

On Risk Prevention and Supervision of Local Trading Platforms for Financial Assets

Chaojun Xu

A Dissertation Presented in Partial Fulfillment
of the Requirements for the Degree
Doctor of Business Administration

Approved July 2017 by the
Graduate Supervisory Committee:

Yuhchang Hwang, Co-Chair
Hong Yan, Co-Chair
Chun Chang

ARIZONA STATE UNIVERSITY

December 2017

地方性金融资产交易平台风险防范与监管问题研究

徐朝军

全球金融工商管理博士
学位论文

研究生管理委员会
批准于二零一七年七月

黄钰昌，联席主席
严弘，联席主席
张春

亚利桑那州立大学

二零一七年十二月

ABSTRACT

This dissertation focuses on risk prevention and regulatory issues of financial asset trading platforms, exploring the composition of a financial asset trading platform and its risks, formulating the general framework of platform risk prevention and regulation, and discussing the methodologies for monitoring and managing the risk of financial assets trading platform. The dissertation is divided into eight chapters. The first chapter is the introduction, which discusses the current status in this research field, the motivation and significance of the research topic. The second chapter discusses the transaction cost theory, information asymmetry theory, financial risk management theory, financial supervision theory and other related basic theories related to financial asset trading platform risk prevention and supervision. The third chapter presents the definition, the main types, the generating mechanism and the transmission mechanism of the financial asset trading platform. The fourth chapter elaborates theoretically on the general framework of financial asset trading platform risk prevention and supervision based on the aspects of basic principles, key tasks, applicable methods and constituent elements. The fifth chapter discusses the performance of financial asset trading business, asset return trading business, financing business and information coupling business on financial asset trading platforms, and analyzes the risk prevention of financial asset trading platforms from a business perspective. The sixth chapter discusses the development of financial asset trading platforms in developed countries, and

summarizes the experience and practice of their risk prevention and supervision based on four categories of business lines. On this basis, the dissertation draws the inspiration and implications for the future development of the trading platforms in our country. The seventh chapter puts forward policy recommendations regarding risk prevention and supervision of financial asset trading platforms in five aspects: legal positioning, credit information system, protection of consumer rights, self-discipline management and business supervision.

摘要

本文以地方性金融资产交易平台风险防范与监管问题为研究主线，着眼于探索地方性金融资产交易平台风险有哪些具体内涵、平台各业务风险防范有哪些重点、平台风险防范和监管的一般框架是怎样的、如何防范和监管地方性金融资产交易平台风险等。全文一共分为八章。第一章为引言，主要包括本研究领域的研究现状、选题背景与意义、研究内容与思路、主要创新点等。第二章论述了交易成本理论、信息不对称理论、金融风险管理理论、金融监管理论等地方性金融资产交易平台风险防范和监管相关基础理论。第三章在对地方性金融资产交易平台的有关问题进行界定的基础上，论述了地方性金融资产交易平台风险的定义、主要类型、生成机理和传导机制。第四章从基本原则、重点任务、适用方式和构成要素等四个方面对地方性金融资产交易平台风险防范和监管的一般框架进行理论阐述。第五章论述了地方性金融资产交易平台中金融资产类交易业务、资产收益权类交易业务、直接融资类交易业务、信息耦合类交易业务的风险表现形式，通过机制设计和理论模型方法剖析了各业务视角下的地方性金融资产交易平台风险防范的要点。第六章论述域外地方性金融资产交易平台业态的发展情况，并从四大类业务层面总结了域外金融资产交易平台风险防范和监管的经验做法，在此基础上得出对我国的启示。第七章从法律定位、征信体系、消费者权益保护、自律管理、各业务监管重点等五个方面提出了地方性金融资产交易平台风险防范与监管的政策建议。

致谢

一晃间，几年的博士学习生涯即将过去。过去的几年也是我国经济发生一系列变化和创新的时期，我有幸在五年前进入知名学府——SAIF 进行工商管理博士深造。博士学习的生涯对我来说是一个非常重要的阶段，近几年来，我在很多方面都发生了变化。在思想上，我觉得在学校和老师的培养熏陶下，自己的心态更加成熟，对于事情的认识和判断更加全面深刻；在学习上，我逐步深入到专业研究范畴，并将自己事业发展方向成功转型到金融领域；在生活上，我认识了很多志同道合的同学和朋友，与他们的交往让我受益匪浅。

在上海交大高金班就读博士三年，跟随严弘教授、黄钰昌教授、张春教授，我学到了很多，对我现在从事的工作又有新的认识。严弘教授达观睿智、学识渊博，对我改变论文选题一直不厌其烦与我讨论。黄钰昌教授治学严谨，在整个博士生涯，黄教授一直孜孜不倦地指导我的学习和研究，指导我学习各种专业文献我的理论功底有一个明显的提高。在我博士论文开题和写作期间，黄教授更是从选题、写作思路、逻辑框架、研究方法等方面给予我宝贵的指导，使得我能够比较顺利的写成论文。张春教授为人非常谦和、包容，对学生给予充分的关心和信任，三年来，教授非常关心我的成长，在生活和工作方面给予我各种关心和指导，我从内心深处感谢张教授。

此外，我要衷心感谢那些在我博士学习过程给予我宝贵指导的贝克伟教授、陈宏教授。贝教授、陈教授上课期间经常和任课老师在博士课程期间深入的探讨，给了我非常深刻的印象，丰富学识丰富了我的专业知识，开拓了我的视野。感谢郭翠英老师，黄雅琴老师蒋晶老师对我的学习和生活给予的指导和关心。

感谢论文答辩委员会的专家们：严弘教授、黄钰昌教授、张春教授。他们在肯定本研究的学术水平的同时，也提出了很好的进一步完善和深入研究的建议。

感谢本研究所有引用文献的相关作者。在论文选题和写作过程中，我参考了大量的专业文献，从中获取了思想和灵感，在这里向文献作者表示由衷的感谢。

感谢 DBA 一期班所有同学在三年来给予我的帮助，让我感觉到彼此的友爱带来的温暖。感谢我的父母，他们支持我继续深造的努力。我也要感谢我的爱人，她为我做出了很大的牺牲。

最后，感谢所有支持和关心我的人，你们的关爱和情谊是我进步的重要动力，我将铭记于心。

徐朝军

二零一七年五月十日晚于南京

目 录

	页码
表目录.....	xiv
图目录.....	xiv
章节	
一 引言.....	1
1.1 研究背景和意义.....	1
1.2 文献回顾.....	4
1.2.1 金融资产交易研究.....	4
1.2.2 金融风险与监管研究.....	7
1.2.3 简要评述.....	10
1.3 研究内容和思路.....	11
1.3.1 研究内容.....	11
1.3.2 研究思路.....	12
1.4 主要创新点.....	13
二 地方性金融资产交易平台风险防范与监管的理论基础.....	15
2.1 交易成本理论.....	15
2.1.1 交易成本理论内涵.....	15
2.1.2 交易成本的类型.....	16
2.1.3 交易成本与金融资产交易发展的关系.....	18

章节	页码
2.2 信息不对称理论	21
2.2.1 金融市场对信息完全性的要求.....	21
2.2.2 金融市场信息不对称问题.....	22
2.2.3 达到“信息有效”的监管要求.....	23
2.3 金融风险管理理论.....	25
2.3.1 市场风险度量.....	26
2.3.2 信用风险度量	28
2.3.3 操作风险度量.....	30
2.4 金融监管理论.....	32
2.4.1 金融监管的涵义与特征.....	32
2.4.2 金融监管的原则与构成体系.....	33
2.4.3 金融监管的内容与手段	36
三 地方性金融资产交易平台及其风险研究.....	39
3.1 地方性金融资产交易平台相关问题界定	39
3.1.1 地方性金融资产交易平台的定义与内涵	39
3.1.2 地方性金融资产交易平台的兴起与发展.....	44
3.1.3 地方性金融资产交易平台的业务分类.....	48
3.1.4 地方性金融资产交易平台发展的主要问题	51
3.2 地方性金融资产交易平台风险的定义与类型	53

章节	页码
3.2.1 地方性金融资产交易平台风险的定义.....	53
3.2.2 地方性金融资产交易平台风险的基本特征.....	54
3.2.3 地方性金融资产交易平台风险的类型	54
3.3 地方性金融资产交易平台风险的生成机理	59
3.3.1 风险的内在生成机理.....	60
3.3.2 风险的外在生成机理	61
3.4 地方性金融资产交易平台风险的传导机制	63
3.4.1 地方性金融资产交易平台风险的传导条件	63
3.4.2 地方性金融资产交易平台风险的传导方式.....	64
3.4.3 地方性金融资产交易平台风险的传导范围.....	64
四 地方性金融资产交易平台风险防范与监管的框架	66
4.1 地方性金融资产交易平台风险防范与监管的基本原则	66
4.1.1 服务实体原则	66
4.1.2 鼓励创新原则.....	67
4.1.3 信息保护和公开原则.....	68
4.1.4 监管底线原则.....	70
4.2 地方性金融资产交易平台风险防范与监管的重点任务	71
4.2.1 服从宏观调控和金融稳定总体要求	71
4.2.2 鼓励和规范平台长期可持续发展	71

章节	页码
4.2.3 保护消费者权益与信息安全	73
4.3 地方性金融资产交易平台风险防范与监管的适用方式	74
4.3.1 功能监管	74
4.3.2 协调监管	74
4.3.3 技术监管	75
4.4 地方性金融资产交易平台风险防范与监管的要素构成	76
4.4.1 政府监管	76
4.4.2 行业自律	78
4.4.3 地方性金融资产交易平台内部控制	78
五 分业务视角下的地方性金融资产交易平台风险防范研究	81
5.1 金融资产类交易业务风险防范研究	81
5.1.1 金融资产类交易业务的发展现状	81
5.1.2 金融资产类交易业务的风险表现形式	82
5.1.3 金融资产类交易业务监管中的突出问题	83
5.2 资产收益权类交易业务风险防范研究	84
5.2.1 资产收益权类交易业务的发展现状	84
5.2.2 资产收益权类交易业务的风险表现形式	86
5.2.3 资产收益权类交易业务中的逆向选择问题与风险防范	87
5.2.4 资产收益权类交易业务监管中的突出问题	91

章节	页码
5.3 直接融资类交易业务风险防范研究	92
5.3.1 直接融资类交易业务的发展现状	92
5.3.2 直接融资类交易业务的风险表现形式	94
5.3.3 直接融资类交易业务的人工神经网络信用评级模型与实证研究	94
5.3.4 直接融资类交易业务监管中的突出问题	106
5.4 信息耦合类交易业务风险防范研究	106
5.4.1 信息耦合类交易业务的发展现状	106
5.4.2 信息耦合类交易业务的风险表现形式	107
5.4.3 信息耦合类交易业务中的机构违规博弈模型与风险防范	108
5.4.4 信息耦合类交易业务监管中的突出问题	113
六 域外金融资产交易平台风险防范与监管经验借鉴	115
6.1 域外金融资产交易发展现状	115
6.1.1 域外金融资产类交易业务发展现状	115
6.1.2 域外资产收益权类交易业务发展现状	116
6.1.3 域外直接融资类交易业务发展现状	117
6.1.4 域外信息耦合类交易业务发展现状	118
6.2 域外金融资产交易平台风险防范主要经验	118
6.2.1 金融资产类交易业务风险防范主要经验	118
6.2.2 资产收益权类交易业务风险防范主要经验	120

章节	页码
6.2.3 直接融资类交易业务风险防范主要经验	122
6.2.4 信息耦合类交易业务风险防范主要经验	126
6.3 域外金融资产交易平台监管主要经验.....	127
6.3.1 多层级的监管机构体系	127
6.3.2 普适性的法律法规体系	128
6.3.3 规范的行业自律.....	129
6.3.4 完备的征信体系.....	129
6.4 域外金融资产交易平台风险防范与监管的启示.....	130
6.4.1 建立完善的法律法规体系	130
6.4.2 引导平台加强自控意识	131
6.4.3 深入发挥行业自律功能	132
6.4.4 协调监管当局合作交流	133
6.4.5 注重保护消费者权益	134
6.4.6 完善征信体系建设.....	135
七 地方性金融资产交易平台风险防范与监管的政策建议	136
7.1 法律法规定位方面的政策建议.....	136
7.1.1 以立法形式明确平台的法律地位.....	137
7.1.2 以现有法律法规规范平台经营	137
7.1.3 规划出台金融资产交易行业标准体系.....	140

章节	页码
7.2 征信体系建设方面的政策建议	142
7.2.1 建立广泛多元的征信体系	142
7.2.2 对接央行征信系统	142
7.2.3 协调政府职能部门的信用信息管理系统.....	143
7.2.4 建立大数据技术辅助征信系统	144
7.3 消费者权益保护方面的政策建议	145
7.3.1 建立消费者信息保护制度	145
7.3.2 建立信息披露和风险提示制度	145
7.3.3 建立消费者维权与投诉制度	146
7.4 自律管理方面的政策建议.....	147
7.4.1 建立行业自律组织与行业标准	147
7.4.2 建立征信信息共享和黑名单公示机制	148
7.4.3 建立监督平台不正当竞争的黑名单制度.....	148
7.5 各业务监管重点方面的政策建议	149
7.5.1 金融资产类交易业务监管政策建议.....	149
7.5.2 资产收益权类交易业务监管政策建议	150
7.5.3 直接融资类交易业务监管政策建议	150
7.5.4 信息耦合类交易业务监管政策建议	151
7.6 政策建议的适应性分析——以南京金交中心的视角为例	152

章节	页码
7.6.1 法律法规定位政策建议的适应性分析	152
7.6.2 征信体系建设政策建议的适应性分析	153
7.6.3 消费者权益保护政策建议的适应性分析	155
7.6.4 自律管理政策建议的适应性分析	157
7.6.5 各业务监管政策建议的适应性分析	160
八 研究结论与展望	164
8.1 研究结论	164
8.2 研究展望	166
参考文献	168

表格目录

表	页码
2.1 达到强“信息有效”金融市场核心制度安排.....	25
2.2 操作风险的结果与原因	32
3.1 我国主要地方性金融资产交易平台的经营范围	42
3.2 地方性金融资产交易平台的主要业务	50
5.1 建模自变量（输入变量）名称及解释.....	100
5.2 建模因变量（输出变量）名称及解释	101
5.3 三种模型检验结果	104
5.4 机构与监管者的博弈策略及其收益.....	109

图目录

图	页码
1.1 本文的研究思路.....	13
2.1 交易成本与金融资产交易发展的关系	18
3.1 我国交易所市场结构.....	40
5.1 南京金融资产交易中心资产收益权类交易业务流程	85
5.2 南京金融资产交易中心直接融资类交易业务流程	93
5.3 BPNN-GD 模型二级分类训练收敛图	103
5.4BPNN-GD 模型五级分类训练收敛图	103
5.5 实际二级分类级别与 BPNN-GD 模型检验结果比较	105
5.6 实际五级分类级别与 BPNN-GD 模型检验结果比较	105
6.1 穆迪对加拿大 CMBS 的评级方法.....	122

第一章 引言

1.1 研究背景和意义

2015年8月6日，最高人民法院发布《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》，重新划定了民间借贷的利率问题，这则司法解释明确：“借贷双方约定的利率未超过年利率24%，出借人请求借款人按照约定的利率支付利息的，人民法院应予支持”。这意味着，超出年利率24%的固定利率将不受民事法律保护，同时，中国传统金融市场又具有保本保息、隐性刚性兑付特点，这些都增加了民间借贷业务机构的经营成本和竞争压力。在此监管背景下，金融信息中介服务平台由于承担相关业务信息发布、撮合交易职能，更需要强化平台风险防范和规制，以更好地作为多层次资本市场有益补充服务于实体经济。

近年来，在货币供应量爆发式增长和资本市场快速发展的共同推动下，我国金融资产规模逐步膨胀。根据国家统计局国民经济综合统计司数据，我国金融资产规模为670万亿，除去“一行三会”批准的金融机构所属金融资产约200万亿，剩余有超过400万亿的金融资产散落于其他机构¹，这是地方性金融资产交易平台的业务基础。巨额的金融资产存量中，占据绝大多数的都是非标准化金融资产，它们都属于相对缺乏流动性的沉淀资产。由于这些沉淀资产普遍采取持有到期模式，随着机构沉淀资产规模扩张，且缺乏流动性，这些非标准化金融资产的系统性风险“堰塞湖”被越抬越高。

资产证券化是盘活金融资产存量，实现非标准金融资产标准化的通行方式，而借助交易所或银行间市场进行场内资产证券化也是监管界的共识。2014年起，资产证券化市场

¹ 数据来源：和讯财经；计算方式：参考美国18万亿美元GDP对应200万亿美元的金融资产，折算比例为10~12倍，我国67.67万亿人民币GDP对应约670万亿人民币金融资产。

出现了爆发式增长，但是相较于金融资产规模，还存在较大缺口。另外，场内资产证券化对于基础资产的规模和期限等均有较多限制，而小额贷款公司、融资租赁和商业保理等类金融机构的基础资产尚难以达到要求，加之此前场内资产证券化在审批上相对繁琐，难以满足其强烈的的外部融资需求。

故而，单纯依靠场内资产证券化满足中国沉淀金融资产流动性需求还尚显不足，各类信贷资产和非标准化债权资产仍然存在巨大的流动性需求缺口。借助建设多层次资本市场的契机实现盘活存量，让金融更好地服务实体经济，为各类场外地方性金融资产交易平台提供了丰富的生存土壤。

中国的地方性金融资产交易平台脱胎于产权交易市场，交易品是金融资产或从金融资产中演化而来的产品。地方性金融资产交易平台作为交易所和银行间市场的资产证券化交易的有益补充，实际上都是发挥了为国内巨额存量金融资产提供流转服务，盘活存量提高资源配置效率的作用。平台能够降低信息不对称，并突破交易时空的界限、高效地匹配交易信息，从而达到降低交易成本，实现“普惠金融”（**Inclusive Finance**）的目的，并在消除金融排斥、发展多层次资本市场和促进实体经济方面发挥日益重要的作用。

伴随地方性金融资产交易平台的快速发展，其风险的隐蔽性、传染性、广泛性、突发性也随之大大增加。金融资产交易本质上是金融，除了具有传统金融业的信用风险、市场风险、流动性风险、操作风险等风险类别之外，还具有自身特性的风险类别，包括合规风险、网络安全风险、声誉风险等。当前，我国的征信系统尚未完全建立，监管地方性金融资产交易平台的法律法规有待健全，这使得地方性金融资产交易平台处于“无法可依”的状态，平台风险事件时有发生。整顿各类交易场所部际联席会议第三次会议指出，一些交易

场所公然违反国务院 38 号、37 号文件规定开展连续集中竞价交易，诱导大量不具备风险承受能力的投资者参与投资；一些交易场所会员、代理商等机构涉嫌欺诈误导投资者；一些金融资产交易场所将收益权等拆分转让变相突破 200 人界限，涉嫌非法公开发行。会议建议，各省级人民政府要继续认真落实国发〔2011〕38 号文件规定的属地监管责任，加强和改进监管，重视风险防控，对已经暴露的问题和风险因素必须下决心尽早尽快处置，坚决防止发生区域性金融风险。

随着我国金融市场日益发展，地方性金融资产交易平台必将参与更多金融市场建设和规则制定，伴随而来的，是金融资产类交易业务的快速演变，其背后积累的风险也将日趋显现。如何在监管过程中把握地方性金融资产交易平台创新的界限和力度；如何建立基本监管框架，保障地方性金融资产交易平台风险可控，并营造良好的发展环境，维护公平市场秩序；以及如何不断坚持市场引导，创新监管体制机制，是今后一段时间地方性金融资产交易平台风险防范与监管研究的重要课题。

因此，本研究着力于深入探索地方性金融资产交易平台风险理论，构建地方性金融资产交易平台的监管制度框架。一方面，通过对地方性金融资产交易平台风险进行内涵分析，提出各类风险类型与生成机理，对风险积聚和传染的过程进行分析，以充分认识风险的产生原理和作用机制，防范和控制风险的潜在发生和积聚传染，丰富地方性金融资产交易平台风险理论，为交易者和监管者提供理论上的指导和实践中可供操作的风险分析方法；另一方面，通过研究探寻地方性金融资产交易平台监管理念和监管目标，引进域外监管经验，突破传统监管方式，提出功能监管、技术监管和协调监管，在法律定位、征信体系、消费者权益、自律管理等方面创新监管制度，提出地方性金融资产交易平台各业务监

管重点的政策建议，为强化地方性金融资产交易平台监管认知、创新监管制度和构建监管框架提供科学的政策建议。本研究是针对我国地方性金融资产交易平台风险防范和监管问题进行的尝试性探索，对该问题进行系统性研究并提出政策建议对我国这样新兴的资本市场具有必要性和紧迫性。

1.2 文献回顾

1.2.1 金融资产交易研究

我国对金融资产最权威的定义是 2006 年发布的 22 号准则²，该准则第 8 章第 56 条有对金融资产的详细概念介绍，即“金融资产，包含以下类别：（1）现金；（2）持有的其他单位的权益工具；（3）对他方现金和其他财产的索取权；（4）在对本人有益时，与他方金融资金或债务的交换权；（5）未来可用企业自身权益工具进行结算的非衍生工具的合同权利，企业根据该合同将收到非固定数量的自身权益工具；（6）未来可用企业自身权益工具进行结算的衍生工具的合同权利。按照统计需要，我国在 1993 年公布的国民经济核算体系（System of National Accounts, SNA）中，将金融资产分为以下几类：（1）货币黄金和特别提款权；（2）通货和存款；（3）权益类证券；（4）贷款；（5）权益类证券和其他权益；（6）保险专门准备金；（7）其他应收/应付帐款（李尚公和沈春晖，2000）。

按金融资产的存在形式还可以把金融资产划分为两大类。其一，是现金与现金等价物，主要包括现金和以货币市场基金、银行存款以及人寿保险现金收入等类型存在的流动性较强的资金。其二，是指其他金融资产，主要包括在债市产生的用于投资交易的其他资金。根据经济性质，金融资产一般可以分为：现金、银行存贷款、预付款和应收款、利

² 即《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》，简称 22 号准则。

息、垫款、债券、基金和衍生金融工具等。根据投资交易意图的不同分类，金融资产主要包括持有到期投资、随公允价值变动资产、可出售资产以及贷款和其他应收款（陈裘逸和张保华，2003）。

学者对金融资产交易产品进行了大量研究。Kane（1997）认为金融资产交易产品设计应考虑多种因素，包括消费需求变化，技术变化，金融市场结构变化和金融监管变化。Haugen Senbett（1981）研究了包含期权的证券衍生工具，认为设立期权有助于减少参与者的道德风险。Santangelo Tufano（1997）研究了美国的基本债券，认为这种形式的金融衍生工具可以通过延期缴纳资本利得税来降低交易成本。李光（2013）研究了市场上主要的金融创新产品，认为有关金融机构通过金融产品创新获得更多市场份额，获得更加稳定的市场地位。南大云（1997）研究了可转债的负面影响，认为金融创新可为投资者带来收益，但也可能导致债投资者的亏损。Jameson（2010）研究了以抵押贷款支持债务为主导的金融创新产品，认为创造，减少投资者抵押贷款，为投资者创造利益。Kane

（1997）则将交易产品的产生归结于多方面因子的联合作用，主要是投资者市场需要、技术创新、构成的改变、监督管理体系的日益完善等方面。Haugen & Senbett（1981）通过对金融市场衍生品如期权的研究得到的结论道德风险的降低得益于选择权的产生。Nanda & Yun（1997）则对可转债的不利影响进行了探讨，发现这种新型衍生产品在为交易者带来利好的同时，也增加了债市交易者的风险。Jameson（2010）认为按揭抵押债务的产生为金融交易产品注入了新的活力，减少了交易者的抵押成本，增加了他们的收入。

金融资产交易产品是结构性融资的工具，机构将具有现金流的资产进行包装和出售，以达到融资的目的。例如，根据美国证券交易委员会（SEC）的定义，资产支持证券（即

asset-backed security, ABS) 是一种以应收账款作为担保进行融资的证券, 其对有现金流的资产进行结构化处理(打包、重组、转化)以获取融资。

自 2008 年的金融危机以来, 学者们将研究重心转移到国际金融风险的识别与控制、监管体系的完善以及资产证券化产品的创新与升级等 (Dou & Wang, 2013)。通过以上分析可知, 金融资产交易的实质就是对流动性不足但含有现金流价值的资金进行结构性融资。其对传统信用基础进行了创新, 有效提高了金融效率, 其意义主要表现在以下四点:

(1) 降低了交易成本。金融资产交易产品利用金融工程技术, 分离了以往的资产买卖框架, 各参与方担任各自任务, 发挥各自的优势, 从而使得综合效率得到改善, 单位成本下降, 金融效率提高 (Fuhrman, 2013)。

(2) 增强了市场完整性。金融资产交易产品使得日益增加的各自为单独个体的产品立足于金融市场, 从而增强了流通能力, 交易规模也随之扩大, 当市场处于非均衡状态时更易于被调整回正常状态。

(3) 提高了金融市场传播信息的效率。对比结构单一的传统金融, 金融资产交易过程可以使得信息更加公开、透明, 这是因为其本身资产买卖框架较为繁杂、投资主体涵盖广泛, 为了维护投资者和发行人双方的权利, 需要国家制定法律、法规, 行业内部进行自律, 从而使得这一行业的信息充分透明 (Yue et. al, 2014)。

(4) 建立了坚实的信用基础。传统融资中, 投资者本金和利息的偿还主要依靠债务人的信用, 而债务人占据信息优势且有利用这一优势进行欺诈的内在动机, 因此投资者往往设置较高的信用门槛筛选信用良好的融资者, 但这在很大程度上限制了效率, 而金融资产

交易通过信息披露等手段，帮助处于起步阶段且具有发展前景的中小企业募集资金，是其实现快速发展的有效手段（Jiang & Chen, 2005）。

1.2.2 金融风险与监管研究

金融风险与监管的分析对象是资本市场。王亚民和朱荣林（2003）研究了我国的资本市场结构，发现我国的证券市场是多层次的，主要分为场内交易市场和场外交易市场，场内交易市场包括主板和二板市场，场外交易市场主要是指新三板和其他股权交易所等；资本市场的多样性是因为涵盖了私人市场和公有市场，证券市场的多层次与资本市场的多样性有较为密切的联系。曹凤岐（2004）认为，我国资本市场的市场规则和运行模式基本上是借鉴国外成熟市场经验的，我国的多层次资本市场应借鉴美国，构建由主板市场和中小板、创业板、全国性场外市场以及区域性场外市场组成的多层次市场体系。王国刚（2006）则表明要想建立多层次的市场结构首先要建立完善又全面的多角度买卖制度，而且实现资本市场的多层次，不能局限于场内市场，还应考虑场外市场的多层次化。

在资本市场风险研究方面，其定义是投资者因为存在在资本市场里的多种不确定性而可能遭受的风险（Chairman, 1974）。这一定义有三层含义：（1）资本市场的不确定性是由各种不确定性因素引发的。市场一旦形成，就伴随着多种不确定性因素的产生，随之而来的就是由不确定性而引发的风险。而且，这种不确定性是必然存在的，无法消除。其中，构成不确定性的主要因子有投资者信用、投资者行为方式、资本市场的供需状态以及市场纪律等，除此以外还有各项宏观经济因素可能发生的改变，比如政策制度的改革、经济发展的方向、法律体系的完善等。（Avery et. al, 1988）。（2）不确定性引发的结果是潜在的风险，即各方利益可能会遭受损失的可能性。不确定性所引致的风险在影响投资者个

人收益的同时，也会对整个资本市场造成损失，可能会使得市场配置资源的能力降低、市场效率下降、市场秩序紊乱等，严重的可能导致市场失灵。这些损害会影响国民经济的增长，破坏整个市场的运行机制，进而导致国民生活质量严重下降，甚至引发经济危机。市场参与者对这些不确定性带来的风险如此关心，就是为了可以尽可能地及时止损

(Breuer, 2010)。(3) 不确定性是必然，因不确定性而造成的风险是客观存在，但是由此导致发生损害的概率并不一定是必然事件，而是一种可能性事件，这个时间需要一定的外界因素才能发展成必然事件。故可预见的情况下还是可以采取一定的措施来避免资本市场风险，防止因风险带来更多利益的损失 (Bessler & Kurmann, 2014)。

资本市场风险分为两大类，即系统性风险(systematic risk)和非系统性风险 (non-systematic risk)。其中，系统性风险还可以定义为不可分散风险，是指作用于各类市场参与者的市场活动，引发资本市场里各种资产交易工具的市场价值波动，从而导致所以参与主体遭到损失的那些因素带来的风险。其主要特征是作用范围广泛，市场参与主体在防范上很难有万全之策。引发系统性风险的主要因素有经济周期引发的市场经济变化、当局相关法律法规与政策的改变以及全球战略时间下本国地位的改变等。这些因素将导致市场的整体性波动，表现形式是市场里所有的产品价格涨跌方向完全一致。而且这种风险往往对整个金融市场有着巨大的作用力，系统性风险会扰乱金融业的整体秩序，带来市场价格的大幅波动，引发市场失灵，严重的可能导致金融危机 (Palmerini et.al, 2012)。总结来看，系统性风险具有三大特点。首先，系统性风险是多种影响因素共同作用的结果，具有复杂性；其次，系统性风险会对市场中所有参与主体造成损失，具有广泛性；最后，市场参与主体找不到万全之策来完全分散风险，投资组合也只能降低而不是彻底根除，因此该

风险具有不可分散性 (Bali et.al, 2012)。非系统性风险又可以称之为个体风险, 这种风险作用于个别市场参与主体。其特征也可以概括为三类。一、特殊性, 即由个别特殊因素引起; 二、片面性, 只影响个别交易品种和参与者的收益; 三、可分散性, 可以通过投资多样化来规避。非系统性风险是由非普通因素引发的, 作用于部分市场参与主体和交易种类的风险类型, 且可以通过一定的资产组合将该风险完全消除。在资本市场里, 非系统性风险主要与公司个体的情况有关, 主要分为会计风险和运营风险 (Hansen & Lipow, 2013)。引发非系统性风险的因素导致一种标的价格发生波动时, 这时候别的标的并不一定会对这种因素有所反应, 更多时候是没有影响。考虑一种情况, 某个体因素对一种交易产品有积极效应导致其价格上涨, 同时对另一种金融在同一时期具有消极影响则使其价格下降, 基于此种可能性可以通过买入这种具有相反影响的资产组合可以消除某种个体因素带来的非系统性风险 (Amirhosseini et. al, 2013)。

在资本市场监管研究方面, (1) 金融机构的资产业务限制监管, Vora & Mcginnis (2000), Kaufman et. al (2007) 的研究表明, 在资本市场交易产品不断革新的背景下, 原有的为市场危机所颁布的各项政策和所形成的法律体系不再具有明显的处理效应。各大市场参与主体通过产品创新躲避了大量的政策监督, 这种行为不利于金融市场的运行, 原因在于两个层次, 其一躲避监管必然会使监管当局的执行难度加大, 成本上去, 从而使金融市场运行更加不够有效; 其二加剧了各方行业竞争和互相传染, 不利于金融行业的健康发展。(2) 银行最低资本充足率, King & Coudell (1995), Kane & Hovakimian (2000) 主要对资本市场风险的监督有效性进行了研究, 前者构造了一个风险管理的优化模型, 后者则进行了有效性检验; Kane (1985) 和 Keeley (1989) 着重对政府监管失

效进行了分析，前者提出了要利用重点改善市场自律性在市场监管中的地位等措施来改善政策实施效果，后者则通过实证分析得出：金融市场各参与主体的价值限制了政策监管的执行力度和实施效果，需要提高资本市场对各参与主体的影响力度，进而才能加强各政府监管政策的实施效果。

另一方面，Gong & Liu（2012）主要对加拿大的资本市场监管和运行效益进行了多角度分析，比如企业和金融机构的高管、公司或金融机构员工出卖本公司机密以及法律法规对公司或金融机构员工的作用力等。Campbell & Shiller（2001）通过对资本市场运行效率、市场监管和 IPO 效率之间的联系进行实证研究，发现运行效率与监管力度正相关，一般而言，市场监管越严格，IPO 定价越高。Carpentier et. al（2012）研究了维持、产生市场价值的影响因素，主要包括市场信誉、市场效率和监管水平。Behr et. al（2010）研究了企业管理四十九个相关法律规定和印度市场波动的关系，发现企业管理的监管体系越完善，越能够提高金融市场的运行效率。Coelho（2014）研究了美国二十世纪八十年代兴起的新自由主义思想所带来的金融市场的自由化浪潮的起因，并改正了因为此思想的兴起而降低了金融效率，进而破坏总体监管体系的错误观点，并主要关注与现有市场发展现状不再和谐的监督管理制度的一个方面。

1.2.3 简要评述

从国内外已有的研究成果来看，资产证券化、金融资产交易以及资本市场风险与监管等领域的研究已经被重视和广泛讨论，但仍存在以下几点不足之处：

一是鲜有明确针对地方性金融资产交易平台的研究，作为多层次资本市场的重要组成部分，学界对其的研究尚处于概念描述和前景分析阶段，对地方性金融资产交易平台具体业务以及风险状况的研究也多以资产证券化为分析载体。

二是对地方性金融资产交易平台风险的研究大多基于经验判断，缺乏系统性的风险分类体系，对地方性金融资产交易平台跨界、混业、涉众面广等特点所衍生出的特有风险研究不够深入，对风险的成因、分类、传导以及风险防范等研究较为缺乏。

三是缺乏针对地方性金融资产交易平台的监管问题研究，以往文献对地方性金融资产交易平台防范和监管的理论研究比较少，尚未提出地方性金融资产交易平台风险防范与监管的框架，未有研究系统性地提出地方性金融资产交易平台风险防范和监管政策建议。

1.3 研究内容和思路

1.3.1 研究内容

本研究的内容分为八个部分。

第一章是引言，主要阐述了研究的基本情况。首先从地方性金融资产交易平台发展状况、风险事件及监管部门应对三个角度简述了研究背景，其次归纳国内外关于金融资产交易风险防范与监管问题的研究成果，最后给出本文的研究内容和思路。

第二章阐述地方性金融资产交易平台风险防范与监管的理论基础。该部分对交易成本理论、信息不对称理论、金融风险管理理论、金融监管理论进行阐述。

第三章分析了地方性金融资产交易平台及其风险问题。首先对地方性金融资产交易平台定义与内涵、业务分类等相关问题进行界定，其次分析地方性金融资产交易平台风险的定义、基本特征与类型，最后对地方性金融资产交易平台风险的生成机理和传导机制进行

分析。

第四章建立了地方性金融资产交易平台风险防范与监管的一般框架。从地方性金融资产交易平台监管的基本原则、重点任务、适用方式和要素构成等方面对地方性金融资产交易平台风险防范和监管的一般框架进行理论阐述。

第五章阐述了分业务视角下的地方性金融资产交易平台风险防范研究。地方性金融资产交易平台的四大类业务包括金融资产类交易业务、资产收益权类交易业务、直接融资类交易业务和信息耦合类交易业务，本研究对各业务发展现状、风险表现形式、风险理论模型分析以及在监管中的突出问题进行阐述。

第六章阐述了域外金融资产交易平台风险防范和监管的经验借鉴。首先，从四大类业务视角对域外金融资产交易发展现状进行分析，其次仍从四大类业务视角阐述域外金融资产交易平台风险防范的主要经验，进而分析域外金融资产交易平台监管主要经验，最后给出域外金融资产交易平台风险防范与监管的启示。

第七章提出突破我国当前地方性金融资产交易平台监管方式的建议。包括从法律定位、征信体系、消费者权益、自律管理、各业务监管重点等五个方面提出地方性金融资产交易平台监管创新的政策建议，并以南京金交中心的视角为例进行政策建议的适应性分析。

1.3.2 研究思路

本研究围绕“地方性金融资产交易平台风险防范与监管问题”这一主题，采取“概念界定—理论评述—比较分析—政策建议”的基本思路，首先对地方性金融资产交易平台概念与内涵、风险定义与类型、风险生成与传导机制进行阐述；其次阐述地方性金融资产交易平台

风险防范与监管的一般框架、分业务视角下地方性金融资产交易平台风险表现形式以及风险防范理论模型研究；进而总结了域外金融资产交易平台风险防范与监管的经验及对我国的启示；最后从法律定位、征信体系、消费者权益、自律管理、各业务监管重点等五个方面提出地方性金融资产交易平台监管创新的政策建议。本课题的研究框架如图 1.1 所示。

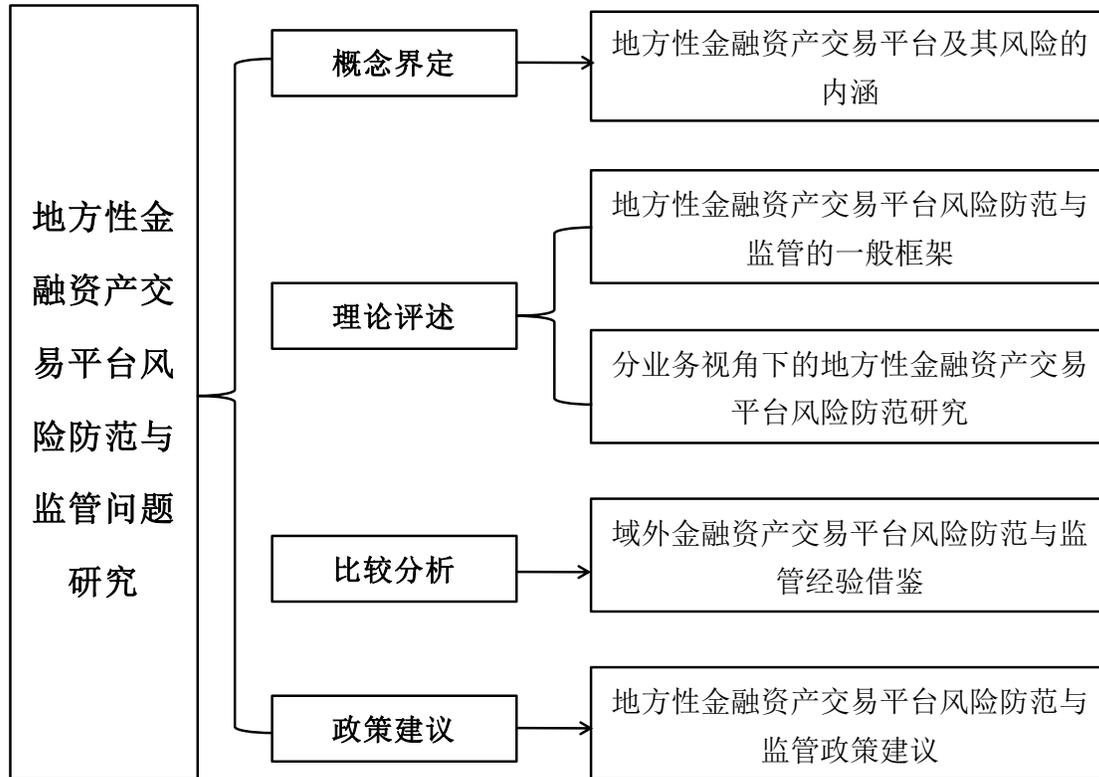


图 1.0.1 本文的研究思路

1.4 主要创新点

本文是针对我国地方性金融资产交易平台风险防范和监管问题进行的尝试性探索，在研究选题、研究内容和政策建议等方面进行了创新。

(1) 研究选题上的创新

随着金融资产交易市场的蓬勃发展，有关金融资产交易的理论和实践研究日渐兴起。

总体来看，对地方性金融资产交易平台风险的研究成果较为缺乏，专门针对地方性金融资

产交易平台风险的系统性研究更是少之又少，而风险防范与监管问题又是保障地方性金融资产交易平台持续健康发展的核心问题。本文以地方性金融资产交易平台风险防范与监管问题作为研究方向，具有理论上的前瞻性和实践上的紧迫性。

