

互联网金融颠覆性创新的前景和路径分析

张力军

为了便于讨论极易产生不同内涵解读的创新性,我们不妨从三个层面来定义和理解中国互联网金融的创新性:一是可以颠覆传统金融的创新,不仅是在金融体系尚未完全发育成熟的中国,而且在国际范围内对发达国家的金融体系都具有颠覆性。二是在中国特定的政策环境下的创新,虽不具有世界范围的颠覆性,但属于利用互联网突破现有政策、体制、法律体系、市场结构等等限制因素的创新。三是纯粹技术上的创新应用,改进现有金融行业的业务效率,与金融互联网没有本质不同,只是互联网和金融相互融合的初始方向不同。

一、互联网金融与金融互联网之辨

互联网金融与金融互联网之辨的意义在于,如果我们认同互联网对传统行业的颠覆性,那么对金融的颠覆必定来自于互联网金融,而不是把互联网仅仅视为一个新技术的金融互联网。因为传统金融业难以改变自己的行业视角,无法从精神层面接受互联网自由、平等、开放的革命性。不久前某大行前行行长关于互联网金融的文章,明显露出自身难以逾越的局限。而腾讯与平安的合作告吹,不仅打消了互联网企业试图通过融合进而颠覆传统金融的念头,可能也打破了传统金融企图借助互联网技术巩固自身地位的梦想。

金融企业之间、互联网企业之间、金融与互联网企业之间的多方大战已经开始。无论如何定义颠覆性,AOL可以收购时代华纳,腾讯就可以有收购平安的野心,因为银行资产规模再大也有价值的上限。然而,互联网要颠覆传统金融,则需要更深刻理解金融的实质,从互联网的角度解构金融存在的逻辑,从金融的命脉入手以减少试错成本。

互联网企业也并非一定像其领导人高调宣扬的那样有互联网思想。在国内三大涉足金融的互联网巨头BAT中,马云虽然看上去对互联网的精神有很好的理解,但骨子里似乎残留着古老的帝王思想。尽管马云从解决电商的支付问题入手,正在逐步形成包括支付宝、阿里小贷、余额宝和传说中的阿里银行在内的阿里金融体系,但是非要让我把一个将自己的内部讲话编辑出版,还煞有介事地模仿开国领袖编要挂上《红旗出版社》名头的小个子男人,与那些描述了互联网美好精神的讲话连在一起,却依

然感到有些困难。期待马云的颠覆性似乎存在某种悖论。

从我们在文章开始对创新三个层面的解析上来说,支付宝再牛也只是第三个层面上的技术性创新,可能抢食现有金融机构的蛋糕,但不可能颠覆金融存在的根基。倒是从支付宝衍生出来的余额宝,虽然在目前的金融管制背景下还需要借助天弘基金货币基金,但是借着利率市场化的政策东风,它无疑会大大加速分流储蓄的步伐,冲击现有银行体系的流动性。如果再假以时日,余额宝能够进一步融合到资源配置的互联网化进程,可能会对传统金融业产生真正的颠覆性。

二、互联网颠覆金融的原因

互联网的核心是开放共享、平等多元的民主精神,云计算、云存储和移动网络技术给每一个个体充分的参与能力,数字、虚拟社区的信息聚合具有实时实现金融业务所需要的信息汇总和处理的潜能,信息的网络搜索与定向推送功能可以按照需要实现信息的点对点流动,移动智能终端与物联网技术把人和物完美的融合在一起。所有这一切整合在一起就具备了颠覆传统金融业的可能,因为金融业赖以存在的原因除了支付外,更重要的便是资源配置。而无论支付还是配置资源,金融业的核心功能就是专业化的信息收集和处理,即专业化的数据和模型。

金融各业的核心解析:通俗地说,金融业属于虚拟经济,不同于看得见摸得着的实体经济。传统行业分析中的物流、信息流和资金流在金融业变得有些不明就里,因为在数字化的金融体系中,这三个流其实都是信息流,不同种类的信息。如果非要借用传统行业的分析框架,我们可以把金融业看作是经营资金的传统行业,传统行业中的物流就是金融业的资金流,传统行业的资金流可以相应理解成金融业的风险流,因为如同传统行业的资金是商品的价值体现,金融业的风险是资本的价值体现。信息就是信息,在传统行业和金融业之间只有具体内容的不同。

