 P2P 网贷所取代,且后者一直是 P2P 网贷市场中的绝对多数;在我国 P2P 网贷业务大整治的监管背景下,信用中介式的 P2P 网贷将逐步转变为信息中介式的 P2P 网贷。所以,如果把债权众筹理解成一个具体概念,那么它就有可能是信用中介式 P2P 网贷或信息中介式 P2P 网贷所体现出来的特定债权债务关系,即借贷双方的借贷关系。

总之,在等同论语境下,债权众筹有两种含义:其一,债权众筹是一个聚合性概念,它意指所有体现债权债务关系的融资方式。P2P 网贷和《JOBS 法案》中的债权众筹都属于聚合性债权众筹。其二,债权众筹是一个具体性概念,它意指具体 P2P 网贷模式所体现出来的特定债权债务法律关系。此时 P2P 网贷和《JOBS 法案》中的债权众筹都有着各自独特的债权债务关系,二者是一对平行概念。

3. 两种语境下债权众筹的相异性。在债权众筹是聚合性概念的情况下,《JOBS 法案》所说的债权众筹是资本市场意义上的债券融资方式,这是一个狭义概念;而等同论所说的债权众筹是指利用债权债务工具进行筹资的集资方式总称,这是一个广义概念。在两个概念并非同一所指的情况下,不能将其中一个概念所采用的监管逻辑,移植到另一个概念之上。强行移植,势必会引发诸多问题^[23]。这其实是我国很多学者在研究 P2P 网贷监管时所犯的错误:误将《JOBS 法案》中狭义债权众筹的法律关系与 P2P 网贷模式中所体现出来的法律关系总和相等同,进而一般性地主张将《JOBS 法案》所代表的监管体制和规则移植到我国的 P2P 网贷监管中。

在债权众筹是具体性概念的情况下,《JOBS 法案》所说的债权众筹仍然是资本市场意义上的债券融资方式,是一个狭义概念;而等同论所说的债权众筹主要是指信用中介式 P2P 网贷,这也是一个狭义概念。然而,信用中介式 P2P 网贷与《JOBS 法案》所规定的债权众筹也不是等价概念。原因有二,一方面,二者交易标的不同。信用中介式 P2P 网贷交易标的是“标”,资本市场意义上的债权众筹交易标的是公司债券。虽然“标”和公司债券都表征着债权债务关系,但是“标”不是法定证券,而公司债券则是法定证券。当然,我们似乎可以扩大《证券法》所规定的证券概念外延,将 P2P 网贷中的“标”认定为证券^[24],进而对 P2P 网贷实施证券法意义上的监管。但是,如后文所述,我国的 P2P 网贷“标”与美国的 P2P 网贷 Note 有着本质区别,不能比照 P2P 网贷 Note 的证券属性,将“标”也类比认定为证券。而且,如果我们把“标”界定为证券,那这又会引发一系前文所分析过的证券法监管难题。另一方面,融资

属性不同。信用中介式 P2P 网贷经营的是影子银行业务,其本质上属于间接融资的范畴,应当受银行法监管。资本市场意义上的债权众筹经营的是债券融资业务,其本质上属于直接融资的范畴,应当受证券法监管。

总之,等同论中的债权众筹与《JOBS 法案》中的债权众筹含义不同。在比较法逻辑上,我们不能把《JOBS 法案》中关于债权众筹的监管体制和规则都移植到等同论中的债权众筹之上。

(二) 延伸逻辑误判了 P2P 网贷和“标”的属性

1. P2P 网贷不属于直接融资。在等同论的延伸逻辑下,我国学者认为 P2P 网贷属于直接融资。然而,这种判断并不准确。因为直接融资是指,资金供需双方通过股票、债券的发行和认购等方式进行的融资交易。它与间接融资(银行融资)相对。判断一个融资的是否是直接融资的关键在于,投融资双方直接发生资金交易关系,而不需要经过信用中介来实现资金的时间价值。P2P 网贷之所以不属于直接融资,是因为:一方面,在间接融资中,借款人的借款数额或安排也可以体现出标准化的特征。比如,某个借款人向银行借款时,可以要求银行将款项以等额化、标准化的方式划拨给借款人。另一方面,明确的融资目的和资金用途并非直接融资所独有,间接融资中借款人也有着明确的融资目的和资金用途。^①所以,仅仅从资金需求的标准化特征和融资目的两方面是难以界定某个融资设计是属于直接融资的。

