



2019年第 11 期 / 总第 183 期

主办单位：中国人民大学中国财政金融政策研究中心

Money and Finance Review

陈雨露/主编

货币金融评论

China Financial Policy Research Center Renmin University of China

www.frc.com.cn

从“股东”中心到“企业家”中心：
公司治理制度变革的全球趋势

郑志刚

大数据信贷的“第三条道路”

罗煜 黄钰文 徐蕾

从“股东”中心到“企业家”中心： 公司治理制度变革的全球趋势

郑志刚

(中国人民大学财政金融学院, 中国财政金融政策研究中心, 100872)

内容摘要:“同股不同权”股票的发行长期以来被认为与“一股一票”的“同股同权”相比,不利于投资者利益保护的股权设计。然而,近二十年来,伴随着第四次工业革命浪潮的深入,越来越多的互联网相关企业选择发行AB双重股权结构股票上市。来自中国的阿里通过合伙人制度,腾讯通过“大股东背书”模式变相实现了“不平等投票权”股票的发行。除了在股权结构设计上体现为从“同股同权”转变为“不平等投票权”,在董事会制度建设上则体现为从专职的内部董事到兼职的独立董事。而在对外部接管角色重新认识上,体现为从外部治理机制到反并购条款中的相关限制。公司治理制度变革由此出现从传统的股东中心向企业家中心的全球变革趋势。本文在剖析公司治理范式从股东中心到企业家中心全球变革趋势下的理论和现实背景的基础上,从股权结构设计、董事会组织和反并购条款等三个方面梳理和总结了企业家中心公司治理范式全球变革特征,并揭示这种全球变革趋势背后所包含的经济学逻辑,为公司治理理论和实务界未来如何顺应这种全球变革趋势进行理论和实践的准备。

关键词:企业家中心, 股东中心, 双重股权结构股票, 不平等投票权, 合伙人制度, 公司治理。

公司治理是伴随着现代股份公司兴起和权益融资需求满足衍生出来的一种同时涉及公司行为和国家法律环境的金融制度安排。Shleifer 和 Vishny (1997) 将其概括为“使资金的提供者按时收回投资并获得合理回报的各种方法的总称”。按照 Coase (1937), 不同于依赖“看不见的手”价格机制调节的市场, 企业是通过权威的指令来进行资源配置。企业权威的分配和实施由此被 Coase 认为是现代公司治理的本意 (Coase, 1937)。围绕企业“权威”如何在现代股份公司治理利益冲突双方——所聘用的负责经营管理的职业经理人与出资设立股份公司的股东之间的分配问题上, 公司治理实践中至少形成两种典型的范式。

一类为强调“股权至上”, 股东为公司治理权威的股东中心的治理范式。我们以美国苹果公司为例。在苹果发展历史上, 对苹果做出突出贡献的乔布斯作为职业经理人一度被苹果的

股东扫地出门；接替乔布斯成为苹果新一届 CEO 的库克 2015 年宣布财富捐献计划，其持有的苹果股份按当时苹果股价计算仅为 1.2 亿美元。与今天一些公司 IPO 创始人身价动辄上千亿美元相比，库克职业经理人的色彩浓郁；虽然富含高科技元素的苹果并非传统的制造业，但在中国郑州“苹果城”雇员超过 25 万的富士康为苹果代工的事实一定程度表明苹果依然属于制造业。

来自 IT 行业的谷歌从 2004 年在美国纳斯达克上市起就选择了一种与苹果完全不同的企业权威分配模式。谷歌发行的股票分为 A、B 两类。向外部投资人发行的为每股只有 1 票投票权的 A 类股票，而谷歌的两位共同创始人佩奇和布林以及 CEO 施密特持有的则是每股有 10 票投票权的 B 类股票。通过发行具有不平等投票权的 AB 双重股权结构股票，创业团队将谷歌控制权牢牢把握在手中，从而形成了以企业家为公司治理权威的企业家中心的治理范式。

在 La Porta 等 (LLSV, 1998) 题为“法与金融”的著名文章中，发行 AB 双重股权结构股票的“不平等投票权”被认为是与“同股同权”相比不利于对外部分散股东权益保护的控制权安排。按照 LLSV (1998) 的观察，在 20 世纪 90 年代约只有 6% 的美国公司采用这种股权结构，其市值约占美国股市总市值的 8%。