三、从互联网视角看传统金融的三个层面

笔者近日逛书店时看到黄达教授的《金融学》,明确标明是其中国金融专业之著名教材《货币银行学》的传承人。那是中国开放资本市场前,各大

高校金融专业的核心教材。由此也可以看出中国最初的金融其实只包含了最基本的货币计价和支付功能,百姓存款也只是支援国家经济建设的义务储蓄,并未直接参与资金的融通,而这才正是金融配置资源的核心。从这个意义上说,互联网金融最热闹的第三方支付只是为方便互联网交易,解决多机构支付工具的繁杂性而设置的一种中间网络账户,称得上是一种创新,算不上颠覆,因为它并未触及到金融的根本核心。

关于金融的资源配置功能,从互联网的角度来看,可以从以下三个层面来解析金融的特有要素,或者说金融机构存在的逻辑:

资金的汇聚与分散投资。金融机构把分散于企业和个人的闲置资金汇聚起来,经过不同方式的组合,配置给需要资金的企业和个人。其中涉及资金数量、期限、风险定价等组合与分散的因素,根据金融机构不同的中介作用有直接还是间接融资之别,不同金融产品的不同风险特性等。

信息的收集与处理。在资金端,金融机构需要评价投资人的风险偏好,即KYC(Know Your Client)。在资产或项目端,则需要评价项目风险,进行风险定价。海量信息和处理能力是金融机构的宝贵财富和核心竞争力,也就是解决资金供给与需求方信息不对称问题的关键所在。技术上说,金融业的信息处理就是数据聚合和模型运算。模型代表着各种数学统计运算的经济学原理和金融逻辑,是对现实世界各类复杂关系的近似模拟。

风险的交易和收益匹配。金融说到底还是让合适的资金找到合适的项目,并通过对复杂风险关系的分解与合并,实现风险的对冲、转移和交易。单说回报不计风险的资金融通只存在于计划经济体制下的行政化资源配置,或者是有意心的误导或欺诈,是不能称之为资源配置的。

不同类型的金融机构,如银行、券商、基金、保险和信托,在上述三个层面上各有异同之处。解析如下:

商业银行:资金汇集到银行作为银行负债,银行负责信息处理决定资金投向,银行承担整体风险,储户只承担银行破产风险。储户与信贷客户之间完全隔离,没有任何资金、信息和风险的直接关联,所以称为间接融资。

投资银行:股权或债券融资中,券商只是过手中介,融资方与投资方的资金、信息和风险三者均直接关联,中介只是提供推介服务,投资风险完全由投资人自己承担,所以称为直接融资。

商业银行的间接融资与投资银行的直接融资,在资金、信息和风险三个层面分处两个极端。其他金融机构则是在这

三个方面上进行某种变化。如基金,是在资金层面类似商业银行,而在信息和风险层面类似投资银行。信托形式相对更加灵活,但也是在此三个层面上调整变化。保险交由其他专家另行讨论。

四、互联网颠覆金融的可能路径

真正能够在我们所说的第一个层面颠覆传统金融的互联网创新,应该是从金融存在的核心要素,即资金的汇聚和分散投资、信息的收集与处理、风险的交易和收益匹配这三个层面之一或他们的某种组合中,找到互联网技术完全或部分替代传统金融机构和专业人士作用的方法和路径。用技术创新者理解金融逻辑的技术语言来说,大概就是,从哪里收集什么数据,需要经过何种模型处理,以什么样的方式发送给谁,目的是给资源配置的各方决策所需的信息,及时、准确、全面。

具体说就是从互联网上找到现存金融机构从柜台业务、信贷审批、上市发行、资产管理等过程中所收集的信息,并以互联网的方式进行处理和传输。在资金端就是处理关于资金风险偏好的信息,在资产或项目端就是根据不同的资产种类处理相关的风险收益信息。在投资组合管理上,就是风险的量化和关联信息。有了互联网和云技术,其中所需要的各种模型再也无需像现在各金融机构那样画地为牢的开发和行业内的重复投入,只要有自己的专家团队负责参数维护和局限性解释即可。

中国互联网金融的创新现状与互联网在其他领域有相似之处,普遍缺乏具有原创性的创新。即使成功者如支付宝也是从模仿国外的已有的技术和模式起家。就像百度之于谷歌、腾讯的QQ之于MSN、支付宝之于Paypal,人人贷之于Zopa。这种从学习国外模式开始,进而寻找在中国最佳落地方式的模仿性创新并非没有可取之处,然而要实现世界范围的颠覆性创新,唯有让互联网技术深入到事物的核心和本质。从这个意义上说,中国互联网在金融领域的颠覆性创新更具有某种其他领域无可比拟的优势,因为金融垄断必定发生在金融最核心的环节,突破垄断的努力很可能就是最具颠覆性的尝试。

