

# 监管重点管什么？

要彻底消除互联网金融控股公司对于金融稳定与经济增长的负面影响，应宏观上完善资本市场监管体系，微观上建立互联网金融控股公司监管体制。

文 | 赵鹞

产融结合大体上可分为两种形式：由产到融和由融到产。

它的更高阶段就是企业金融化。关于“金融化”的定义还比较模糊，但学术界认为“金融化”有四个典型表现：金融部门膨胀、非金融部门利润积累渠道金融化、食利阶层财富与权势膨胀和广义资产证券化。

## 三个视角看风险

在我国“由产而融”、“企业金融化”的大背景下，兴起于2013年的互联网金融热潮催生出大量的“金融服务集团公司”（简称互联网金融控股公司），这些公司不仅涉及银、证、保等金融机构的参股或者综合经营，还重点从事互联网业态的金融业务，如网络支付、P2P网络借贷、互联网征信、互联网小额信贷、互联网消费金融以及所谓的互联网金融资产交易场所等，同时它们还有着诸如3C产品生产销售、商业零售（包括电子商务）、房地产、物流运输等各类实业背景，体现出明显的“由产而融”，表现出明显的企业金融化。

首先，从金融控股公司的角度看，这类互联网金融控股公司作为各类从事金融业务的子公司的控股股东，对其人事任命、经营决策和内部管理有决定权。由于多数没有完善的具有金融控股公司水平的内部治理机制，通过高管交叉任职、兼职甚至“垂帘听政”等方式干预子公司的经营

决策，使实质上已成为金融控股公司的集团公司内部防火墙失效，甚至是故意牺牲子公司利益或客户利益以最大化集团公司股东的利益，却不顾子公司从事金融业务所带来的外部性，损害社会福利。如集团公司控制的实质从事信贷活动的子公司忽视信贷资产安全性，为达不到风险控制要求的关联公司提供融资，最终导致坏账风险，又如集团公司的各子公司对同一客户开展同样的金融业务，使得集团公司整体的风险集中度大大增加。一旦此类客户出现问题，不仅子公司之间责任不清，还会使风险在母公司与子公司、子公司与子公司之间进行内部传递，而且还会通过跨行业、跨市场途径向整个金融体系传递风险。

其次，从互联网行业特征看，这类互联网金融控股公司普遍表现出这些特点：一是“轻资本”强化了集团公司的高杠杆。这类集团公司普遍通过互联网实现“轻资产”，其子公司资产更加“轻便”，如从事网络支付的子公司，其杠杆水平年均值为23，最大值为29，最小值为13，而集团公司的资本充足性完全不足以覆盖该子公司的风险暴露。二是低利润率提高了流动性与收益性的平衡难度。传统的按照大数定律管控流动性风险的方法将不再适用于“长尾分布”状态下的流动性管理，同时“长尾”人群的金融知识、风险意识和承受能力相对欠缺，更容易出现个体非理性和羊群行为，一旦出现风险，涉众多，影响大，加上缺乏资本充足率的要求，“轻资本”的集团

公司更容易产生突出的偿付能力的问题，形成较大的违约风险。三是在互联网竞争环境下，“抢先跑”推出新产品是互联网金融跨越网络效应“临界点”的重要手段，集团公司鼓励旗下子公司率先推出新产品，可能使得次优的产品取得竞争中的先发优势而战胜其他竞品，甚至战胜最优的产品。事实上，过度强调“试错性创新”使得一些不够成熟的金融产品被推向市场，比如产生恶劣影响的互联网金融产品将产生严重的操作风险与合规问题，加上其“上规模”的网络效应，使得不成熟的产品中即使隐藏着较小的风险，也容易造成大规模的资金损失，从而损害广大消费者的利益，产生尖锐的金融消费者保护问题。四是理论上，互联网企业一旦跨越“临界点”，其面临的供需曲线则发生逆转，即需求函数向上倾斜，供给函数向下倾斜，进而形成边际报酬递增与边际成本递减的独特优势，穿着“某某金服”外衣的集团公司变成“系统重要性”机构。同时，由于“长尾人群”多属弱势群体，集团既是“大而不能倒”，又是“太敏感而不能倒”。

再次，从企业金融化视角看，这类互联网金融控股公司的母公司或控股股东（简称控股企业）多是处于互联网服务、消费零售、物流运输和房地产开发等竞争性行业，当该行业的平均回报率低于金融市场的平均回报率时，控股企业出于并表利润最大化的考虑，会将更多生产经营资源投向金融市场配置，即表现出金融化倾向或者企业金融化。同时，由于“传统”金融行业准入门槛高，监管体系严密，监管标准严格，而互联网金融监管长效机制尚待建立，因而存在监管套利空间，造成了如过江之鲫一般涌入互联网金融领域，从而形成各类企业向互联网金融的过度投资，再通过集团化公司的组织架构与运作方式形成了互联网金融控股公司这一中国独特的“由产而融”、企业金融化。

从前述的企业金融化三个方面看，互联网

金融控股公司一方面对控股企业有着“蓄水池效应”，即企业金融化在一定程度上可以促进控股企业配置金融资源的能力，这是因为相对于实物资产，金融资产的流动性较强，当控股企业在生产经营方面存在有利可图的投资机会时，其可以较低的成本将金融资产变现进而补充实业投资的资金需求。然而，过度的金融化会对控股企业形成“挤出效应”，即控股企业过度配置金融资产会对实业投资形成“挤出”，使其实际投资低于最优投资，投资效率不断降低，控股企业必然过度依赖金融工具的运用，特别是广义资产证券化才能做大资产规模。当控股企业不断做大广义资产证券化规模时，其必然利用自己和旗下的互联网金融平台面向零售客户，特别是个人客户（或称C端客户）的用户规模优势向家庭和个人输出金融服务，销售企业在广义资产证券化过程中形成的金融资产，从而形成控股企业与互联网金融控股公司的正反馈循环。那么在宏观经济分析框架下，金融体系的金融加速器效应与前述的互联网“轻资本”即缺乏资本监管要求的互联网金融，会进一步加剧金融活动的顺周期效果，加大金融与经济的波动。

