

网贷平台发行资产证券化 产品的风险规制*

徐英军**

摘要:分析 P2P 网贷平台试水类资产证券化的典型案例,可发现其欠缺标准资产证券化的若干要素,主要是没有特殊目的载体 SPV 参与、债权产品没有内部分层增信及外部信用评级、没有足够的信息披露和专业机构的介入。网贷平台发行资产证券化产品存在着法律风险、信用风险、道德风险和系统性风险,其根本性成因是信息不完全性,应以解决信息不完全性为风险规制立法的逻辑起点,以信息供给为风险规制立法的着力点,实行公开发行注册制,明确各从业主体的地位与责任,规定信息供给的范式要求,采取投资者适当性原则。在监管制度上,树立适度监管理念,形成以银监会和证监会为主导的合作监管体制,引导和促进线上 ABS

* 本文系教育部重大攻关项目“我国债券市场建立市场化法制化风险防范体系研究”(项目编号:14JZD008)、河南省软科学重点课题“郑州航空港经济综合实验区法治环境的优化策略与评价机制研究”(项目编号:152400410178)的阶段性研究成果。

** 武汉大学法学院经济法学博士研究生,河南航空经济协同创新中心教授。

的健康发展。

关键词: 债权类资产 线上资产证券化 网贷平台 风险规制

引言

经过 2005 年试点、2007 年暂停到 2012 年重启,我国资产证券化 (ABS) 业务逐步摆脱稚嫩,相关行业规章渐趋完善,基础资产的品种不断拓展,操作技术日渐成熟,业界正在政策东风支持下不断开拓市场,但目前发行交易仅限于银行间市场和证券交易所的机构投资者范围内的“小公募”,仍处于知易行难、市场发育的阶段。同时,近年来互联网金融异军突起,七种业态中发展最快的网贷平台已从狭义的 P2P (个人之间的网络借贷) 发展到包括 P2B (个人与企业之间的网络借贷) 在内的广义 P2P 阶段,^[1] 业务模式从最初的一对一、一对多衍生出债权资产转让等新类型。有的网贷平台为了寻求更多的增长空间和业务覆盖,在债权转让业务模式中更多地引入资产证券化操作手法,在线上发行与交易固定收益类产品,引起“P2P 曲线进入千亿资产证券化市场”、“互联网金融掘金百万亿资产证券化市场”等报道和评论。^[2] 不少学者论及互联网借贷的风险控制,却很少有人细致分析这些网络理财产品同标准资产证券化交易有何异同,尤其是从资产证券化的市场化发展、法制化规范角度去探讨网贷平台开展债权资产在线证券化将会带来哪些金融风险以及如何规制。本文将在对相关案例的实证分析基础上,总结网贷平台开展线上资产证券化操作的种种风险及其成因,进而阐述我国对网贷平台开展债权资产在线证券化应有的法制态度,论证相关风险的规制思路、规制内容和监管机制,以期为立法和政策上的制度回应提供思路和参考。

[1] 最高人民法院 2015 年 6 月发布的《关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》已经确认法人之间、其他组织之间以及它们相互之间为生产、经营需要可以订立民间借贷合同。

[2] 详见 http://hbinhan.blog.hexun.com/95046914_d.html, 2015 年 10 月 15 日访问。

一、见微知著:网贷平台在发行资产证券化产品吗?

宜信 P2P 平台较早推出债权转让理财项目,其 CEO 先在线下以自己的名义出借资金给借款人,再将债权按金额和期限进行拆分后,通过平台以理财产品的方式转让给投资者,该模式被质疑为“建立了一个场外非标准化的信贷资产证券化市场体系”。之后,这种债权转让模式被其他网贷平台普遍采用,并不断趋近资产证券化操作。2014 年以来,我国三大面向高校学生提供网上消费分期贷款的互联网金融服务平台“趣分期”、“分期乐”和“爱学贷”纷纷将其消费小贷债权重组打包后通过融贝网、桔子理财等网贷平台进行转让以回笼资金;PP money 择选小额贷款公司的线下小贷债权拆分后以“安稳盈——小额信贷资产权益产品”名义在线上发售转让,其他网贷平台如芒果金融和星火钱包等也在进行类似尝试,只不过星火钱包是从其他 P2P 平台购买债权打包或分拆后出售给投资者,自称为“多 P2P 平台、多 P2P 项目的信息集成与债权交易”。

(一) 网贷平台尝试资产证券化的模式特征

前述线上小贷债权固定收益产品的运营模式大致如下:由网贷平台或其关联人对小额贷款债权存量予以筛选,重组打包成标准化的小贷资产包;通过网贷平台将债权资产包打散零售转让给众多网上投资者;标的到期前,投资者可以通过网贷平台转让债权,标的到期后由保理公司或者网贷平台受借款人之托向投资者支付本金及利息。这些债权资产在网贷平台的流转都体现了以经营再生产为目的的资产重新安排发售和二级市场交易特点,与普通民事债权转让有质的不同,更类似资产证券化操作方式:

1. 以小额信贷债权为基础资产。就法律性质而言,这些小额信贷债权资产包括本金债权和利息收益权,单笔大额的一般有财产抵质押担保,小贷的基本为纯信用贷款,具有权属清晰、同质性强、分散度高、规模可观和能够产生可预期的现金流入等特征,是比较适合开展证券化的金钱债权。

2. 小额信贷债权的转让交易以增加经营流动性为目的,具有“集合运作、期限错配、滚动发售”特点。其过程就是以结构化把流动性差但又有可预期现金流的债权打包组合成标准化的小额债权资产包,借助P2P平台向仅具有小额投资能力和风险承担能力的中小投资者进行份额化配售,以债权收益作为偿付投资者的保障,从而达到把死水激活盘活存量资产的效果。

3. 通过P2P平台实现了在线公募化。P2P平台通过为网络投融资各方提供信息桥梁、交易平台和撮合交易等居间服务,实际就是发售证券化产品,并使得投资门槛更低、覆盖客户更加广泛,实现了线上公募化。这对于促进我国资产证券化交易有一定积极意义,当前线下资产证券化业务的投资者仅限商业银行和机构投资者,个人不能买,这是导致二级交投不活跃的主要因素。

4. 存在第三方担保、P2P平台垫付机制。从理论上说,第三方担保、P2P平台垫付机制通过转移风险来增信、促销和缓释可能发生的风险,有助于打破因出借人的不信任造成的“囚徒困境”,避免个别借款人的违约给出借人带来的资金损失,但是如果担保机构的担保能力不足,则会加重平台自身的风险;平台有限的风险备付金相对于巨量的融资额仅仅是杯水车薪。有的平台直接参与资产包的买卖交易,对期内未销售的证券化产品保底买进。