然而，近二十年来，伴随着以互联网技术为标志的第四次工业革命浪潮的深入，包括谷歌 (Google, 2004 上市)、脸书 (Facebook, 2012 上市) 等在内的越来越多的互联网相关企业选择发行 AB 双重股权结构股票上市。2017 年 3 月，Snap 甚至推出 ABC 三重股权结构股票的股权结构设计。

由于我国内地尚不允许发行不平等投票权股票，截止 2018 年上半年，包括京东 (2014 上市)、微博 (2016 上市)、爱奇艺 (2018 上市) 等 33 家内地公司采用了不同投票权架构在美国作第一上市，市值高达 5610 亿美元，占有在美国上市 116 家内地公司市值的 84%。而中国新经济企业的代表阿里和腾讯则以“合伙人制度”和“大股东背书”的模式完成了以企业家为中心的股权结构设计的制度创新。曾一度拒绝阿里上市的香港联合交易所在 2018 年 4 月正式宣布将允许“同股不同权”构架的公司赴港上市。2018 年 7 月 9 日 IPO 的小米成为以 AB 股在港上市的第一家内地企业。早在 2018 年 1 月新加坡股票交易所修改上市规则，推出了类似政策。而围绕如何使独角兽回归到 A 股，我国内地监管当局出台政策允许在境外上市的“独角兽”企业同时在内地资本市场发行中国托管凭证 (CDR)。在 2018 年 9 月 26 日的国务院发布的《国务院关于推动创新创业高质量发展打造“双创”升级版的意见》中，我国正式提出未来将“允许同股不同权”，支持尚未盈利的创新型企业在国内 A 股上市。

我们看到，过去的二十年见证了股权结构设计理念从“同股同权”到“不平等投票权”的转变：不平等投票权股票的发行从被认为不利于外部投资者权益保护，到如今成为各国鼓励创新型企业快速发展的普遍政策工具；一度视作违背“同股同权”原则而被拒绝上市到今天各国和地区纷纷修改上市规则“拥抱”发行不平等投票权股票的新经济企业。以不平等投票权为标

志的企业家中心的公司治理范式正在演变为公司治理制度变革的全球趋势。

本文剖析了公司治理范式从股东中心到企业家中心全球变革趋势下的理论和现实背景,梳理和总结了企业家中心公司治理范式全球变革的特征,揭示这种全球变革趋势背后所包含的经济学逻辑,为公司治理理论和实务界未来如何顺应这种全球变革趋势进行理论和实践的准备。本文以下部分的内容组织如下。第一节讨论以企业家为中心的公司治理制度全球变革趋势形成的理论和现实背景;第二节分析企业家中心的不平等投票股权结构设计理念和实践背后所遵循的经济逻辑;在第三节和第四节我们分别预测企业家中心公司治理制度变革趋势在董事会制度建设和反并购等公司章程条款设计层面的可能显现。最后简单总结全文。

一、以企业家为中心的公司治理制度全球变革趋势形成的理论和现实背景

1.1 对“Berle 和 Means 误导”的校准

Berle 和 Means 在 1932 年出版的《现代公司和私有财产》一书中正式提出了影响至今的现代公司治理问题。在这本以反思上个世纪二三十年代全球经济大萧条出现的金融制度根源为题材的著作中, Berle 和 Means 认为大萧条的出现一定程度与现代股份公司所扮演的消极角色有关。他们在书中抱怨,“随着公司财富的所有权变得更加广为分散,对这些财富的所有权与控制权已经变得越来越少地集中于同一个人之手。在公司制度下,对行业财富的控制可以而且正在被以最少的所有权利益来完成。财富所有权没有相应的控制权,而财富的控制权没有相应的所有权,这似乎是公司演进的逻辑结果”。在所有权和经营权分离的现代股份公司,失去财富所有权的外部分散股东将面临只有控制权的职业经理人的挥霍和滥用,终将使股东蒙受巨大损失,这不仅成为上个世纪二三十年代大萧条爆发的金融制度根源,而且“对过去三个世纪赖以生存的经济秩序构成威胁”(Berle and Means, 1932)。

Jensen 和 Meckling (1976) 在 Berle 和 Means (1932) 提出公司治理问题的基础上把委托代理理论的框架应用到经理人与股东利益冲突的分析中,标志着公司治理学术研究的开始。他们的研究表明,代理冲突会产生代理成本,损害外部分散股东的利益。从 Jensen 和 Meckling (1976) 开始,“缓解代理冲突,降低代理成本”被公司治理理论研究者 and 实践工作者概括为公司治理的政策目标。从上述经理人与股东代理冲突的逻辑出发,公司治理关注如何保护处于信息弱势的外部分散股东的利益,因而在理论研究和政策实践中主要围绕如何约束经理人(以及控股股东等内部人)利用私人信息谋取私人利益开展公司治理制度设计。我们把上述公司治理研究和实践范式称为“股东”中心的公司治理范式。在一定意义上,正是由于股东中心范式的成功推出,公司治理逐步成为成熟的学术研究和政策实践领域。