（2）研究内容上的创新

本文运用管理学、金融学、经济学有关理论全面系统地分析了地方性金融资产交易平台的风险类型、主要风险特征、生成机理和传导机制，以及地方性金融资产交易平台各业务的风险点和在监管中的突出问题，通过典型案例和理论模型分析相结合，剖析平台各业务风险防范的关键要点，并总结了域外金融资产交易平台风险防范与监管的经验做法。这些内容都具有一定的创新性。

（3）政策建议上的创新

本文的研究目的是分析地方性金融资产交易平台的已有风险和潜在风险，提出具有现实可操作性的地方性金融资产交易平台风险防范和监管政策建议。正是基于这样的出发点，本文从法律定位、征信体系、消费者权益保护、自律管理和各业务监管重点等五个方面提出了地方性金融资产交易平台风险防范和监管的系统性对策建议，为监管者防范地方性金融资产交易平台风险提供理论上的指导和实践中可供操作的方法。

第二章 地方性金融资产交易平台风险防范与监管的理论基础

地方性金融资产交易平台具有提高金融资产交易效率、降低交易成本的优势，能够增强金融市场的流动性，因而此类平台能够得到快速发展。金融资产类交易业务中往往存在信息不对称问题，由此产生的各类业务风险制约着地方性金融资产交易平台的健康发展，也为监管提出了挑战。因此，本研究首先分析交易成本变动对于地方性金融资产交易平台的影响，进而阐述金融市场信息不对称问题和监管部门对“信息有效”的要求，在此基础上，分别讨论金融风险管理理论和金融监管理论，以此构成地方性金融资产交易平台风险防范与监管的理论基础。

2.1 交易成本理论

2.1.1 交易成本理论内涵

根据科斯（1937）提出的交易成本理论，其内涵是指为完成交易所利用的多项资源，主要包含信息搜寻成本、讨价还价成本、签约成本以及保证契约推行的成本等。从广义上看，交易成本还可以理解为经济制度的运行成本（阿罗，1969）。威廉姆森（1975）认为交易成本受三组变量的影响。这三组变量主要有个人因子（有限理性和机会主义）、交易因子（资产特有性、未知性和业务次数）和交易环境因子。

交易成本与一般的生产成本是对应概念，即人和社会的关系成本。交易成本总会在人类社会活动中发生，是不可忽视的一部分。在从事金融业务交易中对人才、物质与财产资源的使用而体现出的价值称之为金融交易成本。从狭义上看，指完成一笔交易而耗费的成本，也指业务活动中所占用的金钱和时间成本。为了降低交易成本，中介机构一般根据规

模效应的原理制定合适的价格，进行合理定价，节约融资交易的各项费用支出，尽可能节省融资业务花费的成本。

地方性金融资产交易平台的交易成本主要受技术因素影响，技术的内容主要包括与金融资产业务活动高度联系的通讯技术、信息技术和基础的互联网设备。首先，技术因素有在信息方面有利于其处理能力的提升，流动速率的加快，信息不对称问题的降低，流通途径的拓宽，因未知因素造成的价格不稳定性的降低，减少了搜寻与处理成本；其次，技术因素通过移动支付增加了交易媒介，拓宽了交易途径，在支付的方法上有一定的创新性，提高了交易的效率。

由于交易渠道与媒介的拓宽，信息流处理的容量与速度的提升，交易双方共享平台技术带来的成果，同时也须承受额外的风险，地方性金融资产交易平台根源属于金融领域，因此也会有可传染、突发性的金融风险。这就要求地方性金融资产交易平台强化安全技术，在降低交易成本的同时克服金融资产交易过程中的不确定性因素。

2.1.2 交易成本的类型

（一）信息成本

信息成本是指交易双方在任何市场上对信息价值的评价和偏好不同而发生交易或者交换行为所愿意负担搜寻信息的成本，这一成本主要包括两个方面，一方面是寻找交易对象的费用，在寻找交易对象上需要查询其交易意向、交易商品的各项特征（类别、定价、质地、样式和信誉等）；另一方面是新信息的获取与交易双方在新时期的互相磨合所发生的费用，应适时改变信息集合以应对不断更新的交易对象、新技术、新的交易方式或者商品。地方性金融资产交易平台的中间媒介功能主要是为交易者信息共享、融合和信誉评价

搭建桥梁，将传统线下交易过程中信息传递过程缩短，有效地降低了交易对手方搜寻信息的成本。

（二）签约成本

签约成本是在契约签订过程中产生的有关成本，主要包含了从订立到谈判等交易过程中与契约相关的花费。同时，科斯也表示在交易谈判与实施协议的过程中契约成本也是不可避免的。故即使在谈判后未对契约关系成功达成真正的协议，因谈判本身所造成的花费也归为签约成本的范畴。地方性金融资产交易平台通过电子化合同、流程化签约程序有效降低交易双方的签约成本，提高签约合规性和合法性。交易双方原本线下的协商、完成合约的时间由此缩减。由于地方性金融资产交易平台提供多样化产品，交易双方可以通过平台自由选择符合交易需求的产品，由此也降低了交易双方的签约成本。

（三）履约成本

履约成本是为增加交易者信任度而产生的有关费用，从而可以减少因个人或市场风险所带来的未知风险，包括建立契约而产生的限制成本、避免交易者个人机会主义的督促成本，处理意外事故而保持契约关系的各项花费。得益于电子科技技术与通讯技术的支持，交易者的沟通能力与利益共享效率得到了很大的提高，从而为经济发展注入了活力；其传播途径和传播方式使得交易成本从根源上得到了节省，市场的传播速度大大提升。地方性金融资产交易平台通常具有完整的交易流程控制系统，通过再造传统金融资产交易的流程，使得线上交易进一步合规，对于交易过程中一方不履行约定的行为，平台将根据处置预案对该交易方采取相应的措施，通过流程节点控制其交易行为，降低不履约因素给平台带来的管理成本，同时保护金融资产交易者的正当权益。

2.1.3 交易成本与金融资产交易发展的关系

交易成本根植于金融资产交易的全过程，交易成本的下降提升了金融资产交易市场的活跃性。随着地方性金融资产交易平台对处理信息、移动支付和控制风险技术的推进，金融资产交易的效率进一步增加，相应地也节约了交易成本，这意味着也提高了交易的三个特征，即安全性、流动性以及盈利性。其中，（1）信息处理技术是指地方性金融资产交易平台跨品类、跨地域、跨期、跨线上线下实现资产资源配置的能力，是其区别于传统金融业的突出能力；（2）移动支付技术是实现金融资产交易的基础条件，是撮合其完成的桥梁；（3）安全风控技术是保障金融资产交易安全进行，是形成良性有序金融资产交易生态系统的保证。如图 2.1 所示，为交易成本与金融资产交易发展的关系。

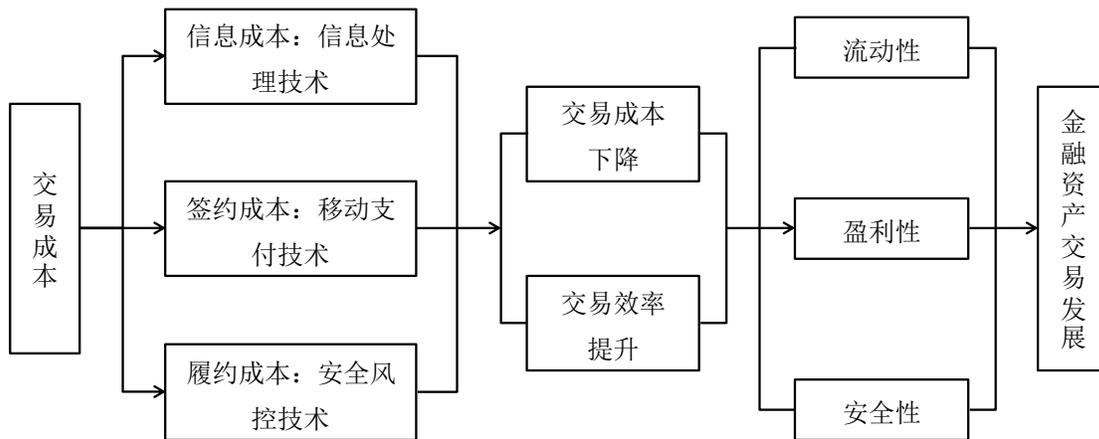


图 2.0.1 交易成本与金融资产交易发展的关系

（一）交易成本与金融资产交易流动性的关系

交易成本与金融资产交易流动性的关系主要由地方性金融资产交易平台信息处理技术提升平台中介服务效率来反映。本研究认为信息处理技术水平与交易成本呈负相关关系，

但正向作用于金融资产交易的流动性。信息技术处理水平的改善有益于提高地方性金融资产交易平台的效率，增强其流动性，促进平台持续稳定发展。

信息处理技术能使金融资产交易信息被更加快捷地收集、传递、处理和执行，是支撑线上金融资产交易活动的基石。首先，金融资产交易者数量众多，产生规模效益，而减少了交易费用；其次，金融资产交易信息的共享降低了信息不对称产生的交易成本，同时由于金融资产交易者在资源、技术和知识方面具有互补性，促进交易参与者之间互相吸收和管理资源、技术和知识等，也进一步推动平台信息处理技术范式的产生、形成和转移，降低交易成本，提升交易效率；再次，信息搜索引擎技术缩短了金融资产交易信息搜寻的时间，能帮助金融资产交易者在短时间内获取信息，降低信息搜寻的成本；最后，金融资产交易信息发布平台降低了信息发布、联系、共享的成本，增加信息交流的频率、时间和持续性，能促进相关利益者之间形成非契约的信用机制，减少传统契约和合同的监督考核成本。

（二）交易成本与金融资产交易盈利性的关系

交易成本与金融资产交易盈利性的关系主要由地方性金融资产交易平台移动支付技术提升平台货币支付效率来反映。本研究认为移动支付技术水平有利于降低交易费用，增加了金融资产交易的盈利，移动支付技术水平的提升有益于提高地方性金融资产交易平台的交易效率，缩短金融资产交易支付结算环节的时间，增强平台参与者的盈利性。

移动支付技术包含终端、软件和应用三个层面，移动终端、云计算、云存储等的普及和完善，改变了传统金融资产交易支付结算的方式。作为现代服务业的主力部分，金融行业应跟随现代服务业的建设方向，其中之一是通过降低交易成本以提升服务对象的效用水

平，例如，以移动支付为根基的泛金融服务可以有效提升资金融通效率。移动支付扩大了服务金融资产交易者的口径，传统金融机构有营业时间的约束，而时间维度和空间维度上金融资产交易的约束被地方性金融资产交易平台的移动支付打破了，从而为金融资产交易者节约时间成本，满足不同客户群体的金融需求，提高金融资产交易者的覆盖率。从交易类别的视角来看，结合线上线下交易的移动支付平台能够迎合各类金融资产交易者的需要，使得以互联网为根基的金融资产交易服务不断拓展到传统线下金融领域。

（三）交易成本与金融资产交易安全性的关系

通过地方性金融资产交易平台的安全风险控制而提升平台风险管控效率可以体现出交易成本与金融资产交易安全性之间的相互作用。本研究认为风险控制能力与金融资产交易安全性有正向关系，与交易成本有反向关系。安全风控技术水平的提升有益于提高地方性金融资产交易平台的交易效率，通过风险事件库和风险处置预案降低平台风险事件发生概率及其危害性，保障交易平台健康稳定发展。

安全风险控制技术包括（1）基于平台本身的交易与支付信息数据而产生的信用评价与风险控制体系；（2）基于中间征信机构搜集交易者信息的模式。我国地方性金融资产交易平台均建立了自身的安全风控体系，其独立于央行征信系统，地方性金融资产交易平台通过数据库建立和数据挖掘自建信用评级等风险管控系统，实时了解平台内部的风险状况，得以快速解决风险事件；小型地方性金融资产交易平台借助信息分享获得有关平台参与者风险信息服务以及第三方机构对平台风险价值的评估结论。安全性的另一面就是风险，基于互联网开展的金融服务其风险具有传递性、突然性与统一性等特点，地方性金融资产交易平台的风险扩大了固有金融行业风险的含义，在影响范围和破坏程度上被放大，

轻则局部损失，重则系统性风险。因此，地方性金融资产交易平台与传统企业的财报相比，提高了数据分析与行为分析的效率，可以及时甄别风险异常状况。同时，平台数据挖掘技术能够更新传统征信方法、减少交易的费用，促进交易的效率，有效控制平台金融风险。

2.2 信息不对称理论

2.2.1 金融市场对信息完全性的要求

金融市场对信息完全性的要求可以根据市场有效性假设（**Efficient Markets Hypothesis**）中的信息有效和市场有效来理解。根据萨缪尔森的表述，信息有效是指“价格的决定包含了市场上全部参与人的信息，因而无法预测价格的改变”。Fama（1969）对市场有效性概念作了更明确的诠释，即“假如市场中的价格可以完整地包括全部的能够得到的信息，则是有效的市场”。即市场能够理性地对信息作出反应，从而不会忽视掉有用的信息，从而避免产生可能的系统性错误，市场的价格变动始终反映实体经济变化。

一般通过金融市场资源的合理配置和企业治理能力的提高来反映金融市场和实体经济市场之间的联系，本研究从资源配置的效率和帕累托改善的角度来理解金融市场的。金融市场的资源配置功能是指通过影响资本流通和不确定性的集中和扩散，对不确定性的资本进行重新分配。这种功能实际上是将活动的金融资产变化为相对固定的长期资产，然后应用于一般的生产过程，结果是推动了技术创新和经济增长。金融市场可以提升资源配置的效率，一方面是通过规模效应而降低了信息成本，即对于交易者在寻找相关公司的信息的时候，市场因有较大的规模，较高的流通能力，从而使得交易者获得了更完善的信息；另

一方面，交易者从收集到的信息对项目收益进行预测时，对下一步投资产生导向作用，这具有优胜劣汰的效果。

此外，为了实现金融市场的效率，要充分发挥的金融市场的监管能力，这需要通过建立健全的法律政策和完善的监督体系以确保各机构自觉遵守信息披露准则，严格打击不利于投资者各项权益的违法行为，例如操控市场、内幕交易等。从这个意义上讲，金融市场是否有效可以表现在投资者得到的信息成本的高低以及信息的质量是否真实有效，以及投资者是否可以获得其决定所需要的准确信息，从而扩充可实现合理分配的市场资本。正是基于这种效率增进的可能，研究信息不对称条件下金融市场的监管，对于促进市场规范有序的发展和实质经济效率的提高具有重要意义。

2.2.2 金融市场信息不对称问题

金融市场信息不对称问题的根源在于金融市场的不确定性。金融市场信息首先来自于标的所代表的实物资产的财务状况，这种财务状况一般指未来的现金流，而未来是不确定的，因此标的价格必然是不确定的，投资者也会面临投资的风险；其次，金融资产价值取决于发行主体未来的收益，其影响因素有宏观因素、政策因素以及全球化市场因素等，这些因素导致金融市场的价格信息处于经常性的变动中；再次，如果要在市场中获取信息是需要付出一定的成本的，有时高昂的信息搜索成本致使部分市场参与者的信息处在不同的状况，即出现了信息不对称。具有信息资源优势的人往往利用本身优势操纵市场，或进行内部人交易，这一现象助长了金融资产交易中的投机成分。

金融市场供求两者的信息不对称主要包括：（1）格雷欣法则；（2）信息不均等。首先，格雷欣法则反映“劣币驱逐良币”原理，即融资主体披露信息的质量不一样，会造成在

金融市场上获取信息的投资者对融资主体信息的价值评判与内部人所掌握的真实信息之间产生本质上的不同。在众多公司并存的情况下，投资者因无法得到真实信息而对标的价值产生误判而导致信息不对称。而有信誉的融资主体其信息是可靠的，违背信誉的融资主体其信息是不可靠的。然而因后者存在着高度的负外部性，有信誉的融资主体即使公开了全部信息却不能得到相应的价值，无法达到预期的资本筹集效果；而违背信誉的融资主体信息质量严重不符，却得到了相对多的资金。逐渐积累过后，有信誉的融资主体因为信息成本高于预期收益而被驱逐，市场中留下的却是缺乏信誉的融资主体。长此以往，理性的投资者会对金融资产交易市场的预期价格越来越低，阻碍市场的健康发展。

其次，投资者对市场的信息收集是不均等的。其中，有一部分投资者对某些新发行标的了解更多，他们会倾向于实际价值更高的标的，从而获得更高的收益。但是，随着交易次数的增加，对标的信息收集较少的投资者会发现规律，他们会预期到标的价格存在高估的可能性而逐渐降低自己的预期价格来减少损失的可能性。即使了解更多的那部分投资者有更合理的价格，但是如果不了解情况的投资者报出了低价，最后也会以低价成交，这样降低了市场的资源配置效率。

2.2.3 达到“信息有效”的监管要求

在新古典经济理论中，投资者获得的信息是公司自愿披露的，其价值将会在获得的信息中得到最大的发挥。但是内部人会根据内幕信息得到更多的收益，。由于投资者与公司内部人得到的信息是不一致的，后者总是占有更多信息，而使得金融市场总是处于非均衡状态。因此，为了保证市场“信息有效”，需要建立完善的信息公开体系来重建投资人对金融市场的信息，维护投资人的合法权益。

为保证“信息有效”，即保证市场信息披露的公正、有效和透明，首先应严格抵制非正常交易，如内幕交易、操控市场等；其次为投资人争取取得均等的信息与投资渠道；再次是保证市场的公平交易，避免内部人交易。信息有效体现在交易价格中，投资者可以公平获得信息，监督体系也要更加完善，确保市场更加透明化、公平化。

本研究将投资者权益保护视为金融资产交易监管的核心目标之一的同时，也为确定监管制度的核心安排提供了明确的方向。由于投资者保护主要包含保证获得充分的信息和防止内部人对其利益的攫取两个方面内容，所以监管要求也应该着眼于解决信息披露和内部人交易两个方面问题。本研究总结了达到强“信息有效”金融市场核心制度安排，如表 2.1 所示。

表 2.0.1 达到强“信息有效”金融市场核心制度安排

编号	制度名称或内容	制度含义或功能
1	要求全面披露公司所有的财务结果	是金融市场存在和有效的前提
2	较好的会计准则	满足投资者对标准化信息的需要
3	对财务报告审计的要求	公司应具有必备的能力和独立性
4	好的民事责任发现程序规则	有助于发现错误披露的信息
5	公平公正的监管机构和诉讼机构	有较高专业水平满足监管要求
6	市场透明度规则	及时披露交易时间、数量和价格
7	行政管理禁止市场操纵	对市场进行高效的行政管理
8	禁止内部人交易的证券法律法规	对内部人交易进行处罚
9	管理者、中介机构应遵守信息披露	强化证券交易的信息披露制度
10	自我交易披露的审计师复议	加强对审计人员的监督
11	对违反信息披露和自我交易规则的内 部人进行民事和刑事处罚	民事赔偿与刑事处罚相互补充，对信 誉中介功能的支持和强化
12	所有权披露规则	保证外部投资者知晓内部人

2.3 金融风险理论

根据 Bodie, Marcus 和 Merton (1985) 的定义, 金融学是探讨在充满不确定的前提下如何在金融市场里使得资源配置达到跨期最优化的一门课程。这里的“不确定性”就意味着“风险环境”, “对资源进行跨期最优配置”的依据应是“风险的定价或度量”。这一定义本质上就是指, 金融资产定价的核心问题是对金融资产不确定性即风险部分进行度量。另外, 根据张金清 (2009) 的阐述, 金融风险度量又是金融风险管理的首要环节和重要组成。由此可见, 无论是从资产定价角度还是从风险管理角度来看, 金融风险度量在金融学研究中都具有重要地位。地方性金融资产交易平台本质属于金融, 含有金融风险传染性、突然性和普遍性等特点。因此, 本研究认为, 风险度量是研究金融资产交易风险最基础的

核心内容，是金融资产交易风险管理中的难点，也是进一步制定和实施金融资产交易监管制度的前提和基础。

2.3.1 市场风险度量

(一) 名义价值度量法

名义价值度量法 (notional amounts) 即为使用资产组合的价值来确定市场风险的方法。在不考虑极端情况 (即金融资产交易组合损失了所有价值) 时，一般情形下会因为某些原因导致资产组合受到了部分损失。因此，此方式在测度资产组合市场风险时较为粗糙，不够精确。如果投资者是一个高风险规避者，可以考虑采用名义价值度量法来估计，因为此种方法一般是会高估真实的市场风险，对于高风险回避者是一个保守的估计方法。

(二) 灵敏度方法

灵敏度方法 (sensitivity measures) 起源于测量利率风险，是用于分析利率敏感性的常见方法。基于定价的基本模式和概念，找出影响资产组合价值的不同风险因素，并利用这些因素构建资产组合价值的函数模型。于是，资产组合的价值为 P ，受到 n 个市场风险因子 $x_i (i=1, \dots, n)$ 的影响，利用定价理论可得到资产组合价值关于市场风险因子的映射关系为 $P = P(t, x_1, \dots, x_n)$ ，再进行泰勒展开，即

$$\Delta P \approx \frac{\partial P}{\partial t} \Delta t + \sum_{i=1}^n \frac{\partial P}{\partial x_i} \Delta x_i + \frac{1}{2} \sum_{i,j=1}^n \frac{\partial^2 P}{\partial x_i \partial x_j} \Delta x_i \Delta x_j \quad (2-1)$$

其中， $\Delta P = P(t + \Delta t, x_1 + \Delta x_1, x_2 + \Delta x_2, \dots, x_n + \Delta x_n) - P(t, x_1, x_2, \dots, x_n)$ ， Δx_i 表示市场风险因素 x_i 的变化， t 为时间， $\frac{\partial P}{\partial t}$ 表示资产组合对 t 的灵敏程度， $\frac{\partial P}{\partial x_i}$ 和 $\frac{\partial^2 P}{\partial x_i^2}$ 分别表示资产组合对 x_i 的灵敏程度的一阶水平和二阶水平， $i = 1, 2, \dots, n$ 。

因此，可以看出平台交易资产组合的市场风险主要源于各风险因素随时间的变化倾向和大小的未知性。(2-1)式可以看出风险因素主要包括2个方面：其一，风险因素对资产组合价值的影响程度；其二，风险因素自身变化的倾向和大小。根据金融资产交易品种和风险因素的差异，根据(2-1)式可以确定久期、凸性以及 β 值等不同的表示灵敏度的各项指标。

(三) 波动性方法

通过资产组合得益的波动幅度衡量其市场风险大小的方法即称之为波动性方法(volatility measures)。其中得益的波动源于市场风险因素的改变，其本质是将概率论中标准差或者方差的定义应用于风险的估计，标准差或方差即表示风险因素相对于其均值的波动程度。

(四) 在险价值(VaR)方法

VaR (value at risk) 方法，常被简称为“在险价值”，即特定的资产组合在特定的一段时间，市场状态处于正常，置信度给定的情况下，可能发生的最大损失。该方法表现出的是一个置信水平下会发生的损失最高值，其风险是资产组合的总市场风险，包括了各种风险因素及其组合间可能产生的反应。即

$$\text{Prob}(\Delta P < -\text{VaR}) = 1 - c \quad (2-2)$$

其中， Prob 表示概率测度； $\Delta P = P(t + \Delta t) - P(t)$ 代表资产组合在 Δt 内损失的大小； $P(t)$ 表示组合在当前时刻 t 的价值； c 为置信水平； VaR 为置信水平 c 下组合的在险价值。

（五）压力试验和极值理论

平台交易的金融资产收益率的变化的分布通常具有厚尾分布的特性。因此，在原有的理论基础上，先后出现了压力测试（**stress testing**）和极值理论（**extreme value theory**）来完善之前的 VaR 理论。前者主要是通过构建出一个虚拟的极端场景来测试金融资产组合在该极端条件下所能发生的最大损失。后者主要是通过使用极值原理去描述金融资产组合的尾部特性，然后对该金融资产组合所可能发生的最大损失进行测度。本质上是对在险价值理论和风控理论上扩充了极值原理。

2.3.2 信用风险度量

（一）专家分析法

专家分析法主要是由有关专业人士对借款人的信用等级、道德品行等给予判断，然后判定其是否有资格使用网络平台进行借贷，主要判断因子有其个人财产状况、资信状况、商业运营状况和其他宏观环境条件。这个阶段评估信用风险有 5C 分析法、5W 或 5P 分析法、五级分类法、LAPP 法等多种方式，而 5C 分析法又是较为普遍使用的一种方法。以 P2P 网络借贷为例，专家通过对 5C 各项因子进行打分和权重分配，综合得分，然后进行判断，其中 5C 因子分别指的是平台融资公司的 **character**、**capital**、**capacity**、**collateral**、**cycle conditions**，分别代表的是资信的质量、资本的多少、偿债能力的大小、抵押品的价值以及当时环境下的经济周期。此方法较好的便显出信用风险的实际意义，具有较高的认可度和广泛的接受性，然而由于存在着较强的个人主义主观影响，此方法对专家的个人能力具有更高的诉求。可以认为，专家分析法只是一种定性思想，更适用于描述信用风险的特性，而非定量计算信用风险的大小。

（二）基于财务比率指标的信用评级方法

这种评级方法在衡量信用风险时是选取融资方的各项财务指标建立模型，并对各指标进行赋权，计算出一个数值用以表示信用风险的大小，并确定指标阈值，如果数值超出了阈值范围即可评判此融资企业具有较高的违约概率。基于该原理，线性几率模型、定性响应模型、Z-Score 模型以及 ZETA 模型应运而生。

以定性响应模型为例，其主要用于估计融资企业在某一特定时期得以维持的几率。Probit 模型和 Logit 模型是该模型的典型代表，这两个模型完美的避免了预测值大于 1 或小于 0 的可能性，比一般线性模型更准确。前者是假设事件发生的概率累积分布具有正态分布的特征，后者是具有 logistic 分布的特征，可以确保预测值的区间为[0,1]。

另外，Z-Score 模型是信用评级模型中一个典型的评分模型，是阿尔特曼于 1968 年提出的，包括了运营资本与总资产之比、留存盈余与总资产之比、息税前收益与总资产之比、股权的市场价值与总负债的账面价值比以及销售额与总资产比率五个因子。1977 年阿尔特曼在五因子模型的基础上进行了补充和完善，加入了两个新的因子，包含了资产收益率、收益稳定性、偿债能力指标、累计盈利能力指标、流动性指标、资本化程度指标和规模指标，成为 ZETA 七因子模型。从这一想法出发，其后又产生了许多方法，比如聚类分析法、因子分析法等。

（三）现代信用风险度量模型

现代信用风险度量模型与前述方法最大的不同在于它使用定量方法对信用风险进行准确的计算，利用严谨的数理模型来计算违约概率以及带来的最大损失。与此同时，现代模型还借鉴了许多经典的经济思想以及其他领域的科学方法，例如基于期权定价理论的

KMV 模型（或称为信用监控模型），此外，还有借鉴了保险学中的精算方法、神经网络原理等模型。

最近，信用风险中逐渐引入了近几年来热门的人工智能理论。神经网络方法作为一种非参估计法，具有强烈的自我适应能力、自我学习能力以及自我组织能力。该方法对样本数据的分布要求不严格，摒弃了预测变量间传统的线性假设和独立性假设，能够将潜在的变量之间的相互作用展现出来，因此在基于互联网的信用风险度量中具有非常大的应用潜力。

2.3.3 操作风险度量

（一）内部度量法

内部度量法的基本思路是：（1）计算预期性损失。主要是凭借平台现有的数据，计算损失频率和损失水平的数学期望；（2）计算未预期性损失。主要基于事前设定的未预期损失是预期损失的线性函数，根据第一步就可以算出。另外，损失频率是指由于操作风险而出现损失的频次；损失水平即为事件出现之后的损失大小。损失水平的数学期望可以使用损失率或者损失金额的数学期望来表示。

此方法的使用步骤是：（1）区别平台损失种类；（2）基本风险指标体系的确定和估计；（3）估计风险预期损失；（4）确定未预期损失与预期损失的线性关系；（5）计算整个平台的未预期性损失。

（二）损失分布法

与内部度量法不同，首先，损失分布法的假设条件因为操作风险而发生的损失频率与损失水平这两个变量是随机的；其次，根据两个随机变量的概率分布计算出由操作风险带

来的损失分布；最后，未预期性损失的计算方法为 VaR，给定置信度条件下来估计操作风险资本。此外，可以考虑使用以下两种方式对该方法进一步完善：一是描述多元随机变量相关结构的 Copular 法；二是考虑职能依赖的失控随机模型。

（三）因果关系模型

该模型是通过寻找操作风险发生损失的原因，结合相应的平台交易数据来估计操作风险的。因果关系模型主要包括定义操作风险、搜集损失及损失诱因的相关信息与数据、建立系统模型等三个主要步骤。

一般情况下，损失的数据比较容易得到，但搜集与损失原因有关的信息和数据则比较困难。为此，通常要同时召集风险管理人员及相关业务人员对操作风险进行分类，共同寻找每类操作风险可能造成的损失，损失的原因以及发生的可能性等。表 2.2 列举了地方性金融资产交易平台经常出现的操作风险的损失种类及其诱因。

表 2.0.2 操作风险的结果与原因

风险类型	结果/可能损失	损失的原因
流程风险	流程成本与预计水平的偏差	流程故障
控制风险	控制失败导致的成本变化，例如，由于未能按时将资金入账引起的账面价值损失	控制失败、欺诈、跑路
项目风险	项目成本过高	较差的计划与项目管理，范围过大，预算不妥等
技术风险	技术运行成本与预计水平的偏差	升级费用、应用开发
人力资源风险	收入/利润的变化	由于竞争对手吸引关键员工
客户服务风险	由于失去客户引起的收入变化	不适当的初始销售策略、不完善的客户服务
监管风险	剩余毁损、监管部门征收罚金	未能遵循监管法规

2.4 金融监管理论

2.4.1 金融监管的涵义与特征

（一）金融监管的涵义

所谓金融监管，是指根据国家现有的法律政策和相关规定，一国或者地区的央行和其他金融监督机构对金融市场进行的监督和管理。是金融监管机构为实现一国金融业的有序稳定发展，而执行的必要的、积极的监督行为。金融监管的涵义有广义和狭义之分。前者除了所有金融监督机构对市场的监督与管理，还囊括了监管当局的内部控制、同业组织间的自我监督以及社会性组织中介的监督管理；后者只表示金融机构的监督管理。

（二）金融监管的特征

金融监管具有以下三个方面的基本特征：

（1）金融监管的法制性。金融监管属于国家的法定制度，一般通过立法建立金融监管体系。法律作用于监管双方。金融监督机构应时刻保证做到严格并且遵守法律制度的监管标准，必须严格遵守相应的法律政策，维护监管的特性，主要包括权威、连贯、严格与强制等。

（2）金融监管的系统性。金融监管是一项系统性的工程，它包括了目标、依据、体制、客体等因素。同时，因金融风险的系统性、普遍性、隐蔽性、扩散性特征也要求了金融监管具有系统性。

（3）金融监管的社会性。因为金融市场得有分散性，涉及社会活动各个领域，具有强烈的公共特征。金融监管当局代表着社会公众的基本利益，它有着监管整个金融体系的权利，这种权利又是国家委托它的一种责任。金融监管当局有责任制定各项有效措施，以防范系统性金融风险 and 维持金融稳定。

2.4.2 金融监管的原则与构成体系

（一）金融监管的原则

所谓金融监管原则，是指能够全面、充分反映金融相关法律并广泛适用于存在监管性的多层次多方面的各项思想和准则，对监管当局实施监管活动具有深远的影响及其本质上的建议性。

（1）监管主体的独立性原则。即监管当局在清晰的监管义务和对象的前提下应该具备行权的独立性和足够的物质基础。另外，需要为监管当局建立良好的外部环境，如市场制

约机制应该有效、经济环境应当稳定、基础设施足够完善、处理突发事件足够高效等，从而实现有效的金融监管。

(2) 依法监管与严格执法原则。为保障监管的权威、连贯、严格与强制等特性，监管当局应严格执法，依法监管。比如在对金融机构进行进入市场的判定、金融机构经营业务的审核、机构性质的分辨、金融机构营业范畴的分类以及创新业务的检查与违规处理和例行事务中都应该坚持监管原则，依法监管，严格执法。

(3) 综合性与系统性监管原则。为提高监管当局的工作效率，应该多角度使用系统性的监管手段，包括从立法角度、政府角度以及市场角度等；监管当局在日常监管工作和重点监管工作中应合理分配，不可有所忽视；监管当局应对事前督导工作和事后监察工作应陆续开展，不应有所遗漏。

(4) 公平、公正、公开原则

不同经营性质、不同经营规模的监管对象都应严格遵守统一的被监管标准，公平竞争，正当经营。监管当局的监管准则和方法应严格遵守公平、公正和公开的原则，对监管对象严格审查，确保其合理合法运营，维护金融市场的稳定。

(5) 有机统一原则

金融监管工作需要实现如下统一：1) 监管体系的统一。监管当局要合理分配监管工作，建立一致的管理体系，形成由上至下的有机统一，提高监管效率；2) 监管制度的统一。微观和宏观金融在监管措施和相关制度上不可有冲突；3) 监管视角的统一。经济全球化背景下不可拘泥于国内金融监管，应时刻与国际水平保持一致，各项法律法规和政策措施都应与国际先进水平接轨。

（二）金融监管的构成体系

金融监管的构成主要包括两个方面，组织体系和法律制度体系。

（1）金融监管的组织体系

依据监管方式的差异性而完善的系统性监管体系主要由以下四个子系统构成。首先，监管主体系统。该部为四个部门，即央行、证监会、银监会和保监会。其次，金融业自律系统。这一部分是为了加强金融业的监管效率而成立的行业协会，该系统通过建立市场协议可以调整金融机构之间的关系，监督金融机构之间进行合理的市场分割，金融机构之间规范竞争，金融环境稳定有序，是金融行业内部监管的重要前提。再次，金融机构内部控制系统。该部分由内部控制的基本部门、基础设施和基本规则。各机构成立和自身经营范畴相匹配的内部控制审核机构。基础设施是指构建系统性通讯设施以及解决计算问题的集中工作站，同时逐步提高其监管能力，借助各项技术监管内部控制系统风险。最后，社会舆论监督体系。利用现有的舆论监督制度与法律法规成立社会监管系统，对于被监管者合法竞争与业务规范化具有不可忽视的震慑作用。

（2）金融监管的法律制度体系

法律制度体系由金融基础法律体系和金融监管法律体系两部分构成。前者是所有基础法律制度的统称，主要作用是调整金融关系，其中又包括各项金融业务和金融监管之间的关系。因为调整关系分为业务和监管两个部分，又分别构成了金融业务法和金融监管法。金融基础法律体系内涵丰富，涵盖了各项法律法规、规章制度。

后者是包含市场进入、运行与退出机制监管职责的法律制度的统称。金融监管法律制度涵盖了三方面的内容。1) 金融市场的监管法。该法律在金融监管法律体系中具有核心

地位，是由立法部门对监管当局赋予权利的重要载体，使其有权利对金融机构进行有效的监督，是调整监管当局与被监管者关系的重要体系。2) 标准的金融法规，由政府当局为监管当局出台的提高监督效率的各项规定。3) 依法建立的监管措施，由监管当局亲自拟定的监管办法，并不能算是真正意义上的法律，而是监管当局为被监管者制定的管理措施，被监管者需要严格服从。

2.4.3 金融监管的内容与手段

(一) 金融监管的内容

金融监管主要包含了以下三个部分的内容。即市场准入机制的监管、市场营运机制的监管以及市场退出机制的监管。

(1) 金融机构的市场准入监管

是指对准备进入市场的金融机构从准备阶段到建成阶段，随后进入市场运营的过程进行监督和管理。该过程的监管是金融监管的第一关，为维护金融市场的稳定打下了坚实的基础。另外，市场准入机制又涵盖了机构本身、机构经营业务以及机构高管进入市场的三个部分。第一部分是依法成立新的金融企业或者其子公司；第二部分是根据严格业务审核机制决定新成立企业的经营范围；第三部分是新成立企业管理层人员资格的审查。

(2) 金融机构的市场运营监管

此部分包含了较多模块，以下分点阐述。1) 市场运营的合法性。金融机构必须严格按照法律法规进行市场业务的开展，合理竞争，合规经营，保证金融市场稳定有序。2) 资本构成的合理性。监管当局应对金融机构的资本构成比例进行审查，其资本构成应在法律规定的合理范围内。3) 资产质量的审核。监管当局应及时对金融机构的资产进行审

查，确保其质量能够过关，保证金融机构可以稳健经营。4) 资产流通能力的保证。金融机构只有保证一定的资产流通能力，才能及时应对各种突发性金融危机，避免资金链断裂。5) 运营范围的合理性。金融机构应严格遵守自身的运营业务边界，不能擅自越界。6) 盈利能力的测度。监管当局应实时关注金融市场上各金融机构的盈利能力以保证金融机构可以健康发展，有足够的抗风险能力。7) 内部控制体系的健全。监管当局应督促金融市场各企业自身的内控系统完备以保证其可持续发展与经营。