5. 实现了资金第三方托管。托管人包括有资质的互联网第三方支付平台和商业银行,承销的网贷平台理论上无法触碰投资者的资金。

6. 投资周期较短,利率偏高。还款期限一般在半年以内,远低于传统证券化产品的2~5年存续期;年化收益率为8%~15%,高于传统证券化产品的6%~10%。

其中,PP money平台的“安稳盈”产品业务流程更完整,也最趋近资产证券化操作:一是有保理公司充当类SPV,收购小贷债权资产后在P2P平台上进行转让;二是在网贷平台发售之前先在区域性产权交易机构挂牌交易,增加了产权交易机构对基础资产包的审查环节,起到一定的信用增强作用;三是由产权交易机构承担投资者的投资权益的登记和托管。

可见,无论标的资产来自线下还是线上,这些债权资产均利用网贷

平台实现转让以融得资金再投入生产经营之中,不同于阿里小贷、京东应收账款等电商网贷平台联合券商推出的“互联网小贷资产+线下ABS”资产证券化项目。互联网贷款平台的此类交易行为,不管是一种抢在制度之前的创新还是利用监管盲区的投机,都值得我们关注。

(二) 网贷平台尝试资产证券化欠缺若干标准要素

资产证券化的法律性质是将能够产生可预期现金流的金钱债权(基础资产)通过结构性重组转化成证券以融资变现,债权收益成为偿付证券投资者的信用保障,属于债权用益的具体表现。^[3]从金融工程角度看,资产证券化系两项金融技术的结合:一是把资产从企业资产负债表剥离出来;二是对现金流和风险的重新分配,这就是所谓的结构化金融技术。而当前P2P平台的证券化尝试欠缺标准资产证券化的如下要素:

1. 没有特殊目的载体SPV参与。在资产证券化中,最具标志性的操作环节就是要设立一个独立的特殊目的载体(SPV),由它受让基础资产等全部权益并作为发行人发行证券来融资,以能实现拟证券化的基础资产同融资者(基础资产的原始权益人、资产证券化发起人)的其他资产风险(尤其是破产风险)相隔离而获得较高的信用评级。此外,SPV还承担产品结构设计职责,同时作为投资者代表监督资产支持证券的存续期内基础资产的运营,管理和分配投资收益。在前述案例中,仅有PP money平台的“安稳盈”产品有保理公司充当类SPV,其他网贷平台上交易债权资产根本没有SPV机构(至少其公开信息中没有)而直接由原始权益人作为固定收益产品的发行人,网贷平台来承销并负责设计产品标准。“安稳盈”产品的发起人需回购基础资产的结构设计虽然增加了投资者的权益保障,但在法律属性上更像是基础资产以“让与担保”方式暂时抵押给投资者,存在非真实销售之嫌。当然,难以彻底实现风险隔离也是我国当前法制框架下资产证券化业务的“通病”,特殊目的信托方式基于《信托法》关于信托财产相对独立性的规定基本可以实现风险隔离,但证券公司、基金公司子公司开展资产支

[3] 参见许多奇:“债法现代化的法理基础与债权地位的法律证成”,载《法律科学》2004年第5期。

持专项计划在风险隔离上存在显著法律瑕疵,基于普通委托关系的特殊目的账户难以脱离委托人的破产追索范围。

2. 债券产品没有内部分层增信及外部信用评级。资产支持证券产品的分层构造及评级增信是标准资产证券化的特色环节,产品分层即是按风险级别把证券化产品设计成利率不同、期限不同、受偿顺序不同为优先/次级的收益权,以满足不同投资者的风险偏好和投资需求实现风险分散,由发起人认购次级债券则可实现内部增信。此外,分层拆分也可使得资金成本大幅下降,现阶段 P2P 线上证券化产品的平均资金成本在年化 10% ~ 15%,分层运作后预计可降低到 10% 左右。然而,网贷平台交易的类证券化产品均无分层设计,也未聘请专业评级机构对产品进行信用评级,只是 P2P 平台有的自行做出的评级,有的发布调研评估报告,或者引入国际上信用评分技术。

3. 没有足够的信息披露和专业机构的介入。标准资产证券化涉及的主体众多、交易流程亦颇为复杂,是需要七八个专业机构分工合作、相互制约才能完成的复杂的集合性商事活动,信息披露成为规范该商事行为和保护投资者权益的重要手段。我国线下信贷资产证券化和企业资产证券化的信息披露制度均已成型,^[4]规定了整体框架、会计法律意见披露、发行期存续期披露和持续购买(循环)结构等重要信息的披露均提出了要求。但网贷平台交易的类资产证券化理财产品除了有担保公司提供外部担保增信外,往往由承销平台直接负责投资权益的登记、结算和托管,也没有会计师事务所、律师事务所、资产管理公司等机构公开提供专业服务和审查监督,更没有明确的信息披露标准,产品透明度普遍不高。

凡此种种,P2P 平台发行交易的债权资产转让项目至多称得上是

[4] 现行规则主要包括中国人民银行、银监会、中国银行间市场交易商协会制定的信贷资产证券化产品信息披露规则和证监会制定的企业资产证券化产品信息披露规则。相较而言,信贷资产证券化信息披露指引更具备专业与针对性,针对不同的产品特性分别制定信批指引,更加关注现金流信息和历史数据信息的披露,在风险提示方面更加具体、连贯,且借助表格体系对信息披露框架更加标准化处理,同时结合美国《Regulation AB》先进经验与国内目前实际操作,在风险揭示、估值定价方面更加完善。

资产证券化的初级阶段,或者说是场外的“类资产证券化”模式,存在“模式扭曲”现象更易导致风险,不少人质疑债权资产的线上转让因基础资产的期限错配而存在“庞氏骗局”魅影。应当看到,网贷平台的类资产证券化操作规模和范围呈现迅速扩大之势,且越来越契合资产支持证券的操作特征,但是要想实现真正资产证券化的线上标准化操作尚有很大提升和规范空间,很有必要就债权资产通过互联网进行证券化交易的风险及其防范展开全面分析。

二、聚焦透视:网贷平台发行资产证券化产品存在哪些风险?