但是,颠覆性越强也可能越需要长期的投入,从项目运营的角度,或许长短结合是比较现实的选择,以短期可以见到的收益弥补长期的投入。所以,除了有大量初始资金投入的项目,颠覆性创新可能会在看似平淡却能快速盈利的项目中衍生出来,前提是项目团队中有能够理解金融本质的专家,并且最好能从一开始就能和技术团队共同切磋,随时把握前进的大方向。

五、互联网颠覆金融的可能形态

金融的民主化。经济货币化、资产证券化之后,金融活动均可通过数字化技术更加高效地实现。传统金融功能的专业性将逐步淡化,精英与大众的分野消弭。如同自动挡消除了职业司机和业余司机的差异,数码单反弥合了职业摄影师和业余爱好者的区别,网络技术终将淡化金融专业的独断,让大众有更多的自主能力。股市上的个人投资者早已开始践行自己用脚投票的民主权利。

金融机构的组织形态。互联网正重新定义着人们交互的方式,社交网络让世界是平的”不再只是口号,天涯若比邻的世界中管理原则必然相应调整,金融机构的组织形态注定也要随之变化。事实上,近年来国外金融机构在管理的集中与分散、前中后台的流程设置、业务创新与风险管理的融合与平衡等方面一致在不停的探索尝试。上下级授权式的垂直管理可能会逐步转向分散式的功能性制衡和监控,纵向的决策链条演变成横向的委员会议事性决策。

金融机构的物理形态。从电话银行到网络银行再到手机银行,金融产品和服务的买卖正逐渐摆脱柜台人工及ATM柜员机,“金融脱媒”不仅仅是在行业层面不再需要金融中介,同时也是在操作层面不再需要人工介入,ATM也向着智能大手机的方向演化。金融机构的物理存在将逐步走向虚拟,或许银行业很快就可以大幅减少物业支出了。

金融机构的业务流程。业务流程的变化除了应对技术的进步,更多的是金融业态变化之下的客户关系、产品开发、信息整合、风险管控等均会对业务流程提出新的要求,与金融机构的组织、物理形态共同改变。花费半个小时在柜台兑换外汇的经历决不是能靠高喊提高服务意识 and 水平就可以成为历史的。

金融工具的标准化与个性化。从技术实现的一般意义上来说,标准化程度越高的产品和服务越有利于实现网络交易,所以最先实现电子商务的是书籍、电器等。但是,当我们不再把网络视为一个传统产业的渠道变化,而是把网络看作一个新型的生存和交互方式,线上和线下的融合(O2O)便是大势所趋,线下的个性化体验和线上的标准化交易可以并行不悖。而且,网络的云存储和云计算、信息的搜索和推送,使个性化不再是标准化的对立面,传统上个性化和标准化的二元对立有可能在互联网金融中将不复存在。一个投资人或许可以向发行人私人定制独一无二的债权产品。

从“刚性兑付”看中国信托业立法的几个问题

倪爱彬

年初的“中诚信托事件”最终虽然平息,但市场上有很多类似的交易结构,投资者手中有多少可能违约的理财产品尚没有统计数据,而这正是业界和投资者所焦虑的问题。此事件也凸显中国信托业立法的若干亟待完善之处,如果不能通过制度完善防患于未然,中国信托业终究无法走上健康发展之路。

一、关于刚性兑付

“刚性兑付”直接违反了相关法律规定,《信托公司集合资金信托管理办法》明确规定,信托计划不承诺保本和最低收益。从信托法的基本原理上来看,受托人的受托业务是“中介”性质,不并是其资产或负债业务,受托人没有能力也没有义务确保某种收益水平。现在问题是,如果受托人承诺了“刚性兑付”,这个条款的效力如何?笔者认为,“刚性兑付”条款本身属于无效条款,但是该条款无效的缔约过失应该在信托公司一方,无论是从格式合同条款的解释还是从通过该“固定受益”承诺产生良好的市场销售效果和产品竞争力的角度来看,信托公司应该承担损害赔偿的责任。当然,必须说明的是,投资者虽