(3) 金融机构的市场退出监管

是指当金融机构因破产、被收购或者业务更新等形式而退出金融市场时监管当局应采取相应的监督措施。其中又分为主动型和被动型市场退出机制。前者是指金融机构主动离开金融市场而去完成公司的并购或者变更业务。后者表明金融机构因不满各项法律规定而被监管当局依法驱逐出金融市场的机制。

(二) 金融监管的手段

(1) 金融监管的法律手段

法律手段是金融监管的基本手段。因为法律具有公平而又强制约束的特征，监管当局一般使用相关法律手段对金融机构各项业务直接管理，对不合规的金融机构可直接提出处理办法，被监督的金融机构必须严格依法执行，有利于提高监管当局的工作效率。

(2) 金融监管的行政手段

行政手段是金融监管的特殊手段。因为属于政府的直接命令，产生效果的时间明显短于法律手段、且具有较强的指向性。但是，该方法只用于特定环境下，比如系统性金融危

机发生时，该方法应当作为首选来及时维护市场稳定。根据市场化要求，行政手段的作用正在逐渐降低，主张使用更多的法律手段来代替。

（3）金融监管的经济手段

经济手段本质上是法律手段的一种具体表现形式。因为虽然是从经济角度进行监管，但始终要保证其合法性。例如在银行业，经济手段有最后贷款人制度，是指作为监管当局的央行应作为金融市场的保护伞，若有银行无力偿还债务，央行会采取援助措施。还有存款保险制度，是指如果存在银行倒闭，且该银行此前已投保存款保险，如果银行无力支付全部存款，则由存款保险机构对存款人给予补偿。

此外，金融监管机构还需采用技术手段，运用通讯系统和互联网技术建立完善的监管系统，增强数据挖掘和处理能力，从而准确检测各金融机构的运行现状。运用技术手段，监管机构能够量化监管指标，再进一步完善和处理金融机构信息的前提下，实时掌握金融机构的运行风险和经营现状。

第三章 地方性金融资产交易平台及其风险研究

本章重点对地方性金融资产交易平台、平台业务类型和平台风险类型进行概念界定和具体内涵阐述，并分析地方性金融资产交易平台风险的生成机理和传导方式，以全景式地给出地方性金融资产交易平台及其风险的概念与内涵。本部分是整体研究的基础性内容，亦是对地方性金融资产交易平台业务和风险相关理论的重要贡献。

3.1 地方性金融资产交易平台相关问题界定

3.1.1 地方性金融资产交易平台的定义与内涵

（一）地方性金融资产交易平台的定义

地方性金融资产交易平台即服务于金融资产交易双方，为其提供交易地点、交易场景和协商交易价格进而完成金融交易的机构。地方性金融资产交易平台分为两类，其中地方性金融资产交易所由省政府批准设立、国务院部际联席会议验收备案，地方性金融资产交易中心由省政府批准设立，两者在业务上均受地方金融办监管。金融资产是指是代表未来收益或资产合法要求权的凭证，是以金融资产价值形态存在的资产。通常来说，有权在地方性金融资产交易平台挂牌的金融资产应当是符合有关规定的资产。平台的挂牌产品包括但不限于金融国有资产、不良金融资产、信托受益权、应收账款收益权、小贷资产收益权、融资租赁收益权、商业票据收益权、委托债权投资、定向融资工具等，此外，平台还提供企业投融资信息，撮合各方达成交易，并同时提供登记托管等配套服务。

本研究中地方性金融资产交易平台是指地方金融资产交易所（含地方金融资产交易中心），是我国多层次资本市场的重要组成部分。我国交易所市场可划分为场内交易市场和场外交易市场，其中，包括主板、中小板和创业板在内的上海证券交易所和深圳证券交易所

所属于场内交易市场；而全国中小企业股份转让系统（新三板）、区域性股权交易场所（新四板）以及地方性金融资产交易平台等则属于场外交易市场，具体如图 3.1 所示：

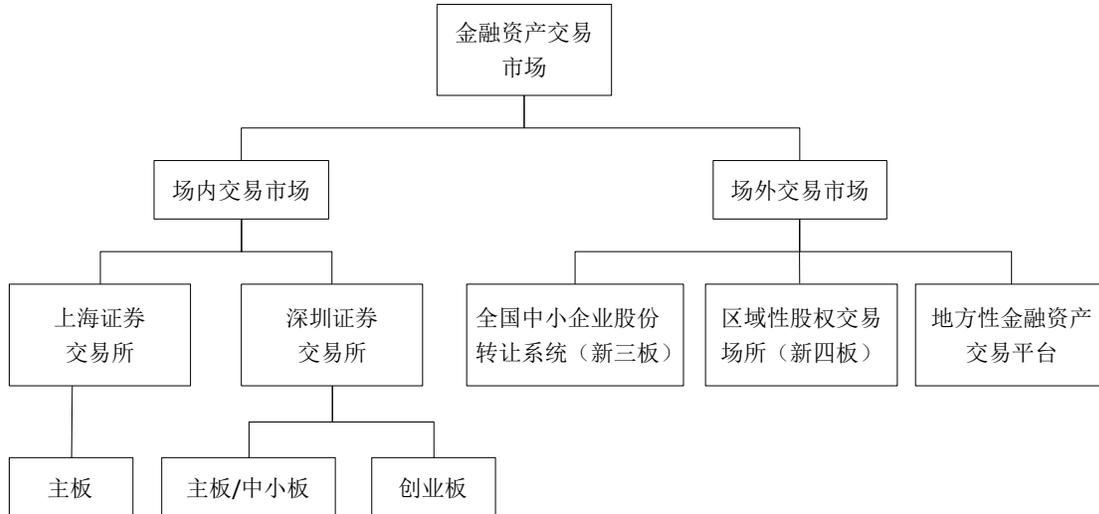


图 3.0.1 我国交易所市场结构

地方性金融资产交易平台的角色定位：该平台本质上是交易双方的服务机构，不能突破角色特定的立场，只能在因交易双方需要平台交易的相关规定与产品信息时，提供与挂牌有关的服务；组织交易事项；受托进行交易结算，并帮助交易双方熟悉交易过程的各项手续；以平台身份进行相关信息披露等基础服务，不可逾越服务平台的界限，不可加入买卖双方金融资产各种交易过程中的除提供服务之外的任何角色定位。即地方性金融资产交易平台需时刻明确其职责，保证做好义务范围内的各项服务，但又不能逾越职责的界限，触犯平台和有关法律政策的相关规定。

（二）地方性金融资产交易平台的主要特点

我国地方性金融资产交易平台的特点可以分六点进行阐述。

（1）交易品种不断丰富。根据相关调查，我国的相关交易机构目前共有 50 余家，遍布全国二十多个城市。其主营业务有：信托、债券、私募股权、应收账款、融资租赁以及

小额贷款资产等收益权以及国有金融资产、金融不良资产等投资，另外还会定期披露信息。根据以上，本研究将地方性金融资产交易平台的交易品种划分为四大类，包括金融资产类交易业务、资产收益权类交易业务、直接融资类交易业务、信息耦合类交易业务。金融资产交易所产品结构相似，但创新业务自由度较高，各交易所正致力于差异化经营，产品创新能力有明显提升。我国主要地方性金融资产交易平台经营范围如表 3.1 所示。

表 3.0.1 我国主要地方性金融资产交易平台的经营范围

序号	交易所名称	经营范围
1	陆家嘴国际金融资产交易所	金融产品的研究开发、组合设计、咨询服务，非公开发行的股权投资基金的各类交易相关配套服务、金融和经济咨询服务、市场调研及数据分析服务、金融类软件开发等综合性融资顾问及金融资产交易服务。
2	北京金融资产交易所	企业国有资产交易、信贷资产交易、信托产品交易、债券产品交易、私募股权交易、黄金交易等。
3	天津金融资产交易所	不良金融资产与金融企业国有资产处置、交易；信贷资产、标准化金融产品和金融非标准化衍生品交易等。
4	四川金融资产交易所	债券融资服务，票据与贸易融资服务中心，PE 基金募集及份额转让服务，租赁资产或收益权转让服务，各类不良资产转让服务。
5	深圳前海金融资产交易所	各类债权、私募债券、资产支持证券、理财产品等金融产品、金融工具的发行、定价、登记、托管、挂牌、鉴证、交易、转让、过户、结算等提供场所、设施和服务；组织开展金融产品创新、研究开发、组合设计等服务；提供与前述业务相关的研究信息、培训、咨询、评级、财务顾问等服务。
6	南京金融资产交易中心	金融资产和金融产品登记、交易和结算；其他金融创新产品的咨询、开发、设计、服务、登记、交易和结算。金融产品包括但不限于企业债、私募债、公司债、收益权转让类产品、理财计划、直接融资类产品等。
7	广东金融资产交易中心	金融股权、实物资产、金融不良资产、小贷公司资产收益权、担保资产增信、定向债权投资工具、票据收益权、资产权益流转、投融资顾问服务、类资产证券化产品、跨境人民币业务等各类交易，为各类金融资产提供从注册、登记、托管、交易到结算的全程服务。
8	河北金融资产交易所	金融国资交易、金融企业改制、不良金融资产交易、信贷资产、私募股权金融资产交易、项目融资与招商。

(2) 总成交规模持续增加。各交易机构虽然刚刚兴起，但发展迅猛，每年的交易量均有可观的涨幅。例如，陆家嘴国际金融资产交易所自 2011 年 9 月成立以来，交易所每年成交规模持续增加，2016 年累计交易量超过 6 万亿；深圳前海金交所交易量增长异常迅速，2015 年为 7000 亿元，2016 年增长了近 260%，其驱动力是平安集团提供的大量资产通道业务。此外，市场对金融资产交易规模增加有积极预期，平安集团在收购重庆金融交易所时，以高于其市场价值 2.4 倍的金额成交，总金额 2.86 亿人民币，同时预期未来三年该公司规模会达到更高水平，初步预期是在 2016 年达到 0.5 万亿，次年达到 10000 亿，直到 2018 年完成 20000 亿元的目标。

(3) 受宏观经济政策波动影响较大。比如 2011 年颁布的国家政策规定³：交易所必须经过部际联席会议审批才能设立，旨在控制各类交易所的数量，加强规范管理，防范金融和社会风险，地方性金融资产交易平台的准入标准在监管要求下得到提高。又如利率市场的波动等不确定性均能影响交易标的的市场价值和交易机构的信誉。同时，因交易商品投资行业会受不同商业周期的影响，其收益的预期值也会不断发生改变，市场价值会有周期性波动，从而使交易机构的实际收益产生不同的结果。

(4) 创新活动丰富。现在的交易所进入机构都在努力开展创新型活动，更新机构内部可提供的交易类型，研发债券、私募股权、信托基金、融资租赁以及保险行业的新型交易品种。交易所是运用大数据、云计算为投资人匹配相应的资产，运用各种征信数据判断资产推荐机构、融资方的信用状况，解决投资人与融资方信息的不对称。除产品创新外，地方性金融资产交易平台的创新活动还包括创新人才队伍建设、移动互联网营销渠道建

³ 2011 年 11 月 18 日，国务院发布了《关于清理整顿各类交易场所切实防范金融风险的决定》。

设、风险管理技术创新等。例如，实施安全可靠的风险管理技术，可以综合经济数据、行业信息、财务数据、企业经营情况等，根据产品的不同，选用对应的风控模型，灵活定制交易结构，为交易各方提供安全保障。

（5）监管体系不完善

随着金融交易平台的逐渐成熟，监管当局对平台的监管还没有足够重视，其重心依然在传统银行业，尚未出台完整的金融交易平台监管制度。因为金融交易平台的经营范围广泛，服务对象众多，无法简单界定应该监督管理的对象。各交易平台还再不断创新其业务范围和交易产品，分别有各自的监督管理的对象。而且交易平台不断加强线上与线下交易的联系，经营业务不断扩展，随着网络交易的不断拓展，交易产品不再是简单的金融工具，可能存在非金融工具的加入，经过加工以金融工具的名义进行交易，这些新型产品早已不再属于监管当局的监督范围，不利于监管当局对交易平台实施全面的监管。

3.1.2 地方性金融资产交易平台的兴起与发展

我国金融资产交易真正作为一个行业快速兴起，主要有以下三个重要的背景因素：一是经济周期下盘活存量的客观需要。上一轮经济高速发展周期，通过货币信贷投放规模增长、沉淀了大量持有型的金融资产，目前全国各类金融资产约 200 万亿元，其中有很大一部分通过标准化产品形式进入到发改委、证监会、交易商协会监管下的债券市场体系，但完备的监管体系下的其准入门槛很高，无法包含进更广泛的金融资产。根据国家统计局国民经济综合统计司数据，我国金融资产规模为 670 万亿，除去“一行三会”批准的金融机构所属金融资产约 200 万亿，剩余有超过 400 万亿的金融资产散落于其他机构，这是地方性金融资产交易平台的业务基础。巨额的金融资产存量中，占据绝大多数的都是非标准

化金融资产，它们都属于相对缺乏流动性的沉淀资产。由于这些沉淀资产普遍采取持有到期模式，随着机构沉淀资产规模扩张，且缺乏流动性，这些非标准化金融资产的系统性风险“堰塞湖”被越抬越高。

二是国企的改革制度引发了金融资产交易的需求。国企改革涉及到大量国有金融资产的流转交易，并在国有企业改革中要求国有资产必须按规定转让交易，这就需要一个公开、公正、公平的交易市场。财政部从 2006 年开始出台了系列政策文件，对国有企业金融资产转让交易进行单独规范。2009 年，有政策⁴严格规定国有企业金融资产转让交易在非上市企业之间进行时，与区域、经营业务、资产结构和管理体系没有关系，只是要在法律允许的范围内在省级机构执行公开透明的产权转让交易。此后，在专业性不强、风险相对可控的一般国有资产转让交易中，多在各省市的产权交易所完成，也有部分省市的产权交易所提供金融资产的转让交易服务。但是，相对一般资产，金融资产种类繁多，复杂度高、关联性强、潜在风险大，一般产权交易所难以提供有效且风险可控的服务，这就成为地方性金融资产交易平台产生和快速发展的直接依据。

三是现有的金融资产交易服务供应能力不够。在金融危机之后，全社会累积的不良金融资产、各类非标资产等规模持续扩张，同时企业尤其是国有企业资产保值增值的要求对加快资产证券化、提升金融资产流动性的需要日益迫切。与此同时，国内不良资产处置和金融资产交易服务提供能力严重不足，商业银行主要通过向华融、东方、信达和长城四大资产管理公司转让来处置不良资产。随着银行等金融机构不良资产的持续增长，仅依靠四大资产管理公司难以消化规模庞大的不良资产，需要新的渠道予以化解，地方金融资产交

⁴ 《金融企业国有资产转让管理办法》（2009 年，财政部第 54 号令）。

交易所为此提供了新的渠道和平台。而在平台建成后，我们可以利用互联网，对资产进行二次评估，从而发现其新的价值。

其后，为促进国有资产的规范化处置，财政部先后制定了针对金融类国有资产进入产权市场交易的三个政策性文件：（1）《金融类企业国有资产产权登记管理暂行办法》（财金[2006]82号）；（2）《金融企业国有资产评估监督管理暂行办法》（财政部令第47号）；以及（3）《金融企业国有资产转让管理办法》（财政部令第54号）。其中，《金融企业国有资产转让管理办法》明确规定金融非上市企业国有产权的转让应当在依法设立的省级以上产权交易机构公开进行，不受地区、行业、出资或者隶属关系的限制。

金融资产交易所最初是为国有资产处置而打造的。2010年05月21日，天津金融资产交易所有限责任公司成立，成为全国首家地方金融资产交易所。同年5月30日，在一行三会、财政部及北京市人民政府的指导下，北京金融资产交易所有限公司（北金所）正式揭牌运营，成为中国人民银行批准的债券发行、交易平台，中国银行间市场交易商协会指定交易平台，以及财政部指定的金融类国有资产交易平台。

此后，各省市相继成立金融资产交易所，据不完全统计，当前全国金交所的数量已达到50多家，交易功能和业务类型趋于多样化，国有金融资产交易业务呈下降趋势，非标资产交易业务蓬勃发展。

由于包括产权交易所、商品交易所、金融资产交易所在内的交易场所在其业务活动开展中不断暴露出的风险和日益突出的违法违规问题，为规范金融市场秩序、防范金融风险，2011年国务院发布了《国务院关于清理整顿各类交易场所切实防范金融风险的决定》（国发[2011]38号）（下称“38号文”），2012年国务院办公厅针对38号文的内容发布

了《国务院办公厅关于清理整顿各类交易场所的实施意见》（国办发[2012]37号）（下称“37号文”），此后各主要监管部门、各省市也相继发布了清理整顿各类交易场所的通知和实施办法等文件并开展了辖区内交易所清理整顿工作。

2017年01月09日，清理整顿各类交易场所部际联席会议第三次会议在京召开。次日，证监会发布《联席会议召开第三次会议部署清理整顿“回头看”工作》公告，称一些交易所在通过验收后违规行为又“死灰复燃”，对此会议决定部署相关部门深入开展一次交易场所清理整顿“回头看”活动，用半年时间集中整治，切实解决交易场所存在的违法违规问题，防范和化解金融风险。在2017年02月10日的新闻发布会上，证监会新闻发言人回应目前进展如何以及后续证监会会有哪些具体措施时强调，金融资产类交易场所（金交所）是重点整治对象之一，要求其不得将权益拆分发行、降低投资者门槛、变相突破200人私募上限等。违法违规交易场所要限期整改，涉嫌犯罪的移送公安司法机关。2017年06月30日仍未整改规范或通过部际联席会议验收的交易场所予以撤销关闭，商业银行和第三方支付机构将停止提供支付结算等金融服务。

2017年03月06日，《关于做好清理整顿各类交易场所“回头看”前期阶段有关工作的通知》（清整联办[2017]31号文）广泛流传于网络。同年7月6日，《关于对互联网平台与各类交易场所合作从事违法违规业务开展清理整顿的通知》（整治办函[2017]64号）流出，明确提出“于2017年07月15日前，停止与各类交易场所合作开展涉嫌突破政策红线的违法违规业务的增量。”自此，互联网平台与地方交易所业务合作正式开启实质性监管之路。

3.1.3 地方性金融资产交易平台的业务分类

按照业务模式分类，地方性金融资产交易平台业务主要包含以下四大类：第一类是金融资产类交易业务，直接对金融国有资产、不良金融资产、私募股权、应收账款等金融资产进行交易；第二类是资产收益权类交易业务，不直接对基础金融资产交易，而是对存量金融资产以信托受益权、应收账款收益权、小贷资产收益权、融资租赁收益权、商业票据收益权等形式盘活非标资产；第三类是直接融资类交易业务，如委托债权投资、定投投资工具、私募债等；第四类是信息耦合类交易业务，交易所提供企业投融资信息，或展示项目信息，撮合各方达成交易，并同时提供登记托管等配套服务。

（一）金融资产类交易业务

金融资产类交易业务是金融资产交易平台的本源业务，典型的金融资产类交易业务有包括了银行不良资产处置和国有金融资产挂牌交易。不良资产处置业务是指银行、资产管理公司的不良资产在金融资产交易所平台挂牌，进行转让交易。不良金融资产包括不良债权类资产、股权或其他登记出资权益类资产、实物类资产、无形资产等其他权益类资产以及以上两种或多种的组合资产包。国有金融资产挂牌交易是指根据国家法律规定，为防止国有资产流失，将国有资产在交易所走招拍挂等程序，此处交易所是指地方性产权交易所或金融资产交易平台。

（二）资产收益权类交易业务

资产收益权类交易业务是指金融资产和类金融机构资产收益权的交易和转让业务。主要包括小贷资产收益权转让业务、保理资产/应收账款收益权、融资租赁资产收益权等，另外部分平台还推出了一些信托、私募基金的收益权等。以小贷收益权为例，从交易结构

上可以看做是一种类资产证券化业务，小贷公司先打包其部分优质资产，再通过地方性金融资产交易平台向投资者转让小贷资产的部分收益权，从而获得资金以拓展自身的信贷业务规模。

（三）直接融资类交易业务

直接融资类交易业务也是地方性金融资产交易平台的主要业务之一，业务类型包括定向融资工具及中小企业私募债等。直接融资类交易业务是以融资主体信用为基础，与资金方通过一定金融工具直接形成债权债务关系的业务。其中，定向融资工具是指企业以非公开方式发行和转让，并约定在一定期限还本付息的直接融资类产品。发行人向地方性金融资产交易平台提出定向融资工具产品挂牌申请，在地方性金融资产交易平台进行备案登记，由承销商与销售平台沟通、合作，合格投资人可通过地方性金融资产交易平台指定的销售平台进行产品认购。

（四）信息耦合类交易业务

信息耦合类交易业务，充分发挥了地方性金融资产交易平台的信息渠道优势，为交易双方提供中介服务。金融资产交易所的信息中介业务主要包括了同业信息、银行不良资产项目挂牌（线下交易）、发布委托债权投资信息、票据信息或者地方政府的招商信息等。信息耦合类交易业务不同于前三类业务，该类业务地方性金融资产交易平台仅是提供一个信息展示平台，本身并不参与具体业务之中。

地方性金融资产交易平台的主要业务如表 3.2 所示：

表 3.0.2 地方性金融资产交易平台的主要业务

业务名称	业务内容	主要业务类型
金融企业国有资产交易	为金融机构提供包括金融企业国有资产营销、公告、交易，提供金融业相关托管、结算等服务。	金融资产类交易业务
不良金融资产交易	提供不良金融资产的营销、公告、交易和处置	金融资产类交易业务
地方商业银行股权交易	为地方商业银行的股份增发、股权转让、不良资产处置、资金融资等领域提供专业化服务。 为地方商业银行引进战略投资者，以解决商业银行业务发展中对资本扩张的需求。	金融资产类交易业务
债权投资交易	提供包括融资租赁收益权及其他收益权交易服务、结构性融资安排服务等服务。	资产收益权类交易业务
信贷资产交易	为金融机构供信贷资产收益权转让交易服务、银团贷款筹组与转让交易服务、小企业融资与小企业贷款收益权转让交易服务、信贷资产证券化服务及信用风险管理类产品交易服务。	资产收益权类交易业务
债券发行与交易	地方融资平台资产证券化产品发行与交易、非金融企业定向非公开可转换债务融资工具的发行与交易、会员直接融资解决方案设计服务、银团贷款一级市场筹组服务、银行承兑汇票交易等。	直接融资类交易业务
中小企业信托贷款和受益权交易	以政府政策和资源作为引导，富余社会资金作为支持，由交易平台、信托公司、担保公司、银行等多个市场主体共同参与的全新的融资平台。	直接融资类交易业务

私募股权交易	提供包括基金设立、募集、基金份额交易、增值的相关服务，为公司股权交易、转让、定价等搭建相关交易服务	信息耦合类交易业务
信托产品交易	为信托产品提供产品登记、信息披露等专业化综合服务，为信托受益权的转让提供需求报价、交易撮合及变更登记服务。	信息耦合类交易业务

3.1.4 地方性金融资产交易平台发展的主要问题

本研究认为，主要问题在于发展时间不够，虽然在业务设计、业务创新等方面取得了一系列成果，但是我们也要清醒的认识到，与美国等发达国家成熟的资本市场相比还有很大的差距，必须在不断提升中完善诸多问题。

（一）非标准化金融资产的风险性

非标准化资产可以通过创新的工具设计和风险分散安排，使原先不能完成的融资成为可能，进而扩大了金融体系的效率边界及其所服务的群体，但是过度的非标准化资产会对整个金融市场造成一些不利影响。

（1）非标准化资产能够抵消法定存款准备金率作用力。地方性金融资产交易平台非标准化资产的发展使越来越多的资金绕过存款准备金的约束，存款准备金的作用范围缩小，央行通过提高存款准备金减少商业银行货币数量的目标难以实现。

（2）非标准化资产削弱再贴现率作用力。金融机构对再贷款的依赖程度与再贴现率作用大小成正比，因此，在市场获得资金的难度越大，再贴现率的作用力越强，反之作用率越弱。假设非标准化债权资产增多使得银行补充流动性的渠道变多，其可以通过各种资产转让获取资金，规避中央银行监管，使得央行通过影响再贴现率进而改变货币供应量的作用力被弱化。

(3) 非标准化资产造成转贷套利风险。由于非标准化资产具有融资优势，地方性金融资产交易平台投资者会利用非标准化资产增加杠杆。一些融资企业通过虚假贸易合同或者销售数据获得银行贷款后再以高利息形式转贷，这些行为超出了监管范围，加剧了市场风险。

(4) 非标准化资产形成监管套利可能性。这种监管套利表现为两种形式：一是原先采用的传统模式是会受到监管的业务形式，经过非标准化组合调整后规避了监管；二是原先受审慎性监管的业务形式通过非标准化债权金融资产的运作变得少受监管。在监管薄弱环节下，资本逐利的本质必将促使商业从事高风险活动，增加整个金融体系的风险性。

(5) 非标准化资产造成的流动性风险。非标准化资产的复杂性和参与主体的多样性，带来投资者和资产管理人之间的信息不对称，以及金融资产交易者资产负债表中负债和资产流动性的严重不对称，偏向于从短期资本市场获得融资，投资于长期资产，期限错配成为普遍现象。

(6) 非标准化资产的高杠杆率。非标准化资产很大程度上游离于金融监管体系之外，不受存款准备金率和资本充足率的要求，资本运作杠杆率较高，非标准化资产规模快速攀升的同时，逐步推高了杠杆率。

(二) 政策法规的制约性

地方性金融资产交易平台的发展受到了政策的支持，也受到的政策的限制。近几年，其快速发展是中央鼓励的结果，政府通过一系列的政策法规，推动了平台的成立与发展。但是，平台在发展过程中也受到了政策方面因素的制约，主要在于政策与法规的不完善，这样对于平台的发展存在很大的不确定性，因此，制约了其进一步发展的空间。

(1) 分业监管存在冲突。在平台上进行交易的产品包含股权、债权、实物等各种资产，而交易各方也涵盖银行、券商、信托等各种机构，所以对平台各方的分散监管就是个大问题。银行受到银监会监管、券商受到证监会监管，由于我国并没有一个统一的金融监管机构，一行三会权利分散，各个监管机构在政策制定上存在差异，因此，平台很容易由于不合规而受到处罚。

(2) 我国目前金融产品的创新存在很大的不足，主要在于产品是否合规无法界定以及买家对产品不够了解等，无法界定产品的质量是否合规是因为我国缺乏相应的监管法规；而产品的信息未完全披露或者太复杂不透明会使买家处于信息不利的处境。因此，由于我国在金融创新方面缺乏相应的监管，并不利于其风险管控与长远发展。

3.2 地方性金融资产交易平台风险的定义与类型

3.2.1 地方性金融资产交易平台风险的定义

地方性金融资产交易平台风险是指由挂牌产品价值的波动性所引致的平台整体或局部不确定性，其中挂牌产品价值的波动性是指产品未来收益、标的资产或债务价值的不确定性。资产或债务价值的波动性或不确定性与金融市场整体的波动性或不确定性相关。地方性金融资产交易平台既具有与传统金融业相似的风险，又具有自身特有的风险。地方性金融资产交易平台风险的具体表现形式包括：信用风险、市场风险、操作风险、流动性风险、法律政策风险、声誉风险、技术风险和信息安全风险。

3.2.2 地方性金融资产交易平台风险的基本特征

金融资产交易发展依托的平台是互联网，互联网具有技术性、开放性、虚拟性、共享性和创新型等特点，因此地方性金融资产交易平台风险具有自身的特性，包括扩散速度更快捷、交叉传染更严重、危害影响更广泛、风险监管更困难。

首先，地方性金融资产交易平台风险扩散速度更快捷，平台高效的数据传输可以使得支付清算等金融资产类交易业务更加便捷有效，但也意味着加快了平台风险的扩散速度，即使很微小的风险未能有效管控，也会在金融资产交易市场和相关主体中快速扩散，减少了调整和纠正差错和失误的时间。其次，地方性金融资产交易平台风险交叉传染更严重，地方性金融资产交易平台是由多边信用共同建立起来的信用网络，网络节点交互联动、相互渗透，物理隔离的有效性相对减弱；再次，地方性金融资产交易平台风险危害影响更广泛，由于平台涉及人数众多，地方性金融资产交易平台一旦发生风险，危害影响面相当广泛并产生巨大的负外部性；最后，地方性金融资产交易平台风险监管更困难，金融资产交易过程的虚拟化、交易对象的虚拟化导致了监管上的信息不对称，让以属地管理为主的金融监管部门难以全面准确了解监管对象的实际情况，难以掌握可能发生的风险。

3.2.3 地方性金融资产交易平台风险的类型

（一）信用风险

地方性金融资产交易平台信用风险是指金融资产交易主体中的一方违约，在合约到期日不履行或不完全履行其义务而导致另一方损失的可能性。地方性金融资产交易平台信用风险主要是因为社会信用体系的不完善。金融资产交易交易中，由于与人民银行征信系统没有实现对接、地方性金融资产交易平台之间也没有信息交换，地方性金融资产交易平台

较难依靠外界第三方力量对交易双方的信用状况进行准确评价，往往只能凭借自身的审核技术和策略，收集、分析交易主体的信用信息，作出有限的信用评价，使得信用风险增高。

地方性金融资产交易平台属于金融体系，不可避免地面临信用风险。一方面，随着网络信息技术在金融业的应用，交易双方都是通过虚拟网络产生联系，这样虽然可克服地理空间的障碍，但同时也使得对交易身份、交易真实性的验证难度增大，交易双方之间、交易者与地方性金融资产交易平台之间信用评价方面的信息不对称加剧，进而导致信用风险的上升。同时，交易平台在制定合约与抵押程序设计上也存在风险。以融资类金融资产交易为例，其容易失去对交易者信用、资金流向以及交易真实性的有效监督，进而放大资金供给者的风险。

此外，金融交易平台信用风险还将引致平台出现流动性风险，这是指平台在某个时点无法提供足够的资金量来满足诸如客户提现需求等流动性供给的可能性。备付金制度不完善、期限错配、资金挪用和技术因素引起的支付系统不能正常运转是造成金融资产交易流动性风险的主要原因。由于无法参与银行间市场拆借、也得不到央行作为“最后贷款人”的紧急支持，再加上互联网的瞬时性特点，地方性金融资产交易平台一旦遇到投资者大量同时撤资，很难提供即时流动性，极易引发难以应付的支付危机。首先，期限错配是地方性金融资产交易平台不可避免的问题，平台将短期资金转化为长期资金，实现储蓄向投资的转化，关键在于合理控制资金期限错配的程度。其次，地方性金融资产交易平台存在资金集中赎回问题，由于平台往往具有小额化、分散化的经营理念，普通投资者一旦发现任

何可能危及投资安全的事件，会迅速将资金抽回，这种类似于银行挤兑的冲击会轻而易举地击垮资金链紧张的平台。

（二）市场风险

地方性金融资产交易平台的市场风险是指金融资产或负债由于利率、汇率、股价、商品价格等市场价格变动而导致潜在收益和可能损失的不确定性。地方性金融资产交易平台风险主要是由利率变动引起，比如，若传统金融市场利率的较低，通过平台融资的客户数量会减少，也会引发一部分原先在平台交易的借款者提前还款，影响平台的持续经营。地方性金融资产交易平台所在的整体市场刚刚兴起，市场不够成熟，比传统金融面临更大的市场风险。

另外，我们也不能忽视传统金融体系的市场风险。传统金融市场市场价格发生变动，地方性金融资产交易平台同样会因资产负债表各项目头寸不一致而蒙受损失。传统金融市场风险如标的价格涨跌、利率波动、汇率变动都会影响到产品净值和地方性金融资产交易平台的公信力。地方性金融资产交易平台投向的资产（如房地产行业、汽车行业、物流行业等）也会因商业周期的波动而带来收益的变化，从而影响地方性金融资产交易平台产品的价值，进而影响地方性金融资产交易平台的盈利水平。

（三）操作风险

交易平台操作风险是指交易业务中由于操作问题而导致直接或间接损失的概率。交易平台操作风险是由交易的高技术性决定，其产生原因主要有操作流程和内部控制不当、交易主体不熟悉金融资产类交易业务的操作规范与要求产生的操作不当、地方性金融资产交易平台员工操作违规、以及互联网交易系统的设计缺陷等方面。由于互联网的快捷性，金

融资产交易过程中的一个小小操作失误可能会从单纯的操作风险演变成一种系统性风险，带来无法挽回的巨大损失，如金融机构的“乌龙指”事件。

一些地方性金融资产交易平台缺乏良好的经营团队和风控能力，导致由于决策失误、结算失误、交割错误以及履约错误而造成损失的风险。其次，操作风险可能是由于工作人员或交易者操作不当所致。最后，金融资产交易高度依赖电子支付平台，一旦遭到黑客攻击、病毒入侵等威胁，随时可能会出现系统瘫痪、交易异常、客户资料外泄、资金被盗用、信息篡改和窃取等重大风险事故。上述风险的具体表现包括声誉风险、技术风险和信息安全风险。

声誉风险，是指负面社会舆论使地方性金融资产交易平台的声誉受损、造成客户严重流失和经济重大损失、甚至遭受法律诉讼的可能性。地方性金融资产交易平台声誉风险主要源于机构自身经营不善、技术故障、虚假销售、网络欺诈、理赔投诉处理不妥当等行为。互联网强虚拟性和传播性产生的放大效应将会加速声誉风险在互联网上的蔓延与传播，成倍地放大声誉风险，严重时会给地方性金融资产交易平台造成致命性的损害，甚至会对行业内其他机构产生同严重不良影响，诱发更大范围的风险发生。声誉风险对于地方性金融资产交易平台至关重要。由于金融资产交易的虚拟性，交易双方不需要见面，交易平台又往往由非金融公司控制，对交易者身份和交易信息验证的难度较大，一旦地方性金融资产交易平台发生安全问题，对用户造成巨额损失并在社会上造成严重影响，有关的负面信息就会在公众范围内扩散，形成声誉风险，影响公众对金融资产交易的信心。

技术风险，是指由于地方性金融资产交易平台计算机网络系统的技术支持缺陷或技术方案不成熟而引起交易主体资金损失的可能性。地方性金融资产交易平台的基础是发

达的计算机网络技术，互联网的安全运行成为维系地方性金融资产交易平台健康发展的先决条件，地方性金融资产交易平台业务中的技术风险可能导致整个体系的系统性风险。地方性金融资产交易平台技术风险的源头就是互联网本身的缺陷，如密钥管理及加密技术不完善、技术系统与平台客户终端软件的兼容性差、TCP/IP 协议的安全性较差、开放式的网络通讯系统、病毒容易扩散以及黑客攻击等。地方性金融资产交易平台技术风险的客观存在阻碍着许多潜在客户参与地方性金融资产交易平台的积极性。当前网络黑客的攻击活动正以每年 10 倍的速度增长，可以利用漏洞和缺陷进入主机窃取信息，发送假冒电子邮件等。而计算机网络病毒可通过网络进行扩散与传播，一旦某个程序被感染，则整台机器、整个网络业很快会被感染，对平台造成极大的破坏。由于金融资产交易过程中涉及的技术具有很强的专业性，从事金融资产类交易业务的平台应相应向信息技术部门倾斜运营成本，借助良好的技术支持解决平台内部的技术问题和管理问题。

信息安全风险，是指地方性金融资产交易平台由于内控制度不健全、不注重客户信息“传输、存储、使用、销毁”等环节上的安全保护，导致客户信息被篡改、泄漏、盗用和滥用，给客户带来重大损失的可能性。地方性金融资产交易平台的重要特点就是集成了大量客户身份信息、交易信息以及消费习惯、信用记录和资产状况等其他信息，并通过数据挖掘和数据分析将之用于信用评级的主要依据。信息不安全、不能合法合规使用容易引发社会对地方性金融资产交易平台安全性的信任危机，信息安全风险已成为地方性金融资产交易平台发展过程中必须正视和亟待解决的特有风险。总的来说，对金融资产交易数据库的威胁主要来自不正确的访问、故意破坏、未经授权的非法访问、未经授权的非法修改、来自外部网络的恶意访问等。由于数据库系统中存储的数据必须提供某种程度的共享以便人

们合理使用，因此需要加强安全操作系统和防火墙等网络防护技术的建设，以防止非法访问和盗用机密数据的发生，同时保证信息安全的完整性和一致性。

（四）法律政策风险

地方性金融资产交易平台法律政策风险是指由于缺乏专门针对金融资产类交易业务的法律规范和监管政策、税收政策等政策环境不确定性而导致地方性金融资产交易平台和相关交易主体经济损失的可能性。目前，国家对金融资产交易市场准入、业务范围、交易主体身份认证、网上交易权利与义务、资金监管、个人信息保护、电子合同有效性确认、网络纠纷诉讼、电子证据认定等方面都没有明确的法律规定，同时未来的政策力度和监管深度存在较大不确定性。法律法规的出台、相关政策的制定极容易导致金融资产交易在发展过程中发生法律政策风险，影响行业持续健康发展。

金融资产交易创新最有可能面临的风险是金融资产交易立法相对落后和模糊，而导致新兴的金融创新与现行基于传统金融业务制定的法律法规相冲突，不仅不能助推地方性金融资产交易平台及业务模式的发展，而且还会使得金融资产交易主体承受较大的法律风险。随着金融资产交易市场的发展及政府部门对其认知的加深，规范金融资产交易的法律及政策将陆续出台。

3.3 地方性金融资产交易平台风险的生成机理

从引发风险的因素来看，地方性金融资产交易平台风险既有内在风险，也有外在风险。因此，地方性金融资产交易平台风险的生成机理可以分为内在生成机理和外在生成机理。

3.3.1 风险的内在生成机理

和传统金融机构一样，地方性金融资产交易平台也存在具有自身特点的风险。地方性金融资产交易平台的风险主要体现在技术安全不足、信用风险控制意识和能力缺乏、信息披露不充分、混业经营等方面。

首先，整个金融资产交易行业却没有建立起明确的技术门槛，信息技术安全性比较薄弱。地方性金融资产交易平台是互联网技术与金融功能相结合产生的金融创新，地方性金融资产交易平台的所有业务交易活动都依托于信息技术的软硬件装备，对软硬件配置和技术水平要求相当高。但是，各家地方性金融资产交易平台所使用的计算机、路由器等硬件设备和操作系统、数据库、认证系统等软件质量也参差不齐，甚至有的平台还存在明显的系统技术漏洞或者系统设计缺陷，极容易导致受到黑客攻击、用户信息泄漏、资金和账户被盗窃，或者产生技术故障等风险问题，导致客户对平台的信任度降低。