按照互联网经济学理论,互联网在金融领域的摧毁和重构就是利用互联网活动中的边际效益递增规律使个体金融服务供需模式得到进一步优化,使资金融通的时间、空间和数量边界得以扩展。也就是说,互联网金融兴起的原因和优势在于其“小额众筹”的市场特征,它吸收了小微投融资者为普通个人和中小企业提供金融机会,发挥了聚集闲散资金和合理调配民间流动资本的功能。但是,在对金融资产的小额化处理过程中,也将金融风险扩散到了数量无限放大的小微投融资者之间。

(一) 网贷平台发行资产证券化产品的风险种类

由于P2P行业的发展历程尚短,其自身就是一项金融创新,ABS+P2P更是创新,也将不可避免地产生金融风险,这些风险既有互联网借贷与资产证券化融资共有风险的交织,也有二者特有风险的汇加,主要包括:

1. 法律风险

首先是权利义务不确定的风险。网贷平台发行资产证券化产品有多个主体参与,包括原始债权人(即理论上的证券化发起人,实践中往往由网贷平台及其关联企业充当推手和实际发起人)、网络投资者、原始债务人、网贷平台、类SPV机构及资金托管和投资权益登记结算机构等,因相关立法滞后于实务发展,导致各主体的法律地位不明确,权利义务无法得到确认和保障,交易行为的法律边界模糊,就网贷平台来

说,它在线上资产证券化中的法律地位如何,仅仅是信息中介还是承销商?其能否参与设立 SPV?能否接盘交易或以做市为目的提供流动性支持?可以说,整个互联网金融行业尚处于准入门槛低、行业标准缺失、监管态度不明确状态,网贷平台在无章可循之下倾向于“打擦边球”进行监管套利,极可能无意中碰触刑事法律制度的“红线”。

其次是融资主体的违法风险。譬如,小贷资产收益权产品的融资主体是线下的小额贷款公司,其转让债权进而发行类资产证券化产品显然绕开了原监管框架的报审程序、融资渠道(限于商业银行)和融资额度(不得超过资本净额的 50%)等限制,为监管部门提出了“合法与否”、“管还是不管”的难题。最新政策动向是,国务院法制办于 2015 年 8 月在官网公布了《非存款类放贷组织条例(征求意见稿)》和中国人民银行关于《非存款类放贷组织条例(征求意见稿)》的说明,其中两项规定值得关注:(1)非存款类放贷组织的贷款资产可以转让;(2)非存款类放贷组织应当主要运用自有资金从事放贷业务,也可以通过发行债券、向股东或银行业金融机构借款、资产证券化等方式融入资金从事放贷业务。小额贷款公司转让小额贷款债权发起资产证券化融资操作的法律障碍可能很快消除。同月,江西省人民政府金融办出台《关于促进小额贷款公司规范健康发展的若干意见》,支持优质小贷公司与互联网网贷平台开展业务合作,符合条件的可开展资产证券化、贷款管理等表外业务。这是地方政府首次明确提出支持小贷公司与 P2P 合作,带来了网贷平台发行资产证券化产品全国性推广的曙光。

第三是网贷平台的违法风险。譬如,有的平台反复“拆标打包”,即多次进行债权金额重组、期限错配和债权转让,导致权利和责任主体不明,一旦出现出借人集中挤兑等流动性风险,平台风险备付金往往难以应对,只能将坏账损失在所有出借人范围内集体分摊;有的平台运营商在利用自有资金在线下放贷再在线上转让债权,投资者投标后的资金最终还是流向平台运营商或实际控制人,可能会出现自有资金与投资者资金池混同问题,还可能涉嫌非法吸收公众存款、集资诈骗或者擅自公开发行证券等刑事犯罪等;^[5]还有的平台出现名义利率不超过同

[5] 参见彭冰:“P2P 网贷与非法集资”,载《金融监管研究》2014 年第 6 期。

期人民银行同类贷款基准利率4倍但加上服务费用等超过4倍的情形,债务人可能在发生争议时提出合法性抗辩。

2. 信用风险

一是原始债务人的信用风险。资产证券化是以基础资产所产生的未来现金流作为实现投资者收益的信用融资,基础资产的择选和组合是证券化的基础环节,基础资产的质量往往决定着债务人违约的信用风险,也将影响着网贷平台未来发行资产证券化产品的成败与否,“优质金融资产、优良的风控体系和轻资产线上平台”被列为P2P平台的三大成功要素。^[6]网贷平台发行的类资产证券化产品如果直接由原始权益人作为证券发行人显然缺失了一次审查过滤难以保障基础资产质量,如果由承销的P2P平台自行审查甄选基础资产和构建资产池,则受其自身专业水平、定价模型和风控能力所限,往往难以较为准确地把握入池资产质量是优是劣,在类SPV与P2P平台之间具有关联关系的情况下难免会“过于信任”或“手下留情”,从而造成偿付隐患和信用风险。

二是原始债权人的信用风险。通过内部结构化分层进行组合增信是资产证券化的标志性环节,借助由原始债权人购买次级产品而实现“风险自留”,既防止了来自发起人的信用风险又可以获得杠杆收益。但网贷平台证券化产品未进行内部结构化分层,使得原始债权人对所转让债权的合法性、特定性等无须承担任何责任,显然有失妥当。“爱学贷”平台似乎已经意识到这一点,其拟在浙江产权交易所发行内部代号为“透明ABS”的分期消费借款支持的证券化产品将分为优先、次优和劣后三个层级,占比为7:2:1,由其买断劣后级产品。^[7]

三是网贷平台的信用风险。有的平台变相违规担保或者承诺本息托底保障,不仅该融资性担保行为的效力存在缺乏资质许可等法律瑕疵,更重要的是平台普遍较低的注册资金与动辄几千万元的待偿付金额相差悬殊,存在失信可能并会误导投资者。

[6] 参见陈勇:《中国互联网金融研究报告(2015)》,中国经济出版社2015年版,第2页。

[7] 参见佚名:“透明ABS:互联网金融的第一笔资产证券化”,载飞象网,<http://www.cctime.com/html/2015-5-6/2015561549224852.htm>,2015年11月20日访问。

四是资金托管机构的信用风险。主要表现为受网贷平台操控,第三方支付机构等怠于履职,导致投资资金的第三方监管流于形式。

3. 道德风险

先看类 SPV 机构的道德风险。目前的线上 ABS 没有独立的 SPV 机构参与,兼职充当“类 SPV”的往往是原始权益人或者承销的 P2P 平台的关联公司,法律责任不清晰,还兼营他业甚至直接投资购买证券化理财产品,诸多利益冲突之下很可能逆向选择而侵害普通投资者权益。