然从缔约过失的角度获得赔偿,但并不是一肯定“刚性兑付”条款的效力。

在国内外信托市场上,受托人为推广其产品,主要通过分层、投保或“违约互换”等方式来吸引投资者,比如受托人作为劣后受益权人、或以受益人为保险受益人购买市场化的保险来达到风险锁定吸引投资者的目的。

二、关于受托人义务和责任

如前所述,受托人在信托计划中其本质工作只是“管理服务”,其对委托人的“违约”主要是其没有履行好管理职责,至于项目本身的风险并不属于其“担保”范围,项目的损失或盈亏归属于信托财产,账户而不列入信托公司表内。除非有证据证明他没有履行受托人职责,比如没有审慎调查项目风险、在风险判断上低于行业审慎标准,发生潜在风险时没有采取有效措施,内控制度不完善,不能向投资者真实信息披露,或者存在关联交易等损害投资者利益的行为等。

就中诚信事件来说,如果有证据证明,信托公司在实施此项投资的尽职调查中,没有发现对方的财务风险(或有负债)和市场风险,在项目运行过程中不能根据风险变化调整信托资

金的拨付、提前回收和其他担保机制的,中诚信当然就因违反“受托人的谨慎义务”而对投资者承担责任。除了谨慎义务外,在实践中,还有受托人的自营(固有)业务与受托业务发生利益冲突的情形,在这种情况下,受托人就违反了“忠诚义务”。谨慎义务”还是“忠诚义务”是信托法“受益人利益最大化原则”的具体体现。该义务其性质具有强制性,甚至不能通过合同予以排除。换言之,信托公司违反上述义务并不来源于信托合同义务,而是根植于信托法的基本原理。当然,信托公司也可能通过保险机制或产品创新来防范或分散自己的“执业风险”,比如日本最新一轮的《信托法》可能会推出“受托人有限责任信托”以应对受托人责任“无限化”的可能。

而反观我国目前的信托立法,一方面,受托人责任尚未类型化到“受托人责任”的范畴,仅从民法的诚实信用义务出发来予以解释和规定。另一方面,从监管法角度,规定了信托公司、基金公司等商事受托人的净资本管理和风险拨备的规定,其监管思路是将信托公司这一“中介业务当成“杠杆经营”的“影子银行”来处理。实际上是变相承认了信托公司目前从事的回购承诺类的“名股实债”的贷款类业务的现状。从投资者端是“刚性回报”,从投资标的又是“类贷款”的融资业务。针对这种“表里不一”的部门监管思

路,笔者建议,未来的信托业立法之路线之一:1.将此类“刚性兑付”的融资类业务纳入“信托贷款”的监管范畴,即日本所谓的信托公司兼营银行业务而纳入商业银行行法范畴,即从产品本质上实行“功能监管”,投资者的信托资金应纳入信托公司表内处理,由信托公司自担风险;2.按照信托法原理界定受托人的中介地位,除非受托人违反“受托人义务”,否则由投资者自担投资风险。因为,这些投资者本身即是“合格投资者”,当然应该对自己的市场行为所发生的风险负责。中诚信事件如果能够笔者主张的“回归市场和信托本质”的第二种路径处理,真可能是中国信托业历史上的里程碑事件。

三、关于银行的地位和责任

信托违约一旦把银行牵扯进来,特别是通过判决形成既判力,那诸多商业银行会不堪重负,最终结果是商业银行成为为地方融资平台、房地产项目提供无偿贷款者。

当然,责任类型来源于关系类型。银信合作由来以久,比较经典的案件有金新信托乳品计划(交通银行)案、安信信托新陵公路贷款信托计划(光大银行)案件。一般而言,在资金信托计划中,银行的角色包括委托人(如信贷资产证券

化)、代理人(销售方)、账户管理人和托管人。就此次中诚信信托事件来看,工商银行是作为信托计划的销售方参与其中的,所以工商银行撇清关系的主要论点是,工商银行只是销售方,而产品销售在金融法上属于代理关系,代理人行为的后果应由本人,即信托公司承担。

但是,事实并非如此简单。《信托公司集合资金信托计划管理办法》只规定信托公司除直接推介信托计划外,可委托金融机构进行推介,但并没有明确代销问题。换言之,推介和代理销售并不是一个概念,推介本质上是募集,而销售则是承销,虽然实践中募集和承销是由一个机构来完成(信托计划多由商业银行担任,除少数信托公司有直销能力)。就推介而言,是接触客户的第一步,很多商业银行就在其自身的营业场所进行,一方面,银行通过电子屏幕和摆放产品介绍的方式可能并不构成公开营销(募集),从而符合面向合格投资者私募的规定,但是如果募集人数超过200名,是否构成公开募集则属《证券法》和信托法模糊地带,如果构成公开募集,商业银行的行为当然构成违法,而这个违法行为并不能以其代理人身份而撇清,因为该业务是许可证业务,属于特许经营,商业银行则属于“知法犯法”属于独立的法律责任形态。