其次，地方性金融资产交易平台在风险控制经验与能力上存在短板。行业内不少地方性金融资产交易平台都是由互联网公司转型的，或者是刚刚成立的创业公司，缺乏金融领域的专业管理经验和风险控制意识；机构内部高层管理人员也以技术背景出身为主，缺乏从事金融行业的资质和经验，不懂金融专业知识和金融机构内部管理，难以胜任内部管理体系、业务流程设计、风险识别和风险控制、资金链管控、系统安全等方面的专业性工作。风险控制的经验缺乏与能力不足容易引发该行业的巨大风险。此外，一些地方性金融资产交易平台自律不够，以互联网金融之名行民间借贷、非法集资、网络洗钱之实，存在资金池模式、违规自融、自我担保或互相担保等突出风险问题。

第三，金融资产交易行业还没有形成一个关于信息披露、信息保护的行业标准。信息披露和信息保护是金融资产交易体系的一个不可或缺的重要业务环节。地方性金融资产交易平台的服务方式具有虚拟性特点，如果没有充分的信息披露和严格的信息保护，很容易引发信用风险、信息安全风险等风险。但是，绝大部分地方性金融资产交易平台没有建立强制性的信息披露制度，对各项业务的信息披露相当不充分，也缺少对客户信息保护的制度考虑。

最后，混业经营加剧地方性金融资产交易平台风险可能性。地方性金融资产交易平台混业经营趋势已经非常明显，以互联网支付为代表的支付企业，拓展成为了综合金融服务平台，涉及到了货币基金、协议存款、信托、保险等多项金融业务，一些地方性金融资产交易平台正在发展为涉足多种金融、准金融业态的金融资产交易控股集团，混业经营将增强地方性金融资产交易平台脆弱性，加剧金融风险的不确定性，积累大量隐性风险。然而，目前监管部门对金融资产交易混业经营认识不足、准备不充分。

3.3.2 风险的外在生成机理

地方性金融资产交易平台发展受到外部经济环境和政策环境的影响。经济环境和政策环境的变化是引发地方性金融资产交易平台风险的外部因素。

首先，实体经济的经营不善或者经济效益下降必然带来地方性金融资产交易平台风险。地方性金融资产交易平台与实体经济关系密切，其服务对象很大部分是小微企业及三农等实体经济。实体经济的波动将会很快反映在地方性金融资产交易平台上。在地方性金融资产交易平台环境下，难以计数的投资人可以通过互联网将富余资金贷款给从事实体经济的资金需者。如果宏观经济环境变得不景气，实体经济就会出现经营不善或者经济效益

下降问题，结果所借资金将难以如约归还，就会引发地方性金融资产交易平台风险。金融资产类交易业务、资产收益权类交易业务、直接融资类交易业务、信息耦合类交易业务与实体经济关系联系紧密，受实体经济波动的影响也更大。

其次，传统金融领域的风险问题也会引发地方性金融资产交易平台风险。随着地方性金融资产交易平台创新步伐加快，金融服务业的生产边界极大得到拓展，地方性金融资产交易平台大量进入传统金融领域与传统金融业务相互对接、融合发展。比如，资产收益权类交易业务一般都是与传统金融领域的产品连接。一旦与之连接的产品出现运营问题，资产收益权类交易业务的投资收益将直接受到影响，此外市场利率的变化也会影响到其投资收益。当收益不如预期，或者有风险事件发生，资产收益权类交易业务就会被集中、大量赎回，产生严重的流动性风险。

第三，监管政策的变化也会引发地方性金融资产交易平台风险。目前我国没有专门针对地方性金融资产交易平台的国家立法，法律法规与地方性金融资产交易平台发展实际相比严重滞后。传统监管部门“一行三会”和各地金融办对地方性金融资产交易平台的监管难以落到实处，常常监管失位，许多金融资产交易创新都是游走在法律监管的边缘，甚至出现通过地方性金融资产交易平台进行互联网支付网络洗钱等乱象。规范地方性金融资产交易平台管理成为金融资产交易健康可持续发展的客观需要，监管趋严成为实现地方性金融资产交易平台健康持续发展一种必然趋势。监管趋严必然会给地方性金融资产交易平台叠加政策性风险。

3.4 地方性金融资产交易平台风险的传导机制

地方性金融资产交易平台具有强传染性。地方性金融资产交易平台风险满足一定的条件后，就会依附一定载体和通过一定路径，向实体经济和传统金融传导。

3.4.1 地方性金融资产交易平台风险的传导条件

地方性金融资产交易平台风险传导需要具备一定的传导条件，这些条件包括传导载体、传导对象等方面。

一是存在传导载体。地方性金融资产交易平台风险传导载体是起着传递风险媒介的各种介质。地方性金融资产交易平台活动实质上是帮助嫁接资金融通的过程，联系各交易主体的介质是资金链，如果在平台上进行融资的主体发生严重的违约，将会导致与其融资相关的交易业务中断，这将导致通过地方性金融资产交易平台进行投资的参与主体面临损失，地方性金融资产交易平台也会由此产生声誉风险，因此，平台上的各个交易主体是地方性金融资产交易平台风险传导的重要载体。此外，有些交易主体既参与了地方性金融资产交易平台的业务，也与传统金融有业务往来，金融资产交易领域一旦发生风险就容易通过这些交易主体传导到传统金融领域。

二是具有传导对象。地方性金融资产交易平台风险传导并不是漫无目的的，而是有一定的传导对象。其传导对象为与金融资产交易活动的参与主体。地方性金融资产交易平台具有许多通过业务紧密联系在一起的参与主体。地方性金融资产交易平台风险产生后首先会传导给这些与风险源具有密切关系的金融资产交易参与主体，导致这些参与主体感染风险。

3.4.2 地方性金融资产交易平台风险的传导方式

地方性金融资产交易平台风险的传导方式主要有两种，一种是接触性传导，另一种是非接触性传导。

一是接触性传导。地方性金融资产交易平台与实体经济或者传统金融之间都存在业务往来，彼此间高度联系与相互依赖。地方性金融资产交易平台风险一旦发生，便会牵一发而动全身，通过地方性金融资产交易平台与实体经济、传统金融的接触发生传导。

二是非接触性传导。这主要是指社会心理预期变化而导致的传导现象。地方性金融资产交易平台风险会导致社会公众的恐慌心理。这种恐慌心理会以非常快的速度扩散开来，影响到其他与地方性金融资产交易平台没有业务往来市场主体的心理预期变化，进而在社会中产生悲观信号和信用危机恶性循环，加剧地方性金融资产交易平台的蔓延和扩展，深化地方性金融资产交易平台风险对经济社会发展的负面影响。

3.4.3 地方性金融资产交易平台风险的传导范围

地方性金融资产交易平台风险不是孤立的系统内风险，而是能够传导蔓延到传统金融体系和实体经济领域。

一是传统金融体系。地方性金融资产交易平台与传统金融并不是相互割裂的，两者之间具有密切的联系。地方性金融资产交易平台有些业务直接与传统金融对接，如不良贷款处置；传统金融的信贷资金也会流入地方性金融资产交易平台，直接融资类交易业务中就有客户的投资资金是从银行信贷途径获得的低成本资金，然后在金融资产交易直接融资类交易业务平台上赚取巨大利差。地方性金融资产交易平台风险一旦发生，将会传导到传统金融体系，影响到传统金融体系的安全稳定。

二是实体经济领域。地方性金融资产交易平台的重点发展目标之一就是服务实体经济，所以与实体经济之间联系紧密。比如直接融资类交易业务满足了不少中小微企业的融资需求，股权众筹满足了创新创业企业的资金需求，互联网支付为实体企业提供结算服务。地方性金融资产交易平台风险势必会影响到实体经济特别是中小微企业的融资活动，对其生产经营活动造成不利影响。

第四章 地方性金融资产交易平台风险防范与监管的框架

地方性金融资产交易平台的风险防范和监管所涉及到的主体众多，主要包括金融监管机构、地方性金融资产交易平台本身、通过平台发布信息的机构、投资者等，因而需要制定一般性的平台风险防范与监管框架，明确平台风险防范与监管的基本原则、重点任务、适用方式和要素构成，以指导平台风险防范与监管的具体落实。

4.1 地方性金融资产交易平台风险防范与监管的基本原则

根据互联网金融发展的总体要求，即“培养创新意识、加强风险意识、扬长避短、稳健进步”，地方性金融资产交易平台的风险防范和监管需要遵循服务实体、鼓励创新、信息保护与公开、底线思维等基本原则。

4.1.1 服务实体原则

地方性金融资产交易平台在追求创新的道路上不应盲目跟风，应结合实际，时刻牢记自身是为实体经济提供服务的平台，受监管当局的时刻监督，应明确自身的角色定位，按照市场的发展方向，致力于改善服务水平，提高工作效率，以更好的方式为实体经济提供更好的服务。地方性金融资产交易平台的创新和发展，有利于改善宏观经济调控的效果，在我国经济形势有下行风险的情况下，培育和鼓励金融资产交易创新，能够活跃虚拟经济和实体经济，改善国家宏观调控的效果，促进经济增长和经济发展，以实体经济为服务对象的地方性金融资产交易平台也将具备更大的创新优势。缺乏监管的金融资产交易市场发展初期乱象也会对宏观经济和金融调控造成一定的负面影响，既然地方性金融资产交易平台风险可能会削弱其对于改善宏观经济调控的正面意义，因此，通过恰当的监管来控制风险就非常必要。

地方性金融资产交易平台的发展有利于社会融资规模这一总量指标的改善，该指标的定义是实体经济在特定时间从金融行业取得的所有资产总量，时间跨度可以是每个月，每个季度或者每年，是一个存量指标，该指标表现出实体经济和金融行业的联系，代表了金融业对实体经济总资金的贡献力。而金融交易平台作为金融业的重要交易机构，其金融资产类交易业务、资产收益权类交易业务、直接融资类交易业务和信息耦合类交易业务对实体经济的发展有着重大的影响。该平台目前处于高速发展期，其对于实体经济的支持力度会在未来不断增强，从金融宏观调控的角度看，国家政策应当引导和规范其发展，促使其成为传统金融的有效辅助，培育其成为中小公司融资的主力军。

另外，该平台为实体经济提供服务的同时可以促使多方共赢。以园区型 O2O 模式的金融资产交易产品为例，从投资者角度看，以 O2O 模式建立的园区型平台拥有信息优势，对平台辐射范围内的公司特征有深入的认识，根据此优势可更加准确地分析出可靠的贷款主体；从贷款主体角度看，园区内公司可以和园区型平台亲密交流，降低手续的复杂程度，减少贷款和核查时间，降低因各种繁杂手续而带来的花费，大大增加了公司效率；从园区角度看，园区内部企业的融资便利可以引导更多新企业进入，有利于园区整体的发展与产业构成的优化。

4.1.2 鼓励创新原则

监管部门应当鼓励地方性金融资产交易平台不断进行业务创新，并保护创新，促进地方性金融资产交易平台和整个金融体系的规范发展。金融资产交易创新从整体上讲，能够倒逼传统的、垄断性的金融体系进行改革，打破传统金融机构的垄断地位，提高资金的配置效率，促进小微企业获得正规、合法的资金来源，促进普惠金融的实现。因此对其监管

不是限制平台的发展，而是鼓励交易创新，本质上是保护我国金融体系改革的顺利进行和健康发展。金融资产交易的一些经营模式是规范的、风险较小的，而另一些经营模式则是不规范的，较容易引起风险。监管部门应当对地方性金融资产交易平台经营模式区别对待，保护规范、诚实、具备创新能力的平台及其经营模式。

从事金融资产交易主体活动的地方性金融资产交易平台，应当在监管框架之下进行业务创新，扩大金融资产交易的业务范围，增加服务对象，促进资金配置的高效率。从金融资产交易的主要业务类型来看，主要包括金融资产类交易业务、资产收益权类交易业务、直接融资类交易业务及信息耦合类交易业务，在具体的经营模式、业务流程、风险控制程序等方面都存在巨大的创新空间，这就要求地方性金融资产交易平台在不违背有关法律政策和监管的前提下，不断创新金融资产类交易业务模式，创造更多的交易剩余收益和社会财富。同时，地方性金融资产交易平台还应创新风险管理办法，避免不必要的损失。地方性金融资产交易平台应结合金融资产类交易业务的特点，在业务风险识别、风险度量、风险管控方法上进行创新，保障平台的风险可控和稳定运行。

4.1.3 信息保护和公开原则

信息保护和公开原则包括：一是哪些信息不能公开，监管当局应该为被监管对象的哪些信息负有保密义务；二是哪些监管信息必须公开、如何公开，《中国政府信息公开条例》可以作为基本依据。

一方面，金融资产交易监管当局有义务保护地方性金融资产交易平台的商业秘密和消费者的隐私。在对地方性金融资产交易平台监管的过程中，监管当局应当确保其所搜集的地方性金融资产交易平台和消费者私人信息不向社会公开，履行保密义务。这是被监管对

象信任监管当局并向其提供信息的依据。另一方面，信息公开原则要求金融资产交易监管当局在制定监管细则和执行过程中，及时公开相关信息，让地方性金融资产交易平台和相关经济主体能够充分了解监管制定。这一原则同时要求监管当局信息发布要公开进行，让所有利益相关者都有机会接触了解信息，避免部分地方性金融资产交易平台通过内幕消息实施不正当竞争，获取不正当利益。

之所以地方性金融资产交易平台监管必须遵循信息保护和公开原则，原因在于：第一，不同的地方性金融资产交易平台拥有自有信息，这些自有信息的主要部分是商业秘密。金融资产交易监管当局为了实施监管，有可能要求地方性金融资产交易平台提供资产的全部信息包括商业秘密，要求地方性金融资产交易平台提供详细经营信息是国家权力的一种运用。金融资产交易监管在要求地方性金融资产交易平台妥善保管客户私人信息的同时，监管当局也有义务妥善保管被监管对象的私人信息。被监管对象的部分私人信息不能被监管当局向社会公开。第二，监管当局有权获取被监管对象的私有信息，必然要求监管当局掌握被监管对象在地方性金融资产交易平台登记的完备信息，以便做出公正的鉴别并事实上公正的监管措施，监管者的行为可能影响到地方性金融资产交易平台的切身利益。根据权利与义务相平衡的公正原则，监管当局必须公开自身的监管行为信息，如监管程序、监管实践、调查结论、奖惩决定等相关信息，以便于被监管对象根据这些信息维护自身权利。

4.1.4 监管底线原则

地方性金融资产交易平台必须坚持底线思维，严格遵守现有的政策和法律法规和今后出台的政策和法律法规，比如禁止以金融资产交易为由实施诈骗、侵吞公众财产、非法集资、洗钱等违法犯罪活动，否则将危害整个社会的公共利益。

监管部门也要实行底线监管，明确金融资产类交易业务创新边界和监管底线，列出引发系统性、区域性风险的“负面清单”，在准入退出、注册资本金、客户资金第三方存管、信息披露、消费者权益保护等方面作出禁止性规定，严格控制风险。对于“负面清单”以外的业务模式，允许地方性金融资产交易平台积极探索和试错，为行业创新留足空间。

监管当局主要通过市场进入机制监督、经营范围和平台机构信誉审核、以及对经营机构的当地调研等模式对平台进行严格监督管理。因为存在信息不对称，交易平台必须严格遵守信息披露制度，同时对交易产品进行登记备案、将交易资产进行托管。监管当局应时刻将以上准则应用于对平台的监管，可以大大降低平台不遵守规定的概率，因为其不守信会带来更高的代价。监管部门会根据平台对信息的公开程度来评判其信誉。监管机构应跟随时代潮流，及时创新监管方法，利用互联网和通讯技术进行更加有效的监督。交易平台处于转型的重要节点，为了保证其健康稳定发展，应完善现有的监管体系，同时提升监管者专业素养，对投资者也应该要求更高的素质，保证监督机构可以真正做到时刻督促平台合法操作，遵守规则，严格坚守监管底线。

4.2 地方性金融资产交易平台风险防范与监管的重点任务

4.2.1 服从宏观调控和金融稳定总体要求

传统金融在资本金、风险拨备金和存款准备金率等方面都有明确的政策规定。金融资产交易市场还没有纳入现行监管体系，因此在资本金、风险拨备金和存款准备金率等方面没有相关的规定和要求。随着金融资产交易市场的规模壮大，这可能影响宏观调控中货币政策的实施效果，比如流动性调控效果、货币信贷总量和结构调整效果、货币创造效果等。因此，对地方性金融资产交易平台的监管要充分考虑金融资产交易对于货币政策实施效果的客观影响，确保宏观调控预期目标的顺利实现。在监管中，要努力使得金融资产交易做到有利于对加强对流动性的调控、对货币信贷总量和结构的调整、对利率市场化等改革的推动等。

随着金融资产类交易业务的快速发展，金融资产交易市场出现了一些影响行业健康发展的问题，比如有些平台超范围经营或者采用违规手段经营，对于金融资产交易行业以及整个金融体系的稳定都来了一定的挑战，在鼓励地方性金融资产交易平台创新的同时又保障金融系统的稳定，成为了日益迫切的实践课题。因此，地方性金融资产交易平台的监管应服从金融系统稳定的要求，通过监管来规范地方性金融资产交易平台经营秩序，为金融资产交易创造一个公平高效、竞争有序的发展环境。

4.2.2 鼓励和规范平台长期可持续发展

金融资产交易是新兴、富有活力和创造性的业态，解决了许多传统金融体系不能很好解决的问题。随着金融资产类交易业务的飞速发展，地方性金融资产交易平台出现了一些影响发展行业健康发展的突出问题，行业乱象比较多，比如有的平台超范围经营或者采用

违规手段经营。在鼓励金融资产交易创新的同时又保障平台健康发展，成为了日益迫切的实践课题。因此，金融资产交易监管不仅要注意防范风险，也要能够促进平台健康发展。促进地方性金融资产交易平台健康发展的关键是通过监管来规范地方性金融资产交易平台经营秩序，从注册资本、经营范围、技术体系、高管资质等方面设定地方性金融资产交易平台的准入门槛。同时，对触碰监管底线的地方性金融资产交易平台实行严厉惩罚，直至其退出，为金融资产交易创造一个公平高效、竞争有序的发展环境。

从鼓励和规范平台长期可持续发展的角度看，地方性金融资产交易平台监管机构应持有包容精神。从包容的内容来看，作为地方性金融资产交易平台监管理念具有两个含义：一是对于人的有限理性导致的能力不足的包容；二是对利己动机驱使导致的违反现行不合理的政策法律规定，但无恶意损人利己和诈骗的行为进行包容。以地方性金融资产交易平台直接融资类交易业务为例，在能力不足方面，监管机构要包容投资者风险意识不足、地方性金融资产交易平台风险管理能力不足、借款人还款能力不足等问题；在违反规定方面，监管主体要包容投资者获得高利回报、地方性金融资产交易平台创新超出不合理法规范围等问题等。

金融资产交易市场是高风险行业，不能回避的是互联网安全风险叠加了金融风险，对地方性金融资产交易平台实施对金融行业一样的审慎监管是很有必要的。监管并不等于扼杀创新，对创新的最大的保护就是提供一个合规合法、公平公正的环境。只有在包容与严格并重的监管环境中，地方性金融资产交易平台才能健康地发展。

4.2.3 保护消费者权益与信息安全

地方性金融资产交易平台监管对消费者的保护任务有六个基本要求：一是保障地方性金融资产交易平台消费者知情权，消费者对于交易标的的基本信息、评级、基础资产的信息应当具有知情权；二是加强平台的信息披露，通过法律法规规范地方性金融资产交易平台的信息披露机制；三是提高地方性金融资产交易平台消费者的受教育权和知情权，从而使消费者有能力和机会取得有效信息，二者紧密结合，缺一不可；四是保护消费者的个人信息，即应对交易过程中记录下来的个人信息在控制支配权方面进行限制；五是消费者和地方性金融资产交易平台发生法律诉讼时，要求地方性金融资产交易平台有更多的举证责任；六是要求地方性金融资产交易平台的充分竞争，利用市场竞争使得传统金融机构和地方性金融资产交易平台都能以消费者权益为中心提供金融服务。

由于社会观念、信息产业、立法规划等方面原因，金融行业很长时间没有认识到保护消费者信息安全的重要性，到目前为止，我国尚未出台特定的为保护金融市场消费者信息隐私而制定的相关法律法规。本研究认为地方性金融资产交易平台消费者信息安全的保护主要有两个途径：一是通过法律、法规、规章、司法解释、政策等对消费者信息、隐私进行保护，这种保护又可分为直接保护和间接保护。所谓直接保护是通过法律、法规、规章、司法解释、政策等明确指出对个人信息隐私进行保护；所谓间接保护是通过法律、法规、司法解释对人格尊严、个人隐私等相关的法律范畴进行保护进而迂回对个人信息隐私进行保护。二是通过消费者信息隐私主体与地方性金融资产交易平台之间的协议或地方性金融资产交易平台及其行业协会的承诺、行业规则等进行保护。

4.3 地方性金融资产交易平台风险防范与监管的适用方式

4.3.1 功能监管

功能监管主要是监管当局依据各种交易业务的金融功能本质来进行有效监督。此监管方式下同一种类的业务需要遵从一致的管理办法，并在同样的监督下发展。相比于机构监管，功能监管更加适应革新制度，也提升了效率，保证其稳定性。

地方性金融资产交易平台具有混业经营的突出特点，一个地方性金融资产交易平台可能产生和提供多种业态的金融服务创新。以机构监管为主的传统金融监管模式难以新的金融组织形式和服务形式，尤其在混业经营状态极容易导致创新不足、监管套利和风险盲区。因此，对于地方性金融资产交易平台的监管应该实行以功能监管为主，淡化功能与机构之间监管作用的边界。实行功能监管要把握好两点：（1）功能监管要增强监管措施的针对性。根据平台业务特点和发展阶段采取监管措施，重点监管地方性金融资产交易平台的资产构成、风险控制制度以及经营地点、技术支持和安保条件，剔除信誉差、不严谨、从业素质低下的从业人员。（2）强调业务行为监管。地方性金融资产交易平台监管应具有一致性，与平台本身的形态无关。相同业务的平台应该给予同等力度的监督措施和管理力度。

4.3.2 协调监管

现行金融监管体系下，“一行三会”协调监管，各司其职。适应金融资产交易新发展带来的新挑战，就必须在分业监管格局下按照互联网运行特点加强协调、分工协作，推进监管的“无缝对接”，建立起包括金融监管部门、信息主管部门、地方金融管理部门、财税部门、司法部门等在内的地方性金融资产交易平台风险防范和监管协同系统。

一是明确交易平台各业务的监管主体。每一种地方性金融资产交易平台业务都应该确定相应的监管部门，依据金融资产类交易业务属性及承担的具体金融功能，将金融资产类交易业务列入现行法律框架和现行金融监管体系的范围之内，划归到现有分业监管体系的相应监管部门，消除监管分工不明确导致的监管真空和职能交叉导致的监管重叠等弊端。

二是加强跨部门监管协调。在目前已有的联合制度下，扩大各部门协调参与范围，成立地方性金融资产交易平台管理协调小组，将中国人民银行、银监会、证监会和保监会都纳入成员单位，负责监管因混业经营而产生的新问题。各成员单位从不同专业角度形成互补的监管要求与标准，积极开展金融资产交易市场准入协同审核、跨市场创新业务协同审核、联合现场和非现场检查制度、地方性金融资产交易平台风险联合处置机制、政策变化协调等方面的协作，共享地方性金融资产交易平台运营、风险等方面的监管信息。

三是加强与地方政府、与公检法等司法部门之间的协调合作。与公检法等司法部门合作，联手打击地方性金融资产交易平台违法犯罪；与地方政府合作，谨慎应对区域性金融风险，维护各区域内部的金融稳定。

4.3.3 技术监管

金融资产交易很大程度上依托于互联网新技术，比如移动支付、人工智能、数据挖掘、云计算等。新技术应用使监管数据和对象的不确定性增大，使得以现场监管为主的原有监管方式难以适应金融资产交易监管的要求，必须推进监管技术化，打造各类“线上”监管工具和专业化系统。技术监管将成为监管的重要方式。

一是建立网上平台。建立金融资产交易监管大数据平台并开发相应的分析工具，运用基于大数据的算法监管、基于模型的自动监管等非现场技术监管方式，通过信息网络对金

融资产交易进行实时监控，及时发现新问题、新情况和确定现场监管重点，推送相关风险提示，积极向主管部门提供技术咨询和决策支持。

二是优化金融资产交易运行的技术环境。制定保护交易信息的完善制度，督促地方性金融资产交易平台建立一套完善的金融资产交易信息安全解决方案，运用前文提到的互联网新技术。然后，通过绑定手机、账户实名制、动态口令等技术提升用户端的信息安全防护水平。

三是推行技术审查制度。对金融资产交易新业务实行严格的网络入网审查机制和准入制度，上线运营前，进行新业务技术方案的风险评估，达到规定后才能正式接入网上金融资产交易监管平台；上线运营后，时刻监督其状况，从源头上尽量规避技术风险的大规模爆发。

四是抓好技术监管队伍建设。培养一批了解信息技术的最新发展和最新应用情况、具有技术和经济金融复合型专业背景的监管人才，加强对现有金融资产交易中各种技术的认知了解和跟踪研究，做好相关技术储备，避免技术监管滞后于技术应用的情况。

4.4 地方性金融资产交易平台风险防范与监管的要素构成

4.4.1 政府监管

政府监管是风险控制与监督的基本组成。一般来说，其范围主要包括进入、经营与退出三个方面。其中，进入监管主要是对其是否达到市场标准进行审查；经营监管主要是对其日常业务进行检查；退出监管主要是监督相关企业的兼并收购、破产清算与变更事务。

2011年，有国家政策指出⁵“提议成立各部门交易地点规范化联席会议，主要领导机构是证监会”，特别说明：“联席会议不是监管当局的替代，原有监管当局的监管职责不受影响”。实施监管职责的机构应是省市级政府金融服务（工作）办公室（以下简称“金融办”）。

目前金融办对地方性金融资产交易平台进行监管存在两个方面的问题：一是独立性问题，各地地方性金融资产交易平台的设立主要是处置地方不良金融资产、解决地方国企资产流动性问题、帮助解决本地的中小企业融资难问题、发行城投债成为另类的地方融资平台等等，故导致金融办不能按照业务的风险去真正监管平台，监管流于形式。二是专业性问题，地方性金融资产交易平台的业务种类包含的比较多，有直接债务融资产品（或称私募债、定向债务融资等）、类资产证券化产品（小贷收益权、融资租赁收益权、应收账款收益权等）以及理财产品等，其创新自由度非常高，地方金融办对于标的的交易结构与风险认知程度不高。因此，本研究认为地方金融办作为地方性金融资产交易平台的第一监管主体是巨大的挑战。

目前，地方性金融资产交易平台业务需受到央行、证监会、银监会和保监会监管的内容还未得到确定，对地方性金融资产交易平台加强监管，当务之急是在地方金融办作为第一监管主体基础上，强化功能监管，央行、证监会、银监会和保监会应根据地方性金融资产交易平台业务类型尽快出台具体的平台细则。

5 《国务院关于清理整顿各类交易场所切实防范金融风险的决定》（2011）

4.4.2 行业自律

行业自律在整个金融资产交易行业未来发展起到至关重要的规范性作用。行业自律主要目的是让市场在行业发展中起重要作用。加强地方性金融资产交易平台行业自律的关键是要建立相关的行业自律组织，然后主要通过制定统一的行业服务标准和规则引导成员单位规范发展。根据行业标准和规则，金融资产交易行业自律组织能够比较有效地维护行业竞争秩序，协调处理成员单位之间的利益冲突，对导致行业恶性竞争的市场主体形成行业惩罚机制，维护金融资产交易行业的整体利益和社会形象。此外，金融资产交易行业自律组织还可以执行一些行政监管部门不宜执行或者执行效果不佳的管理职能。

首先，应进一步完善行业自律标准，标准是行业成员所必须遵从的规范，应该根据我国当前金融资产交易行业的发展实践，考虑到各成员的利益和现状，积极制定适合所有成员的自律公约。其次，应该完善违规监测手段，金融资产交易行业既具有金融属性，又具有互联网行业的创新属性，当前技术进步也带来了业务模式的发展，但有些创新产品存在违规，违规方式也愈发隐蔽，需要监管技术也要及时创新以保证监管效率。再次，探索有效的处罚机制，地方性金融资产交易平台开展业务若存在无序经营、恶性竞争的情况，应当对其进行力度大、效果佳的违规处罚机制，例如罚款、退单、惩罚性清算等。最后，应当建立健全行业不良信息共享机制，应尽快建立违规举报、投诉机制，将违规平台的信息及其不良行为记录纳入共享系统，为行业自律服务。

4.4.3 地方性金融资产交易平台内部控制

地方性金融资产交易平台的内控机制建设在地方性金融资产交易平台风险防范和监管体系中具有基础性地位。无论是政府行政监管还是行业自律监管，其目标的实现都必须通

过地方性金融资产交易平台加强内控机制建设才能得以实现。地方性金融资产交易平台的内控机制建设要充分借鉴传统金融业成熟的风险控制模型与标准业务管理程序，并结合金融资产交易的业务特点和风险特征，建立完整的工作流程体系，设计标准的内部控制操作方案。目前，在金融资产交易领域已经暴露出的许多问题，基本上都是因为企业内控机制不健全引发的。对于金融资产交易领域已经出现客户信息泄漏等问题，健全、有效的内部控制起到防止、发现和纠错等作用。

产品设计的控制。对于地方性金融资产交易平台的业务而言，内部风险控制手段更多体现在产品设计方面。通过产品类型选择、产品定价机制以及合约条款的设置，已自动实现对特定风险的规避。产品类型选择已成为地方性金融资产交易平台产品风险内部控制的最主要手段。金融资产交易产品的定价是以金融随机过程和统计学为基础的。通过合约条款的设定也是平台风险内部控制的重要手段。

信息技术的控制。地方性金融资产交易平台风险控制依赖于信息技术作为其基础设施。具体来看，利用信息技术可以帮助地方性金融资产交易平台对信息安全风险和欺诈风险进行控制。防止信息安全风险发生需要保证后台数据库安全、数据传输安全。防止欺诈风险利用以大数据为代表的新兴信息技术。

公司治理的控制。地方性金融资产交易平台经营金融资产类交易业务存在着诸多委托代理关系，影响着地方性金融资产交易平台既定预期风险目标的实现程度。代理人员出于自身利益的考虑，可能出现损害公司利益的行为发生，如倒卖客户信息、协助客户伪造信息等。再次，地方性金融资产交易平台需要通过治理结构的安排来解决委托代理关系中存

在的风险，可以包含两种解决路径：一是加强对代理人的监督；二是建立起激励相容的治理机制以形成合理的报酬结构。

第五章 分业务视角下的地方性金融资产交易平台风险防范研究

地方性金融资产交易平台风险主要是通过具体业务风险表现出来，各类型业务的风险表现形式亦不相同，因此，本研究根据前述对地方性金融资产交易平台业务类型的划分，分别讨论金融资产类交易业务、资产收益权类交易业务、直接融资类交易业务和信息耦合类交易业务中的风险表现形式，通过理论模型探讨平台防范具体业务风险的措施和难点，并在此基础上给出地方性金融资产交易平台各类型业务在监管中的突出问题。

5.1 金融资产类交易业务风险防范研究

5.1.1 金融资产类交易业务的发展现状

金融资产类交易业务是金融资产交易平台的本源业务，典型的金融资产类交易业务有包括了银行不良资产处置和国有金融资产挂牌交易。银行的不良资产处置以及金融企业国有资产挂牌交易是典型的金融资产类交易业务。地方性金融资产交易平台可以作为资产管理公司（AMC）和银行的不良资产转让或者交易的平台。不良资产有无形资产、实物资产以及两种甚至更多的组合资产包等。依据法律，为避免国有资产的流失，国有资产的走招拍挂以及其他相关处理步骤要在交易平台上进行，而这个平台通常是地方性金融资产交易平台或者地方政府的产权交易平台。

不良金融资产交易现状。过去，商业银行主要通过向资产管理公司转让来处理不良资产，主要的转让方为长城、东方、华融以及信达这四家资产管理公司。除此之外，还会通过重组、清收以及核销进行等方式进行处理。在当前国内银行业不良资产持续增长的背景下，不良资产处置市场巨大，地方性金融资产交易平台面临极好机遇：第一，地方的金融交易场作为一个平台，可以盘活银行的不良资产。第二，地方性金融资产交易平台由于其

“互联网+”特点可以更快地发挥“市场发现”和“价值发现”功能，对配置不当的资产进行再次配置，进而更好地实现其价值。

供应链金融资产交易现状。我国的供应链金融市场规模目前已经在 10 万亿元以上，在 2020 年，有望超过 15 万亿元，由此不难看出其具有的广阔前景。地方性金融资产交易平台可以经由多种方式参与其中：第一，着眼于核心产业内规模较大的企业，对准大型央企或者上市公司，以整合金融生态圈内的现存资源为手段，衍生出包含多种业务的资产交易平台，这些业务可以包括不良资产处置、私募基金以及消费金融等。第二，该交易平台可以服务于各保险理财公司和中小企业，将这些企业的应收账款进行证券化后挂牌发行，达到账款收发的标准化，成为一个区别于银行间以及深交所和上交所的 ABS 交易平台；第三，交易平台可以实现“平台+管理”的多维度服务。与核心企业交易的上游以及下游产业零距离接触，得到准确地资金流动、贸易数据等大数据资源，在时效性上显著增强风险管控能力。

5.1.2 金融资产类交易业务的风险表现形式

(1) 由于条款的设计不恰当，有可能产生在通道业务中承担超出通道应负责任的风险。金融资产交易通道通常会涉及到多个主体，比如过桥银行、增信方、托管机构以及企业和银行等。因此需要签订的合同也是众多的、且需要逐个确定合同内容。在某些机构较为强势的业务合作中或者投资者要求刚性兑付的环境中，一旦合同条款未涉及所有关键点或者有条款设计不恰当，就会存在承担通道应承担之外责任的情况并产生一定的风险，造成风险收益比过高。

(2) 未充分尽职调查引致的风险。既然参与了业务，那么就有责任承担一定的尽职调查。由于通道业务收费极低，因此业界尚未统一尽职调查的“适度”为何种程度。鉴于对其他领域的生疏或者熟悉度不够，存在材料要求不完整或者关键因素被忽略的情况，这也一定程度上增加了“调查不充分尽职”的可能性，使得平台对金融资产类交易业务信息掌握不全，由此引致相关风险。

5.1.3 金融资产类交易业务监管中的突出问题

(1) 强化平台内部控制。对交易产品构成、存在特别性条例等不够完全确定的工作，交易平台要成立相关内部评价团队，按照各存疑工作对应的部门所上交的有关业务说明，针对其可行性进行小组讨论；为规避存疑工作可能带来的法律风险，需要对有关的金融机构和融资方的信誉进行考察，并聘用专业律师总结有关风险的专业建议书，全面规避有可能的法律风险。存疑工作的第一责任部门应作为防范风险的首发阵容，因为各项工作的种类繁多，交易主体涉及广泛，异质性问题频发，因此必须熟悉相关工作所涉及的所有事项，以全方位地规避风险。而只有与该项工作有直接联系的负责部门是最有可能完成这项任务的。故相关工作的第一责任部门应该作为公司安全防线的首发阵容，主要应关注业务如何保证质量过关、业务如何顺利施行、产品如何进行交易、合作单位的信息如何搜寻以及对合同的重要事项严格审查等。在合作对象的选择上，负责部门为了尽可能规避违约风险，应严格审核各合作方的资信状况，经营状况以及发展前景。

(2) 引导业务更好地服务实体经济。引导地方性金融资产交易平台在开展金融资产类交易业务时，更好地匹配资金资产，通过互联网公开透明，降低信息搜索成本和交易费用，有效提高金融资产类交易业务对接效率。防止地方性金融资产交易平台利用信息优势

进行违规操作，与业务交易对手方勾结，损害其他交易方的利益。监管层应当进一步明确地方性金融资产交易平台通道业务的规范性，引导平台更好地服务实体经济，防范金融资产类交易业务损害实体经济的行为。

5.2 资产收益权类交易业务风险防范研究

5.2.1 资产收益权类交易业务的发展现状

资产收益权类交易业务是指金融资产和类金融机构资产收益权的交易和转让业务。主要包括小贷资产收益权转让业务、保理资产/应收账款收益权、融资租赁资产收益权等，另外部分平台还推出了一些信托、私募基金的收益权等。“收益权”，或者“资产收益权”一词在我国相关政府部门文件或者最高院司法解释时有出现，但是该类文件均未对“收益权”，或者“资产收益权”的内涵与外延做出明确界定。实务中，“收益权”，或者“资产收益权”是由交易双方根据其依附的基础权利的不同以及交易的特殊需要，以合约方式对其内涵与外延加以约定。因此，不仅“票据收益权”和“应收账款收益权”的权利内容不同，而且同是“票据收益权”，其具体含义也会有所差异。可见，“收益权”，或者“资产收益权”本身并非法定权利，而是由交易双方根据基础权利和交易需要创制的一项协定权利。

资产收益权是资产证券化基础资产的重要类型之一，包含股权收益权、票据收益权、债权收益权、知识产权收益权、土地承包经营收益权、林地经营收益权、基础设施（公路、电力、热气等）经营收益权等。

目前，金融资产收益权转让存在的交易模式包括：（1）持有的资产（如应收账款、应收租金等）资产收益权暂时让渡，通过地方性金融资产交易平台登记挂牌产品，并引入金融机构进行增信，销售给中小投资者。（2）以信托收益权为标的，将信托收益权进行转

由图 5.1 可知，第一步，承销人推荐项目并出具尽职调查报告，金交中心进行资料完备性审核，并确定发行主体、产品结构及增信措施。第二步，基础资产所有权人作为发行人与金交中心签订业务合作协议。第三步，在互联网金融平台对金交中心登记产品进行风险评估并通过后，金交中心与互联网金融平台签订合作协议，确定产品发行计划。第四步，金交中心通过官方网站公示产品登记挂牌公告，披露产品信息。第五步，投资人通过金交中心指定互联网金融平台认购资产收益权产品。第六步，募集资金划转及费用支付。募集资金经互联网金融平台→金交中心→发行人，发行人向担保机构支付担保费，向金交中心支付挂牌费，向互联网金融平台支付平台居间信息服务费。第七步，投资兑付，产品到期后发行人将产品本息经金交中心转划至互联网金融平台合作的银行或第三方支付机构，并向投资人兑付。