再看发起人的道德风险。在 P2P 平台出售的证券化理财产品已是经过打包重组的资产包,其特征是小微融资者的负债比例更高的小额高风险资产,很可能会出现质量较差的“垃圾债权”经过包装出售给广大投资者,而投资者可能毫不知情。

三是网贷平台的道德风险。譬如,有的网贷平台发放虚构的高收益、超短期的“秒标”借款以招揽人气,由投资者竞标并打款,网站在满标后很快连本带息还款,这种做法将虚增交易量和虚降坏账风险而误导投资人;一些网贷平台甚至虚构借款人账户发行假标,直接为自己圈钱“自融”,随着交易规模的迅速扩大,发生交易资金被携款“跑路”风险的可能性越大。有网民就因“安稳盈”产品交易流程中存在的多个主体均与 PPMoney 平台之间存在股权关联关系,提出其“关联监管、关联交易、关联担保”流于形式等质疑。

4. 系统性风险

线上资产证券化产品发行交易还需要防范引发互联网金融业的系统性风险。互联网借贷比其他互联网金融业态发展更快、影响更大,加之各业态的混业交叉和彼此之间的联动效应,使得其包括网络技术风险在内的系统性风险问题越发突出。互联网金融的成功基因在于其技术领先性和业务发展的高效性以及支付系统的快捷性,但这也为互联网金融的系统性风险在短时间内突然爆发并迅速扩散带来便利,一旦发生将会极大地破坏金融系统、实体经济和社会稳定。此外,互联网平台扩大了交易市场,尤其是随着人民币国际化步伐的加快,以及境内自贸区的金融改革创新,都会促使越来越多的境外网络投资者购买人民币资产证券化产品,由此引发的风险也需要我们未雨绸缪。加之互联网平台带来的信息技术漏洞,对互联网金融的系统性风险应该见微知著、谨

慎防范。

(二)网贷平台发行资产证券化产品的风险成因

造成网贷平台开展资产证券化操作风险的因素很多,不妨先从法制环境、交易方式、主体特征、行为要素等维度展开分析。

1. 法制缺位和监管滞后的现实环境。一方面,规范兴起不久的互联网金融行为的法律性文件尚未出台,仅有中国人民银行等十部委2015年7月联合发布的《关于促进互联网金融健康发展指导意见》(以下简称《指导意见》)做出原则性的政策指导,没有提供基本的法律权利配置和义务设定;另一方面,已经试行近十年的资产证券化也缺乏总体性的专门立法,既未对证券化的关键问题做出规定(譬如,可证券化债权资产的基本标准、未来债权资产的可转让性和公示制度、特殊目的载体制度等),又存在现行法律制度直接阻抑资产证券化操作的困境(譬如,《公司法》对公司和有限合伙企业的设立条件和经营范围的限制、《合同法》对债权转让和《担保法》对抵押物转让的公示要求、《证券法》及相关规章对债券发行额度、证券化交易主体资格的限制以及《企业破产法》对欺诈性转移规定的撤销权等),仅靠政策和一行三会的部门规章断难持久。因此,资产证券化这一创新性融资模式在美英等发达国家是金融工程问题,但在中国更多的是法律、会计和税务的问题,法律上主要是破产隔离,而会计的真实销售和税收中性归根结底也是税法和会计准则改革问题。

2. 互联网金融交易的方式限制。互联网借贷的显著特征是公开化的陌生人交易,跨市场、跨地域甚至跨国境,有别于熟人间的传统民间借贷和特定群体的私募融资行为,互联网投资方的交易基础不仅基于对融资方的信任,也基于甚至更依赖对网贷平台的信任。同时,互联网的无边界性、虚拟性、及时化等物理特征更加大了资信审查和行业监管的难度,成为诱发道德风险和信用风险的因素。譬如,网上签订产品合约时,承销证券化产品的网贷平台经常利用网页阅读的局限性,仅仅提供客户点击“已阅读风险提示,并同意接受”等强制操作方式,而未向客户提供附加条款输入项即确认合约内容。

3. 网络投资者的非理性倾向。在互联网的开放和迅捷环境中,金融交易可能性边界被大大扩展,庞大的用户规模优势和较低的交易成本优

势可以使得个体的个性化、碎片化投融资需求得到充分释放和满足,使社会经济中的每个人都有权利和途径参与到金融活动之中,逐步接近金融的有效性和民主化。同时,大量以前不被传统金融覆盖的人群加入到投资者队伍,他们的风险识别能力和承担能力相对欠缺,加之“投机好赌”〔8〕的文化传统和当下“全民浮躁”的社会氛围,使得投资者个体和群体盲目追求高息、羊群效应等非理性更易出现。以“80后、90后”为代表的互联网新生代成为网络投资主力军,他们的思维方式和行为方式都与互联网息息相关,但风险意识并没有随之发展而提高,他们对金融的原理、特征和 risk 的了解往往比不上对互联网的熟悉程度。网络投资者的非理性现象称为我国互联网金融发展历程中的阶段性特征和特有的风险诱因。

4. 主体间信息占有的不对称。当前的线上类资产证券化产品普遍欠缺透明度,同时存在融资者(资产证券化发起人)与网络投资者之间、网贷平台与网络投资者之间的信息不对称。一方面,影响投资安全和收益的有关基础资产的信息均来自资产证券化发起人,其掌握的信息最为全面,其作为资金需求方需要通过自己的个性特征信息增强信任度;另一方面,网贷平台借助互联网技术和通道优势也掌握大量信息,只有投资者的信息量是“冰山一角”。利用信息优势,资产证券化发起人可能提供虚假信息掩盖风险,承销证券化产品的网贷平台可能不充分或不明确地提示风险,或者做出夸大收益等误导性推介等。这种信息不对称贯穿于发行前审查、存续期监控、投资权益清偿的整个过程,是诱发利益输送、不公平交易、市场操纵等道德风险的主因。

此外,我们还可以从不同角度列举其他风险成因。

重要的是,各种风险成因中最根本最核心的是什么?当属信息不完全性。我们知道,不确定性是风险概念的本质特征,在不确定性的背后就是信息不完全的状态,而随着信息量增加,不确定性就会被降低和化解,风险也会随之下降。也就是说,信息不完全性导致了不确定性,这是

〔8〕 中国公开型资本市场的投机性特征众所周知,也是国民好赌之表现。参见蒋大兴:“国民性、资本市场与法律的深层结构——民众的‘好赌性’与市场调控法则”,载《北方法学》2009年第3期。