随着 La Porta 等 (1999) 提出“全球大企业中最重要代理问题已经转为如何限制大股东剥削小股东利益的问题”,借助金字塔结构、交叉持股等获得实际控制权的主要股东与外部分散股东之间的利益冲突开始受到公司治理理论和实务界的重视。虽然股东内部的利益冲

突被 Gordon 和 Roe (2004) 称为水平代理冲突,用以区分经理人与股东之间的“垂直代理冲突”,但容易理解,无论主要股东还是经理人,对私人利益追求离不开私人信息的占有,损害的依然是处于信息弱势的外部分散股东(Gordon 和 Roe, 2004)。在很多情形下,作为实际控制人的主要股东谋取控制权私人收益离不开经理人合谋,甚至帮凶。我们看到,尽管从 LLS (1999) 开始,公司治理理论和实务界从单纯关注股东与经理人之间的代理冲突转为同时关心垂直和水平两类代理问题,但以“缓解代理冲突,降低代理成本”为目的的“股东”中心公司治理范式并没有改变。

回顾现代股份公司的发展历史,我们发现,发轫于 1602 年在荷兰成立的东印度公司的现代股份公司不仅推动了资本主义在全球的风起云涌,而且为人类历史文明掀开了全新的一页。按照德隆教授(BradfordDeLong)的研究,在人类历史上 250 万年前旧石器时代至今的漫长岁月里,99.99%的时间长度内,世界人均 GDP 基本没什么变化。但在过去的 250 年中,世界人均 GDP 突然有了一个几乎是垂直上升的增长。马克思同样提到“资产阶级在它的不到一百年的阶级统治中所创造的生产力,比过去一切世代创造的全部生产力还要多,还要大”。这一切事实上都离不开现代股份公司这样一种支撑社会化大生产和工业革命兴起的生产组织制度的出现。巴特勒(NicholasMurrayButler)甚至把现代股份公司认为是“近代人类历史中一项最重要的发明”,以至于“如果没有它,连蒸汽机、电力技术发明的重要性也得大打折扣”。而现代股份公司之所以能够带来上述令人目眩的财富增长,恰恰是由于借助所有权和经营权的分离实现了经理人职业化和资本社会化的专业化分工。

同样是构成现代股份公司基本特征的所有权和经营权的分离,我们看到,它一方面带来了经理人和股东之间的“经理人职业化”与“资本社会化”的专业化分工,使效率得以极大提升;另一方面则成为股东和经理人之间代理冲突的根源,产生代理成本。然而,让我们感到十分遗憾的是,受 Berle 和 Means (1932) 反思大萧条情结的影响,公司治理的理论和实务界看到的更多是现代股份公司由于所有权与经营权分离产生的代理冲突和形成的代理成本,而把之所以成为“近代人类历史中一项最重要的发明”的现代股份公司最重要的经理人职业化和资本社会化的专业化分工在一定程度上忽略了。正确的公司治理制度设计理念应该是在现代股份公司专业化分工带来的效率提升和所有权和经营权分离衍生出来的代理冲突之间进行平衡。

而随着以互联网技术为标志的第四次工业革命的兴起,对创新导向的企业组织架构设计理念和对企业家精神的重视为我们重新审视传统以股东为中心的公司治理范式提供了契机。

1.2 第四次工业革命对创新导向的企业组织架构设计理念的现实需求

在互联网时代,“大数据”的数据采集方式和“云计算”的数据处理能力一方面使长期困扰资本市场投融资双方的信息不对称问题有所减缓,例如,阿里集团旗下新零售旗舰银泰商厦基于大数据分析可以将 24 到 29 岁的女性识别为目标客户,进行精准营销;但另一方面,基于互联网技术的新兴产业日新月异的发展又使得投融资双方围绕业务发展模式的信息不对