在上述南京金融资产交易中心资产收益权类交易业务中，江苏省金融办作为该业务的监管机构对南京金融资产交易中的资产收益权产品设计进行备案和监督。

5.2.2 资产收益权类交易业务的风险表现形式

(1) 权益拆分为均等份额公开发行的合规风险，例如在网贷机构与地方性金融资产交易平台合作的模式中，交易平台作为各网贷机构通过借贷款业务进行债权转让的媒介，以标准化单位为认购起点并以其整数倍进行递增，将权益拆分为均等份额后发售给投资者，或以“大拆小”“团购”“分期”等各种方式变相突破 200 人限制，存在合规风险。

(2) 合格投资人制度浮于形式。平台应根据投资人是否有风险识别能力、完全民事行为能力、合法拥有的资产规模、是否以自有资金用于投资等构建合格投资人相关制度。并根据各交易平台在市场准入审核报告中涉及的相关工作可行性标准以及管理文件中规定

的标准进行合格投资人制度的制定。在通过相关监管部门的审查之后，这些交易平台就要严格按照自身事先制定的合格投资人制度的各项标准开展业务，不应将高风险资产进行包装粉饰，向不具备风险承受能力的中小投资者出售。

5.2.3 资产收益权类交易业务中的逆向选择问题与风险防范

地方性金融资产交易平台在开展资产收益权类交易业务时，需要对机构推介的资产收益权其信用评级和资产证券化过程进行风险防范。中介机构存在资信不佳的原始标的，这些标的的存在将影响中介机构的经营绩效，因此其存在将低信用评级资产进行证券化并推介至地方性金融资产交易平台进行销售的动机。对于地方性金融资产交易平台而言，对标的信用评级和资产证券化过程的审查是为了减少信息不对称对，防范逆向选择引致的信用风险，这也是地方性金融资产交易平台资产收益权类交易业务风险防范的重点。因此，本研究将分析中介机构对标的信用评级和资产证券化中可能存在的逆向选择问题，并根据其形成的机理给出相关风险防范的建议，以避免地方性金融资产交易平台资产收益权业务产生“劣币驱逐良币”的局面。

本节风险模型与平台的关系：中介机构对资产收益权类交易产品进行信用评级和资产证券化，进而向地方性金融资产交易平台推介时，存在逆向选择风险，本节分析信用评级和资产证券化过程中逆向选择问题的模型，将辅助地方性金融资产交易平台缓释“劣驱逐良”问题。

（一）信用评级中的逆向选择问题

如果存在信用评价机构未对融资者的信用情况进行严格考察就给定了较高的信用级别，这种评定最终就给地方性金融资产交易平台投资者传递了一个“信号”：该投资者值得

被信任并且获得投资。然而当这种情况发生时，即信用较低的融资者最后得到了过高的信用评价等级，投资者就会对信用评价体系产生怀疑，今后只要见到高信用等级的融资者，就会对其实际信用情况产生怀疑。这时，信用评价体系应该起到的传递“信号”的作用就慢慢失去了其价值和作用。

假设投资者对资产需求者的信用信任度（即先验信念）是 $P(t)$ ，其中 t 是这位融资者的信用，在此基础上信用评级机构给这位投资者传递来“信号” s ，则基于贝叶斯公式，投资者刷新后的“信念”是

$$P(t|s) = \frac{P(s|t)P(t)}{P(s)} \quad (5-1)$$

采用全概率公式，可以得到

$$P(t|s) = \frac{P(s|t)P(t)}{P(s|t)P(t) + P(s|\bar{t})P(\bar{t})} \quad (5-2)$$

如果要想投资者在接到“信号” s 后对融资者的“信念”有所增加，那么就要有 $P(t|s) > P(t)$ ，

故

$$\frac{P(s|t)}{P(s|t)P(t) + P(s|\bar{t})P(\bar{t})} > 1 \quad (5-3)$$

又因为 $P(\bar{t}) = 1 - P(t)$ ，故

$$P(s|t) > P(s|\bar{t}) \quad (5-4)$$

(5-4) 式给出了一个直观的结论：如果想利用“信号” s 来增大地方性金融资产交易平台投资者的“信念”，就必然要求信用评级机构将高信用等级给予实际上的良好信用者，而不是相反地去为实际资信差的人做出高信用等级的评价。

由于 t 与 s 均是二元类型，由贝叶斯法则可以得知 $P(s|t) > P(s|\bar{t})$ 的充分必要条件为

$$P(t|s) > P(t|\bar{s}) \quad (5-5)$$

式 (5-5) 意思为如果融资者的信用认证等级较高，那么它被认可的可能性就更大。

但是可能存在的问题是，如果融资者的信息披露仅仅部分而非完全地影响前述的信用等级认证，则式 (5-5) 就会不成立。此外，如果出现“信用评级高的融资者的资信安全一定有保证”的市场观念，则高风险融资者就有可能会通过获得较高的信用等级认证来增加自己的可信度，一旦出现这种情况，即使一个融资者具有较高信用等级，他也不一定会比等级低者或者未经认证可信度更高。如果一个融资者可以轻易获得比自己实际信用等级高的多的等级认证，则会大大影响信用等级认证的作用，长此以往信用等级认证也将在市场上失去它应有的功能，因此也就无法再有效促进信贷双方的信息对称。经过以上分析我们可以看出，为了给融资者合乎实际的等级评价认证，区分出市场上融资者质量的优劣，最大程度地发挥信用评级的作用，评级机构就不能只看融资者提交的线上信息资料，还要实地考察融资者的实际经营状况，尽量杜绝低信用融资者通过提交虚假材料的方式来获得虚高的信用等级评价的现象。

(二) 资产证券化中的逆向选择问题

基于融资者可知的基本信息，假设地方性金融资产交易平台投资者预估其履行约定的概率是 y ，并且假定该值连续可微，密度方程满足 $0 \leq f(y) \leq 1$ ，忽略标准化因素，要想投资者认为某位投资者可以带来满意的净收益并且为其提供贷款，这就必须满足

$$\Pi_1 = yr + (1-y)r_d \geq r_f \quad (5-6)$$

其中， Π_1 为投资者发放贷款期望获得的净收益； r 为融资者履行约定时投资者能够获得的利率； r_d 为融资者未能履行约定时投资者能够获得的净收益，且 $r > r_f > r_d$ ，这意味着贷款一旦违约的情况，投资者将无法获得利润。从式（5-6）能够看出履约概率存在一个最低值，低于该值时投资者将无法接受，该值为

$$y_0 = \frac{r_f - r_d}{r - r_d} \quad (5-7)$$

对于第三方平台接受的所有抵押贷款，平台会比较将贷款留在信贷市场和进行标准化可以获得的利润多少，然后以利润最大为目标来做出决策。如果采取资产证券化措施能够得到的净收益 Π_2 为

$$\Pi_2 = r_s + \delta - c \quad (5-8)$$

其中， r_s 是标准化产品的保证利率； δ 为采取资产证券化之后能够得到的其他收益，比如把流动性低的资产转换成持有标准化产品带来的流动性溢价、把风险较高的资产转变为风险较低资产带来的风险分散溢价等； c 为采取资产证券化措施不得不付出的费用，比如资产核查费用、法律费用、发行和服务费用、信用等级评价等所需的费用。由于信息的非对称性，终端市场主体不能有效地估计贷款违约的可能性大小，所以 Π_2 随 y 的变化比较迟钝。

第三方平台资产证券化决策标准为：当 $\Pi_2 > \Pi_1$ 时，选择标准化；反之，就选择把贷款投入信贷市场。由（5-6）和（5-8）式能够看出，当 $y > y_1$ 时，平台就将这些贷款投入信贷市场，而将 $y < y_1$ 的资产证券化出售，其中

$$y_0 = \frac{r_s + \delta - c - r_d}{r - r_d} \quad (5-9)$$

和第三方平台相比，地方性金融资产交易平台更难了解某笔融资的信用优劣，即存在信息不对称的情况，这就导致终端要想分辨出市场上存在的融资的信用质量高低实际上存在很大困难，最终出现地方性金融资产交易平台无法为融资信息合理定价的局面。而且，由于平台是标准化的发起人从而能够率先采取措施把质量较差的贷款售卖给终端市场，而将质量较好的贷款留在信贷市场。同时，处在终端的地方性金融资产交易平台通常也能感受到自己所处的被动地位以及在信息上的劣势，为最大程度地规避损失，终端主体会选择事先给抵押贷款的信用情况一个预期以及某个特定的柠檬市场折扣。这个折扣信息也会传导到地方性金融资产交易平台，然后平台会选择把信用质量在市场平均水平以下的收益权售卖投资者，此时便产生了一个典型的逆向选择问题，导致资产证券化市场效率下降，市场规模减小甚至最终消失。

5.2.4 资产收益权类交易业务监管中的突出问题

(1) 资产收益权类交易业务中存在“劣驱逐良”的逆向选择问题，目前地方性金融资产交易平台由于不具备出具有法律效力的信用评级报告的条件，因此在避免上述逆向选择问题时与监管存在矛盾。为了防范地方性金融资产交易平台成为次级债权的交易场所，监管部门应要求参与资产收益权类交易业务的机构应当考察地方性金融资产交易平台的合格投资人制度。

(2) 建立地方性金融资产交易平台与网贷平台信息共享的互联网征信体系。通过5.2.3节的分析可知，防范信用评级和资产证券化中的逆向选择问题主要需对融资主体的资信水平进行充分认知，因此，监管层有必要建立地方性金融资产交易平台与网贷平台信

息共享的互联网征信体系，使得无论在网贷平台进行融资主体，还是网贷平台推介至地方性金融资产交易平台的证券化资产，其中核心的融资企业资质都得以公开。

5.3 直接融资类交易业务风险防范研究

5.3.1 直接融资类交易业务的发展现状

直接融资类交易业务也是地方性金融资产交易平台的主要业务之一，业务类型包括定向融资工具及中小企业私募债等。直接融资类交易业务是以融资主体信用为基础，与资金方通过一定金融工具直接形成债权债务关系的业务。以往定向融资模式的融资方为各类型企业、城投公司等，融资用途多为经营需要、市政基础设施和公共服务配套项目建设等。部分地区金融办放开小额贷款公司融资杠杆后，前海股交中心等交易平台近期纷纷针对小贷公司推出定向融资工具。

按照银监会的认定，场外市场的资产都是非标（债权）。如果是标准化债权，肯定会引起银行资金绕开“非标债”限制的通道。地方性金融资产交易平台是产品局部标准化的操作方式，在产品设计上进行一定标准化的模块化设置，而在具体条款上根据交易双方的商谈结果而定，比如引入优先劣后分层机制、引入第三方主体提供担保、约定产品到期回购等。

以南京金融资产交易中心直接融资类交易业务中的定向融资工具产品为例，该产品是指企业（简称“发行人”）在中国境内以非公开方式发行，并约定在一定期限还本付息的直接融资类产品。发行人向金交中心提出定向融资工具产品挂牌申请，在金交中心进行登记挂牌，由承销商与销售平台沟通、合作，合格投资人可通过金交中心指定的销售平台进行

产品认购。该产品根据需要采取一定的担保措施，如第三方担保机构提供保证担保等。业务流程如图 5.2 所示。

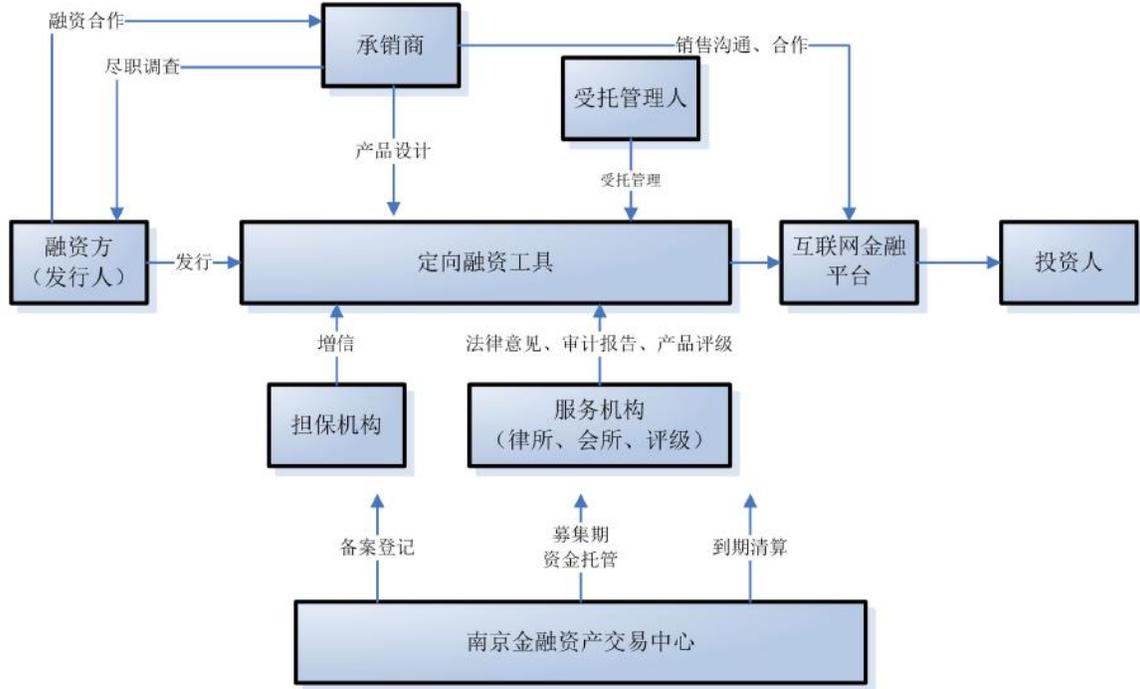


图 5.0.2 南京金融资产交易中心直接融资类交易业务流程

由图 5.2 可知，第一步，融资人向承销商提出融资服务需求。第二步，承销商对融资人尽职调查、收集资料。第三步，融资人与承销商签订承销协议。第四步，融资人向金交中心提交融资申请，并提交相应资料，金交中心进行资料完备性审核，确定发行主体、产品结构及增信措施。第五步，融资人作为发行人与金交中心签订产品挂牌服务协议。第六步，发行人与担保机构签订担保合同。第七步，发行人申请产品挂牌发行。第八步，金交中心通过官方网站公示产品挂牌登记公告，披露产品信息。第九步，投资人通过承销商指定的互联网金融平台认购定向融资工具产品。第十步，募集资金划转及费用支付。募集资

金→金交中心→发行人，发行人向金交中心支付登记服务费，向承销商支付销售费。第十一步，投资兑付，产品到期后发行人将产品本息经南京金融资产交易中心转划至投资人。

在上述南京金融资产交易中心直接融资类交易业务中，江苏省金融办作为该业务的监管机构对南京金融资产交易中的定向融资工具产品设计进行备案和监督。

5.3.2 直接融资类交易业务的风险表现形式

(1) 直接融资类交易业务的合规风险。直接融资类交易业务往往是为了逃避一些监管规定，向不能满足信用条件的客户提供融资服务。监管当局并未制定管理这种处理方式的相关政策，通过收集各方面证监会在资产管理方面的观点，以及银监会过去几年对银行表外业务、银信合作、债权打包资产证券化等工作的管理办法，交易平台相关融资类工作随时有被管制甚至业务终止的风险。因此，为了避免被违规查处的可能，交易平台应该尽早地完善直接融资类交易业务的开展方式。

(2) 直接融资类交易业务的信用风险。对于地方性金融资产交易平台而言，直接融资类交易业务中融资方提供信息的真实性、完整性、规范性等都存在验证的难度，因而投资者获取的信息存在相应的信用风险，目前平台仍缺乏获取和管控融资方真实信息有效的手段，因此，需要进一步规范和发展融资信息审批流程和信用评级方法体系。

5.3.3 直接融资类交易业务的人工神经网络信用评级模型与实证研究

本节风险模型与平台的关系：基于人工神经网络的信用评级模型适合处理非线性多变量样本，是评价直接融资类交易标的信用风险的有效手段。地方性金融资产交易平台在开展直接融资类交易业务时，可运用人工神经网络信用评级模型对融资标的的信用状况进行初步筛查。

（一）研究方法

在信用评级实现方法中，统计方法是以往最常使用的方法，主要包括 Logistic 回归，判别分析，分类树以及最近邻法等；最近几年，非参数统计方法例如 K 近邻算法，支持向量机，决策树模型，和人工神经网络（ANN），已成功地应用于信用评级问题。其中，通过人工神经网络进行的模式分类由于其非线性和非参数自适应学习特性而成为最有力的信用评级工具之一，并且这种方法具有很强的参数计算能力、泛化能力和识别能力。本研究构建包含二项 Logistic 回归、有序多分类 Logistic 回归、基于共轭梯度算法的多层感知器和基于梯度下降算法 BP 神经网络的评分模型，通过运用建模集训练模型，并用测试集检验模型可用性和优越性，从而运用较优的模型进行预贷款基本分类和五级分类。Logistic 回归模型主要是用来对多因素影响的事件进行概率预测，是普通多元线性回归模型向非线性模型的扩展。多层感知器与 BP 神经网络都是前馈神经网络模型，其将输入的多个数据集映射到单一的输出的数据集上，通过训练与测试将对象进行分类。多层感知器强调神经网络在结构上由多层组成，BP 神经网络则强调网络采用误差反向传播的学习算法。限于篇幅结构，二项 Logistic 回归、有序多分类 Logistic 回归理论介绍从略，主要介绍两种神经网络的训练算法。

（1）基于共轭梯度算法的多层感知器

多层感知器（Multilayer Perceptron, MLP）是商业研究中使用最广的神经网络类型，MLP 在应用神经网络解决实际问题时具有较好的推广性。20 世纪 80 年代，反向传播算法（Back Propagation）的提出，较好解决了多层感知器的训练问题，此后更多的优化理论应用于多层感知器，并且常用共轭梯度算法（Conjugate Gradient），本研究应用这

种学习算法对小微企业信贷基本信息进行多层感知器训练，构建小微信用评级模型并进行验证。

多层感知器是由多层神经元组成的前馈神经网络，一般包含以下三个基本特征：（1）每一个神经元包含一个激活函数（一般都是可微的）；（2）可以包含一个或多个隐含层；（3）各隐含层神经元之间相互连接，可以全连接也可以部分连接，神经元之间的权值大小决定了连接的强度。图 1 是多层感知器一般模型，其输入层为 $X = [X_1, X_2, \dots, X_m]$ ，输出为 $Y = [Y_1, Y_2, \dots, Y_m]$ ，每层的权值为 W_1 和 W_2 。本研究将建模集中的自变量设为 15 个输入神经元，将因变量在不同分类情况下选取 1 个设为输出神经元。共轭梯度算法如下：

共轭方向的计算公式为：

$$S(n+1) = -g(n+1) + \beta(n+1) \times S(n) \quad (5-10)$$

$$\beta(n) = \frac{(-g(n+1))^T \times (g(n) - g(n-1))}{g(n)^T \times g(n)} \quad (5-11)$$

共轭梯度法详细步骤为：

步骤 1 初始化神经网络权值 $\omega(0)$ ；

步骤 2 用 BP 算法计算出 $g(0)$ ，并置 $s(0) = r(0)$ ；

步骤 3 在第 n 步，沿着 $s(0)$ 方向进行线性搜索，找到在该方向最小化误差函数的 $\eta(0)$ ；

步骤 4 更新权值 $\omega(n+1) = \omega(n) + \eta(n) \times S(n)$ ；

步骤 5 计算 $\beta(n+1) = \max\left\{\frac{r(n+1)^T \times (r(n+1) - r(n))}{r(n)^T \times r(n)}, 0\right\}$ ；

步骤 6 如果此时网络的误差小于设定的误差，则停止训练，否则跳转步骤 3 继续执行。

(2) 基于梯度下降算法的 BP 神经网络

BP 神经网络采用误差反向传播，数据从输入层经隐含层逐步向后传播，训练网络权值时，则沿着减少误差的方向，从输出层经过中间各层逐层向前修正网络的连接权值。伴随学习的不断进行，最终的误差越来越小。影响网络结构的主要参数是隐含层节点个数、学习率 η 和系统误差 ε 。输入层和输出层节点个数一般来说是确定的，而隐含层节点个数由用户凭经验决定，个数过多会大幅度增加网络训练的时间，过少将影响到网络的有效性。学习率通常在 0.01-0.9 之间，一般来说，学习率越小训练次数越多，但学习率过大，会影响网络结构的稳定性。拟定误差 ε 通常需要根据输出要求来定， ε 越低说明要求的精度越高。

梯度下降算法是利用负梯度方向来决定每次迭代的新的搜索方向，使得每次迭代能使待优化的目标函数逐步减小，梯度下降法是 2 范数下的最速下降法。梯度下降法的详细步骤为：

步骤 1 给定初始点 $X(0) \in R_n$ ，迭代精度 ε ，维数 n ；

步骤 2 置 $0 \Rightarrow k$ ；

步骤 3 计算迭代点 $X(k)$ 的梯度

$$\nabla f(X^{(k)}) = \left[\frac{\partial f(X^{(k)})}{\partial x_1}, \frac{\partial f(X^{(k)})}{\partial x_2}, \dots, \frac{\partial f(X^{(k)})}{\partial x_n} \right]^T \quad (5-12)$$

计算梯度的模

$$\|\nabla f(X^{(k)})\| = \text{sqr}[(\frac{\partial f(X^{(k)})}{\partial x_1})^2, (\frac{\partial f(X^{(k)})}{\partial x_2})^2, \dots, (\frac{\partial f(X^{(k)})}{\partial x_n})^2] \quad (5-13)$$

计算搜索方向

$$S^{(k)} = \frac{\nabla f(X^{(k)})}{\|\nabla f(X^{(k)})\|} \quad (5-14)$$

步骤 4 检验是否满足迭代终止条件 $\|\nabla f(X^{(k)})\| \leq \varepsilon$ ，若满足，停止迭代，输出最优

解： $X^{(k)} \Rightarrow X^*$ ， $f(X^{(k)}) \Rightarrow f(X^*)$ ；否则进行下一步；

步骤 5 从 $X^{(k)}$ 点出发，沿负梯度方向进行一维搜索求最优步长 $a^{(k)}$ ，使

$$f(X^{(k)} + a^{(k)}S^{(k)}) = \min f(X^{(k)} + a^{(k)}S^{(k)})；$$

步骤 6 计算迭代新点 $X^{(k+1)} = X^{(k)} + a^{(k)}S^{(k)}$ ；

步骤 7 置 $k+1 \Rightarrow k$ ，返回步骤 3 进行下一次迭代计算。

(二) 研究数据

本研究采集江苏某金融机构 2008-2013 年小微企业融资台账数据⁶，与公开数据库中的宏观数据合并后，总数据内容主要包括：（1）财务信息（资产总额，经营收入等）；（2）本期融资基本信息（发放额度，发放利率，融资方式，支付方式等）；（3）当前客户非财务信息（客户信用等级，客户资信等级，行业分类，担保情况等）；（4）与宏观经济有关的变量（用电量，GDP，CPI 等）；（5）信贷的基本分类和五级分类情况。经过剔除缺失和不正常的的数据，得到 2115 组有效数据，其中，正常与非正常融资比例约为 9:1，五级分类中正常、关注、次级、可疑和损失融资比例约为 89:4:3:3:1。为了对评分模型进行

⁶ 该台账数据在采集时已抹去融资主体名称、地址等信息，且数据仅用于学术研究。

科学对比，我们把数据集随机分成两个互补的子数据集：80%数据作为建模集，20%数据作为测试集。各模型的变量结构都是通过10次交叉验证法进行筛选，交叉验证法的一个优势就是这样的信贷评分模型是基于较大比例的有效数据（80%）开发。

（三）指标分类

有关信用评级指标的文献中，由“硬”信息到“软”信息的选择是信用评级指标选择的一个显著性变化，从最早标准化的财务指标到如今各类非财务指标的不断加入更新，信用评级系统也因此能够从规范化的大公司推广到小微企业及个人类客户。然而，这些指标多为微观指标，宏观指标鲜有涉及。近年来，有学者对宏观经济变量的研究提出了自己的看法，认为借款人的违约与一般经济状况密切相关，与宏观经济环境变量也应当被考虑作为输入变量。因此，本研究认为融资期间内的宏观经济变动对融资主体的还款意愿具有一定影响，应当作为重要变量参与信用评级研究。

建模自变量和因变量（输入变量和输出变量）如表5.1和表5.2所示。本研究在考虑现有文献关于融资对象财务信息、非财务信息、本期融资基本信息的基础上，还加入与宏观经济有关的变量作为自变量或输入变量，这主要是基于以下考虑：传统模型的因变量和自变量存在不同期的问题，传统信用评级模型将融资期初的相关变量指标作为自变量，将融资期末的五级分类情况作为因变量来进行建模，即自变量和因变量不是同一时间点上的面板数据，因此不能直接看作面板数据处理，需加入时间因素才能解决矛盾，同时，宏观经济变量是时间因素的合理体现，因为宏观经济变量并非某一时间点上的宏观经济变量，而是融资期间相关宏观经济变量变化趋势的反映，因此不是一个时间点的概念而是某一时间段的变化趋势的概念，所以能够反映出时间因素。

表 5.0.1 建模自变量（输入变量）名称及解释

编号	自变量名称	变量解释
A1	发放金额	指借款人收到的借款金额
A2	年利率	指该笔融资的年利率
A3	融资方式	指融资方式包含个人信用、自然人担保、企业联保、融资平台互保、担保公司保证、抵押、质押、银行承兑汇票
A4	控股性质	指借款人控股主体性质，包含国有绝/相对控股、集体绝/相对控股、港澳台绝/相对控股商、外商绝/相对控股、私人绝/相对控股
A5	行业门类	指借款人所处的行业分类，包含农林牧渔业、采矿业、制造业、电业燃气及水的生产和供应业、建筑业、批发和零售业、交通运输仓储和邮政业、住宿和餐饮业、信息传输计算机服务和软件业、金融业、房地产业、租赁和商务服务业、科学研究和技术服务业、水利环境和公共设施管理业、居民服务修理业、教育、卫生和社会工作、文化体育和娱乐业、社会保障与社会组织
A6	用途	指本期借款的用途，包含贸易融资、批发、零售、建筑、运输
A7	支付方式	本期借款的支付方式，包含受托支付-劳动密集型、受托支付-非劳动密集型、自主支付-劳动密集型、自主支付-非劳动密集型
A8	客户信用等级	指借款人信用等级，包含 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、无
A9	客户资信等级	指借款人资金往来信用评价等级，包含优秀、较好、一般、不佳、恶化、关停
A10	资产总额/人	指平均每人所拥有的资产额度
A11	营业收入/人	指平均每人所产生的营业收入
A12	担保情况	指本期借款是或否拥有担保公司

A13 用电量增量增长率 指借款期间用电量增量的增长率

A14 GDP 增量增长率 指借款期间 GDP 增量的增长率

A15 CPI 增长率 借款期间 CPI 增长率

注：A1-A12 变量分类与数据来源为江苏某金融机构 2008-2013 年小微企业融资台账数据，A13-A15 变量数据来源为江苏省统计局 2008 -2013 年统计年鉴。

表 5.0.2 建模因变量（输出变量）名称及解释

编号	因变量名称	变量解释
B1	二项分类	区分正常融资与非正常融资
B2	五级分类	区分正常融资、关注融资、次级融资、可疑融资和损失融资

注：二项分类实证过程中，正常与非正常融资分别设为 0 和 1；五级分类实证过程中，正常、关注、次级、可疑和损失融资分别设为 1、2、3、4 和 5。

本研究引入融资期限内经济周期信息的变量，宏观经济环境是一个关键因素，直接关系到借款者的偿付行为。该做法的优点还在于考虑到还贷期限内省内宏观经济变化对小微企业的影响，因此在实务操作中，该宏观变量数据采用 Wind 数据终端中的宏观经济变化预测数值。本研究借鉴以往设计信用评级模型所使用的宏观经济变量的表达式：

$$\Delta VM_{i,j} = \frac{VM_{i+j} - VM_i}{VM_i} \quad (5-15)$$

其中， $\Delta VM_{i,j}$ 是宏观经济变量的变化率， VM 是宏观经济变量， i 表示放款的时间， j 表示融资的时限。而本研究作者在对宏观经济变量进行筛选之后选取用电量，GDP，CPI 的季度数据作为建模的三个自变量。在实践中发现，除 CPI 外用电量和 GDP 均有很强的周期性，经过分析和比较之后，本研究决定采用 GDP、用电量的同比增量的变化率和 CPI 增长率来作为自变量，其中 CPI 增长率为（计算期 CPI 数值-基期 CPI 数值）*100%/基期 CPI 数值，GDP、用电量的同比增量的变化率表达式如下：

$$\Delta\Delta VM_{i,j} = \frac{\Delta VM_{i+j} - \Delta VM_i}{\Delta VM_i} \quad (5-16)$$

其中， $\Delta\Delta VM_{i,j}$ 是宏观经济变量增量的变化率， ΔVM 是宏观经济变量的增量， i 表示放款的时间， j 表示融资的时限。

（四）实证分析与结果分析

综合数据可获取性、数据可靠性因素的影响，样本选取某金融机构 2008-2013 年小微企业融资台账数据，其中宏观变量数据均进行季节性调整，并对离散变量进行赋值。神经网络建模时为加快训练网络的收敛性的需要，对样本数据中各个指标下的数据分别进行归一化处理。如第三部分所述，将样本分为两部分，其中 1687 组数据作为训练样本，428 组数据作为检验样本，训练样本与检验样本比例约为 4:1。

（1）二项 Logistic 回归与有序多分类 Logistic 回归

运用 PASW Statistics 18 统计分析软件建立二项 Logistic 回归模型（LR-B）与有序多分类 Logistic 回归模型（LR-OMC）。通过描述性统计，根据相关性、正态性检验和 t 检验，本研究最终在 Logistic 回归中保留 9 项指标，分别为：年利率、融资方式、用途、支付方式、客户信用等级、客户资信等级、营业收入/人、GDP 增量增长率和 CPI 增量增长率。在二级分类中，将表 5.2 中五级分类变量 B1 作为因变量，表 5.2 中所有变量作为自变量；在五级分类中，将表 5.2 中五级分类变量 B2 作为因变量，表 5.1 中将变量 A1、A2、A10、A11、A13、A14、A15 作为连续性变量，表一中其余变量作为分类变量。有序多分类 Logistic 回归模型参数设定：最大迭代次数=1000。

(2) 基于共轭梯度算法的多层感知器

运用 IBM SPSS Statistic 21 建立基于共轭梯度算法的多层感知器 (MLP-CG), 表 5.1 中 15 个变量作为输入神经元, 表 5.2 中两个变量各分别作为输出神经元进行两次网络训练。在二级分类的训练中自动设为 1 个隐含层, 该隐含层包含 5 个神经元; 在五级分类的训练中自动设为 1 个隐含层, 该隐含层包含 9 个神经元。最大迭代次数=1000; 训练误差=0.001。

(3) 基于梯度下降算法的 BP 神经网络

运用 Matlab R2012a 建立基于梯度下降算法的 BP 神经网络 (BPNN-GD), 表 5.1 中 15 个变量作为输入神经元, 表 5.2 中两个变量各分别作为输出神经元进行两次网络训练。神经网络参数设定: 隐含层节点范围[7,13];最大迭代次数=1000; 训练误差=0.001。图 5.3 和图 5.4 分别是 BPNN-GD 模型对二级分类和五级分类的训练收敛图。

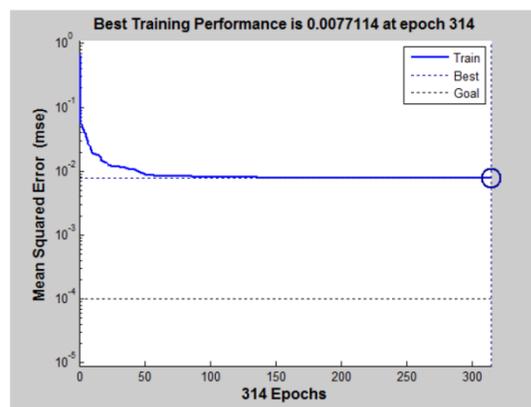
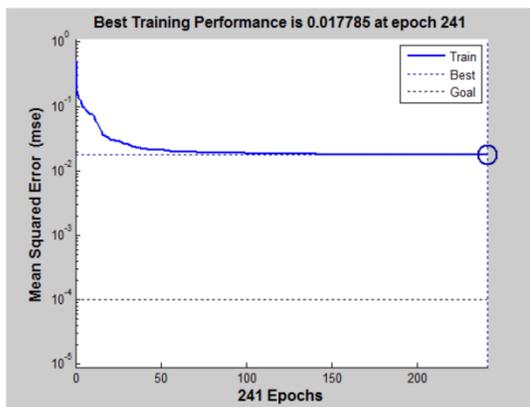


图 5.3 BPNN-GD 模型二级分类训练收敛图 图 5.4BPNN-GD 模型五级分类训练收敛图

通过训练后的三种模型对检验样本进行测试, 即将检验样本中的自变量带入有序多分类 Logistic 模型得出预测因变量值。将检验样本中的输入变量带入训练好的多层感知器和 BP 神经网络得出预测输出变量值, 各预测变量值均进行四舍五入处理后与检验样本中的

真实融资分类进行比较，如表 5.3 所示。将二级分类检验结果和相应的真实融资分类结果进行 ROC 分析，得到两个模型的 ROC 曲线和 AUC 值，通过观察本研究检验结果，认为三种模型对于二级分类的总体正确率均为 90%左右，因此本研究将进一步关注和分析不正常融资甄别正确率。

表 5.3 三种模型检验结果

模型	二级分类				五级分类			
	总体正确率	第一类错误率	第二类错误率	不正常融资甄别正确率	总体正确率	第一类错误率	第二类错误率	不正常融资甄别正确率
LR-B	91.6%	2.4%	57.4%	42.5%	--	--	--	--
LR-OMC	--	--	--	--	90.2%	0%	89.4%	10.6%
MLP-CG	93.3%	3.0%	46.2%	53.8%	93.3%	1.3%	48.5%	41.5%
BPNN-GD	90.9%	9.4%	6.4%	93.6%	89.0%	7.3%	38.3%	61.7%

注：总体正确率指 428 组检验样本的检验结果较真实融资分类结果的正确比率；第一类错误指正常融资错评为不正常融资的比率；第二类错误指不正常融资错评为正常融资的比率；不正常融资甄别正确率指在不正常融资中，检验结果较真实不正常融资分类结果的正确比率。

由表 5.3 可得，（1）总体正确率方面，三个模型对二级分类和五级分类的检验总体正确率均高于 89%，其中 MLP-CG 在总体正确率方面高于 LR-OMC 和 BPNN-GD，达到 93.3%；（2）第一类错误方面，BPNN-GD 小幅高于另两种模型结果，在二级分类和五级分类中分别为 9.4%和 7.3%；（3）第二类错误方面，BPNN-GD 大幅低于另两种模型结果，在二级分类和五级分类中分别为 6.4%和 38.3%；（4）不正常融资甄别正确率方面，BPNN-GD 大幅高于另两种模型结果，在二级分类和五级分类中分别为 93.6%和 61.7%。

由上述结果可知，（1）三个模型在总体正确率的判定方面均取得满意效果；（2）一般认为，第二类错误比第一类错误的违约成本高得多，即相比于第一类错误，当出资方将潜在不正常融资预判为正常融资时对投资者所造成的的损失更大。因此，BPNN-GD 模型在甄别出不正常融资中的较好表现对银行贷前审查的帮助较其他两种模型更大；（3）二级分类中，BPNN-GD 模型对不正常融资的甄别正确率为 93.6%，表现优秀，在五级分类中，BPNN-GD 模型对不正常融资的甄别正确率为 61.7%，由于五级分类的分类数较多，因此该正确率被认为可以接受。因此通过三个模型的检验结果对比，本研究认为基于梯度下降算法的 BP 神经网络适合对小微企业融资信息进行融资前审查，但同时不能忽视二项 Logistic 回归模型和基于共轭梯度算法的多层感知器模型在二级分类判定中的有效性。图 5.5 和图 5.6 分别显示实际二级分类级别、五级分类级别与 BPNN-GD 模型的检验结果比较。

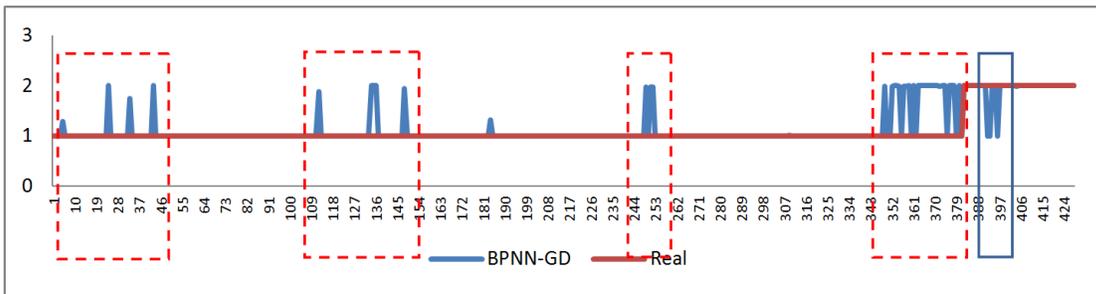


图 5.5 实际二级分类级别与 BPNN-GD 模型检验结果比较

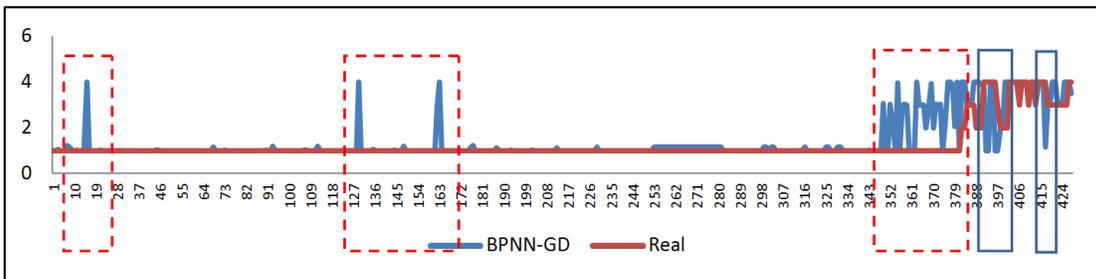


图 5.6 实际五级分类级别与 BPNN-GD 模型检验结果比较

由图 5.5 和图 5.6 所示，红色虚线方框表示第一类错误，即当实际结果为正常融资时检验结果为不正常融资；蓝色实线方框表示第二类错误，即当实际结果为不正常融资时检验结果为正常融资。通过观察代表该两类错误的样本数据，发现此类数据相关指标确为存在出现实务融资审查时关注的非正常值现象，尤其表现为客户信用等级、客户资信等级、营业收入/人指标，因此该类样本需要在人工审查时给予关注。