风险的内在形成机理。在上述风险成因中,除了交易主体之间信息占有不对称导致的信息不完全性外,法律制度的供给不足也属于信息不完全性的表现之一,参与交易主体在无章可循、无所适从之下就可能盲目冲动甚至铤而走险。而互联网交易方式和网络投资者非理性倾向则加重了信息不完全性及其引发风险的可能性和风险的杠杆性传递后果。互联网非面对面交易为契约主体隐匿真实信息提供了有利条件,特别是当信息发生偏离或者流动路径被人为截断,另一方往往不能及时有效察觉。在视域受限之下,投资者通过网贷平台缔结投资契约存在浓重的机会主义色彩,契约权的实现也就受到限制。对于契约当事人来说,履约花费时间越长,履约结果的不确定性就越大,这或许可用来解释线上类证券化产品周期普遍较短的原因。可以预见的是,在公权机关未出台行业规范的情况下,网贷平台不断尝试和创新互联网金融交易的模式结构并主导重构权利契约,以建立起自己的金融闭环和商业模式,它们很可能凭信息搜集和处理的优势制造新的信息不对称,借算法和技术的优势建立新的市场壁垒,损害资金供需双方的权益。^[9] 这是值得监管当局关注的。

确定了诱发风险的根本原因是信息不完全性有助于确定风险规制的逻辑思路。互联网金融本质仍属于金融,主要是在渠道意义上挑战传统的银行和资本市场,没有改变金融风险隐蔽性、传染性、广泛性和突发性的特点,必须把风险控制作为立身之本。

三、立法前瞻:怎样规制网贷平台发行资产证券化产品的风险?

韦伯说,“每一种法律制度都有受技术和经济事实制约而产生的特殊规范”,^[10] 资产证券化立法尤为如此,它作为一种结构性技术融资工具,被视为 20 世纪 70 年代以来最重要的金融创新,在盘活存量资产、降

[9] 参见乔海曙、吕慧敏:“中国互联网金融理论研究最新进展”,载《金融论坛》2014 第 7 期。

[10] [德] 马克斯·韦伯:《论经济与社会中的法律》,张乃根译,中国大百科全书出版社 1998 年版,第 128 页。

低融资成本、优化资产负债结构等方面的作用显著。我国正在调整资本市场结构,其中扩大资产证券化规模帮助实体经济实现直接融资是重要一环。不能无视互联网上的资产证券化尝试和市场需求,而应当及早立法确认资产证券化通过互联网发行交易的合法性,在市场化导向下完成制度规范化、行为标准化,制度建设的核心是风险规制。

(一) 风险规制的基本思路

1. 以解决信息不完全性为风险规制立法的逻辑起点。包括类资产证券化交易在内的互联网借贷的显著特征是公开化的陌生人交易,跨市场、跨地域甚至跨国境的现象非常普遍,有别于熟人团体间的小额民间借贷和私募融资行为,现有的契合于社会信用交易的民间借贷立法及私募立法的风险规制逻辑难以照搬来防范网贷平台及融资人的信用风险及道德风险。^[11] 结合前文述及的风险表现和成因分析,既然信息不完全性是线上 ABS 各种风险成因中最根本的一个,应当以解决信息不完全性问题作为风险规制的逻辑起点。这不仅是必要的,也是可行的。美国著名金融经济学家雷德里克·S. 米什金指出,金融中介的存在原因主要有两个:一是金融中介有规模经济和专门技术能降低资金融通的交易成本;二是金融中介有专门的信息处理能力,能够缓解投资者和融资者之间的信息不对称以及由此引发的逆向选择和道德风险问题。^[12] 从理论和技术上看,低成本地媒介资本、媒介信息完全可以成为网贷平台提供金融服务的强项,关键在于相关主体的主动性和责任心如何,这就需要建章立制。金融与社会的融合是当今中国社会变迁影响金融发展显著特征,体现为社会金融化与金融社会化两个过程,前者是社会行为遵循金融方式和规则的过程,后者是金融机构和社会成员共同形成有助于经济社会发展的金融环境和金融行为的过程。^[13] 这也成为奠定金融法制变革的动力,金融法不能只片面注重纯粹经济意义上的金

[11] 参见杨东:“互联网金融风险规制路径”,载《中国法学》2015年第3期。

[12] See Frederic S. Mishkin, *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, New York: Harper Collins College Publishers, 2004.

[13] 参见邹立行:“金融社会化和金融社会化”,载《科学决策》2011年第3期。

融活动,还应当关注金融与社会的互动,追求社会公平。^[14]尽可能为民众参与金融活动提供信息和其他便利,是金融法制追求金融公平的必然选择。

2. 以实现风险分配正义作为风险规制立法的着力点。“人类社会的分配过程,实际上是对两种不同性质事物的配置:一种是发展成果的分配,如财富分配;另一种是发展成本的分配,如风险分配。”^[15]在风险社会中,风险分配正在成为社会分配的主导逻辑,风险分配正义是社会正义的内涵之一。如前所述,风险主要表现为义务的不确定性和不履行确定义务的可能性,因此,首先要通过明确资产证券化交易结构来界定各主体在资产证券化中的义务和责任,实现合理的风险分配,资产证券化本身就是借助结构性技术进行风险分配和分散;其次是充分供给信息的规范设计,包括事实信息的披露和知识信息的提供两个方面,规定信息收集甄选、披露传递、检查调控等具体制度。由于金融资产以风险为介质,信息对金融市场价格形成的独特作用就在于其能反映所有风险,并让金融资产的风险结构透明化,因此,充分供给信息是风险合理分配的内在要求,充分供给信息有助于实现风险分配的正义,有助于实现投资者风险吸收能力与金融资产风险相匹配。按照有效市场理论,在信息充分的前提下,市场价格实际上是金融风险的公开市场定价,^[16]网贷平台的类资产证券化理财产品的高利率现状也在一定程度上说明了其高风险性。只有充分供给信息,投资者才可能在识别风险基础上做出投资与否及投资种类、数量的选择,主动实现风险吸收;同时,充分有效的信息供给有助于将目前线上资产证券化过高的名义投资回报率降到合理水平,降低融资人难以偿付的信用风险,吸引更多的资产融资人进入这个市场,更好地服务实体经济,从而形成线上 ABS 融资的良性循环和持续健康发展。

[14] 参见冯果、袁康:“反垄断视域下的金融资源配置与社会公平”,载《法学杂志》2011年第8期。

[15] 参见王道勇:“风险分配中的政府责任”,载《学习时报》2010年4月12日版。

[16] See Sanford J Grossman, and Joseph E Stiglitz, *Information and Competitive Price Systems*, *The American Economic Review*, Vol. 66, 1976, p. 246.