称加剧。长期以来，投资者习惯于基于现金流分析，利用净现值（NPV）法则判断一个项目是否可行。现在突然发现，对一些与互联网相关的业务我们甚至很难理解特定业务模式的现金流是如何产生的。例如，在瓜子等二手车直卖网家喻户晓的广告词中，“买主直接买，卖主直接卖”，“没有中间商赚差价”。那么，这些平台的现金流又是从哪儿来，我们又是如何估算的呢？我们看到，这些平台不再做传统中间商的生意，通过价差形成现金流，而是依靠网络点击等“流量”吸引第三方进行广告投入，赚取所谓的“流量红利”。而流量红利显然比可观察甚至可证实的价差（例如银行业务现金流的存贷利率差）难以估算得多。以至于有人说，“做好是互联网金融，做不好是非法集资诈骗”。当二者的边界十分模糊时，显然不是每一个投资者都可以正确识别甚至把握业务模式的。小米的雷军曾经有句名言，“只要站在风口，猪也能飞起来”。但问题是谁有能力识别那只能即将飞起来的猪？更加重要的，谁有能力识别是否站在风口？我们看到，随着第四次工业革命的深入和互联网时代的来临，外部投资者对业务模式创新的信息不对称程度不是减缓了，反而是加剧了。“专业的人办专业的事”，对于围绕业务模式创新的专业决策，外部分散投资者不得不交给少数“术业有专攻”的企业家来完成。

Bolton 等（2006）指出，技术产生的不确定性甚至使得不同投资者之间观点变得更加不一致，以至于认为股价虚高的股东很容易将所持有的股票转手给那些认为股价依然有上升空间的潜在投资者，使得现在“股东”与将来“股东”之间的利益冲突严重。与此同时，由于互联网时代专业化分工的深入，外部投资者缺乏专业的知识和分析能力，总体精明程度下降，甚至无法从财务信息披露本身判断一个经理人的薪酬是否合理（Frieder 和 Subrahmanyam, 2007）。

由于上述围绕业务模式创新在投融资双方之间愈加加剧的信息不对称，在互联网时代，一个优秀的互联网创业团队如果依靠传统的“股权至上”、“同股同权”控制权安排模式来进行外部融资会出现怎样的结果呢？我们看到，由于信息不对称，业务模式创新的独特之处并不为外部投资者所知的互联网创业团队不得不向外部投资者让渡与出资比例对称的控制权，以换取外部资金支持。而失去控制权进而独特业务模式开发的主导权显然并非互联网创业团队所愿意看到的结果。于是，信息不对称下通常面临的逆向选择问题出现了：一方面希望获得外部资金支持来加速独特业务模式发展的互联网创业团队很难获得外部融资，而另一方面外部投资者则很难找到具有投资价值的项目。因此，伴随互联网时代围绕业务模式创新的信息不对称迫切需要资本市场出现一种创新导向的企业组织架构，以鼓励和保护创业团队的人力资本投资，同时向资本市场发出明确的对业务模式创新自信的信号。

1.3 对并购浪潮中的“野蛮人入侵”现象和如何鼓励人力资本投资的制度安排的反思

发生在美国 20 世纪七八十年代的并购浪潮为探索创新导向的企业组织架构设计积累了宝贵的教训和经验。除了认识到并购重组在缓解产能过剩、接管威胁在改善公司治理的重要作用，理论和实务界同样意识到以“野蛮人敲门”方式实现的外部接管对创业团队人力

资本投资的巨大威胁。例如，乔布斯由于控制权的不当安排一度被迫离开自己亲手创办的苹果公司。如果预期到辛勤打拼创建的企业未来将轻易地被野蛮人闯入，沉浸在“早知如此，何必当初”反思情结中的创业团队的人力资本投资激励显然将大为降低。而没有对野蛮人入侵设置足够高的门槛挫伤的不仅是创业团队人力资本投资的积极性，甚至会伤及整个社会创新的推动和效率的提升。值得庆幸的是，乔布斯后来又回到苹果。以至于有人说，“如果没有乔布斯，也许我们今天使用的可能不是‘苹果’（iPhone），而是‘鸭梨’”！

防范“野蛮人入侵”事实上对中国资本市场发展具有特殊的现实意义。从 2015 年开始，我国上市公司第一大股东平均持股比例低于用于“一票否决”的代表相对控股权的三分之一，我国资本市场进入分散股权时代。一个可以预见的结果是，并购行为将会比以往任何时候更加频繁，甚至不惜以相对极端的“野蛮人闯入”和控制权纷争面貌出现。相应的，我国上市公司治理以往常见的经理人内部人控制等传统经理人机会主义行为倾向，逐步将被门外野蛮人入侵等股东机会主义行为所代替。包括我国在内全球公司治理理论和实务界迫切地需要探索互联网时代公司治理制度设计，以积极应对互联网时代围绕业务模式愈加加剧的信息不对称和野蛮人入侵的股东机会主义行为频繁发生等问题。