5.3.4 直接融资类交易业务监管中的突出问题

(1) 消费者权益难以保障的问题。国务院办公厅《关于加强金融消费者权益保护工作的指导意见》中要求与金融相关业务的机构应当充分尊重并自觉保障金融消费者的财产安全权、知情权、自主选择权、公平交易权、依法求偿权、受教育权、受尊重权、信息安全权等基本权利。但是由于对地方性金融资产交易平台的监管框架尚未明确，地方性金融资产交易平台消费者权益保护工作仍处于起步阶段，由于平台对直接融资类交易业务中的融资主体掌控程度较低，消费者将承受较高的信用风险。

(2) 进行信息披露和风险提示的问题。目前地方性金融资产交易平台在进行信息披露和风险提示方面还存在较大的提升空间，一方面原因是受到来自监管的压力较小，另一方面是地方性金融资产交易平台自身对融资标的的尽职调查普遍不足。

5.4 信息耦合类交易业务风险防范研究

5.4.1 信息耦合类交易业务的发展现状

信息耦合类交易业务不同于前三类业务，该类业务金融资产交易所仅是提供一个信息展示平台，本身并不参与具体业务之中。信息耦合类交易业务，是指地方性金融资产交易平台为交易双方提供信息发布、投融资信息展示等中介服务的业务。例如西部金融资产交

易中心推出了同业专区，专门从事同业拆借、质押式回购、买断式回购的信息撮合业务。再如票据业务，在整个票据交易过程中，地方性金融资产交易平台利用网络平台做到了票据信息的整合、汇集、发布。各家商业银行可以通过地方性金融资产交易平台业务平台迅速发布，掌握票据交易信息。通过票据信息平台信息资源共享，增加信息流动，减少银行间交易成本，同时降低了银行因需要调整信贷额度而通过一些中介机构进行大规模的票据贴现（转贴现）操作所带来的巨大风险，同时还能有效的加快票据的市场流动性。

最早开始办理金融资产信息耦合类交易业务的北京金融资产交易所是银行间交易商协会指定交易平台，为非金融机构合格投资人提供交易、信息等服务（2014年11月交易商协会发布《关于非金融机构合格投资人债券交易有关事项的公告》，银行间债券市场参与主体扩容，非金融机构合格投资人可以进入）；2014年，中国银行间交易商协会发布《关于同意部分地方性银行开展非金融企业债务融资工具B类主承销业务备案的通知》（银市场[2014]11号），其中明确，B类主承销商应通过集中簿记建档系统开展簿记建档发行相关工作，北京金融资产交易所为非金融企业债务融资工具集中簿记建档系统的技术支持部门。

5.4.2 信息耦合类交易业务的风险表现形式

（1）信息耦合类交易业务的信息风险。包括两个方面，第一，地方性金融资产交易平台的重要特点就是集成了大量客户身份信息、交易信息以及消费习惯、信用记录和资产状况等其他信息。信息不安全、不能合法合规使用容易使信息外泄；第二，是金融资产交易数据库的潜在威胁，主要来自不正确的访问、故意破坏、未经授权的非法访问、未经授权的非法修改、来自外部网络的恶意访问等。

(2) 合作机构发生重大风险事件。由于地方性金融资产交易平台从事信息耦合类交易业务、发行产品种类繁多，如果与地方性金融资产交易平台合作的相关网贷平台出现重大风险事件，引起较大社会影响，可能对地方性金融资产交易平台甚至传统金融机构也将产生不利影响。因此，地方性金融资产交易平台与相关合作机构签署合作协议时，还应当对其是否会发生重大风险事件进行防范。

5.4.3 信息耦合类交易业务中的机构违规博弈模型与风险防范

本节风险模型与平台的关系：参与地方性金融资产交易平台信息耦合类交易业务的机构有违规发布信息的动机，损害消费者的利益，因而平台及监管机构均有责任对机构违规发布信息的行为进行控制。本节讨论的机构违规完全信息静态博弈模型，为平台及监管机构制定查处力度、制定处罚措施提供参考。

(一) 模型结构

本节所建模型的前提假设为：

(1) 该博弈为在地方性金融资产交易平台发布信息的机构（简称“机构”）与监管者之间的完全信息静态博弈。市场参与者有两种策略：违规和不违规；市场监管者也有两种策略：查处和不查处。

(2) 当机构不违规，监管者不查处时，分别获得的收益是 R_n 和 N_n ，其中后者是监管者由于维护市场秩序而获得的绩效、声誉以及升迁收益等。没有超额收益或损失。

(3) 当机构违规但是监管者未查处时，机构通常会获得比正常收益 R_n 大的收益，假设违规收益 $R_w=R_n+R_e$ ，其中 R_e 是由于违规带来的超额收益；

当监管者不查处时，机构违规可获得违规收益 R_w ，违规收益大于正常收益，等于正

常收益 R_n 加上超额收益 R_e ，即 $R_w=R_n+R_e$ ；市场机构获得超额收益的同时，也扰乱了市场秩序，会给监管者造成声誉以及绩效等损失，假设该损失为 T_n 即，那么 T_n 和 R_w 成正相关关系，即 $T_n=tR_w$ ，（ $0 < t < 1$ ）。

（4）当机构违规而且也已被监管者查处时，该机构会遭受损失 C ， C 与 R_w 成正相关关系， $C=cR_w$ ，（ $c > 0$ ）；与此同时由于违规行为被查处，监管者可以获得声誉以及绩效方面的收益，设该收益为 N_n ，另外，监管者还需付出查处成本 A ，可以假设 A 和 R_w 成正相关关系，也即 $A=aR_w$ ，（ $0 < a < 1$ ），那么不难得到 $N_n-A=N_n-aR_w$ 。

（5）当机构并未违规但是此时监管者采取了查处行为，监管者获得的收益是其正常收益减去采取查处行为花去的成本 A ，即 N_n-aR_w ，其中 $A=aR_w$ ，（ $0 < a < 1$ ）。

基于以上分析不难归纳机构和监管者的博弈手段和收益，如表 5.4。

表 5.4 机构与监管者的博弈策略及其收益

		监管者	
		查处 (q)	不查处 ($1-q$)
机构	违规 (p)	R_n+R_e-C, N_n-A	R_n+R_e, N_n-T_n
	不违规 ($1-p$)	R_n, N_n-A	R_n, N_n

（二）博弈均衡

当机构无违规行为时，监管方不查处时获得的收益要高于查处（ $N_n > N_n-A$ ），因此较

好的选择是不查处。然而，如果监管方不做查处，机构在衡量违规前后的收益后，就会因收益较高的而选择违规。

如果机构有违规行为，监管方是否选择查处将由查处成本 A 以及不查处情况下的损失 T_n 决定，如果 $T_n > A$ 那么较好的选择是进行查处，否则就将选择不查处。

如果监管方选择进行查处，机构如何选择将由超额收益 R_e 以及查处损失 C 决定，如果 $C > R_e$ ，较好的选择是守规；相反，如果 $C < R_e$ ，违规行为会带来最终的更大收益。

因此，在以下三种情况下的博弈均衡分别为：

(1) 存在机构违规时如果不查处带来的损失 T_n 超过查处行为花费的成本 A ，违规机构被查处后产生的损失 C 低于违规带来的超额收益 R_e ，也就是 $t > a$ ， $c < 1$ ，机构就会出现违反法规行为，监管方也会采取查处措施，出现纯策略纳什均衡（查处，违规）。该均衡也是占优均衡。

(2) 如果查处成本低于机构违规但未被查处带来的损失，并且违规超额收益 R_e 低于违规行为被查处后带来的损失 C ，那么监管方就会选择不查处，机构也不会出现违规行为；机构无违规行为时，监管方不进行查处；监管方不进行查处时，机构出现违规行为，这时就没有纯策略的纳什均衡，却出现混合策略纳什均衡。

研究上述混合策略纳什均衡，假设机构选择违规的概率是 p ，那么没有违规的概率就是 $(1-p)$ ；监管方采取查处行为的概率是 q ，那么没有进行查处的概率就是 $(1-q)$ ，则机构能够获得的收益是：

$$U_x = p[q(1-c) + (1-q)l] \quad (5-17)$$

其最优化的一阶必要条件为

$$\frac{\partial U_x}{\partial P} = q(1-c) + (1-q) = 0 \quad (5-18)$$

监管者最优的查处概率为

$$q^* = \frac{1}{c} \quad (5-19)$$

监管者的期望收益为

$$U_y = q[p(-a) + (1-p)(-a)] + (1-q)[p(-t) + (1-p)0] \quad (5-20)$$

其最优化的一阶必要条件为

$$\frac{\partial U_y}{\partial q} = p(-a) + (1-p)(-a) + pt = 0 \quad (5-21)$$

机构参与者最优的违规概率为

$$p^* = \frac{a}{t} \quad (5-22)$$

可知，当监管者不查处的损失大于其查处成本，且违规者被查处的损失大于其违规收益时，便存在混合策略纳什均衡

$$(p^* = \frac{a}{t}, q^* = \frac{1}{c}) \quad (5-23)$$

其含义是：

当违规概率 $p = \frac{a}{t}$ 时，监管者以 $q = \frac{1}{c}$ 的概率查处；

当违规概率 $p < \frac{a}{t}$ 时，监管者的最优选择不查处；

当查处概率 $q > \frac{1}{c}$ 时，机构的最优选择不违规；

当查处概率 $q = \frac{1}{c}$ 时，机构以 $p = \frac{a}{t}$ 的概率选择违规；

当查处概率 $q < \frac{1}{c}$ 时，机构的最优选择为违规。

(三) 结论分析

根据上文分析，处罚力度 c ，查处成本的系数 a 和不查处损失系数 t ，这三个变量是博弈均衡的重要的决定因素。随着处罚力度 c 增加，均衡时的查处概率 q^* 变小，并且实际违规概率 p 也随之变小；反之则上升。监管者因为机构违反规定而利益变小的不利影响系数 t 增加时，被查出的可能性增加，违反规定可能性减小。因为查处而产生的监管者成本增加，查处可能性减少，违反规定可能性增加。

容易发现，在查处机构中，地方性金融资产交易平台中负责信息发布的机构所获得的收益和机构的损失 C 的对比对决定博弈均衡非常重要。由于违规而产生的利益确定了让市场参与者选择不遵守规则的吸引力的程度，由于违规而受到查处的损失程度确定市场规定的强制力的程度。机构选择违规或遵守规则，取决于违规得到利益的吸引力与规定的强制力中两者的大小，当吸引力大于强制力，即 $C < R_e$ 或 $c < 1$ 的时候，不论监管者是否查处，机构最终都会违规；仅仅在强制力大于吸引力时，机构才有一定可能性不选择违规，随着强制力与吸引力的差距增加，即处罚力度 c 不断增加，市场参与者选择违规的可能性越小。因此可以得到以下启示。

(1) 增加规定的强制力，减少违规获利的吸引力。

为了有效的维持地方性金融资产交易平台秩序，第一，应当增加规则的强制力，即不仅仅对违规者进行查处，还应当给其较大的惩罚。只有严格地进行查处和严厉的惩罚同时施行而产生的强制力才可以防止违规者在很强的吸引力面前产生通过违反规则获得利益的想法。第二，必须尽量减少通过违规而获利的吸引力。换句话说，必须尽量减少通过违规行为得到的收益。这一点要求加快金融资产交易市场制度的建设，进一步完善金融自查交易市场运行的机制，在违规者的想法在违规前遏制掉。

（2）建立完善的监管者激励的约束机制

虽然监管者的责任就是查处违规的行为，维持金融资产交易市场秩序的政策，然而，责任不与现实一样。在现实生活中大量非常严重的违规行为并没有被严厉查处，更有受到监管者的保护的现象。它的原因是监管者是政府的市场监管职能具体的实施者，监管者与政府之间存在着一种委托代理关系，并且具体监管机构与监管人员也是一种委托代理关系。对违反规定的行为进行查处是通过具体的监管人员来进行的。监管人员是否查处某一违规行为决策的决定，必然会考虑与其相关的利益关系。通过上述博弈模型分析容易发现，监管者对违反规定的处不查处的损失与查处成本在监管者是否查处违规行为中起着决定作用，进行查处的概率与查处所产生的成本有着负向关系，与不查处的损失有着正向关系。

5.4.4 信息耦合类交易业务监管中的突出问题

在地方性金融资产交易平台信息耦合类交易业务中，如果信息发布机构违反规定，监管机构不进行查处，地方性金融资产交易平台的正常秩序会因此而受到破坏。监管机构的职责是保护市场运行的正常秩序。地方性金融资产交易平台的正常运行秩序被破坏不仅仅给国家利益带来损失，这些损失可当作监管机构利益的损失。监管机构对违规查处，保护金融资产交易的秩序，可以减少违规带来的坏处。然而，查处违规事件也需要付出一定的成本。监管机构对查处和不查处的违规收益和损失会受到多种因素的制约，所以，对监管机构不仅有教育和筛选的问题，最重要的是应当建立一种比较完善的激励约束机制，鼓励监管机构严格履行责任，惩罚监管机构不履行责任。

对于监管机构的激励也有一个违规获利的吸引与规定的强制问题。对不履行责任的做

法的严厉处罚就是增加规定的强制力，但是减少其违规获利的吸引力还要求整个社会经济体制和机制的继续完善。

第六章 域外金融资产交易平台风险防范与监管经验借鉴

域内外的金融资产交易在交易标的、交易机制、风险防范和监管问题等方面具有同质性，因而分析域外金融资产交易平台风险防范与监管经验对于理清我国金融资产交易平台风险产生机理、制定平台风险防范措施以及为监管机构提供相应的政策建议具有指导性作用。因此，本研究将在阐述域外金融资产交易平台风险防范和监管主要经验的基础上，总结其对我国金融资产交易平台的启示。

6.1 域外金融资产交易发展现状

本研究中金融资产交易平台的主营业务是金融资产类交易业务、资产收益权类交易业务、直接融资类交易业务和信息耦合类交易业务。考虑到域外相关业务并未笼统地以金融资产交易命名，故本研究关于域外金融资产交易现状的阐述，将侧重于介绍主营业务。域外市场各类资产的证券化尝试，已成为国外市场的学习和借鉴样本。

6.1.1 域外金融资产类交易业务发展现状

金融资产交易平台的基本业务是金融资产交易，典型的比如国有金融资产挂牌交易以及银行不良资产处置业务。

首先，介绍美国政府在次贷危机爆发后介入银行不良资产风险处置案例。在危机初期，主要是美联储为收购银行提供资金募集支持，并且非直接干涉非银行金融企业及其不良资产的处理。《紧急经济稳定法案》授权财政部购买或者担保问题资产以及重要资产，该法案以 TARP 为核心，授权额度为 7000 亿美元。至 2014 年第一季度，TARP 计划事实上共耗费 4229 亿美元。其中银行以 58% 的占比成为吸收资金最大的行业，而且总资产超过 100 亿美元的银行又成为支出资金的主要吸纳方。美国政府对银行不良资产的妥善

处置，促进了经济复苏和金融稳定，也支持了金融资产交易中银行不良资产处置业务的发展。

其次，介绍美国市政债券来了解美国国有金融资产挂牌交易业务。市政债券已慢慢成为美国债券主要品种中的重要一种。2015年美国市政债券发售总量是3320.84亿美元，在美国所有债权种类的发行总量的占比为5.65%，剩余金额为3.63万亿美元，在美国所有续存总数的占比为9.64%，在美国国民生产总值中的占比为21%。个人为美国市政债券的投资主体。在风险管控方面，为了保护投资者权益，降低市政债券风险，美国采取了以立法为核心的多种措施，渐渐形成了以信息公开制度为主，以债券保险和信用评级为辅的风险管控体系。

6.1.2 域外资产收益权类交易业务发展现状

由于美国在资产证券化方面的先驱地位，业内习惯以其标准对资产证券化产品分类，这里，本研究认为资产收益权类交易业务中的产品属于狭义上的资产证券化产品。根据基础资产的类型不同，狭义的资产证券化产品主要有两大类，分别是住房抵押贷款支持证券（mortgage-backed securitization, MBS）和资产支持证券（asset-backed securitization, ABS）。MBS是以房屋抵押贷款为基础资产，将大量贷款的现金流根据不同的信用风险水平重组，打包成不同信用级别的证券产品出售给投资者。MBS的年限较长，通常与抵押贷款的年限相吻合。ABS则分为担保债务凭证（collateralized debt obligation, CDO）和以汽车贷款、融资租赁贷款、信用卡贷款或其他资产为基础资产的资产支持证券。ABS的基础资产期限与房屋抵押贷款相比较短，如汽车贷款的期限通常是1-2年，因而由其现金流打包而成的产品期限较短。

次贷危机爆发前的 2007 年，美国资产证券化产品市场的总量共计 11.1 万亿美元，而这个数字在 1980 年为 1108 亿。在固收类产品市场占比也由 4% 快速增加到 35%。次贷危机爆发后，资产证券化市场份额出现下降，但在 2012 年开始回升，规模约为 2.07 万亿美元，其中 ABS 新发行量为 2012 亿美元。整体来看，美国资产证券化处于长期增长态势，欧盟与日本的规模同期亦呈现迅速增长态势。

6.1.3 域外直接融资类交易业务发展现状

直接融资类交易业务主要以定向投资工具、委托债权投资、私募债等为主，委托债权投资业务为金融资产交易平台提供的服务之一，其主要模式为银行将满足放贷标准，但因为信贷规模不符等原因从而不能直接发放贷款的融资类别，打包成委托债权投资产品。本研究认为域外网络借贷平台产品为狭义上的委托债权投资产品。2005 年 3 月，全球第一家网络借贷平台 Zopa 在英国成立上线，利用其便捷高效的贷款模式以及独特的利率定价机制，Zopa 平台的借贷规模迅速扩大，网络借贷也开始得到了社会的关注以及认可。其他国家随后也开始成立网络借贷平台，包括美国的 Prosper 和 Lendingclub、日本的 Aqush 等。Prosper 成立后不到三年时间，就促成了近 2 亿美元的贷款交易，其迅速发展引起了美国证监会的高度关注，经过整改和重新运营，Prosper 在运营模式上较之前有较大改变。Prosper 为贷款者提供按月分期偿还、无担保贷款以及固定利息等服务。融资方如果想要融资，需要在 Prosper 平台上提交信息，平台会根据借款人提交的信息，对申请者进行信用评级，评级包含七个等级，然后基于贷款者的贷款年限和评级来收取贷款人一定数额的服务费。

6.1.4 域外信息耦合类交易业务发展现状

信息耦合类交易业务与前面三种业务有所区别，这类业务金融资产交易平台自身没有加入具体业务的运营，而只是提供展示信息的一个平台。这个平台包含银行不良资产项目挂牌、同业信息、票据信息、地方政府的招商信息或者发布委托债券投资信息等。以发布委托债权投资信息为例，中国香港 **uFinance** 主营针对年轻人的无抵押贷款，与国内外网络借贷平台实际上作为信息中介的运营方式不同，**uFinance** 希望主要的信用风险由投资者承担，自己仅仅作为信息中介。**uFinance** 向借贷双方各收取 0.05%/月的服务费。在信息中介这种方式中，问题的关键在于如何得到投资者的信任。在对贷款人的鉴定方面，一般投资者普遍能力不足，**uFinance** 可以利用提供相关信息来大大缓解这一问题，而且 **uFinance** 还可以在风险管控方面帮助投资人，审查核实贷款人的居住地证明、工作情况证明和身份信息等，而且还能查询其信用情况。在信贷领域，香港的环境较有优势，骗贷以及身份造假等不良信用行为比较少。当遇到贷款违约时，**uFinance** 可以和有资质的公司协同工作，协助投资者催收贷款。环联资讯是香港唯一的征信公司，这一点和中国大陆有很大区别，因此 **uFinance** 可以和环联资讯共享违约记录和征信记录，从而无形中也对贷款人形成一种约束。

6.2 域外金融资产交易平台风险防范主要经验

6.2.1 金融资产类交易业务风险防范主要经验

典型的金融资产类交易业务包括银行不良债权类资产的处置，不良资产在金融资产交易平台挂牌交易。德国是欧洲最大的抵押支持证券（MBS）市场，德国开展资产证券化的一份关键文件是由德国银行业监管部门——联邦信贷管理局在经过漫长的意见征询流程后

发布的公告。公告谈到了保留资产的信用品质降低的可能性、从放贷银行转移信用风险和客户数据安全等问题。另外，公告还要求德国银行履行每笔计划中的证券化的告知义务，而且当有债券发行交易逾越已有准则时，该交易必须要得到批准。

如果采用表内融资的方式，抵押债券的持有人就有可能面临作为发起人的抵押银行破产的危险，这一潜在的风险会影响抵押债券对投资者的吸引力，所以在行业从业人员的努力下，2004年5月12日德国政府修订了《德国抵押银行法》，达到了对债券持有者的破产隔离保护的目的。

实现了对债券持有人的破产隔离保护。当银行或者监管机构希望通过采取处置不良资产、缩小金融机构资产负债规模等措施来提高资本充足率时，金融资产类交易业务风险防范管控措施的重要作用就会体现出来。

法案的修改主要解决两个问题：破产后支付的快速即时性和抵押品池的破产隔离，主要利用确认抵押品池的安全缓冲安排（**safety buffer in cover pools**）以及清晰的应急计划（**clear emergency plan**）来实现。在安全缓冲安排中规定所有记录的抵押品资产池不进入发行人破产处理程序，对于实际已有的超额抵押，根据抵押品池净现值法计算的2%确定法定超值抵押，来抵消处理抵押资产的服务成本以及可能面临的流动性和信用风险，高于此限的为资源超值抵押，不包含在发行者破产财产中，除非银行破产清算人能够提供相应的证明表示他们不需要使用就能满足抵押债权持有人的债券要求。

面对破产情况时，专职的抵押品池管理者可在监管部门的指定下暂时接收抵押品衍生出的现金，来保证债券持有者可按时获得资金支付。根据破产紧急应对制度，可以采取的

措施包括以下三种：一是管理抵押品池直至抵押债券的持有者的债券被全部满足；二是售卖抵押品资产；三是转交资产和债务给其他抵押银行。

6.2.2 资产收益权类交易业务风险防范主要经验

商业地产抵押贷款支持证券（**CMBS**）是涉及房地产行业的创新融资方式。**CMBS**指的是持有商业地产抵押贷款的债权银行，将其持有的并且满足一定要求的贷款作为“资产池”，并真实出售给特别目的载体（**SPV**），然后由 **SPV** 以商业地产未来租金收入为支持，向投资者发行可自由流动性债券的结构性融资安排。**CMBS** 是资产收益权类交易业务的典型代表，为控制该项业务的风险，需要对 **CMBS** 进行信用评级。

加拿大 **CMBS** 市场的一些主要贷款都是在债权人合法的体制下运行，并在信贷周期和追索权贷款中处于有利位置。由于贷款方不足，最近贷款的认购标准已经相对保守，并且杠杆水平也在降低。然而，由于个别市场的贷款集中以及地产和资本市场的弱流动性，贷款信用等级会进一步下降。本研究下述穆迪对加拿大 **CMBS** 的评级方法。

穆迪公司的 **CMBS** 评级方法是结构金融和基本信用分析的结合。由于资产证券化评级所需的信用增强依赖于未来损失的概率、严重性和时间选择。关于损失的严重性和概率的估计，通常基于住房抵押贷款和汽车消费贷款等资产的历史数据的统计分析。然而，由于商业地产种类繁多且相关损失的历史数据有限，因此，穆迪用结构融资的合法结构框架来分析基本房产信贷风险，进而确定损失的频率和严重性。另外，穆迪也对资产证券化的分散投资方面进行研究，因为这方面影响到债券等级的变动，进而影响到加拿大 **CMBS** 的信用增强水平。

为了评价贷款的信用风险，穆迪首先对标的房地产进行现金流分析，这样做的目的是为了得到长期稳定的现金流。该步骤包括对至少 3 年的已审核的历史财务报告进行综述以及对下一年进行预测。现金流分析的目的并不是为市场或给定资产的一般资本项目标记所有的收支类别，而是为了维持可持续的收支水平。一旦确定了可持续的现金流，穆迪会确定稳定的资本化率来达到资产价值。为了得到稳定的资产价值，穆迪确定了资本化率，该资本化率可能和市场的资本化率显著不同。穆迪利用不同种类房产的不同资本化率和稳定的现金流方法，捕捉不同房产的内在价值。同时，穆迪还会分析现行利率的波动范围。如果交易中披露了利率风险，资本化率在确定之前还要经过利率调整。利率披露起因于合同期限内贷款利率的充值、预期到期的贷款再融资义务，或者是接下来要提到的交易尾期的套期保值披露。此外，穆迪还研究了贷款水平和投资组合水平来确定交易的信用增强水平，图 6.1 总结了穆迪对加拿大 CMBS 的评级方法。

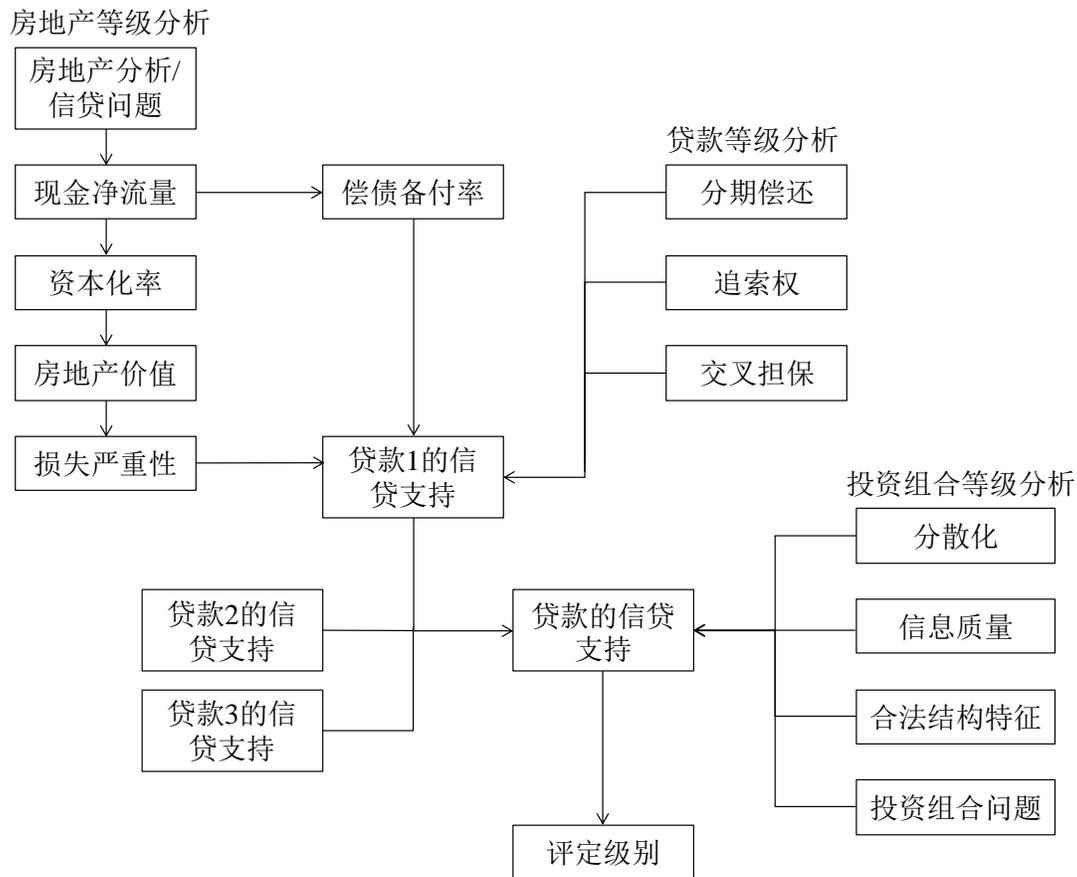


图 6.1 穆迪对加拿大 CMBS 的评级方法

6.2.3 直接融资类交易业务风险防范主要经验

直接融资类交易业务风险防范经验以 **Lending Club** 为案例进行阐述。自 2007 年正式上线以来，无论是运营初期还是静默期和新模式运营期，**Lending Club** 都特别重视和强化风险管理，构建了比较强大的风险管理能力，贷款违约率长期维持在较低水平（4%）。

Lending Club 的风险管控经验对于互联网金融企业加强风险管理具有突出的借鉴意义。

（一）打造安全透明平台

一是注重平台安全。**Lending Club** 的安全措施都要求符合联邦法律规定，计算机系统和网站的安全性达到甚至超过金融机构的行业标准，对于保障个人信息安全也有复杂的物理、程序和技术上的系列安全措施。

二是注重信息披露。对于每一笔借款，**Lending Club** 都会全面、真实、无偏差地披露贷款等级、贷款目的、贷款利率、每月还款金额、贷款期限和借款人的详细信息（包括雇主信息、职业、净收入、信用得分、违约事件、可贷款额度、借款人所在地等，但不公布借款人的名字、住处、联系方式等隐私信息），同时，按照美国证券交易委员会（SEC）公开财务信息和运营状况。

三是资金由 **WebBank** 托管。给借款人提供的的贷款，先由 **WebBank** 出资，然后将债权转让给 **Lending Club** 收回本金和获得手续费，投资人在 **Lending Club** 平台上购买收益权凭证。**Lending Club** 只能在授权范围内对托管账户做有限操作，避免了资金池风险。

（二）实行风险定价

风险定价是 **Lending Club** 风险防控的核心技术和关键环节，主要由初始审核、信用评级和贷款利率定价组成。

第一步，对申请贷款的借款人进行初始审核。即借款申请人要满足 **FICO** 评分不低于 660 分、债务收入比例低于 35%、至少三年的信用记录、信用调查在一定次数以内、不存在信用卡透支、三个账户以上且至少有两个账户正在使用等基本条件。在这个环节，有 90% 的贷款申请会被驳回。

第二步，对通过初审的借款人信用进行等级划分。信用评级包含 **A、B、C、D、E、F、G** 共 7 个等级，而这 7 个等级中的每个等级又被划分为 1、2、3、4、5 五个子级，总

共 35 个基准信用评级，每一个评级都对应一个风险级别和收益水平。Lending Club 将已获取的借款人 FICO 评分、信用属性和其他申请数据，输入到 Model Rank 模型，得到基准信用评级；然后，基于贷款金额和贷款期限，调整基准信用评级，金额越大或者期限越长，下调档次越多，进而得到最后信用评级（表 6.1）。

第三步，基于信用评级决定贷款利率。在 Lending Club，信用评级直接影响到贷款利率。贷款利率与信用评级成负相关，即信用评级低的贷款人需承受较高的贷款利率。从而构成 Lending Club 的利率体系。贷款利率等于基准利率加上对风险及波动率的调整。贷款利率确定后，Lending Club 发布借款人的借款信息，供投资人选择。

表 6.1 Lending Club 的信用评级方法

(a) 基准信用评级

模型次序	合并				
	1	2	3	4	5
A	1	2	3	4	5
B	6	7	8	9	10
C	11	12	13	14	15
信用评级 D	16	17	18	19	20
E	21	22	23	24	25
F	26	27	28	29	30
G	31	32	33	34	35

(b) 贷款金额与信用评级调整

下调档次	基准信用评级		
	A	B	C~E
<\$5000	1	1	1
\$5000~<\$10000	0	0	0
\$10000~<\$15000	0	0	0
\$15000~<\$20000	0	0	1
\$20000~<\$25000	0	1	2
\$25000~<\$30000	1	2	3
\$30000~<\$35000	2	3	4
>\$35000	4	5	6

(c) 贷款期限与信用评级调整

贷款期限	信用评级	下调档次
3 年	A~G	0
5 年	A~G	8~4

(三) 倡导分散投资

Lending Club 对投资人有些适当性的规定，要求投资人年收入大于 7 万美元同时个人净资产（不包括房产和机动车）也超过 7 万美元，或者个人净资产（不包括房产和机动车）在 25 万美元以上，不能将超过个人财富 10% 的资金投资在 Lending Club。同时，为了降低投资人的投资风险、优化投资收益，Lending Club 倡导将一笔投资覆盖尽量多借款人的分散投资，并为投资人提供了两种分散投资的方法，一种是投资人自己手动选择不同借款人、不同风险等级、不同借款用途等进行分散投资，另一种是根据投资人设定的收益

期望、投资数额和要认购的贷款数目，从高、中、低等不同风险类型的贷款中自动为投资人构建一个符合个人风险偏好的分散化的贷款组合。

（四）推出债权交易

2007 年成立时，Lending club 并没有二级交易平台，投资人一旦投资就必须将收益权凭证持有到期。2008 年 10 月结束静默期、重开业时，为了增加贷款投资的流动性，Lending Club 与 Foliofn 合作，设立推出了二级债权交易平台。在这个交易平台上，收益权凭证持有人可以将凭证转让给其他 Lending Club 成员。当存在坏账风险的可能性时，投资人还可以通过打折销售的方式将债权转让给专业债权投资机构。除了上面论述的 Lending Club 的风险防范措施，其他企业也在风险管理中有一些比较好的经验。比如，Zopa 的 Safeguard 风险保障基金就具有比较好的风险防范效果。

6.2.4 信息耦合类交易业务风险防范主要经验

对于经营信息耦合类交易业务的金融资产交易平台，其面临的风险大致分为系统性风险、法律风险和操作风险三类。首先，系统性风险指的是在一连串市场以及机构组成的系统中，风险事件造成连续性的损失的可能性。该类风险产生时有较为明显的特征，其中最典型的是风险的传染和溢出。其次，由于监管法律制度的滞后性，加之金融资产交易平台信息耦合类交易业务的迅猛发展，已经出现金融法制建设的速度大大滞后于金融业务创新速度的情况，与此同时监管又必须有法可依，

所以金融资产交易平台的信息耦合类交易业务面临的法律风险十分严重。最后，对于开展信息耦合类交易业务的金融资产交易平台，最突出的操作风险是信息技术风险，随着

金融资产交易平台信息耦合类交易业务的深入，平台对数据的依赖将越发明显，数据的完整和安全已经成为金融资产交易平台稳定运行的关键。

根据上述分析的内容，域外针对信息耦合类交易业务风险的管控经验如下：完善金融资产交易信息标准体系，为了增强金融资产交易平台开展信息耦合类交易业务及保障信息安全的能力，需要创建一套金融信息安全保障制度，以保证金融资产类交易业务持续开展。当前，国际上已有几套相应的风险防范标准，主要有：技术和测评类标准，如美国 TCSEC、COBIT、SSE-CMM、欧洲 ITSEC；风险管理类标准，如英国 BS7799

(ISO27000)、ISO13335、AS/NZS4360；安全保障类标准，包括美国 NIST、IATF 以及德国的 ITBPM；ISO17799、COBIT 等专门为管控金融信息化风险而制定的标准。上述国外相关行业标准和技术监督标准，主要是以风险管理和风险控制理念为指导完善金融资产交易平台的信息标准体系。要建立并应用信息安全标准体系，加速制定信息安全认证测评标准、互操作性测评标准、信息安全产品技术要求（PP 标准）、信息系统安全技术要求等标准文件，努力完成信息安全认证测评体系、信息安全测评产品体系、信息安全测评服务体系、信息安全测评产品研发体系以及网络远程服务体系等方面的创建工作，降低金融资产交易平台在开展信息耦合类交易业务时产生系统性风险的概率。

6.3 域外金融资产交易平台监管主要经验

6.3.1 多层级的监管机构体系

与成熟的金融资产交易市场体系对应的是多层级的监管体系。在监管体系方面，美国的众多机构都对类金融资产交易平台具有监管权。当该类平台被看做非金融机构时，联邦贸易委员会和通讯委员会将负责监管；如果被看做金融机构，则其监管部门可能为联邦政

府和州政府，属联邦政府监管的，则美联储、货币监理署、消费者金融保护局、联邦存款保险公司以及美国证监局都能从各自的角度对其进行监管；属于州政府监管的，那么在美国大部分州其运作都要获得提前的许可并且依牌照规定在一定范围内经营。2012年7月，美国推出《金融监管改革法案》，按照该法案的设计，独立的消费者金融保护机构（CFPB）将执行对金融消费者的保护措施。该机构成立的目的，就是保护消费者以及投资者远离金融系统不公平以及欺诈行为的侵害。

6.3.2 普适性的法律法规体系

对金融资产交易过程的控制方面，美国政府从网络信息安全、电子签名、电子交易等方面出台了一系列规则，包括《网络信息安全稳健操作指南》、《国际国内电子商务签名法》、《电子银行业务——安全与稳健程序》等。其中，《国际国内电子商务签名法》就规定，必须提前让消费者知晓其享有的权利和撤销同意的权利、前提和可能的后果等；消费者有调取和保存电子记录的权利以及无理由撤销同意的权利。

对于资产收益权，美国金融监管部门没有专门设立互联网金融的监管体系，而是采用普适性的监管框架。其主要原因之一就是美国现有针对金融的法律法规已经较为繁杂，从而可以针对具体的金融业态，以及机构在从事业务中实际上所扮演角色的不同，来确定使用哪些监管规则。监管规则的选取原则是监管的归属要基于该金融产品所对应的运营模式，目的在于最大程度地保护投资人的资金安全。由于目前的体系已经可以比较完善地对产品进行定性并揭示可能的风险，加之美国市场的主导投资者为机构，相比个人投资者，机构投资者具有更加稳定的投资理念和更强的专业能力。

6.3.3 规范的行业自律

英国的金融资产交易平台发函更注重行业自律。政府监管的很大一部分工作被行业协会的监管替代。随着金融资产类交易业务的迅速发展，英国快速成立了相关行业协会，来指导和规范企业发展。例如，英国 Zopa（直接融资类交易业务）、RateSetter（信息耦合类交易业务）和 FundingCircle（信息耦合类交易业务）在 2011 年成立了“金融理财信息协会”，采取制定线上信贷信息发布的行业准则的方式来规范内控机制和业务模式。同时，为了更加及时地发现可能的欺诈行为，Zopa 等公司已经成为英国最大反欺诈协会的成员。这些协会制定行业规则，实施行业自律，对整个行业规范、良性竞争及消费者保护起到了很好的促进作用。因此，在监管时英国只对消费者保护工作进行指导性的顶层设计，侧重于较为松弛的非审慎性管理，最大限度地发挥行业自律作用，这种策略可兼顾效率和安全性，从结果上看也验证该策略的优势——2014 年 4 月前英国 P2P 行业的增长率达到了 200%。

6.3.4 完备的征信体系

信用为金融行业的核心元素，而金融资产交易平台对信用提出了更高的要求。在政府的强有力支持下，同时借助互联网的迅猛发展，美国拥有全球最健全的征信体系。在政府主导下构建起来的征信体系在信息共享和信息筛选方面有比较大的优势，并且在该体系下，违约风险也大大降低。