(二) 风险规制的主要内容

1. 实行公开发行注册制。在《证券法》修改中将资产证券化产品纳入《证券法》调整范围,增加有关资产支持证券的结构化制度,确认债权类资产通过互联网进行线上资产证券化交易的合法性,^[17]明确交易结构和各主体的权责以合理分配和分散风险。对网络资产证券化产品实行以公开发行注册制为原则、“小公募”豁免注册为例外的区分性发行机制。时机成熟后,效仿韩日等国另行出台单行特别法《资产证券化法》,解决目前法律冲突与立法空白问题,明确 SPV 设立方式、可证券化基础资产的法律条件、证券化操作的增信、评级等节点性制度,统合下位部门规章,构建风险规制的法制框架,完成政策法律化、原则规则化,并通过制度约束和制度激励,顺应从金融抑制、排斥走向金融创新、包容的演进趋势。

2. 明确各从业主体的地位与责任。首先,明确网贷平台从事线上 ABS 的角色职能和准入门槛。网贷平台在线上 ABS 中的角色应定位于以下三个:信息中介、证券化产品的承销商和交易场所的有偿提供者,不得参与证券化产品交易和提供流动性做市支持,也不得为交易提供担保。当前注册 P2P 网贷公司与普通公司无大差异,只有获得由工商行政机关颁发的营业执照、通信管理部门颁发的电信与信息服务业务经营许可证、再在工商行政机关增加“互联网信息服务”经营范围三个步骤。我国的 P2P 平台总数高达 2000 多家,其中已有近 500 家先后出现提现困难、停业、跑路等问题,占比约 25%,而美国在 SEC 的强势介入下 P2P 行业形成了高门槛、数量少、规模大、质量优的特点。我国绝不能像以往假冒伪劣产品充斥电商平台那样容忍野蛮生长的网贷平台以毫无约束的“债权转让”名义滑向“庞氏骗局”,毁掉互联网普惠金融和线上证券

[17] 2015 年 4 月提请全国人大常委会审议的《证券法》修订草案将“以互联网等众筹方式公开发行证券”被纳入《证券法》调整范围,这里的众筹应包括我国业内惯称的股权众筹和网贷平台的债权众筹。根据英国著名众筹业调查咨询公司 Massolution 的报告,互联网众筹可以分为债权众筹(lending-based crowd-funding)、股权众筹(equity-based crowd-funding)、(产品或服务)回报众筹(reward-based crowd-funding)和捐赠众筹(donate-based crowd-funding)等四类,债权众筹在我国被称为 P2P、P2B 网贷平台,与股权众筹并列为互联网金融模式之一。

化的声誉和前途。笔者认为,不论设立网贷平台是否需要设置准入门槛,如果网贷平台介入资产证券化的发行交易,则当将此视为证券发行行为,并设置准入许可,从资本实力、经营能力、内部治理、技术设施、风控水平、风险备付金方面等划定准入条件,按照准金融机构进行监管。

其次,引入有资质的机构或者设立专门非营利机构担当 SPV。SPV 是资产证券化中的重要主体,破产隔离、发行证券、监管资产是其主要功能,这些都有赖于 SPV 的独立地位、规范操作和专业能力等因素,所以要么明确规定线上资产证券化业务必须委托信托公司以特殊目的信托或者委托有资质的证券公司、基金公司子公司以专项资产管理计划充当特殊目的载体,通过线上线下相结合的尽职调查和资信审核,加强对入池资产质量的二次审核和规范线上 ABS 操作;要么由金融监管部门牵头设立专司 SPV 职能的非营利性实体公司(SPC),专门承接线上(和线下)资产证券化业务,借助政府部门的公信力为网络证券化产品增信,像资产支持专项计划项目那样,为做到每个线上 ABS 产品单独管理、建账和核算。将来如果国家开始对线上资产证券化交易征税,则需要 SPV 机构承担税收中性功能。

第三,规范其他从业主体的分工制约关系。资产证券化是一个法律关系十分复杂的集合性商事交易过程,需要专业机构的分工合作、监督制约才能完成。譬如,要有资质的信用评级和增级机构参与,P2P 平台自行建立的信用模型难以被投资者认可;要有律师事务所对发行资产支持证券的法律依据、交易文件、SPV 设置及基础资产转让的合法性有效性等出具法律意见;最好以国有产权交易所或区域性产权交易所作为投资份额及权益的登记、托管、结算机构,借助其力量对资产池二次审核,对交易的资产包提供转让公示,监督交易程序;限制关联交易,尤其是发行人、SPV 和 P2P 平台之间的关联交易。只有这样,才能推动线上资产证券化乃至整个互联网金融业尽快形成横向综合化与纵向专业化交错的矩阵结构。

3. 规定信息供给的范式要求。在信息的收集甄别方面,建议参照适用较为完善的线下 ABS 的信息披露要求,适当改造以更切合线上 ABS 业务特征。信息的收集和甄别义务不仅在于从业机构,也包括监管机构在履行监管职权过程中知悉的交易信息和形成的监管信息。对基础资

产和融资人的信息甄别宜以线下为主、线上为辅,SPV机构作为资产支持证券的发行人,是信息供给的源头和首要责任人;网贷平台作为承销商和交易平台提供者,是各方信息汇集、甄别和披露的枢纽,要切实起到信息中介作用;其他参与主体也均在其业务内容中承担收集、甄别和供给信息之责。建立对怠于供给、虚假披露、信息滥用等行为的追究机制。

在信息供给的内容方面,鉴于资产证券化系创造“资产信用”而非“主体信用”进行融资的模式,事实信息的披露重点与主体融资中关注股票或者公司债券发行人的资产状况和经营能力有所不同,应重点关注基础资产相关信息,包括基础资产及每个产品(项目)的详细信息。譬如,原始债务人基本信息、协议利率、清偿条件、剩余融资期限与数额、评级/增级情况、外部担保、到期收益分配、权益转让途径等;交易结构、参与主体的关联关系;产品存续期内基础资产的风险状况发生实质性变化等重大事件的报告、预警及应急预案;承销平台自身信息、费用收取、经营报告等。可对不同投资者和不同性质产品实行差异化的信息披露。知识信息供给包括投资风险提示、相关知识教育和供投资者使用的评估工具等,旨在提高投资人的风险识别能力。