可见，以上金融控股公司的微观视角、互联网特征的行业视角和企业金融化的宏观视角互为呼应，说明缺乏监管的互联网金融控股公司在微观上抑制控股企业的实体投资与创新能力，在宏观上威胁金融稳定，加大宏观经济风险。

### 五个层面话监管

要彻底消除互联网金融控股公司对于金融稳定与经济增长的负面影响，应着力改进宏观经济与金融政策，要完善资本市场监管，使金融回报率降低到合适的水平；要降低实体经济系统性风险，着力解决“高债务、高杠杆”，防范“灰犀牛”；要鼓励企业创新，促进技术进步与产业转型升级，提高实体经济的回报率。同时，要从微观机制入手，

缺乏监管的互联网金融控股公司在微观上抑制控股企业的实体投资与创新能力，在宏观上威胁金融稳定，加大宏观经济风险。



TIPS

### 由产到融

产业资本选择性地部分资本由产业转移到金融机构，形成能发挥产融优势、服务于产业的强大金融核心。

## TIPS

## 由融到产

金融资本有意识地进入实业领域，选择性地控股部分实体产业，不是纯粹地入股、获取平均回报，而是从战略视角出发在实体产业中进行选择性投资或布局。

建立互联网金融控股公司监管体制：

一是督导完善公司治理机制。要求互联网金融控股集团按照现代金融企业制度，建立健全以股东大会、董事会、监事会和高级管理层为主体的公司治理结构，强化任职要求和职责权限。简化投资管理层级，降低组织复杂程度，减少交叉持股，严格防范控股股东对其他股东和客户利益的损害。规范金融投资决策程序，建立与所投资金融行业相适应的管理机制。集团公司应切实履行集团整体战略规划、资源配置和风险管理的最终职责，促进集团内部的业务协同，不得滥用控制地位损害子公司其他股东和客户的合法权益，并对子公司承担法定职责内的金融救助义务。

二是规范关联交易和内部交易。相关集团公司应制定统一的内部交易以及与股东公司及其非金融板块之间开展关联交易的管理制度，包括组织体系、交易范围、定价方式、审批程序，信息披露以及内部关系人的报告、识别、确认和信息管理等。在允许通过合规的内部交易发挥客户、信息共享等方面的协同效应的同时，明确要求其在关联交易中遵循市场公允定价和透明度原则，建立重大关联交易信息披露和报告制度。同时，明确集团内利益相关方不得进行利益补贴，利益冲突方不得进行内部交易。对于关联交易和内部交易，应当按照交易金额，适时提高风险覆盖水平。

三是强化以资本充足为核心的监管要求。应要求集团公司建立金融控股公司层面的资本约束机制，避免资本重复计算，保证集团整体资本充足，确保在金融领域的业务拓展与资本规模相适应，强化对子公司的资本维持和补充义务。具体计算可借鉴“联合论坛”推荐的风险加法，将母公司和子公司（按持股比例折算）的合格资本相加，扣除内部相互持有和不可转移的资本，若超过母公司和子公司（按持股比例折算）的法定资本要求之和即为集团资本充足。

四是基于互联网特点强化集团风险管理。首

先，要求集团公司及其各子公司、关联公司紧密结合网络特性更加重视网络风险防范，始终将安全性、流动性放在首位，不断优化和丰富风险管理工具，特别加强流动性风险和声誉风险管理，梳理、掌控风险传递路径，防止超出自身风险控制能力盲目拓展金融业务领域。其次，要求集团系统遵循“合规合法、信息透明”原则，确保金融产品运作模式、资金流向、收益情况等关键信息公开透明。再次，要求从事金融活动的子公司建立合格投资人制度，做好风险提示，使投资者能够合理选择产品并控制风险。充分重视和审慎防范信息技术系统、运营操作、信息安全保密等风险，完善交易操作系统设计，制定应急处置预案，强化不同业务主体、不同地区与互联网企业之间的风险隔离，切实防控系统性风险。

五是剥离并统筹监管金融基础设施。一要全面落实《非银行支付机构风险专项整治工作实施方案》。针对实质从事跨行清算业务，形成庞大资金清算网络的，人民银行应加大监管力度，加快网联平台建设进度，尽快使各类网络支付活动回归非银行支付机构本源。二要按照征信机构法人独立、股东独立、业务独立的第三方征信要求，将信用所涉个人信用征信体系剥离出集团体系。三要将金融资产交易所剥离，撤销其证券交易及结算职能，纳入证券监管部门统一监督管理。四要制定实施统一的金融基础设施准入、日常监管与运营法规制度，建立完善的公司治理、技术标准、业务评估、风险处置（救助）标准体系。五要建立分层分类、分工协作的统筹监管体系。以剥离金融基础设施为工作重点，由人民银行牵头落实支付清算体系、债券登记结算及托管等金融市场基础设施原则（PFMIs）的重要方面。六要加强金融基础设施总体规划，优化中央与地方金融基础设施布局及功能，全面提升我国金融基础设施服务与抗风险能力。■

（作者系北京市网络法学研究会副秘书长）