以征信体系起步较早且发展最为成熟的美国为参考，个人征信的基础为个人信用情况，个人需要向征信局提供以下信息：个人身份信息、信贷信息以及公开信息，这三个方面的信息又可更加细致地分为以下几点：工龄指标、银行卡户信息指标、职务指标、信用

卡指标、住址指标、毁誉记录指标、债务收入比例指标、信用档案年限指标、居住时间指标、住房指标、收入指标等，

指标的制定依照“5C”模型。“5C”模型是互联网金融机构对消费者做风险测评的专用分析模型之一，主要从品质（Character）、能力（Capacity）、资本（Capital）、担保（Collateral）、条件（Condition）五个方面对客户的还款能流利和意愿进行评估，从而确定风险程度。

英国政府利用市场化的征信公司构建了完整的征信体系，可提供准确地信用记录，实现机构与客户间对称、双向的信息获取。当今，英国征信体系的基本架构为三家公司，已经实现了完全程度的市场化，其数据系统可靠、专业且庞大。

从事类金融资产类交易业务的平台用个较低的成本即可购买客户的信用信息。政府部门还与多家银行实现正新数据共享，将客户信用等级与系统中的信用评分挂钩，为金融资产交易做到事前资料共享、始终材料数据交互、事后信用约束。降低由于金融资产交易不透明产生的风险。与美国相较而言，英国在类金融资产交易领域的监管经验尚浅，但其行业自律的主导思路、征信体系的建立值得探讨。

6.4 域外金融资产交易平台风险防范与监管的启示

6.4.1 建立完善的法律法规体系

地方性金融资产交易平台作为我国场外交易市场，其地位仍没有明确合法化。法律应明确赋予场外交易市场合法地位。世界上主要发达国家和地区场外交易市场的发展都是源于其合法地位的确立。如美国于1938年就规定，原只适用于证券交易所市场的《证券交易法》范围延伸到场外交易市场，对场外交易证券的注册登记、经纪商的资格和行为、交

易证券等事项均做出了具体规范，使美国场外交易市场得到健康快速发展。日本同样如此，1963年就设立了OTC市场，但1998年12月，对《证券交易法》做了修改，并将其更改为JASDAQ，确定其为与交易所市场平行的并独立市场，日本JASDAQ市场才得以快速发展。因此，我国必须赋予地方性金融资产交易市场的合法地位，在法律法规上明确其为我国多层次证券市场体系的重要组成部分，是全国性证券交易所市场的重要补充。

2005年10月27日，我国《证券法》进行了修订，破除了一些法律上的禁区，为场外交易市场的发展留下了空间。《证券法》第39条规定：“依法公开发行的股票、公司债券及其他证券，应当在依法设立的证券交易所上市交易或者在国务院批准的其他证券交易场所转让。”这种规定为构建场外交易市场扫除了法律的障碍，预留了法律的空间。法律的修订转变了对场外交易市场的禁锢，从只适用于场内交易市场转变为“或其他证券交易场所”，这里确指的是场外交易市场。但是，《证券法》未明确赋予场外交易合法地位，仍然存在不足。

6.4.2 引导平台加强自控意识

无论是行业自律为主导的模式，还是以政府监管为中心的方式，企业自控都是首要的措施。企业自控最主要的意义之一在于，充分发挥市场对资源配置的优势，这也是下一阶段改革的核心命题之一。企业的自控可以建立风险防控的“防火墙”、一方面，将风险尽量化解于网络平台的经营行为之外，避免风险对企业经营行为的干扰以及盈利能力的影响；另一方面，一旦企业自身发生风险，还可以尽量避免风险影响整个行业。

金融资产交易平台在从事金融资产类交易业务、资产收益权类交易业务、直接融资类交易业务和信息耦合类交易业务中所进行的内部控制，一方面缘于监管部门的合规性要

求；另一方面出于自身成本收益的考虑。从金融监管治理的角度来看，由于监管部门与金融资产交易平台的目的不同，所以金融资产交易平台要满足监管部门对于内部控制的相关要求必须建立起激励相容的相关机制。在实践中，金融资产交易平台往往难以执行那些不符合其利益的内部控制要求。而许多金融资产交易平台本身受监管部门管制的程度较低，纯粹出于合规性要求进行的内部控制活动将更难被执行。所以，监管机构应不仅采用合规性手段对平台自控进行制度安排，还应当通过培训、教育等方式引导金融资产交易平台加强自控的意识。

6.4.3 深入发挥行业自律功能

规范的行业自律有助于引导和规范金融资产交易平台经营行为，减少行政干预，维护金融资产交易市场的宽松发展环境。国际经验显示，宽松的市场环境有利于金融资产交易平台的快速和规范发展，这既要依靠平台做好经营和风险自控，又要依靠行业的自我约束，因为行业的自律将在很大程度上影响整个行业的发展。其中大型金融资产交易平台更是需要做好模范带头作用，在服务社会实体经济、造福社会民众以及设计建立行业标准方面做好工作。

本研究对金融资产交易行业协会可起到的作用进行了探索：第一，应协调平台间、平台和政府的关系；第二，提供信息咨询，优化交易流程。行业协会可以通过互相交流贸易信息，在行业发展、国家政策以及社会市场需求等方面为协会成员提供高质量多角度的信息；还可以充分利用各地的协会分支，通过组织研讨会或者发行刊物等方式为成员提供丰富的信息库，降低其信息搜集成本；调查投诉事件，扮演信用评级中介和投诉受理中介；协会还可以利用成员的专业化优势，通过成员的互相交流讨论，对整体行业的发展进行大

致预测。也能为成员或者成员群体提供一对一的信息服务，制定规章和标准约束会员的行为，降低不确定性。另外，由于行业协会一般具有较严格的监督以及惩罚体制，这也从一定方面对成员的违约行为形成了制约。

6.4.4 协调监管当局合作交流

金融的业务界线由于金融资产交易平台的存在将进一步模糊化。如果采用分业监管的监管方法，容易产生监管的缺位和错位，造成风险防范的漏洞或是监管的套利行为。分业监管下政策之间具有冲突性，各部门间信息传达延时，信息交流不畅等问题都将降低监管效果。

金融资产交易平台经营的局面正在逐步走向混业经营，如果继续采用机构监管容易衍生出监管不足问题，原有的分业监管已经不能适应金融资产类交易业务的发展，根据具体的业务和风险，从功能监管的角度制定监管措施才是正确的方向。功能监管是根据金融资产交易平台的基本功能和金融产品的性质而设计的监管体制，即一个给定的金融活动由同一个监管机构进行监管。本研究认为基于功能观点的金融资产交易监管体系比基于机构观点的监管体系更便于政府监管，同时可以有效地解决金融创新产品的监管归属问题。功能监管要求监管当局加强合作交流，“一行三会”与各地金融办就金融资产交易平台涉及业务应加强研究，对具体业务的监管应综合与该业务相关的各监管部门意见，避免监管政策之间的冲突性。

6.4.5 注重保护消费者权益

英国和美国都制定了相当严格的金融消费者权益保护法。消费者是金融资产类交易业务中的主要风险承担者，在权益分配方面处在不利地位。即发展始终应该服务于社会发展，服务于实体经济，因此监管当局必须注重消费者权益保护，保持金融市场的信心。

金融资产交易平台应该注意保护消费者的信息安全。根据欧盟制定的《个人数据保护指令》中所规定的，“个人信息”是指“可以辨识或能用于辨识数据主体的任何信息。”很明显，后者的保护范畴更广，其中针对敏感信息的特殊保护原则就明确说明，一些“涉及健康、政治、种族、宗教信仰相关等的个人信息，除非得到数据主体的书面确认同意，否则数据处理者不能对外泄露。”

从国外的经验看，各国监管的重点都是加强对金融消费者权益保护。首先，强化对金融资产交易消费者的教育，使其提高风险意识，形成收益自享、风险自担的概念。其次，金融资产交易平台应该建立多样化的纠纷解决体系，保护相关方的合法利益。然后，监管部门应该利用网络媒介、电视传媒等渠道，普及金融资产交易平台的监管政策，及时披露违法违规的金融案件的处理进程。再者，建立起包括资产收益权类交易业务、金融资产类交易业务、直接融资类交易业务和信息耦合类交易业务在内的金融资产交易产品注册登记制度，形成国内统一的标准化的金融资产交易的产品代码系统。最后，设立简洁高效低成本金融资产交易纠纷处理机制。除了传统的投诉机构、行政调解、行业协会处理机构、法院诉讼外，还可以建立金融督察员（**Financial Ombudsman Service**）机制，该制度结合了调解与仲裁两者的优点，能够在线上做出快捷高效的解决方案，并且给予金融督察员效力的非对称性，也就是说在督察员作出裁定方案后，金融资产交易平台不得不接受。

6.4.6 完善征信体系建设

加速征信体系建设应该在全社会层面推进，为金融资产交易的信息核准从技术上给予支撑。金融资产交易平台依附于互联网，一方面得益于大数据的信息容量，但又受到信息核准的技术限制。为减少金融资产交易平台形成的风险，需要加速建设社会征信体系，健全个人和机构的信用体系，建立商业信用数据平台，推进信用资信认证、信用等级评估和咨询服务等的发展，使得整个市场更加高效和透明，从而提高金融资产交易平台的资源配置效率。

根据域外经验，保证金融资产交易市场体系运行的重要基石是征信。整合互联网、社交媒介、电子商务、政府征信资源（如工商、税务、法院、认证认同）等信息，利用金融资产交易的行业共建机制，建设起金融资产交易行业共享的信用信息平台基本设施。考虑将该信息平台纳入到中国人民银行的征信系统平台，为金融资产交易行业和投资者、消费者提供统一化、权威、可信的征信服务，为金融资产交易市场的健康稳定发展和保障消费者的权益服务。在获取征信数据信息后，可以借鉴 **ZestFinance** 的信用评估分析的原理，汇合多源信息，采取了先进的机器学习的预测模型和集成学习的方案，开展大数据发掘。

ZestFinance 开源了 10 个基于机器学习的分析预测模型，以大数据技术为基础采集多源数据，分析每个直接融资类交易业务申请人的数据信息，一方面采用了传统征信体系的决策变量，看重深度发掘授信对象历史。另一方面，考虑能够对用户信用水平产生影响的其他原因，如社交媒介信息、用户申请信息等，最终保证了深度和广度的高度融合。

第七章 地方性金融资产交易平台风险防范与监管的政策建议

前述内容对地方性金融资产交易平台风险与监管问题的概念界定、一般框架、具体实践以及域外经验进行了系统阐述，本研究在此基础上，针对地方性金融资产交易平台风险防范过程面临的问题以及对监管层的期许，分别从法律法规定位方面、征信体系方面、消费者权益保护方面、自律管理方面以及各业务监管重点方面提出地方性金融资产交易平台风险防范与监管的政策建议，以期为监管层制定政策提供参考。

7.1 法律法规定位方面的政策建议

防范地方性金融资产交易平台风险的根本依据是明确地方性金融资产交易平台的法律定位。从域外经验看，所有国家注重将金融资产交易具体业务并入已有的法律体系下，并再三申明地方性金融资产交易平台必须严格遵守已有的各种法律条例。地方性金融资产交易平台是新兴业态，牵涉到互联网科技、信息技术、金融等很多领域。现有金融法律体系是基于传统金融制定的，对于地方性金融资产交易平台的业务范围、风险管理、法律责任等方面均无明确规定，甚至已有的规定中有些还制约着金融资产交易的发展。随着互联网金融行业的兴起，中央已经制定出台了《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》，但其中没有涉及到对地方性金融资产交易平台业务的规制，难以保障地方性金融资产交易平台高速发展和风险防控的现实需求。相关法律法规的缺失和不健全，将会造成地方性金融资产交易平台风险的滋生蕴藏，因此，防范地方性金融资产交易平台风险首先应该加大对金融资产交易的立法力度，完善地方性金融资产交易平台发展相关的基础性法律，在法律法规的层面上约束规范地方性金融资产交易平台发展。

7.1.1 以立法形式明确平台的法律地位

首先，由于现有的法律法规对地方性金融资产交易平台的交易流程并没有统一的规定，一般情况下，各交易平台会就不同的产品自行拟定对应的“交易规则”并报经监管部门批准及或备案。应以立法形式明确地方性金融资产交易平台的法律地位、业务范围、准入标准和监管管理主体等关键问题，为金融资产交易参与主体提供具体化的规范引导。在此基础上，完善与金融资产交易相关的消费者权益保护、网络征信管理、电子交易及电子证书、网络加密、公平竞争等方面的立法。

其次，现有的法律法规针对“金融资产”并没有确定的法律观点。通常情况下，“金融资产”是指“金融化的资产”，是单位或个人享有的以金融资产价值形态存在的资产，是所有代表未来收益或资产合法要求权的凭据，是一类索求实物资产的权利。地方性金融资产交易平台的业务开展均是围绕金融资产展开，因此应首先以立法形式明确“金融资产”的法律概念。

7.1.2 以现有法律法规规范平台经营

在缺少法律法规、监管不到位等很多现实问题面前，地方性金融资产交易平台在实践中常常面临着很多问题，本研究建议在现有金融法律法规基础上，充分考虑相关条款，增强地方性金融资产交易平台合规性，并防范地方性金融资产交易平台非法集资风险。

（一）增强地方性金融资产交易平台合规性

为了维护市场秩序，约束金融风险，保障社会安全稳定，国务院先后出台了《国务院关于清理整顿各类交易场所切实防范金融风险的决定》（国发[2011]38号，以下简称38号文）、《国务院办公厅关于清理整顿各类交易场所的实施意见》（国办发[2012]37，以下

简称 37 号文)。38 号文、37 号文列出了除合法设立的证券交易所或国务院批准的金融产品交易场所外其他交易场所的禁止性情况，包括有不能将任何一种权益分开为均等额度进行公开发行；不能采用集合竞价、连续竞价、电子撮合、匿名交易、做市商等方式进行交易；不能按照标准化交易单位将权益连续挂牌交易，也就是说除股权以外的其他权益不能被设立为最小交易单位，并以最小交易单位或它的整数倍在买进之后 5 个交易日之内挂牌卖出同样的交易品种或在卖出后 5 个交易日之内挂牌买入同样的交易品种进行交易；如果法律、行政法规没有另外的规定，权益持有人同次累计不能多过 200 人；不能用集中交易的方法进行标准化合约交易，“标准化合约”包括两类情况：一类是由交易场所统一规定，价格之外的其他条款固定，制定在未来某一时间和地点分割一定数量标的物的合约；另一类是由交易场所进行统一规定，规定买方有权利在未来的某一时间用特定的价格买入或卖出约定标的物的合约等。

站在地方性金融资产交易平台的立场思考，本研究认为在其制定相应挂牌产品的“交易规则”时，应该充分考虑并体现 38 号文、37 号文的规定；在其提交的交易文件中，必须遵守 38 号文、37 号文的规定，防止出现除了价格条款之外其他条款没有改变的格式化合同，防止在交易文件中将投资标的的权益拆分为均等份额，以免除被有关权力机关认定为“标准化合约”的风险。

（二）防范地方性金融资产交易平台非法集资风险

“非法集资”并不是《刑法》确立的罪名，按照中国《刑法》中的规定，广义上的非法集资类犯罪活动主要牵涉到三个罪名，即《刑法》第一百七十六条划定的非法吸收公众存款罪、第一百七十九条划定的擅自发行公司、企业债券罪以及第一百九十二条划定的集资

诈骗罪；而狭义上的非法集资通常指《刑法》第一百七十六条规定的非法吸收公众存款罪。

《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》(以下简称《非法集资解释》)确定了非法吸收公众存款罪的构成要素，具体包括：第一，不经有关部门依法批准或者冒用合法经营的形式募集资金；第二，利用媒体、推介会、短信、传单等方式向社会公开推广；第三，承诺在一定时间内以货币、实物、股权等形式还本付息或者支付回报；其四，向社会大众也就是社会不特定人员或对象吸收资金。以上四个方面可以概括为“非法性”、“公开性”、“利诱性”和“社会性”四点要求。而最高人民法院、最高人民检察院、公安部于 2013 年出台的《关于办理非法集资刑事案件适用法律若干问题的意见》则对《非法集资解释》又给出了诠释，对于非法吸收公众存款罪组成要素中的“公开性”和“社会性”，给出了相对的划定方法：第一，针于“向社会公开宣传”的划定问题，包括用各类方式向社会公众宣传吸收资金的消息，以及明明知道吸收资金的消息向社会公众传播而放任不管等情况；第二，关于“社会公众”的认定方法，以下两种情况均应被确认为“向社会公众吸收资金”：一是在向亲戚朋友或单位内人员吸收资金的过程中，已知亲友或者单位内部人员向不特定对象吸收资金而放任不管的；二是以吸收资金为目的，将社会人员收入为单位内部人员后向其吸收资金的。具有构成“非法吸收公众存款”的可能性需要四个方面都满足。

站在地方性金融资产交易平台的立场考虑，为防止平台挂牌产品被认定为“非法集资”，常常采用下列几个方面的措施：第一，平台挂牌产品应该具有“合法性”，即应该得到主管部门的依法批准。实际情况中，地方性金融资产交易平台以及它的挂牌产品多由政府

或者其授权的财政主管部门、金融主管部门管理；第二，平台挂牌产品的发行人和认购人应该具有“特定性”，交易平台一般要求其符合一般的“准入门槛”后才能成为平台会员，然后用会员的身份进行挂牌发行和认购金融产品。

7.1.3 规划出台金融资产交易行业标准体系

（一）坚持技术标准先行，创新与可控并重

技术创新是金融资产交易的基石，典型代表有支付方式的变化，还有移动互联网、大数据、云计算、搜索引擎等新兴技术的加入等，技术创新在支付清算、处理信息、管控风险、筹资融资等方面产生了明显的效果。以支付方式为例，其使得很多的市场主体参加到支付的服务中，产业链愈加庞大，推进了线下（Offline）金融服务与线上（Online）服务的有机结合，不停衍生出新的金融产品和业务模式，同时也对安全管理提出了更高的要求。规定统一的技术标准，有助于引领产业各方向安全、自主可控的方向成长；同时，有助于推进产业相关方形成分工协作、互助互利、利益互享的运行方式，形成符合社会利益最大化、公正开放、有序竞争的共同成长发展的体制，切实做到普惠民生。在形成和执行地方性金融资产交易平台技术标准时，应当注重标准的演进性、强制性和包容性，在考虑信息安全时，要执行强制性标准，依靠检测、认证、检查等方式，保证相关标准的执行和落实；另外，要注意标准的演进性和包容性，在保障安全的情况下容许新的技术和业务模式的崛起，激励地方性金融资产交易平台变革并创造公平竞争的大环境。

（二）做好产品标准，强化风险管控

借助地方性金融资产交易平台销售资产证券化产品，不仅有确定的监管要求和市场准入规则，还有规范化的产品设计流程和风控机制，较完整的风险提醒和信息披露机制，还

有标准化的产品说明书。而某些在地方性金融资产交易平台发布的新产品在上述方面与传统的金融产品相比有所不足。针对这些新的产品，在从监管角度进行约束的同时，也要从行业自律方面，拟定相关规定对其具体的要素和指标进行规范，一是标准化产品的设计流程和风控指标机制，并在各环节中表现出风控的要求，二是标准化产品说明书要点，对投资管理，产品要素，收益说明，费用，还有发行、运行、到期等时间段需要公示的信息进行确定，三是规范产品风险提示体系，针对风险揭示书的要点，包含风险大小、风险点、适应对象等进行细化。利用拟定和执行各种规范，努力做到良好的风险管控，为地方性金融资产交易平台产品的创造性革新打下坚实的基础，推动其向多元化方向发展。

（三）完善服务标准，保障消费者权益

就普通消费者来说，其金融资产交易知识常常比较缺少，维护自己的合法权益的意识不够，与此同时，一些地方性金融资产交易平台在出售金融服务时，略去了传统金融产品面签、纸质资料等步骤，造成维权涉及的环节多、取证难，还有信息透明度不高、对消费者隐私信息保护不够、纠纷调节体系不合理等漏洞，导致群体性追索债事故常有发生，产生了严重影响。对于这些情况，在严格执行政府部门的监管规定之余，还应该由行业自律性组织进行监查，并推进早日制定出统一的行业服务规范，对各地方性金融资产交易平台的服务流程、关键服务指标、信息披露原则、用户隐私保护体系、纠纷机调节机制等进行标准化，加强平台的内部管理，强化对服务的事中事后监查，加强对违法违规行为的惩处强度，指导地方性金融资产交易平台承担起应有的社会职责。

7.2 征信体系建设方面的政策建议

7.2.1 建立广泛多元的征信体系

地方性金融资产交易平台生存和成长的一个重要前提是征信系统的构建。目前，我国征信体系建设相当不健全，借款人的信息经平台核定用过和评定信用等级后，就可以公布融资数额、期限和所能承担的最高年利息等信息。目前国内地方性金融资产交易平台尚不能接入中国人民银行个人征信系统，因此投资者只能依靠借款人提供的信息对违约概率进行判断。此外，因为网络的虚拟性和缺乏征信系统的约束，诈骗和违约拖欠款的纠纷时常发生，投资者的资金安全问题很难得到保障。

因此，监管部门应当增强政府职能部门、地方性金融资产交易平台以及专业征信机构的纽带关系，建立范围更广、行业更多、数据更全的征信系统。征信系统可以推动地方性金融资产交易平台解决下列核心难题：一是放大金融资产交易违约代价，减少行业总体的经营风险；二是推动地方性金融资产交易平台掌控融资主体的欠债水平和历史交易中的表现，优化信贷审核流程，减少运营成本；三是帮助投资者掌握投资对象真实信用状况，同时给予相关融资担保方便利；四是由于信用信息搜集和传递加快，在平台发布信息机构其失信行为会得到快速传播，减少其失信所得。

7.2.2 对接央行征信系统

中国人民银行征信体系的劣势在于信息集中在银行体系内部，且部分信息更新不及时或失实。中国人民银行直接入了一些小贷企业，很多非银行信用卡信息都没被列入信用报告之内；社保、公安部门、水电、车辆登记、学历登记等信息录入精度不够；由于数据报送机构的操作不当也会造成信息延时或信息出错；个人征信报告中关于民事判决记录、欠税

记录、行政处罚记录、强制执行记录等产生原因比较复杂，在报告中只给出结果，事件原因需由信息主体或者第三方给出。

地方性金融资产交易平台都以中国人民银行的征信报告作为融资方的必要申请材料之一，以此对融资方在银行系统内部的信用状况进行了解，可对融资方资产负债状况进行度量。但是，由于地方性金融资产交易平台由于其法律定位不清，尚未接入央行征信系统，平台既不能直接查询，也不能报送用户数据。

从用户规模、覆盖地域及信用数据的容量来看，地方性金融资产交易平台的用户信用信息数据具有很高的价值。为了解决该问题，首先应明确界定地方性金融资产交易平台的法律地位，然后制定合理的规范与流程，引导平台与央行征信系统进行对接。

7.2.3 协调政府职能部门的信用信息管理系统

工商、税务、海关、公安等政府职能部门，以及供水、供电、供气、教育、邮政、电信、移动通讯等公共企事业单位掌握着大量的企业与个人信用记录。享有信用信息的部门单位之间很难调和，造成我国信用记录零散、集合难的问题。处于零散和互相隔离状况的信用记录，在缺乏相关法律法规支持的情况下，征信机构及地方性金融资产交易平台难以协调不同部门以得到全面而真实的信用记录。

《政府信息公开条例》的出台，为信用信息需求者采集政府职能部门及公共企事业单位的企业或者个人信用信息提供了法律依据。政府信息有主动公开和依申请公开两类，多数信用信息都涉及个人的隐私或企业的商业秘密，属依申请公开的范畴，信用信息采集就难免产生了很多不方便。因此，相关部门应建立打通不同的政府职能部门、公共企事业单位的信息系统。

此外，法院、仲裁机关的执行黑名单也是企业或个人信用信息的重要构成要素，涉及大量的债权债务关系、个人经济承受能力等信息，反映了企业或个人信用状况，也应纳入具有公共性质的信用征信系统，供相关单位一并采集与分析。

7.2.4 建立大数据技术辅助征信系统

信用是现代社会资金融通的基础，信用以信息为载体体现，地方性金融资产交易平台的信息处理和风险评估依托网络化方式进行，市场信息不对称程度相对降低，不同于传统的金融模式。

地方性金融资产交易平台与商业银行间接筹融资和资本市场直接筹融资的最大区别是它的信息处理方式，其有三大构成要素：一是社交媒介生成和传播消息，特别是对个人和机构不能泄露的信息；二是搜索引擎对信息的重组、排列和检索，能稍稍解决部分信息超量问题，有目的地适应用户对信息的需求；三是云计算保证了超量信息能被高效处理的能力。总的结果是，在云计算的确保下，资金供求双方的信息通过社交媒介产生和传播，被搜索引擎重组和规范化，最后得到了时间持续、动态变动的信息排列。由此能够开出所有资金需求者的风险定价或动态违约率，并且成本较低。

大数据征信可以弥补传统上的征信方法在数据及时性和还款能力判断方面的不足。传统的征信方式是根据历史数据来评价信息主体的未来违约危险，其刻画的是主体在有限领域（金融、财务）内长时间的点状活动，活动之间的联系不够紧密，无法精确延伸活动链条，因而其预测能力存在局限性。大数据征信可以通过信息抓取技术对融资各方进行收集与分析，跟踪动态的还款意愿和还款能力，具有较强的综合性与及时性，是对传统征信的有效填补。

7.3 消费者权益保护方面的政策建议

7.3.1 建立消费者信息保护制度

通过立法明确规定消费者信息使用规则和惩罚制度，禁止地方性金融资产交易平台将消费者的信息用于平台约定以外的用途或向他人提供。平台应建立信息风险控制系统，应当采取措施保障消费者隐私，履行保密义务。

本研究偏向于欧盟制定的保护规定，对金融资产交易信息含义做一些延伸，将受保护的信息的领域扩大至包含能识别或能够应用到辨别数据主体的所有信息，除非是不可识别的信息或者公开获取的信息。对地方性金融资产交易平台消费者收入、存款、不动产的信息、纳税额、有价证券、还有保险信息，如果没有得到被征集者的书面同意，都不能进行征集。

从目前的规定看，地方性金融资产交易平台所保护的金融类信息主要是身份信息和交易记录两部分，由于大数据的不断“进攻”，以往的保护方面很明显不能够包含金融信息权的所有内容。不但要延拓金融信息的保护范畴，对平台与相关方及非相关方之间的信息交流也要分类进行管控，以应对数据信息被交叉操纵的问题。平台和其关联第三方承担有保护消费者金融信息而不被他人非法获得、随意泄露、不正当使用的义务。

7.3.2 建立信息披露和风险提示制度

地方性金融资产交易平台消费者对消费行为的选择都取决于对金融资产交易产品信息的掌握程度，掌握的信息越多、越准确，决策也就越准确。假如地方性金融资产交易平台不严格进行信息披露和风险提示，在平台发布信息的机构就有机可乘，编造信息而不受惩罚，那么地方性金融资产交易平台的消费者将不得不面临较高的决策成本并承受巨大的风

险。因此，地方性金融资产交易平台承担信息披露和风险提示的义务应该通过立法被明确约束。

信息披露义务是指在地方性金融资产交易平台产品的发行、运行过程中，公布资料或信息在内容上应该契合完整性、真实性和准确性的规定，不得有虚假、误导或重大遗漏。其目的是给消费者一个公正合理的投资判断的机会，使其避免受到金融资产交易产品发行与交易中不真实陈述行为的风险。风险提示义务包括指制定各类金融资产交易产品在营销过程中保障消费者知情权的流程和具体要求；消费者在消费过程中出现疑义，需要有权威专家解答，不能仅有地方性金融资产交易平台或服务人员解释；平台提供的信息必须是准确、公平、清晰的；要求平台积极主动向投资消费者宣传金融服务和产品中的风险点，加强平台投资消费者对产品的风险认知。

7.3.3 建立消费者维权与投诉制度

针对消费者维权的风险，监管部门应当组织建成针对地方性金融资产交易平台消费者的维权机构，采用网络客服、在线答疑等简便高效的方式，帮助平台消费者解答疑惑、解决纠纷，可以调解协商投融资双方与平台的矛盾，以及在诉讼中为有需要的消费者提供法律上的帮助。维权范畴包括但不限于平台建立资金池，直接或间接接收、归集投资方的投资；自身或相关方融资，通过平台为自己或有关系的融资方融资；平台自己向投资方担保或者答应为其保本保息；大范围线下销售，除信用信息收集、核对、贷后跟踪、抵质押管理等运营外，开展大范围线下营销；诱导性不实传播，展开不实宣传和诱导性宣传，未提示投资的风险或提示不完全；虚构融资方标的；拆分期限，将融资项目的期限拆分开来等。

为更好地保护消费者表达自己利益诉求的权利，应当积极拓宽地方性金融资产交易平台消费者的维权渠道，使消费者能够通过多种途径维护自己的财产利益。本研究认为应当借鉴英美国家建立金融资产交易消费者投诉受理机构，地方性金融资产交易平台内部也可以建立投诉部门。完善投诉处理程序和反馈机制，严格执行追责制度，为能够实时处理消费者的投诉提供保障。

7.4 自律管理方面的政策建议

7.4.1 建立行业自律组织与行业标准

一方面，金融资产交易行业搭建信息互享机制，特别是征信信息共享和黑名单公示平台，与地方性金融资产交易平台形成动态备案机制；另一方面，还应该对授信共享机制达成共识和初级的行业规范；然后，设立必需的自律性机构，担负道义监示和预警任务。当前小额信贷联盟、金融资产交易相关机构正在开始进行此类业务，要形成严苛的行业规范和行业自律，还需要长期的各方共同使力。

行业自律管理要做到：第一，合法合规经营；第二，投资方的服务的基本准则是充分、实时地给出精准、可靠的信息，包含精准的风险评估、严格的资金管理、清楚的债权匹配、充足的资金储备等；第三，服务融资方的根本自律原则是完全公开地给出正确、可靠的贷款成本，保证没有其他任何隐藏成本，至少包括较低的信贷额度、清晰的利率水平、合理的服务收费、融资方的借款还款信息等，均应主动纳入统一的征信系统；第四，行业管理要求，包括客户权益保护、业务公开透明、信息披露规定、客户资金分账管理、风险控制、创建可靠有保障的信息平台、防止不正当竞争、从业人员自律与管理、从业平台退出体系等。

7.4.2 建立征信信息共享和黑名单公示机制

地方性金融资产交易平台融资方的信用状况对于平台的风险防范至关重要。良好的征信信息共享制度可以避免逆向选择和道德风险，减轻先行平台尽职调查的成本及人员压力，提高运营效率。同时，也遏制了融资方跨平台超额融资的情况，降低了平台的信用风险。黑名单公示机制将恶意融资人、延期还款人的负面信息进行披露，能够正面促进融资方还款守约的意愿，给投资方及其他平台一定的警示，是投资方及平台安全的有力保障。

具体而言，该制度应由有领导力的同业自律机构，通过创建行业信息互享体系，设立行业授信共享机制和联动机制，倡议并拟定行业标准，肩负起道义监督和风险提醒的责任，以提升这个行业的整体风险处理水平。平台个体的发展依赖于行业整体的成熟与完善，同业自律组织代表着行业的整体利益，各平台在行业征信信息共享和黑名单公示机制下，能够在向好方向健康发展。

7.4.3 建立监督平台不正当竞争的黑名单制度

地方性金融资产交易平台为争夺有限的客户资源难免产生不正当竞争行为，这些行为不但会给其他平台的运营带来不良影响，还会损害该行业的经济秩序，给行业发展带来打击。地方性金融资产交易平台黑名单制度可以帮助同业自律组织进行自律管理，根据章程规定的同业自律管理章程，对应黑名单的平台进行一定的惩戒，如限制经营、罚款等。

同业自律组织由各从业单位作为会员组成，各会员的利益息息相关，由自律组织作为监督平台不正当竞争的主体具有方便、及时的优势。由于自律组织增强了各会员单位运营的透明度，各会员单位的经济行为能够准确地传递给自律组织，自律组织从取得的信息当中及时发现问题，建立相应的黑名单机制。此外，各会员单位同处于金融资产交易行业，

对有损自身的不正当竞争行为具有强烈的举报动力，也便于平台不正当竞争的黑名单制度的建立。

7.5 各业务监管重点方面的政策建议

7.5.1 金融资产类交易业务监管政策建议

(1) 履行尽职调查义务。监管部门应要求平台或其通过中介评估机构调查委托方的经济行为，对调查评估资产进行客观、公正的评价，包括：①确定评估范围；②对不良资产现场的实地调查以及周边的调查，了解资产的价值和增减因素；③向房产、土地及工商部门进行咨询，为抵质押物的定价收集资料；④采取合理的评估方法对资产进行估值并出具评估报告。

(2) 适度进行产品设计与发行。地方性金融资产交易平台本质上是作为信息中介存在，实质上不应当承担这种背书职能，部分地方性金融资产交易平台在和互联网金融平台具体合作时实质上已经执行了产品设计和发行职能的现实，可以考虑明确赋予地方性金融资产交易平台在法律法规允许范围内的特定产品设计和发行的职能，并从全国范围内予以规范。

(3) 引导平台更好地服务实体经济。引导地方性金融资产交易平台更好地匹配资金资产，通过互联网公开透明，降低信息搜索成本和交易费用，有效提高金融资产类交易业务对接效率。监管层应当进一步明确地方性金融资产交易平台通道业务的规范性，引导平台更好地服务实体经济，防范金融资产类交易业务损害实体经济的行为。

7.5.2 资产收益权类交易业务监管政策建议

(1) 持有同次发行的资产收益权产品的合格投资者合计不得超过 200 人。严禁通过业务包装，向超过 200 人发行资产收益权产品。金融资产交易场平台同次将收益权等拆分转让变相突破 200 人界限，涉嫌非法公开发行。

(2) 严禁新增违反国发 38 号文件规定的交易品种。不得将任何权益拆分为均等份额公开发行，不得采取集中竞价、做市商等集中交易方式进行交易；不得将权益按照标准化交易单位持续挂牌交易，任何投资者买入后卖出或卖出后买入同一交易品种的时间间隔不得少于 5 个交易日。

(3) 合格投资人的规范界定。合格投资人是符合一定条件、标准，能够充分理解所需投资产品，有着丰富投资经验，并能够自负盈亏的投资人。国内信托、私募等非标产品均有关于合格投资人的要求。监管部门在其出台的监管条例中也应明确金融资产类交易业务投资门槛和用户级别，对合格投资人进行界定。

7.5.3 直接融资类交易业务监管政策建议

(1) 要求产品条款设计符合法律效力。直接融资类交易业务往往涉及诸多主体，需要签订一系列的合同，合同条款均是逐个商定，一旦出现某些条款设计不当或未关注到某些关键点，就可能承担超出通道职能相应的风险，造成风险收益比过高，因此监管机构应对平台直接融资类交易业务产品条款设计做出制度性安排。

(2) 对 P2P 网贷平台借道地方性金融资产交易平台施行穿透式监管。P2P 网贷平台有将不符合监管要求的资产放到地方性金融资产交易平台进行包装以实现合规的动机。穿

透式监管方式，就是要透过表面现象看清业务实质，把资金来源、中间环节与最终投向穿透链接起来，综合全流程信息来判断业务性质，并执行相应的监管规定。

（3）要求登记结算数据及时上传监管机构。地方性金融资产交易平台作为直接融资类业务的登记结算机构，其登记结算数据应及时上传监管机构，这样可以有效防范市场风险和提高市场效率，促进建立各类金融资产流转登记结算服务体系，更好的保障资产的真实性和资金的安全性。

7.5.4 信息耦合类交易业务监管政策建议

（1）严格进行信息披露和风险提示。地方性金融资产交易平台产品的发行、运行过程中，公布的资料或信息在内容上应该契合完整性、真实性和准确性的规定，不得有虚假、误导或重大遗漏。其目的是给消费者一个公正合理的投资判断的机会，使其避免受到金融资产交易产品发行与交易中不真实陈述行为的风险。

（2）交易信息系统安全稳定性要求。搭建一个安全稳定的信息耦合平台，实现会员信息登记管理、投融资信息对接、产品挂牌、受让登记、竞价管理、交易、结算、统计分析以及系统配置管理等全方位的管理功能。在系统的硬件环境、软件架构等方面充分考虑系统的稳定性；对硬件环境要增加冗余设计，对软件系统要进行全面测试。采用先进的安全保密技术进行用户身份认证，将系统级身份认证和应用级身份认证统一灵活应用于各功能模块。

（3）适度设置信息发布机构违规成本。在地方性金融资产交易平台信息耦合类交易业务中，当信息发布机构违规时，监管机构不查处将会给地方性金融资产交易平台的正常

运行秩序带来破坏。监管机构适度设置信息发布机构违规成本可以起到警示作用，加大规则的强制力，降低违规获利的诱惑力，维护金融资产交易秩序。

7.6 政策建议的适应性分析——以南京金交中心的视角为例

7.6.1 法律法规定位政策建议的适应性分析

地方性金融资产交易平台是传统金融行业与互联网精神相结合的新兴领域，互联网“开放、平等、协作、分享”的精神向传统金融业态渗透。南京金融资产交易中心（简称“南京金交中心”）是经江苏省金融办批准设立的江苏首家、南京唯一的金融资产交易中心。近年来，虽然我国地方性金融资产交易平台得到快速发展，但是金融法律体系对这种创新的金融业态普遍关注不够，有关地方性金融资产交易平台的法律规范总体偏少。南京金交中心的第一监管方是江苏省金融办，但是在平台业务开展过程中还受到“一行三会”的监管，因此当前地方性金融资产交易平台的监管机制还需通过立法进行明确和完善。

2017年5月15日，银监会发布《中国银监会办公厅关于印发2017年立法工作计划的通知》（下称“通知”）。通知指出，立法工作要把防控金融风险放到更加重要的位置，确保不发生系统性、区域性金融风险底线。要针对突出风险，及时弥补监管短板，排查监管制度漏洞，完善监管规制，加快对银行股东代持、资管业务、理财业务等重点领域的立法工作。此次2017年完成的立法项目共46项；2017年抓紧研究、待条件成熟提出的立法项目共16项。银监会要求相关部门按照立法工作计划，遵照要求高质量完成立法工作任务。值得注意的是，根据通知，2017年完成的立法项目包括：代拟行政法规4项、规章类11项、规范性文件31项。其中，《网络借贷资金存管业务指引》（制定）、《网络小额贷款管理指导意见（暂定名）》（制定）、《网络借贷信息中介机构信息披露指引》（制定）等