在信息基础设施建设方面,为了提高信息收集、甄别和供给、传递能力,在事实信息方面,需要加快征信系统和大数据资源等基础设施建设,借助大数据的挖掘来匹配风险和收益,借助征信信息来减少高风险主体的参与,尤其是降低来自基础资产原始债务人的信用风险,业界共识是:“我国金融业要真正迈入互联网金融时代,必须依赖数据的大量积累和大数据处理能力的不断提升,解决信息不对称和信用问题,实现交易成本的大幅下降和风险的分散……”^[18]在知识信息方面,除了要求从业者配备发布相关投资知识的信息设施外,可建立专门的金融投资教育信息发布机构,或者利用税费减免等方式鼓励金融投资咨询企业无偿为中低收入人群提供通俗易懂的金融信息普及和投资教育服务,及时传递新型金融产品的安全评估和风险状况,引导公众良好投资习惯的养成。

[18] 罗明雄、司晓、周世平:《互联网金融蓝皮书(2014)》,电子工业出版社2015年版,第8页。

4. 采取投资者适当性原则。后金融危机时代发达国家金融监管和金融法制改革的一个基本趋势,就是把普通投资者保护提升扩大为弱勢的金融消费者加强保护,^[19]以经济法上的国家的倾斜保护取代民商法上对投资者或股东权益的私权救济。当然,不同于一般消费者相关法中有关于商品的品质保证义务,金融消费者保护立法不应当要求从业者对金融产品的品质或投资价值做出保证,而应采取在从业者充分供给信息基础上由买者自负的制度。考虑到我国民众的“好赌性”特征,为了实现投资者风险吸收能力与金融资产风险相匹配,应将适当的互联网金融产品销售给合适的消费者。譬如,在实名认证基础上,限定投资者投资总额占其净资产的比例和每个投资者投往同一金融资产的累积投资数额上限,或者向风险承受能力不同的投资者提供不同的证券化产品,目的是将融资者和平台提供的市场流动性与投资者投资额度及所能承受的金融风险相匹配,尽可能分散投资者的投资风险,体现互联网金融市场“小额众筹”的细分特征,这也是“普惠金融”之本意。为此,建立投资者分类制度十分必要,“投资者分类是首要的、与融资者和平台分拆和错配金融资产的营业行为相匹配的制度,是重塑投资者适当性及保护投资者的前提”。^[20]当然,按照意思自治和买者自负原则,允许非专业投资者和非高资产净值投资者自主选择是否接受适合性原则保护,并鼓励和引导专业投资者、高资产净值投资者和机构投资者等成熟投资者参与线上资产证券化投资,以增加市场流动性、提高市场参与的广度和深度,促进线上ABS的持续稳定发展。目前,已有不少网贷平台针对不同投资者推出不同风险的理财产品。譬如,点融网“团团赚”产品就分为新手团、稳健团、高手团、VIP团等六种,但主要靠投资者自行选择。

四、值夜守望:如何进行线上资产证券化产品的风险监管?

按照中共十八届三中全会《关于全面深化改革若干重大问题的决

[19] 有关投资者与金融消费者概念的解析,可参见冯果:“投资者保护法律制度完善研究”,载《证券法苑》2014年第10卷。

[20] 杨东:“互联网金融风险规制路径”,载《中国法学》2015年第3期。

定》精神,包括资产证券化在内的债券市场的法制化成为我国全面深化改革时期资本市场建设的重要任务,而风险监管乃是资产证券化风险规制法制化的重要实施环节,需要及早将线上资产证券化交易纳入监管范围。

(一) 树立适度监管理念

对网贷平台发行资产证券化产品宜适度监管而非从严或从松监管,体现适度的风险容忍度,为互联网金融创新留有余地和空间。监管的目标是兼顾营造自由开放的创新市场环境和保证行业健康有序发展,在金融自由化与金融监管之间实现动态均衡,更好地服务实体经济。风险规制与市场机制互为作用,应尽可能引导和利用市场力量,规制幅度应避免压抑互联网金融创新及扭曲金融市场的资金融通和价格发现功能。

(二) 形成合作监管体制

可借鉴欧美成熟经验,走行业组织自律和政府机构监管结合之路。

1. 行业自律。行业自律具有作用范围和弹性伸缩空间更大、效率更高、行业自觉性更突出等优势,可与政府刚性监管互补,是金融业监管体制的重要组成部分。对于互联网金融而言,“行业自律的程度是否足够高、自律的效果是否达到公众的预期、行业发展秩序是否井然、行业内部案件发生率是否获得控制等指标或状况,在很大程度上影响着政府及其监管部门的行政行为态度和监管执行强度,进而影响甚或决定着整个互联网金融行业未来的命运”。^[21] 国内网贷平台的龙头企业应当具备责任意识,牵头成立全国统一的网贷平台或者互联网金融企业的自律组织,制定行业标准和自律规范,建立信息与数据共享平台,完善和共享信用评级增级体系,促进行业合法合规经营和持续发展,而不要不作为般地等待外部介入,由政府监管部门实施强制性的监管干预。^[22] 此外,也

[21] 陈仲毅:“互联网金融风险监管研究”,云南财经大学硕士学位论文,2015年。

[22] 值得欣喜的是,已经成立的中关村互联网金融行业协会、互联网金融千人会俱乐部、网络信贷服务企业联盟等自律组织,在制定互联网金融行业发展规则和标准方面发挥了巨大作用,发布了《互联网金融行业自律公约》及国内首个网络信贷行业准入标准等,尤其是对网贷平台的运营企业资金的第三方存管、清结算分离、风险管理制度、定期信息披露、出借人利益保护、注册资本、任职资格、从业人员备案等均做了限制,这些做法是互联网金融行业全国性自律值得借鉴的。

可尝试由行业协会等自律组织设立风险基金、合作保险^[23]等风险缓释机制,毕竟单个网贷平台自身资本规模有限,在面临经济下行、突发事件等低频高损风险时往往力不从心,风险缓冲机制的作用就越发凸显。