在上述理论和现实背景下，我们注意到，公司治理范式开始从股东中心向企业家中心的转变，并逐渐演变为公司治理范式转变的全球趋势。这种以企业家为中心的公司治理范式体现在各个方面。在股权结构设计上，体现为从“同股同权”转变为“不平等投票权”；在董事会制度建设上，体现为从专职的内部董事到兼职的独立董事；在对外部接管角色重新认识上，体现为从外部治理机制到反并购条款中的相关限制。

二、不平等投票权和企业家中心的股权结构设计理念

资本投入反映的责任承担能力的现金流权与股东大会表决的投票权不一致的双重（Dual-class stocks），甚至多重股权结构股票的存在已有上百年的历史。在发行 AB 双重股权结构股票的公司中，Lease 等（1983，1984）观察到，一股具有多票投票权的 B 类股票的市场价值高于一股具有一票投票权的 A 类股票。不同投票权的股票市场价值的差异由此可以被用来度量实际控制人通过 B 类股票的持有预期可能获得的控制权私人收益（Lease 等，1983，1984；Nenova，2004）。

从现实中合约总是不够完全详备的视角出发，现代产权理论（Grossman 和 Hart，1986；Hart 和 Moore，1990；Hart，1995）认为，由于担心在不完全合约下投资后会被敲竹杠，投资者进行（专用性）投资的（事前）激励就会不足。为了鼓励投资者进行投资，现代股份公司应该承诺，一方面使投资者以出资额为限（对错误决策）承担有限责任，另一方面股东以在股东大会投票表决的方式对不完全合约未规定事项拥有最后裁决权。前者是反映股东责任承担能力的“剩余索取权”（residual claim），而后者是股东体现所有者权益所享有的“剩余控

制权”(residual control), 剩余索取权与剩余控制权的匹配由此成为产权安排的基本原则。“同股同权”和“一股一票”所反映的股东集体享有所有者权益的事实被认为能更好地确立公司治理的权威, 保护股东的投资权益。一些文献的研究进一步表明, “一股一票”股东投票表决机制有助于减少经理人盘踞和内部人控制问题, 保护中小股东权益, 因而“一股一票”的同股同权被认为是股权设计的基本原则 (Grossman 和 Hart, 1987; Harris 和 Raviv, 1988)。

受上述文献影响, 在 LLSV (1998) 开展的评价各国法律对投资者权力保护程度的著名工作中, 他们也把是否实行一股一票作为评价法律对投资者权力保护的重要指标, 没有采用一股一票的国家被认为法律对投资者权益保护不足。在 LLSV (1998) 的 49 个样本国家中, 真正实行“一股一票”的只有 11 个国家。从表面看, 又被称为“不平等”投票权股票的双重股权结构股票似乎就与同股同权所宣扬的“股权平等”格格不入。

然而, 与上述理论预期相反的是, 从本世纪初以来, 越来越多的高科技企业选择发行具有不平等投票权的 AB 双重股权结构股票。除了谷歌 (Google, 2004 上市)、脸书 (Facebook, 2012 上市) 等来自美国高科技企业, 来自中国的大量基于互联网的知名企业京东、百度、奇虎、搜房、优酷、猎豹移动、YY 语音等相继在美国以发行 AB 双重股权结构股票上市。美国由于允许发行双层股权结构股票, 成为全球高科技企业选择上市的目标市场。我们以 2014 年在美国纳斯达克上市的京东为例。在京东同时发行两类股票中, A 类一股具有一票投票权, 而 B 类一股则具有 20 票投票权。出资规模只占 20% 的创始人刘强东通过持有 B 类股票, 获得 83.7% 的投票权, 实现了对京东的绝对控制。2017 年 3 月 2 日在美国纽交所上市的 Snap 甚至推出三重股权结构股票。其中, A 类股票没有投票权, B 类股票每股一份投票权, 而 C 类股票每股十份投票权。分享全部 C 股的两位联合创始人 Evan Spiegel 和 Bobby Murphy 共拥有该公司 88.6% 的投票权, Snap 由此被牢牢掌控在两位联合创始人手中。