我国学术界将 P2P 网贷误认为是直接融资的主要原因是“金融脱媒”作了错误的理解。学术界往往泛泛地将金融脱媒中的“媒”理解为银行——如果某个金融业态出现了脱离银行而进行资金融通的现象,那么就会认为该金融业态属于直接融资。这一逻辑在 P2P 网贷领域中的反映是,借款人和出借人绕开了银行而进行了直接的资金交易,故而 P2P 网贷属于直接融资的范畴。然而,这种观点对“媒”的理解过于粗糙和狭隘。说其“粗糙”是因为,对“媒”的理解不能从物理性的角度出发,将其界定为银行的实体门店、营业网点等,而是应该从功能性的角度出发,将其界定为银行的信用创造功能^[25]。所谓的金融脱媒,其准确含义应当是脱离了银行的信用创造功能,而不是脱离了银行本身。说其“狭隘”是因为,发挥信用创造功能的主体并不仅仅只包括银行,影子银行也能发挥信用创造功能。真正意义的金融脱媒,不仅包括脱离银行的金融脱媒,还包括脱离影子银行的金融脱媒。如果借款人和贷款人双方脱离了具有信用创造功能的银行,转而投向于具有信用创造功能的影子银行,那么这并非真正的金融脱媒,而是金融换媒。等同论中的 P2P 网贷属于典型的影子银行,它并没有导致金融脱媒,而是出现了金融换媒。这意味着,我国的 P2P 网贷不属于直接融资。

2. P2P 网贷的“标”和 P2P 网贷 Note 有本质区别。如果仅仅从形式上看,我国 P2P 网贷的“标”和美国 P2P 网贷的 Note 的确极具相似性。因为在 P2P 网贷中,投资者和借款人之间所交易的“标”在形式上具有均等化的份额,和 P2P 网贷 Note 一样都表征交易双方之间的债权债务关系,而且平台提供的债权转让服务又使得 P2P 网贷平台具有了类似于债券交易中的二级市场的功能。不过仅仅依据这些相似性就得出我国的 P2P 网贷与美国的 P2P 网贷在本质上相同,进而“标”和 P2P 网贷 Note 在本质上也应该被等同对待的观点是不恰当的。主要原因如下:

第一,发行主体和目的不同。发行“标”的主体,既包括自然人,又包括法人,而债权众筹发行人仅包括法人。发行“标”的自然人主要是满足个人生活需要,而通过“标”来向投资者借钱,其属于消费金融的范畴;发行“标”的法人主要是为了满足企业生产、经营需要,而通过“标”来向投资者借钱,这属于企业融资的一种形式。在债权众筹中,企业发行债券的主要目的是从投资者处筹集资金来支持企业的生产经营活动,属于企业融资的范畴。

^①《商业银行法》第37条规定:“商业银行贷款,应当与借款人订立书面合同。合同应当约定贷款种类、借款用途、金额、利率、还款期限、还款方式、违约责任和双方认为需要约定的其他事项。”

第二,“标”和 Note 的意义不同。P2P 网贷 Note 是 P2P 网贷平台将 P2P 网贷公司已有的定期债权进行等额化拆分的结果。这一过程中,P2P 网贷公司并不对 P2P 网贷 Note 所代表的债权进行期限上的错配,因为期限错配工作已经由 WebBank 完成了。此时,P2P 网贷平台是一个从事资产证券化业务的受托机构(SPV),P2P 网贷 Note 是一种结构化证券。相反,我国的 P2P 网贷“标”是 P2P 网贷公司对投融资端资金的时间价值进行管理的一种方式,它的核心功能是对投资者的债权期限和借款人的用款期限进行错配。这在本质上使 P2P 网贷平台演变成了影子银行,P2P 网贷“标”在功能上成为一种从投资者处归集资金的方式。