2. 政府监管。在中央政府层面,由银监会和证监会对线上 ABS 协同监管。我国的资产证券化业务因监管传统被划分为信贷资产证券化与企业资产证券化两大类,前者的发起人是银行,由银监会监管,证券在银行间债权市场发行和交易,基础资产包括个人住房抵押贷款、企业贷款、个人消费贷款、信用卡应收账款及不良信贷资产等金钱债权;后者的发起人是工商企业(含公用企业),由证监会监管,证券在证券交易所和证券业协会机构间报价和转让系统发行和交易,基础资产主要是各类应收账款,主要包括租赁债权(含动产租赁和商业不动产物业租赁)、基础设施使用收益权等对应的金钱债权、小额贷款债权等。虽然《指导意见》明确将网贷平台划归银监会来负责监管,但鉴于网上 ABS 的发起人均非金融企业,类资产证券化产品的性质更趋近于网络证券的发行和交易,故由银监会协同证监会共同监管为宜。我们可以从美国的监管机制得到启发。美国的金融自由程度很高,但美国证券交易委员会(SEC)从2008年金融危机发生后开始加大对P2P网贷行业的监管,将P2P平台向公众销售收益权凭证的行为认定为证券(债券)发行(即视为资产证券化业务),需要遵守联邦证券法在SEC注册并接受监管。监管体制采取以SEC为核心、多部门配合监管、州政府与联邦政府共同监管的结构,SEC与州一级的证券监管部门的职责主要为保护投资者,而联邦存款保险公司(FDIC)、消费者金融保护局(CFPB)和州一级的金融部门等的主要职责为保护借款人,监管机构的工作依据为现行的法律制度。当然,美国要求P2P平台每天都要向SEC提交登记材料,这种高频率的披露可能会使平台难以承受,加上我国P2P平台数量为美国的二百多倍难以照搬也不应照搬。在地方政府层面,由地方金融监管机构负责监管区域性股权交易中心、股权交易所、金融资产交易所参与线上证券化交易

[23] 鉴于我国互联网金融业极不规范,国外普遍开展的P2P网络贷款损失的商业保险估计短期内不会出现,更可行的是建立类似商业银行的存款保险那样的网贷平台的互助合作式保险。

的监管。

在现有金融监管协调机制的基础上,一方面,加大各监管部门之间信息共享力度,包括相关运营数据、业务分析和风险状况等,以此加强沟通互动并协调监管立场;另一方面,密切金融监管机构同司法机关的沟通协调,严厉打击严重扰乱金融秩序的违法犯罪行为。此外,推进互联网金融监管的国际交流合作,可以政府机关为主、多种交流机制并行,实现更加及时、开放的信息共享,共同防范金融国际化中的风险。

(三) 把握监管重点

1. 产品监管。由政府监管机构或者自律组织实施对证券化产品发行的差异化监管,通过发布相关业务指引,明确两大类基础资产的入池标准、P2P 平台履行职责的从业规范和勤勉标准;禁止证券化产品再次拆分或打包重组进行再证券化,避免风险无限制传递扩大。至于有人质疑债权资产的线上证券化运作因基础资产的期限错配而存在“庞氏骗局”魅影,笔者认为不能一概而论。根据经济学领域对“非庞氏条件”的探讨,在信息充分供给和资本市场有效情况下,只要债权资产质量好(原始债务人信用风险低)就能够提供足够的收益和流动性,那么就不会发生偿付风险。即便资产包中少部分债权资产的产生信用风险,也可以通过风险缓释机制避免发展成为“庞氏骗局”,关键仍在于基础资产的质量。

2. 平台监管。主要在市场准入、风险提示、风险控制和合规经营等方面加强监管,可通过网络举报、业务抽查等方式加强对平台的日常经营风险监管,通过对 P2P 平台的分类监管进行声誉机制;^[24] 鼓励具有较强实力的传统金融公司及国企进入 P2P 行业,推动 P2P 平台的优化整合,提高风险控制与持续经营能力。

3. 技术监管。重点监督网贷平台的技术设施和技术分析防控能力,

[24] 按照信息经济学理论,逆向选择和道德风险是委托——代理框架下信息不对称导致市场失灵的典型形式。在网贷平台的营业性重复委托——居间过程中,为了防止其利用自身优势损害委托人利益,应该重视建立隐性激励机制,尤其是声誉机制,这非常契合互联网金融“交易产生数据,数据塑造声誉,声誉体现信用,信用促进交易”的经济规律,互联网金融风险监管应充分运用以声誉理论为基础的声誉信息价值和声誉机制。

譬如,是否对黑客威胁和 DOS 攻击有充分的评估;对加密、备份系统、防火墙、应急计划的评估;对数字签名的法律地位的确认和严谨的认证标准;为客户保守秘密情况等方面。

4. 监管预警。就目前而言,在市场化预警机制尚未建立情况下,监管机构在开展全范围的数据监测与分析基础上,应当积极发挥其经济职能,补正预警机制的不足,这是从单纯监管转变为以服务为主、监管与服务并重的应有之意。^[25]

结 语

我国正在调整资本市场结构,其中扩大资产证券化规模帮助实体经济实现直接融资是重要一环。然而,我国的资产证券化从一开始就呈现实务界先试先行、学术研究被动滞后、立法步伐长期迟缓的状态,互联网金融与资产证券化的“联姻”(P2P + ABS)更是增加了法律规制的紧迫性和难度。互联网技术与金融服务深度融合是大势所趋,资产证券化业务与互联网借贷平台的“联姻”将会引发资产证券化业务的“渠道革命”,有望突破发行渠道过窄的瓶颈更具效率而得到跨越式发展,真正成为市场认可的主流投融资工具。大量中小企业将会借助网贷平台开展资产证券化,以提高资金流动性、降低融资成本。众多互联网小额投资者也将突破线下资产证券化交易的主体限制,分享巨量的资产证券化市场利润,实现“普惠金融”。我们不能无视互联网上的资产证券化尝试和市场需求,而应当及早立法确认资产证券化通过互联网发行交易的合法性,在市场化导向下完成制度规范化、行为标准化。制度建设的核心是风险规制。网贷平台发行资产证券化产品风险的根本性诱因是信息不完全性,应以解决信息不完全性问题为风险规制立法的逻辑起点,以风险合理分配为风险规制立法的着力点,明确各从业主体的地位与责任,规定信息供给的范式要求,采取投资者适当性原则。在监管制度上,

[25] 参见冯果、谢贵春:“构建我国债券市场风险预警机制的法律思考”,载《证券法苑》2014年第13卷。

树立适度监管理念,形成以银监会和证监会为主导的合作监管体制,引导和促进线上 ABS 的健康发展。我们相信,互联网金融在以技术创新更新了传统金融对风险定价能力的同时,必将成为金融监管制度和金融治理体系变迁的主要外部动力。