除了以发行双重, 甚至多重股票直接实现的不平等投票权的股权设计, 来自中国的阿里则通过创建合伙人制度在“同股同权”的构架下变相地实现了不平等投票权结构股票发行的目的。2009 年设立的阿里合伙人制度, 由于源于阿里合伙人早期创业的“湖畔花园公寓”, 因此又被称为“湖畔花园合伙人制度”。其设立的初衷是希望改变以往股东和管理团队之间简单雇佣模式, 打破传统管理模式的等级制度, “用合伙人取代创始人” (蔡崇信)。成为阿里合伙人需要具备的条件包括必须在阿里巴巴工作五年以上, 具备优秀的领导能力, 高度认同公司文化, 并且对公司发展有积极性贡献, 愿意为公司文化和使命传承竭尽全力等。合伙人每年通过提名程序向合伙委员会提名新合伙人候选人。在被提名阿里合伙人之后, 先要通过为期一年的考察期, 然后进行合伙人投票, 得票数不得低于 75% 方能通过。合伙人由此“既是公司的运营者, 业务的建设者, 文化的传承者, 同时又是股东, 因而最有可能坚持公司的使命和长期利益, 为客户、员工和股东创造长期价值” (马云)。

2014 年 9 月 19 日阿里在美国纽交所上市。从阿里上市时的股权结构来看, 第一大股东日本孙正义控股的软银和第二大股东雅虎分别持有阿里 31.8% 和 15.3% 的股份。阿里合伙人

共同持有 13%，其中马云本人持股仅 7.6%。那些没有跳出“同股同权”思维和受我国“一股独大”公司治理模式实践影响的学者一度认为“阿里是软银和雅虎等外资控股的（‘汉奸’）企业”。一些学者甚至错误地认为，马云是为日本资本家孙正义打工，阿里的成功是日本对中国经济的重新控制和“新甲午战争的胜利”。

然而，阿里董事会的组织其实并非我们熟悉的“一股独大”在“第一大股东”软银主导下的大包大揽。根据阿里公司章程的相关规定，以马云为首的 28 位（目前 36 位）合伙人有权力任命阿里董事会的大多数成员。在阿里由 11 人组成的董事会中，除了 6 名外部董事，5 位执行董事全部由合伙人提名。阿里的主要执行董事和核心高管都由阿里合伙人成员出任。而大股东软银在阿里董事会中仅仅委派了一名没有表决权的观察员。上述董事会组织安排意味着阿里合伙人在股东认同和公司章程背书下获得了委派超过持股比例董事的所谓“超级控制权”，成为阿里的实际控制人。我们看到，虽然没有发行 AB 股的阿里却通过阿里合伙人制度在一股一票的传统构架下变相实现了“不平等投票权”股票的发行。这事实上同样是并没有发行 AB 双重股权结构股票的阿里当时申请在香港上市时，却被认为违反“同股同权”原则遭拒而不得不远赴美国上市的原因。

除了阿里，我们从更早 2004 年以“大股东背书”模式在港交所上市的腾讯身上同样能观察到企业家中心的股权设计制度创新的影子。从持股比例来看，2004 年腾讯在香港上市时马化腾和联合创始人张志东持股比例合计仅为 20.86%，远远低于来自南非的大股东 Naspers。但大股东 Naspers 同意在董事会的人员配比与创始人对等委派，每边各占两位。CEO 由马化腾提名，CFO 由 Naspers 来提名。在重大的董事会决议和股东大会决议上，必须超过 75% 赞成才能通过。相对于马化腾等创始人合计持有的 20.86% 的股份，这样的规定一定程度上可以保证他们在重大事项表决上具有一票否决权。我们看到，阿里和腾讯作为中国异军突起的互联网巨头能走到今天，除了他们的业务模式创新的独特之处，还与他们企业家中心的股权结构的独具匠心的创立和设计分不开。

对照现代产权理论（Grossman 和 Hart, 1986; Hart 和 Moore, 1990; Hart, 1995）强调的“当合约不完全时，只有享有剩余控制权，一个投资者才有激励投资成为股东”，我们注意到，在不平等投票权的双重或多重股票股权结构下，股东部分放弃（例如京东的 A 类股票持有人和阿里的软银雅虎等），甚至全部放弃（例如 Snap 中的 A 类股票持有人）控制权，却依然愿意购买上述公司的股票成为其股东。在一定意义上，企业家中心的“同股不同权”股权设计实践事实上向 2016 年诺奖得主 Hart 的现代产权理论提出了挑战。产权安排的一个新理念也许是并非为了控制而控制，而是为了更好地在参与各方之间实现合作共赢。