P2P 网贷的“标”和 P2P 网贷 Note 的本质区别决定了,我们不能径行将分析 P2P 网贷 Note 的判例法规则直接运用到对“标”的分析上。不能仅仅在形式上对 P2P 网贷的“标”和 P2P 网贷 Note 做对比,而应该深入二者的经济交易实质来分析二者在特定的交易语境下的真实含义。等同论的延伸逻辑恰恰忽略了 P2P 网贷的“标”和 P2P 网贷 Note 的本质区别,进而不恰当地主张我国应该引入 Howey 规则^[26]。

五、结语:应抛弃 P2P 网贷与债权众筹等同论

P2P 网贷与债权众筹等同论中的“债权众筹”有两侧面,一个是广义的债权众筹,一个是具体 P2P 网贷模式中的债权债务关系。证券法意义上的债权众筹,是一个与股权众筹相对的资本市场概念,其意指缩减版的债券发行融资。P2P 网贷与债权众筹等同论没有区分不同语境下债权众筹的具体含义,而径直将二者等同起来了。这种忽略具体含义和语境的等同处理,要求监管者把用监管直接融资的体制和规则来监管 P2P 网贷。逻辑上的错配,不可避免地会带来不良的监管后果。

时至今日,P2P 网贷与债权众筹等同论仍然为我国学术界所坚持。^①为了避免 P2P 网贷与债权众筹等同论带来的逻辑混乱,我们应该抛弃该理论,即抛弃 P2P 网贷就是债权众筹或者债权众筹就是 P2P 网贷之类的提法,将 P2P 网贷和债权众筹彻底分开。而且,我们不能泛泛地用债权众筹这一概念,而应该强调这个概念生成的资本市场语境,突出其与股权众筹的概念对应性,将债权众筹的含义限缩为缩减版的债券融资发行。这样做不仅能够避免等同论所带来的逻辑混乱,还能为我国在未来将股权众筹和债权众筹一道纳入《证券法》做好理论铺垫。

参考文献:

- [1]姚海放,彭岳,肖建国,等.网络平台借贷的法律规制研究[J].法学家,2013(5):94-110.
- [2]白江.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.
- [3]彭晓娟.普惠金融视角下互联网金融发展之法律进路[J].法学论坛,2018(3):81-90.
- [4]网贷之家.2015年中国网络借贷行业年报[EB/OL].(2016-01-07)[2020-02-01].<http://wdzjossedn.oss-cn-hangzhou.aliyuncs.com/nianbao/2015nianbao.pdf>.
- [5]网贷之家.网贷行业数据[EB/OL].(2020-01-21)[2020-02-21].<https://shuju.wdzt.com/industry-list.html>.
- [6]汪子旭.多部门发力网贷平台加速转型退出[EB/OL].(2019-11-14)[2020-01-21].<http://www.xinhuanet.com/>

^①2019年12月28日第十三届全国人大常委会第十五次会议审议通过的《证券法》删掉了此前第三次审议稿第11条的众筹发行规定。这引发了我国学者的大量评议,其中一个代表性观点是,在各国都纷纷修改《证券法》予以豁免的趋势下,中国在此次《证券法》修改中却最终弃众筹发行于不顾,也许是考虑到了这些年互联网金融,特别是 P2P(网贷)的悲惨经历。该观点隐含的意思之一是,P2P 网贷应该适用于《证券法》的监管。事实上,如前所述,我国的 P2P 网贷与《证券法》意义上债权众筹并非等价概念,P2P 网贷的悲惨经历与众筹发行人法失败也无任何关系。学界之所以还把 P2P 网贷与《证券法》捆绑在一起,主要原因仍然是坚持了 P2P 网贷与债权众筹等同论。参见彭冰:《〈证券法〉修改的“得与失”》,载 <https://www.hugage.com/opinion/101499298.html>,2020年2月20日访问。