涉及金融资产交易业务的立法计划均在此列。笔者认为，可以考虑将对金融资产平台的监管纳入金融监管的整体框架内，逐步建立健全金融资产交易监管法律体系，以此明确地方性金融资产交易平台的法律地位，增强地方性金融资产交易平台经营的合规性，建立金融资产交易行业标准体系。

7.6.2 征信体系建设政策建议的适应性分析

南京金融资产交易中心当前尚未对接央行征信系统，同时，在具体业务开展时也遇到因政府职能部门信用信息管理系统不对外公开而获取不到关键征信信息的情形。因此，金融资产交易征信体系建设任重而道远。

我国的个人征信监管模式是以传统的征信监管模式为基础而发展的，类似于欧盟的公共征信模式，即相关的个人征信机构由政府出资设立并对其进行监管的模式。我国的金融资产交易个人征信业务起步较晚，所以，对个人征信的监管工作的设置也相对滞后。

2003年，我国首次在央行总行设立征信管理局，之后在央行各分行也设立了征信管理部门，负责相关的征信管理工作，即以央行为征信监管体系的中心部门对各类征信进行监管。2013年，国务院出台《征信业管理条例》，在该条例中，再次明确了央行及其派出机构在征信监管中的法律职责与法律地位，该条例是我国征信业监管体制构建的法律基础，为我国征信业监管的法制化提供了立法基础。在随后的一年里，央行也相继发布了部门规章《征信机构管理办法》和两个金融行业标准，对金融征信业进行了更加详细的规范。自2013年以来，国务院颁布实施的《征信业管理条例》和央行发布的《征信机构管理办法》通过立法明确了个人征信机构的内涵，并细致规定了个人征信机构的设立条件和程序、变更和终止，高级任职人员的监督管理。2015年1月，央行又印发通知将对8家个

人征信民营企业“摸底考察”并以发放个人征信牌照方式作为个人征信行业的闸门开启的方式。

我国现有的金融资产交易个人征信行业还在萌芽期且相关法律监管体系还不健全，虽然近几年来国务院和央行出台了相关法规及配套制度，初步建构起了我国征信体系的法律监管体系的框架，但仍存在诸多方面有待细化完善。相关法律规范数量极少，缺乏一系列有针对性的涉及征信流程、信息安全保护、征信报告等问题的专门性立法和诸如行政规章、部门规章、行业标准的配套性制度规定。另外，现有的国务院发布的《征信管理条例》，不是经人民代表大会投票通过的法律，其法律位阶相对较低，不能适应我国互联网金融个人征信行业迅猛发展的现状及个人信息权益、隐私权益亟待保护的需求。

我国实行一元化的征信监管体制，即以央行为征信监管体系的中心监管部门对各类征信进行管理，其弊端显而易见。最明显、最关键的是，在目前的我国征信监管体制中，央行一方面是管理部门，另一方面又是法律监管体制的建设者，更是征信体制中主要的被监管机构。这样既是执法者又是立法者，更是守法者，这必然导致监管过程中权责不明、监管权力滥用，导致监管不力、甚至监管失效的发生，因此还需要其他政府职能部门在征信体系建设中的协调参与。

从目前各国的征信法律监管体系的成功经验来看，以及从南京金融资产交易中心视角出发，我国在金融资产交易个人征信框架的构建、优化、完善过程中应着重于以下两个方面的工作：（1）全面创新监管法律框架。构建独立的互联网金融个人征信的法律监管框架，通过设立专门的《互联网金融个人征信法》作为法律监管框架的法规基础，同时将“个人信息保护”“征信行业健康运转”作为监管目标；将新型的互联网个人信息采集方式，

如：大数据、云计算等互联网技术在互联网金融个人征信监管中的设计与应用的规范与监管作为个人征信适应互联网模式进行的法律监管完善工作的重点，强化该模式下法律监管的技术支撑以适应互联网征信体制；探索并进行全流程多角度的监管体制，制定配套性法规及行业标准，并监督规则执行情况。（2）加强协调政府职能部门的信用信息管理系统。在保护与征信业相关的个人信息权和隐私权的前提下，协调征取工商、税务、海关、公安等政府职能部门，以及供水、供电、供气、教育、邮政、电信、移动通讯等公共企事业单位掌握的企业与个人信用记录，使其共同组建金融资产交易个人征信的来源，为监管的实现提供前提性的数据保障。

7.6.3 消费者权益保护政策建议的适应性分析

南京金融资产交易中心有限公司 2014 年底获江苏省人民政府批准开业以来，高度重视合规建设和投资者适当性管理工作，根据有关法律规定及政策要求，颁布并严格执行投资者适当性管理制度。自 2014 年 11 月起，南京金交中心相继发布《南京金融资产交易中心管理通则》、《南京金融资产交易中心会员规则》、《南京金融资产交易中心投资者适当性管理规则》、《南京金融资产交易中心信息披露规则》和《南京金融资产交易中心定向融资工具业务管理办法（试行）》（以下简称“《定向融资工具业务管理办法（试行）》”）等制度，初步形成了以《投资者适当性管理规则》为核心，以其他相关制度为补充的较为健全的投资者适当性管理制度体系。本研究提出的消费者权益保护方面的政策建议符合南京金交中心的发展理念，包括建立消费者信息保护制度、严格进行信息披露和风险提示以及建立消费者维权与投诉制度。

南京金交中心始终认为，投资者适当性管理制度的建设和执行是金融资产和金融产品交易中的基础性、源头性、关键性问题，是有效防范交易风险、保护投资者合法权益、同时落实“卖者有责”与“买者自负”双重责任的重要保障，必须将其放在首要位置。在充分认识投资者适当性管理工作重大意义的基础上，中心在实际经营过程中，严格执行投资者适当性管理制度。

一是以《投资者适当性管理规则》和《会员规则》、《管理通则》及《信息披露规则》为依据，严格执行投资者认定、管理和信息披露等方面的制度，形成交易风险防范与投资者合法权益保护双并重的执行格局。中心在《投资者适当性管理规则》明确了投资者的定义，规范了机构投资者和自然人投资者的条件，提出了投资者审慎参与投资活动的要求。该等规定与《会员规则》、《管理通则》及《信息披露规则》中的相关规定相一致，便于把握和执行。本中心在金融资产和金融产品的交易过程中，严格按照上述规范落实投资者准入、信息披露等要求，为投资者全面、准确评估自身经济实力、产品认知能力、风险控制与承受能力，审慎决定是否参与金融资产和金融产品交易业务提供了指引和保障。

二是严格执行会员制框架内的投资者适当性管理制度。本中心交易活动实行会员制，按照《会员规则》的规定，会员包括交易类会员、承销类会员、服务类会员等类别，其中，投资者属于交易类会员。本中心要求投资者提交入会材料，从会员入会环节严把投资者准入关。按照相关规定，投资者应如实申报入会材料，不得采取虚假申报等手段规避投资者适当性管理规则的要求。本中心对投资者（交易类会员）提交的材料进行审核并通过后，为投资者开通交易权限。此外，《会员规则》及配套文件还规范了投资者（交易类会

员)的权利义务,本中心通过严格执行《会员规则》等制度,充分保护投资者(交易类会员)的合法权益,同时督促其履行义务。

三是在具体交易活动中严格执行投资者适当性管理制度。为做好投资者在具体的金融资产和金融产品交易活动中的适当性管理工作,本中心在《定向融资工具业务管理办法(试行)》中进一步规范了投资者适当性管理制度,并在定向融资工具的认购和转让过程中,对合格机构投资者、合格个人投资者、发行人的董事、监事、高级管理人员及持股比例超过5%的股东作为投资者、承销商作为投资者等不同情形的投资者作出明确规定,便于操作和执行。定向融资工具交易过程中,本中心严格落实上述规定,严格投资者准入、充分揭示交易风险、规范投资者交易活动,将投资者适当性管理制度落到了实处。

7.6.4 自律管理政策建议的适应性分析

地方金融资产交易场所都是由地方政府发起设立的,地方政府作为其监管机构毋庸置疑,但是同时,地方性金融资产交易平台应发挥自律监管的作用,应采取自律监管与政府监管相结合的监管模式。自律监管可以分为两个部分,一是交易中心内部的自律组织的监管,二是交易中心外部的行业协会的监管。采取自律监管与政府监管结合的监管模式。自律组织监管为自我监管,是交易中心自我培育的一支监管队伍,对交易中心内部交易秩序、会员管理等方面进行有序安排,在交易中心章程范围内,对交易中心违规行为进行惩处。中心自律组织的建设实际上是中心治理结构应如何搭建。实行公司制的交易中心,在组织框架之上应是,股东会、监事会、董事会以及各个执行部门。在现有的治理结构下,自律组织的选择可以有两种思路:一是重新建立一个专门的自律组织,这个组织凌驾于交易中心各个部门之上,股东大会之下,作为监督中心交易行为、规章执行、会员管理等日

常事务工作的专门机构；二是在现有的组织框架内，确定一个机构执行自律组织职能。显然，第二种方法在成本和效率上更为可行，并且现有一个机构恰能履行这个职能，便是监事会。监事会本就是一个监管组织，监督董事会及公司执行层的行为，那么扩大监事会的权力，赋予其相应的内部监管权，与外部监督形成合力。自律组织对中心内的交易行为进行日常监督，如有发现异常及时予以纠正并报地方监管部门备案，事态严重的应及时报告主管部门启动应急预案等措施。主管部门有相应的政策规定等通知自律组织做好政策落实工作。行业协会作为外部非正规监督力量是行政监管的补充力量，赋予行业协会一些职能，做好政府与行业协会信息共享和制度化交流是完善的监管体系的重要步骤。

由于在我国场外市场应采取的是自律监管为主，政府引导为辅的监管体系，那么具体的做法是要强化交易中心自律能力和自律组织的自律管理职能。自律组织作为全方位的市场参与者，直接面对金融机构、融资企业、投资者、中介机构等市场参与主体，有能力对交易产品挂牌和交易充分了解并进行实时监控。同时，自律监管还表现为另一方面，即交易中心自身的有序监管，因此要实现自律监管的有效性，必须从交易中心和自律组织两方面建设入手。

一是完善南京金交中心内部规章。制定健全的地方金融资产交易中心内部规章，是实现中心自我监管的前提。在法律关于交易中心自律监管无明文规定的情况下，国内试点建设的地方金融资产交易中心可以在借鉴国外经验的基础上制定其内部规章，明确实行自律管理的组织、范围、惩处等事项，做到有章可循。交易中心内部规章基础由几部分组成：会员管理制度、金融资产产品挂牌管理办法、风险控制管理规定、信息披露规则、合格投资者管理规则、以及针对各个交易产品的交易管理办法。

二是扩大南京金交中心管理权限。交易中心采取的是公司制的组织形式，其内部的基本组成单位是会员，成为会员是参与交易的前提。对会员的加入、登记管理制度、交易价格的形成、交易中介费用的收取、违反交易规则的处罚制度等事项应该允许交易所自行决定，不宜在法律上作出统一规定，这样既能节省立法成本，又能提高监管的效率。同时，在法律制度层面上，放宽交易中心行政衍生服务的局限性。近年来，新型金融产品不断涌现，但是部分因交易场所缺少权限而增加辗转流程，影响交易效率。应当相应扩大交易场所权限，例如在股权质押登记中，可以有两种思路去解决问题：工商局将登记权限委托给交易场所，由交易场所将信息上报，工商局定期对交易场所的登记行为进行核查；交易场所每天会发生许多股权质押登记事件，由交易场所按照工商局登记条件，将登记全部打包，交到工商部门进行登记。显然，第二种方式操作性并不强。首先，登记的时间问题，打包登记并不能保证工商部门行政行为的高效率；其次，股权质押登记材料繁多、复杂，并且在必要情况下还要由登记机关向当事人进行必要询问，由交易场所进行不能解决实质性问题。因此，由工商部门委托交易场所进行登记是可行办法。同理，根据现实的情况需要，在不违反基本法的前提下，放宽法律法规对交易中心功能设置，以更好服务金融交易市场。

金融业的行业自律是金融监管的主要辅助力量，同时也是向公众提供优质服务的保证。证券市场的交易活动是非常复杂而又分散的市场活动，单靠地方政府的管理，其力量有限，而且资本市场又是高度专业化的领域，没有专业人员的参与，很难有效把握市场走向并进行监控。因此，必须建立行业自律性的管理组织来实施对资本市场的日常管理，尤其是对于更加灵活多样的场外交易而言。像美国和日本的场外交易市场就是主要由美国证

券交易商协会和日本证券业协会来负责管理的，政府监管部门予以宏观监控。采取自律管理与政府管理相结合的方式，重视自律协会的管理功能，一方面可以允许金融机构参与制定市场监管规则，从而使市场监管更切合实际，效率较高，另一方面对市场发生的违规行为能做出迅速而有效的反应。行业协会监管和政府监管的关系应当是行业协会接受有关政府部门的监督和指导，政府部门采取积极引导、加强监督的方针，大力支持和促进行业协会开展监管工作。同时充分发挥民间金融行业自律组织的管制效力与政府监管效力，可以形成政府监管与行业自律的良性互动，使两者形成互补。

7.6.5 各业务监管政策建议的适应性分析

(1) 金融资产类交易业务监管政策建议的适应性分析

首先，南京金交中心应充分履行尽职调查义务。在开展金融资产类交易业务时，南京金交中心的业务人员对每一款产品形成尽职调查报告，并要求金融资产类产品底层资产的持有者必须提供资产交易的协议，以及获取资产时产生现金流交易的凭证。因此，尽职调查对于防范金融资产类交易业务风险具有重要作用。

其次，南京金交中心应明确平台的通道职能，开展法律法规约束下的产品设计与发行。南京金交中心在其与投资者签订的《登记账户开户协议》中重要提示部分向投资者声明：作为登记挂牌机构，不对产品的投资价值及收益做出保证，不与投资者约定分享利益或共担风险等。在该协议中也清晰介绍了南京金交中心在向投资者提供服务的内容，均体现出其通道的职能。

再次，南京金交中心通过互联网公开透明，降低信息搜索成本和交易费用，有效提高金融资产类交易业务对接效率。防止平台利用信息优势进行违规操作，与业务交易对手方

勾结，损害其他交易方的利益。南京金交中心认为监管层应当进一步明确地方性金融资产交易平台通道业务的规范性，引导平台更好地服务实体经济，防范金融资产类交易业务损害实体经济的行为。

（2）资产收益权类交易业务监管政策建议的适应性分析

首先，在资产收益权类交易业务中，资产收益权持有人同次累计不得超过 200 人。

南京金融资产交易中心的资产收益权类交易业务中的认购协议均在产品的基本情况中对投资者数量有明确限制，具体表述为“本产品的同次投资者不得超过 200 名。若法律法规将来另有规定的，从其规定”。即便转让行为发生，南京金交中心要求转让行为发生后，产品的投资人同次累计不得超过 200 人。

其次，南京金交中心严禁新增违反国发 38 号文件规定的交易品种。在南京金交中心登记挂牌的产品主要有融资类和资产收益权类产品，从未从事期货交易、保险、信贷、黄金等金融产品的交易，其经营范围均由江苏省金融办认可并审批。

再次，南京金交中心严格执行投资者适当性管理制度。无论是法人机构、其他组织或自然人，均需申请成为南京金交中心会员，其中法人机构实施投资行为时要向南京金交中心提供资料证明其是依法设立并有效存续的，具有良好的商业信誉，近三年无严重违法违规行为，具有固定的经营场所和必要的设施；而自然人需要具有完全民事行为能力，有相关产品风险识别和判断能力，在实施投资行为前均需阅读《风险揭示书》并签署《风险承担确认函》。

（3）直接融资类交易业务监管政策建议的适应性分析

首先，监管机构应要求产品条款设计符合法律效力。参考南京金交中心业务开展情况，业务合同条款一般是逐个商定，一旦出现某些条款设计不当或未关注到某些关键点，就可能承担超出通道职能相应的风险，造成风险收益比过高，故建议监管机构对直接融资类交易业务产品条款设计做出制度性安排。

其次，对 P2P 网贷平台借道地方性金融资产交易平台施行穿透式监管。南京金交中心认为在 P2P 网贷平台借道地方性金融资产交易平台开展业务时，应看清业务实质，把资金来源、中间环节与最终投向穿透联接起来，综合全流程信息来判断业务性质。监管机构应对该业务的参与主体（P2P 网贷平台）制定相应的规定。

再次，监管机构应要求平台在开展融资类业务时严格执行第三方银行登记结算。南京金交中心正在推进将系统接入江苏交易场所登记结算有限公司，集中统一的登记作为金融资产流转的一种基本的制度安排，为资产提供一个集中的平台，为资产提供可查询可证明的服务，是资产流转、集中交易的前置条件。第三方独立的结算安排，能最大限度的保证交易中交易资产及资金结算的安全，提高业务处理的效率，避免资金池的出现，保证交易的公信力，更好地维护交易双方的权益，保护是投资人的资金安全，不被侵占。

（4）信息耦合类交易业务监管政策建议的适应性分析

首先，应要求地方性金融资产交易平台开展信息耦合类交易业务时严格进行信息披露和风险提示。信息耦合类交易产品的发行和经营过程中，公布的资料或信息在内容上应该契合完整性、真实性和准确性的规定，不得有虚假、误导或重大遗漏。信息披露的完整性和充足度是形成市场有效性的必要和充分条件，这种信息披露的完整性和充足度不仅是对

融资主体的客观要求，更是对市场监管的客观要求。

其次，监管层应对交易信息系统安全标准提出要求。南京金交中心应强化交易信息系统的专业性，实现会员信息登记管理、投融资信息对接、产品挂牌、受让登记、竞价管理、交易、结算、统计分析以及系统配置管理等全方位的管理功能。因此建议监管机构对地方性金融资产交易平台系统安全标准做出制度性安排。

再次，监管层应制定合理的信息发布违规处罚方案，约束机构在平台发布违规信息的行为。对于在地方性金融资产交易平台信息耦合类交易业务中违规发布信息的机构，建议监管机构对其违规行为进行研究，并制定合理的出发方案，以帮助地方性金融资产交易平台缓释信息耦合类交易业务中的逆向选择问题。

第八章 研究结论与展望

8.1 研究结论

本研究根据管理学、金融学、经济学的有关理论论述了地方性金融资产交易平台风险防范与监管问题，主要得出了以下研究结论。

第一，地方性金融资产交易平台兼具金融和互联网的双重属性，既受传统金融风险影响，也受互联网风险的影响。地方性金融资产交易平台风险可以划分为四大类，包括信用风险、市场风险、操作风险和法律政策风险，这些风险由于渗透互联网特性而在基本特征、生成机理、传导方式等方面与传统金融风险有所不同，是受互联网技术使用、互联网精神影响和金融创新所形成的地方性金融资产交易平台特殊性风险。相比于传统金融，地方性金融资产交易平台风险具有扩散速度更快捷、交叉传染更严重、危害影响更广泛、风险监管更困难等特点。地方性金融资产交易平台具有强传染性。地方性金融资产交易平台风险满足一定的条件后，就会依附一定载体和通过一定路径，向实体经济和传统金融传导。

第二，本研究认为地方性金融资产交易平台的风险防范和监管除了遵循传统金融监管的一些原则外，还需要遵循鼓励创新、一致监管、信息保护和公开、监管底线等基本原则。首先，监管机构应鼓励地方性金融资产交易平台致力于改善服务水平，提高工作效率，以更好的方式为实体经济提供更好的服务；其次，监管机构应当鼓励平台不断进行业务创新，并保护创新；再次，监管机构应明确平台信息公开、对平台信息保密、监管信息公开等权利和义务的具体形式；最后，平台必须坚持底线思维，严格遵守现有和今后出台的政策和法律法规。地方性金融资产交易平台风险防范和监管的重点任务包括：服从宏观

调控和金融稳定总体要求、鼓励和规范平台长期可持续发展、以及保护消费者权益和信息安全。在坚持现行金融监管体系的审慎监管、机构监管等方式外着重强化功能监管、协调监管和技术监管。

第三，地方性金融资产交易平台的业务主要分为四大类，包括金融资产类交易业务、资产收益权类交易业务、直接融资类交易业务和信息耦合类交易业务。本研究着重分析了各类业务中的风险防范和监管要点，并且运用理论模型分析方法分析各类业务风险防范的具体案例。首先，平台开展资产收益权类交易业务时，应着力防范资产收益权交易中信用评级和资产证券化过程中潜在的逆向选择问题；其次，在直接融资类交易业务中，本研究运用人工神经网络信用评级模型开展小额融资项目的信用风险评估，为实践提供良好的研究范例；最后，基于平台信息耦合类交易业务建立了机构违规博弈模型，通过监管措施限制在平台发布信息的机构违规。

第四，在国外特别是欧美国家，由于金融业高度发达和资产证券化业务发展较早，无论从事金融资产类交易业务的企业、相关行业协会和政府都非常重视风险防范和监管，采取各种措施和方法积极防范和监管金融资产交易平台风险，建立了比较完善的风险控制体系。从域外金融资产交易平台防范和监管的经验可知，消费者权益保护是金融资产交易平台风险防范和监管的根本出发点，征信体系建设是金融资产交易平台风险防范和监管的基础条件，调整和完善金融资产交易平台监管法律法规体系是风险防范和监管的客观依据，自律管理和他律监管相结合是金融资产交易平台风险防范和监管的现实路径。

第五，加强地方性金融资产交易平台防范与监管，可从法律定位、征信体系、金融消费者权益、自律管理和各业务重点监管等五个方面入手。法律定位方面，修订现有金融法

律法规，制定地方性金融资产交易平台配套规章制度和行业标准；征信体系方面，要制定地方性金融资产交易平台征信相关配套规章制度，完善地方性金融资产交易平台信用信息标准和信息共享机制，重视地方性金融资产交易平台信息安全监管和信息主体权益保护，发展多元化征信机构，强化地方性金融资产交易平台失信行为惩戒；消费者权益保护方面，要出台地方性金融资产交易平台消费权益保护办法，广泛开展消费者教育，严格进行信息披露和风险提示，建立有效的地方性金融资产交易平台纠纷解决机制；自律管理制度建设方面，规范金融资产交易市场自律管理制度的程序，建立地方性金融资产交易平台失信平台联合惩戒机制。根据各业务的风险点所在，明确各种业务的监管重点，有的放矢地投入监管资源，综合运用各类措施，加强组织协调，落实主体责任。建立和完善适应地方性金融资产交易平台发展特点的监管长效机制，实现规范与发展并举、创新与防范风险并重，促进地方性金融资产交易平台健康可持续发展。

8.2 研究展望

金融的本质就是风险条件下跨时空的资源配置。金融的核心不是规避风险，而是风险的精准定价，而现行的法律法规对利率的管制，监管机构要求对金融产品的刚性兑付，金融牌照审批的不公开不透明，导致金融市场只有一部分功能得到发挥，这意味着，还有大量的金融需求得不到满足。只要金融市场上有需求，就总会有各式各样、不合法不合规的方法和去满足这些需求，导致金融行业乱象丛生，局部金融风险频发，甚至金融监管风暴频繁。因此，金融监管需要进行顶层设计，完善金融相关的法律法规，加快推进利率市场化，推出存款保险制度，推出个人破产法，以有效支持我国多层次资本市场建设。

中国金融市场存在的刚性兑付特征是制约利率市场化发展的重要原因之一，而金融市场上一旦存在刚性兑付就不会有风险定价，因为风险定价是基于风险暴露次数的概率。个别产品和机构的风险暴露是金融市场中必然伴随的现象，让个别产品和机构释放风险是化解中国金融市场系统性风险的必要措施，处置好了风险是监管层的功绩而不是失职，这样才能够打破刚性兑付，严肃市场纪律。如果我们能够秉承这样的理念，允许金融产品正常地产生违规和风险暴露，我们可以化小震避免大震，这对于金融市场的健康发展、市场配置资源发挥决定性作用以及市场价格形成都将十分有利。

处理好金融监管顶层设计与市场需求的关系，继续深化金融改革，将有助于地方性金融资产交易平台长期健康发展。当前，商业银行、信托、券商以及地方性金融资产交易平台均在不同程度地满足市场对于类资产证券化产品的需求，监管顶层设计和细则能否适应不同种类机构的业务模式，是对监管机构的一项挑战。同时，机构种类的不一致性也加大了监管政策落地的难度，例如，中证报价系统通过分期发行债券，已变相突破 200 人限制。因此，金融监管机构应处理好监管顶层设计与市场需求的关系，强化并统一监管尺度，加强立法安排，营造公平竞争的市场氛围。金融改革的顶层设计未来应从战略高度统筹改革与发展的全局，着力破除制约金融业发展的体制机制性障碍和深层次矛盾，推动我国金融业向纵深发展，并以此促进经济的可持续发展。

参考文献

- Akerlof G. The Market for Lemons: Uncertainty and the Market Mechanism[J]. *Uncertainty in Economics*, 1970, 79(3):235, 237–251.
- Ambarchyan V S. Analysis of Bank Investment Transactions Impact on Financial Assets Profitability[J]. *European Researcher*, 2013, 43(3-1).
- Amirhosseini Z, Mehrabi J, Kalhor A. Investigating the relationship between quality of smoothed profits and non-systematic risk in Tehran Stock Exchange Market[J]. *Advances in Environmental Biology*, 2013, 7(8):1706-1712.
- Allen F, Gale D. Optimal Security Design[J]. *Review of Financial Studies*, 1988, 1(1):229-263.
- Arrow K J. The economics of information[J]. *Journal of the American Society for Information Science*, 1984, 23(4):281–283.
- Avery R B, Belton T M, Goldberg M A. Market Discipline in Regulating Bank Risk: New Evidence from the Capital Markets[J]. *Journal of Money Credit & Banking*, 1988, 20(4):597-610.
- Bali T G, Brown S J, Caglayan M O. Systematic risk and the cross section of hedge fund returns [J]. *Journal of Financial Economics*, 2012, 106(1):114-131.
- Barth M, Taylor D. In defense of fair value: Weighing the evidence on earnings management and asset securitizations[J]. *Journal of Accounting & Economics*, 2010, 49(1–2):26-33.
- Battiston S, Farmer J D, Flache A. Complexity theory and financial regulation[J]. *Science*, 2016, 351(6275):818-819.
- Behr P, Schmidt R H, Xie R. Market Structure, Capital Regulation and Bank Risk Taking[J]. *Journal of Financial Services Research*, 2010, 37(2):131-158.
- Benveniste L M, Berger A N. Securitization with recourse : An instrument that offers uninsured bank depositors sequential claims[J]. *Journal of Banking & Finance*, 1987, 11(3):403-424.
- Bessler W, Kurmann P. Bank risk factors and changing risk exposures: Capital market evidence before and during the financial crisis[J]. *Journal of Financial Stability*, 2014, 13(1):151-166.

- Bhattacharya A K, Fabozzi F J. The expanding frontiers of asset securitization[J]. *Asset-Backed Securities*, 1996: 1-20.
- Bodie Z, Marcus A J, Merton R C. Defined Benefit Versus Defined Contribution Pension Plans: What are the Real Tradeoffs?[J]. *Social Science Electronic Publishing*, 1985, 23(3):49-56.
- Breuer T, Jandačka M, Rheinberger K, et al. Does adding up of economic capital for market- and credit risk amount to conservative risk assessment? [J]. *Journal of Banking & Finance*, 2010, 34(4):703-712.
- Buhler M, Schlingloff A. Asset-Backed Securities[J]. *Internationale Rechnungslegung und Internationales Controlling*, 2011: 105-131.
- Campbell J Y. Restoring Rational Choice: The Challenge of Consumer Financial Regulation[J]. *American Economic Review*, 2016, 106(5):1-30.
- Campbell J Y, Shiller R J. Valuation Ratios and the Long-Run Stock Market Outlook: An Update[J]. *Nber Working Papers*, 2001, 24(2):11--26.
- Carpentier C, Cumming D, Suret J M. The Value of Capital Market Regulation: IPOs Versus Reverse Mergers[J]. *Journal of Empirical Legal Studies*, 2012, 9(1):56–91.
- Chairman M A S. The International Pricing of Risk: An Empirical Investigation of the World Capital Market Structure[J]. *Journal of Finance*, 1974, 29(2): 365-378.
- Coelho A. Dodd Frank Act and the Brazilian Capital Market Extraterritorial Effects of Regulation to the Over-the-Counter Derivatives Market[J]. *Ssrn Electronic Journal*, 2014.
- Davidson A, Levin A. *Mortgage Valuation Models: Embedded Options, Risk, and Uncertainty*[M]. Oxford University Press, 2014.
- Dechow P M, Myers L A, Shakespeare C. Fair value accounting and gains from asset securitizations: A convenient earnings management tool with compensation side-benefits[J]. *Journal of Accounting & Economics*, 2010, 49(1–2):2-25.
- Demsetz R S, Saldenberg M R, Strahan P E. Banks with Something to Lose: The Disciplinary Role of Franchise Value[J]. *Social Science Electronic Publishing*, 1996, 2(11):1-14.

- Diebold F X, Gunther T A, Tay A S. Evaluating Density Forecasts with Applications to Financial Risk Management[J]. *International Economic Review*, 1998, 39(4):863-883.
- Dou X, Wang J. Asset Securitization and Bubbles: An Illustration of Subprime Mortgage Default Crisis[J]. *Advances in Economics & Business*, 2013, 2(2):112-119.
- Fiechter P. Reclassification of financial assets under IAS 39: Impact on European banks' financial statements[J]. *Accounting in Europe*, 2011, 8(1): 49-67.
- Frankel T, Fagan M. Introduction to Trust and Honesty in the Real World: A Joint Course for Lawyers, Business People and Regulators[C]. Social Science Electronic Publishing, 2007.
- Fuhriman T C. The Global Financial Crisis & Asset-Backed Securitization Regulatory Responses Thereto in the EU and the United States[J]. *Molecular Pharmacology*, 2013, 43(43):299.
- Grinblatt M, Longstaff F A. Financial Innovation and the Role of Derivative Securities: An Empirical Analysis of the Treasury STRIPS Program[J]. *The Journal of Finance*, 2000, 55(3):1415-1436.
- Gong F, Liu H. Inside trading, public disclosure and imperfect competition[J]. *International Review of Economics & Finance*, 2012, 24(5):200-223.
- Gonzalez L Y K, When can a photo increase credit? The impact of lender and borrower profiles on online peer-to-peer loans[J], *Journal of Behavioral & Experimental Finance*, 2014, 2:44-58.
- Goodman L S, Fabozzi F J. CMBS total return swaps[J]. *The Journal of Portfolio Management*, 2005, 31(5): 162-167.
- Hansen J, Lipow J. Accounting for systematic risk in benefit-cost analysis: a practical approach[J]. *Journal of Benefit-Cost Analysis*, 2013, 4(3):361-373.
- Haugen R A, Senbet L W. Resolving the Agency Problems of External Capital through Options[J]. *The Journal of Finance*, 1981, 36(3):629-647.
- Hellmann T. A theory of strategic venture investing[J]. *Journal of Financial Economics*, 2002, 64(2):285-314.
- Hollander H, Prokop J. Stock price effects of asset securitization: The case of liquidity facility providers[J]. *Quarterly Review of Economics & Finance*, 2015, 57:147-160.

- Hovakimian A, Kane E J. Effectiveness of Capital Regulation at U.S. Commercial Banks, 1985 to 1994[J]. *The Journal of Finance*, 2000, 55(1):451-468.
- Huian M C. Impact of the IFRS Adoption on Financial Assets and Liabilities. Empirical Evidence from Bucharest Stock Exchange[J]. *Review of Economic & Business Studies*, 2015, 8(2):69-90.
- Jameson K P. International Monetary Fund: PRGF Reviews and Mission Statements[J]. *Africa Research Bulletin Economic Financial & Technical*, 2010, 45(7):17922-17923
- Jiang J N, Chen H. Integrating the Power Industry into the Larger Economy via Electricity-Backed Asset Securitization[J]. *Electricity Journal*, 2005, 18(6):46-54.
- Kane E J. *The gathering crisis in Federal Deposit Insurance*[M]. MIT Press, 1985.
- Kane G D. The problem of how to account for asset securitization transactions[J]. *Journal of Accounting Education*, 1997, 15(15):39-51.
- Kaufman J C, Lee J, Baer J, et al. Captions, consistency, creativity, and the consensual assessment technique: New evidence of reliability[J]. *Thinking Skills & Creativity*, 2007, 2(2):96-106.
- Keeley M C. Deposit Insurance, Risk, and Market Power in Banking[J]. *American Economic Review*, 1989, 80(5):1183-1200.
- Klafft M, Peer to peer lending: auctioning mirco credits over the internet[C], *Proceedings of the 2008 International Conference on Information Systems, Technology and Management (ICISTM 08)*, 2008.
- Kothari V. *Securitisation, Asset Reconstruction and Enforcement of Security Interests: Incisive Commentary on the Law and Rules with Comprehensive Introduction to Securitisation*[M]. Academy of Financial Services, 2003.
- Kravitt J H P. *Securitization of Financial Assets*[M]. Aspen Publishers Online, 2012.
- Lee J K, Kwon C H. A Study on the Evaluation and Improvement of Rental Housing Asset Securitization in Korea: Case Study on Korea Land and Housing Corporation[J]. *Christian Science Monitor*, 2013, 4(1):107-117.
- Lepinette E. Robust No Arbitrage of the Second Kind with a Continuum of Assets and Proportional Transaction Costs[J]. *Siam Journal on Financial Mathematics*, 2015, 7(1):104-123.

- Liu W F, Yu W. The Development and Deficiency of Financial Assets Transaction Market in China[J]. Northern Economy & Trade, 2015, 6(11): 21-36.
- Lynch A W, Tan S. Multiple Risky Assets, Transaction Costs, and Return Predictability: Allocation Rules and Implications for U.S. Investors[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2010, 45(4):1015-1053.
- Mario H T, Nick W. Financial distress and bankruptcy prediction among listed companies using accounting, market and macroeconomic variables[J]. International Review of Financial Analysis. 2013 (30): 394-419.
- Martinez-Solano P, Yagüe-Guirao J, Lopez-Martinez F. Asset securitization: effects on value of banking institutions[J]. The European Journal of Finance, 2009, 15(2): 119-136.
- Morteza S, Monireh S, Farookh K H, Ali A, Omar K H, Behzad A. A granular computing-based approach to credit scoring modeling[J]. Neurocomputing. 2013 (122): 100-115.
- Nanda V, Yun Y. Reputation and Financial Intermediation: An Empirical Investigation of the Impact of IPO Mispricing on Underwriter Market Value[J]. 1997, 6(1):39-63.
- Ning C. Dependence structure between the equity market and the foreign exchange market—A copula approach[J]. Journal of International Money & Finance, 2010, 29(5):743-759.
- Ohnuma H. Accounting Logic under the Asset Securitization and Derecognition[J]. Economic Review, 1998, 48:115-139.
- Palmerini T, Alessi L, Dangas G. Revascularization of unprotected left main coronary artery disease: strategy selection and systematic risk assessment[J]. Catheterization & Cardiovascular Interventions Official Journal of the Society for Cardiac Angiography & Interventions, 2012, 80(2):199-205.
- Piramuthu, S. Financial credit-risk evaluation with neural and neurofuzzy systems. European Journal of Operational Research, 1999, 112(2): 310–321.
- Pope D G, Sydnor J R. What's in a picture? Evidence of discrimination from prosper.com[J], Journal of Human Resources, 2008, 46(1):53-92.
- Rosenthal J A, Ocampo J M. Securitization of Credit: Inside the New Technology of Finance[J]. 1988, 7:256-272.

- Santangelo E, Tufano R, Forestieri P, et al. [Problems in anesthesia and resuscitation of patients undergoing intestinal bypass][J]. *Minerva Anestesiologica*, 1982, 48(12):839-44.
- Sass J, Schäl M. Optimal Portfolios and Pricing of Financial Derivatives Under Proportional Transaction Costs[M]. *Markov Decision Processes in Practice*. Springer International Publishing, 2017.
- Shenker J C, Colletta A J. Asset Securitization: Evolution, Current Issues and New Frontiers[J]. *Tex.l.rev*, 1991, 69(6):1369-1429.
- Stiglitz, J. E., Weiss A, Credit rationing in markets with imperfect information[J], *American Economic Review*, 1981, 3:393-410.
- Tavakoli J M. Structured finance and collateralized debt obligations: new developments in cash and synthetic securitization[M]. John Wiley & Sons, 2008.
- Yue L I, Feng Z X, Zhi-Ling N I. Effect of Asset Securitization on Bank Micro-prudential Supervision: Based on Liquidity[J]. *Journal of Business Economics*, 2014(10):64-72.
- Vora P P, Mcginnis J D. The asset allocation decision in retirement: lessons from dollar-cost averaging[J]. *Financial Services Review*, 2000, 9(1):47-63.
- West, D. Neural network credit scoring models[J]. *Computers and Operations Research*, 2000, 27(11-12): 1131-1152.
- 曹凤岐. 建立和健全多层次资本市场体系[J]. *中国金融*, 2004(7):42-43.
- 陈裘逸, 张保华. 资产证券化定义和模式的检讨: 以真实出售为中心[J]. *金融研究*, 2003(10):53-62.
- 廖理, 李梦然, 王正位. 聪明的投资者:非完全市场化利率与风险识别: 来自 P2P 网络借贷的证据[J]. *经济研究*, 2014(7):125-137.
- 李尚公, 沈春晖. 资产证券化的法律问题分析[J]. *法学研究*, 2000(4):19-30.
- 李焰, 高弋君, 李珍妮,等. 借款人描述性信息对投资人决策的影响: 基于 P2P 网络借贷平台的分析[J]. *经济研究*, 2014(S1):143-155.
- 孙奉军. 我国资产证券化的现实思考与路径选择[J]. *财经研究*, 2001, 27(9):43-51.
- 孙坤, 刘慧仙. 金融资产分类的影响因素研究[J]. *东北财经大学学报*, 2015(2):12-17.
- 王国刚. 建立多层次资本市场体系研究[M]. 人民出版社, 2006.

王会娟, 廖理. 中国 P2P 网络借贷平台信用认证机制研究: 来自“人人贷”的经验证据[J]. 中国工业经济, 2014(4):136-147.

王亚民, 朱荣林. 资本市场发展模式新论: 一个风险投资视角[J]. 证券市场导报, 2003(1):56-60..

杨东. 互联网金融的法律规制: 基于信息工具的视角[J]. 中国社会科学, 2015(4):107-126.

张金清. 金融风险管理, 第 2 版[M]. 上海: 复旦大学出版社, 2011.