那么，不平等投票权股权结构设计又是如何实现在 B 类股票持有人（Snap 中的 C 类股票持有人）对公司的实际控制与 A 类股票持有人的投资者权益保护二者之间进行平衡，从而实现双方合作共赢呢？

第一，通过“同股不同权”的股权结构设计，以往代理冲突的双方股东与经理人实现了从

短期雇佣合约向长期合伙合约的转化（郑志刚等，2016）。如果我们把苹果的权威配置模式理解为一种短期雇佣合约，股东与经理人之间的关系可以描述为“流水的经理人，流水的股东”。例如，苹果 CEO 库克任何糟糕的业绩表现都会成为股东罢免他的理由。而不平等投票权构架则造就了一种企业家中心的权威配置模式，将“流水的经理人，流水的股东”演变为“铁打的经理人，流水的股东”。对于一些进行长期价值投资的战略投资者，甚至演变为“铁打的经理人，铁打的股东”。因此不平等投票权构架实质是完成了创业团队与外部投资者从短期雇佣合约到长期合伙合约的转化，由此在二者之间建立了合作共赢的长期合伙关系。我们以阿里合伙人制度为例。在“长期合伙合约”下的阿里合伙人成为阿里中事实上的“不变的董事长”或者说“董事会中的董事会”。阿里由此不仅是软银雅虎的，而且是马云合伙人的，从而为双方长期合伙合作共赢打下了坚实的制度基础。

亚当·斯密在《国富论》中为我们描述了被雇佣的“打工仔”和作为主人的“合伙人”无论在心理还是行为上的差异。“在钱财的处理上，股份公司的董事是为他人尽力，而私人合伙公司的伙员，则纯为自己打算。所以，要想股份公司的董事们监视钱财用途，像私人合伙公司伙员那样用意周到，那是很难做到的。有如富家管事一样，他们往往拘泥于小节，而殊非主人的荣誉，因此他们非常容易使他们自己在保有荣誉这一点上置之不顾了。于是，疏忽和浪费，常为股份公司业务经营上多少难免的弊端”（Smith, 1776）。

第二，通过“同股不同权”的股权结构设计，股东负责“分担风险”和经理人负责“业务模式创新”之间的专业化分工进一步加深。现代股份公司由于实现了“资本社会化”和“经理人职业化”的专业化分工，与控制权与经营权不分的新古典资本主义企业相比，极大地提升了管理经营效率，带来了人类财富的快速增长。在不平等投票权的股权结构下，一方面由 B 类股票持有人（阿里合伙人）掌握控制权，专注业务模式创新；另一方面，面对基于互联网技术的新兴产业快速发展日益加剧的信息不对称，A 类股票的持有人（软银雅虎等）则“退化”为类似债权人的普通投资者，把自己并不熟悉的业务模式创新决策让渡给 B 类股票持有人，而使自己则更加专注风险分担。“让专业的人做专业的事”，从而使资本社会化和经理人职业化之间的专业化分工在更深的层面展开。这事实上是现代股份公司诞生以来所秉持的专业化分工逻辑的延续，它同样是亚当·斯密在《国富论》中讨论“别针工厂”时提及的专业化分工思想的体现。“同股不同权”的股权结构设计对专业化分工加深的重视和强调也标志着公司治理理论和实务界逐步在理念和行动中走出 Berle 和 Means（1932）的误导，从以往强调控制权占有转向追求专业化分工带来效率改善的合作共赢。

第三，同股不同权的股权结构设计为创业团队防范野蛮人入侵设置重要门槛，鼓励创业团队围绕业务模式创新进行更多人力资本投资，迎合了互联网时代对创新导向的组织架构的内在需求。这一点对于进入分散股权时代的我国资本市场现实意义尤为重大。以 2015 年万科股权之争为标志，野蛮人出没和控制权纷争从此成为进入分散股权时代的我国资本市场的常态。然而，当万科创始人王石率领的管理团队由于险资宝能的举牌而焦头烂额，寝食难安

时，刘强东、阿里合伙人通过直接发行双重股权结构股票或推出合伙人制度，将京东、阿里等的控制权牢牢掌握在自己的手中，可以心无旁骛地致力于业务模式的创新，致使业务发展一日千里。我们看到，一方面是王石团队与宝能等围绕“谁的万科”争论不休，另一方面，“阿里不仅是软银雅虎的，而且是马云创业团队的，是大家的阿里”。这事实上同样是双重股权结构股票在经历了近百年的“不平等”指责后重新获得理论界与实务界认同背后的重要原因之一。