- fortune/2019-11/14/c_1125229240.htm.
- [7]彭冰. 投资型众筹的法律逻辑[M]. 北京:北京大学出版社,2017:20.
- [8]COKE T. Why the New Crowdfunding Rules Are Important but Ultimately a Letdown[J]. J. Bus. & Sec. L., 2016, 17: 218-223.
- [9]邢会强. 相对安全理念下规范互联网金融的法律模式与路径[J]. 法学, 2017(12): 22-28.
- [10]赵渊. 直接融资视角下的P2P网络借贷法律问题研究[J]. 交大法学, 2014(4): 146-158.
- [11]刘然. 我国P2P网络借贷平台的法律性质[J]. 法学杂志, 2015(4): 133-140.
- [12]余涛. 论美国证券法中“其他证券”的界定:规则演变及相互关系[J]. 证券市场导报, 2020(2): 70-78.
- [13]袁远. 我国互联网金融理财产品法律监管研究——以P2P网贷“自动投标”理财产品为中心[J]. 东方法学, 2018(4): 150-160.
- [14]芮晓武,刘烈宏. 中国互联网金融发展报告(2014)[M]. 北京:社会科学文献出版社, 2014:97.
- [15]YU T, SHEN W. Funds Sharing in the Context of the Sharing Economy: Understanding the Logic of China's P2P Lending Regulation [J]. Computer Law & Security Review, 2019, 35(1): 42-58.
- [16]商玉玺. 抑制环境下互联网金融刑事风险分析[J]. 浙江工商大学学报, 2016(2): 67-73.
- [17]汪子旭. 多部门发力网贷平台加速转型退出[N]. 经济参考报, 2019-11-14(A7).
- [18]余涛. 美国JOBS法案之评析——以股权式众筹为中心[C]//北京大学金融法研究中心. 金融法苑. 北京:中国金融出版社, 2014:347-363.
- [19]BURKETT E. A Crowdfunding Exemption? Online Investment Crowdfunding and U. S. Securities Regulation [J]. Transactions: Tenn. J. Bus. L., 2011, 13: 63-106.
- [20]MCDONOUGH B F, MANNING V A, GANDELMAN M B. Equity Crowdfunding and the Law (in New Jersey) [J]. New Jersey Lawyer, 2015, 297: 63-79.
- [21]匡亚林. 网络公益众筹中个人救助的参与效果何以评价? ——兼论认同性危机的消弭之道[J]. 华中农业大学学报(社会科学版), 2018(6): 132-139.
- [22]肖凯. 论众筹融资的法律属性及其与非法集资的关系[J]. 华东政法大学学报, 2014(5): 29-36.
- [23]李清池. 法律、金融与经济发展:比较法的量化进路及其检讨[J]. 比较法研究, 2007(6): 60-72.
- [24]邢会强. 我国《证券法》上证券概念的扩大及其边界[J]. 中国法学, 2019(1): 244-263.
- [25]沈伟,余涛. 影子银行的监管逻辑和进路:以影子银行本质属性为切入点[J]. 学海, 2017(2): 188-195.
- [26]董淳铎. 中国股权众筹立法问题之检讨[J]. 比较法研究, 2018(5): 120-135.

Critical Review of the Equivalence between P2P Lending and Debt-Based Crowdfunding

YU Tao

(School of Law, Southeast University, Nanjing 211189, China)

Abstract: The equivalence theory between P2P lending and debt-based crowdfunding mistakenly equates the debt-based crowdfunding that recognized by itself and that in the JOBS Act, which has misled the Chinese regulators in terms of regulatory timing and strategy, distorted the credit risk control system in relation to risk prevention, and kicked off many regulatory conundrums concerned with the P2P lending participants' role in the context of securities regulation. The rules and regulations concerning debt-based crowdfunding in the JOBS Act are not transplantable for P2P lending regulation in China, and so is the securities regulatory regime. In order to avoid the negative effects caused by the equivalence theory, we should abandon it.

Key words: P2P lending; debt-based crowdfunding; securities regulation; direct finance; JOBS Act



(责任编辑 陶舒亚)