在向投资者推介信托计划时,商业银行同样需要遵守推介禁忌,比如,不得

六、互联网颠覆金融的中国特色

我们的基本国策或改革开放的指导思想一直都强调中国特色,自然任何所谓的创新也不能忽视这个话题。一如我们相信互联网颠覆金融具有世界范围的共性,我们也相信它必定有某种生于斯长于斯的中国特色。那么,发源自中国金融业的互联网创新会有什么样儿的特色呢?

突破金融垄断。金融在世界范围都不是一个随意可以进入的行业,严格的准入门槛是保护国民经济体系和公众利益的利器。但是,即使是“大到不能倒”的金融巨头也只能享有规模优势下的自然垄断,依靠政府行政力量才能享有的行业垄断地位,恐怕无人能出中国金融行业国有机构其右。政府既当运动员又当裁判员,行政审批替代了行业准入。中国金融业的大门一直虚掩半闭,政府只在自己需要某种拯救的时点上对外开放,如开放股市挽救国企,允许成立小贷公司以消解大银行的风险等等。互联网给了急于想冲破中国金融垄断的民间资本一个技术手段,在监管的空白之处找到可能的切入点,成长速度之快令政府和国有机构错愕,惊讶犹疑之中已失去最佳的应对时机。支付宝等第三方支付便是突破传统银行支付体系的绝佳案例。

解决信用难题。业内人士都说金融业是经营风险的行业,信用是金融的基石。然而在一个政府、企业和个人都存在诚信不足、信用缺失的社会经济环境中,技术创新竟也在不经意间部分解决了这一信用难题,第三方支付平台的中介信用担保让电商的买卖双方不再为彼此的信用担心,互联网技术把传统银行业务的escrow账户功能实现得举重若轻。当然,这同时也佐证了技术不懂金融时可以由用户体验发现创新点,但也可能要经历更高的试错成本。

融合产业链条。如果说欧美发达国家金融业的暴利中有非道德的成分,合理不合情,那么中国金融业的暴利则是更多源自于体制性的垄断地位,既不合情又不合理。国外银行保持盈利的秘诀之一是对客户的终身一站式服务能力,有完整的可供选择的金融产品链条。中国的金融业从创设伊始就是为国家建设服务的,改革开放也主要是为了解决国有经济的金融问题,分业经营、行政审批、国有金融机构的垄断造成了金融产品的不完整和市场的分割,市场化配置资源的深度和广度远未达到民间资本希望也能够达到的水平。互联网金融的技术优势将会在数字时代发挥出极大的产业融合能力,一部手机就可以满足一个人从生到死的全部金融需求不再是天方夜谭。

(作者为资深金融专家,加拿大RiRe顾问公司执行总裁)

误导消费者,尤其是要提醒商业银行只是推介方,并不对该产品的风险提供担保。不能夸大信托计划的业绩和管理团队的能力。由于募集属于要约邀请,当客户进入签约阶段,此时商业银行的地位转换成销售代理人,根据代理协议,可以直接与客户签署认购合同并因而承担相应职责,比如,合格投资者资料的验证和审查,风险提示和说明。同时,销售代理人还要进行可能存在的赎回、部分解约的受理、分配金的支付、受益人大会的通知、其他面向受益人报告书的制作与交付。如果代销银行还是账户管理人和托管人的话,其还要履行相应职责。此外,银行除了明确替信托计划(信托公司作为发行人)担任销售平台外,很多银行自身作为发行人面向投资者发行理财产品,这属于银行的表外业务。这种理财产品,银行本身即是受托人,当然不能仅仅承担代理人职责。

总之,通过中诚信信托事件我们应该深入反思中国信托业立法的诸多问题,而不能只是“急事宁人”就事论事。信托业作为金融业态之一种,应恢复其“受人之托”的本质功能,不能混淆其与商业银行的角色分工。投资者来说需要有风险识别和担责意识,政府应回归其“监管服务提供者”的角色,严格依法办事而不是动不动就为市场托底的本职工作上来。

(作者单位:上海对外经贸大学法学院教授、副院长,法学博士)