第四，面对资本市场中众多的潜在投资项目，同股不同权的股权设计向投资者展示了实际控制人对业务模式创新的自信，成为投资者识别独特业务模式和投资对象的信号。正如前面分析所指出，新兴产业日新月异的发展使得创业团队与外部投资者之间围绕业务发展模式创新的信息不对称日益加剧。一方面希望获得外部资金支持来加速独特业务模式发展的创业团队却很难获得外部融资的支持，而另一方面外部投资者则很难找到具有投资价值的项目，出现逆向选择的困境。如果说旧车市场是靠质量担保传递旧车质量的信号来解决逆向选择问题的，那么，资本市场很大程度是通过“不平等投票权”股票的发行向外部投资者传递实际控制人对业务模式创新自信的信号来解决资本市场新的逆向选择问题。在上述意义上，不平等投票权股票的发行构成了博弈论中所谓的分离战略，成为创业团队传递业务模式独特性的重要信号。这一信号使创业团队与“同股同权”等传统股权结构设计模式相区别，吸引外部投资者选择创业团队的项目作为投资对象。

总结同股不同权的股权结构设计理念，我们看到，它是在长期合伙基础下实现的合作共赢，而不是简单的“谁雇佣谁”。在阿里，马云合伙人绝不是被软银和雅虎的“资本”简单雇佣的“劳动”。同样的，软银和雅虎的“资本”也不是被马云合伙人“劳动”简单雇佣的“资本”。雇佣关系背后体现的主仆关系很难形成平等的合作伙伴关系，长期合伙下的合作共赢更是难上加难。在上述意义上，我们在此呼吁，在公司治理实践中，应该摒弃“你雇佣我”还是“我雇佣你”的思维，而是树立全新的合作共赢的合作伙伴的新思维。

事实上，不平等投票权股票的发行虽然在形式上是“不平等”的，但它却给投资者带来更多的长期回报，实现了股东收益最大化，最终使合作双方在结果上是“平等”的。阿里 2014 年上市时的市值为 1700 亿美元，仅仅四年的时间，阿里的市值超过 4000 亿美元。软银的孙正义曾经表示，在他投资的 800 多个项目中很多项目投资是失败的。但投资阿里的成功使其长期保持日本的“首富”。而 2004 年上市时仅仅投资 3200 万美元的腾讯大股东 Naspers 在今年上半年第一次减持时每股收益翻了数千倍，成为真正意义上的“价值投资”。给定投资者是否愿意购买和以什么价格购买与 B 类股票投票权不同的 A 类股票完全是标准的市场行为，我们可以把外部股东之所以愿意放弃坚持资本市场通行的“同股同权”、“股权至上”等原则而购买“同股不同权”的股票理解为是外部投资者愿意向创业团队的人力资本投入支付溢价。

我们注意到，无论是阿里合伙人制度还是腾讯“大股东背书”模式，它们没有发行 AB 双重股权结构股票，但变相实现了“不平等投票权”股票的发行，成为股权结构设计的重要制度

创新。它们同时为新兴产业快速发展过程中面对存在的信息不对称和合约不完全问题时如何自发形成市场化解决方案提供了重要的借鉴。改革开放四十年以来我国持续进行市场导向的经济转型。除了带来我国经济持续增长和国民经济出现翻天覆地的变化外，一个潜在的作用是市场经济根植和造就了企业市场的基因。作为市场主体的企业为了有效适应外部市场环境的变化，需要不断内生地创造出一些新的权威配置模式和股权结构设计理念。在上述意义上，我们十分认同歌德《浮士德》的观点，“理论是灰色的，而生命之树常青”。

三、企业家中心的董事会制度建设：从专职的内部董事到兼职的独立董事

按照科斯的原意，企业治理包括权威的分配和实施两个层面（Coase, 1937）。如果说同股不同权的股权结构设计是企业家中心的公司治理制度变革全球趋势在企业权威分配层面的体现，与上述变化趋势相呼应，那么在权威的实施层面，企业家中心的公司治理制度变革主要体现为从专职的内部董事到兼职的独立董事（以下简称独董）的企业家中心的董事会制度建设趋势和对外部接管威胁的重新认识两个方面。

与需要严格履行忠诚义务和勤勉义务的经理人相比，往往来自公司外部，利益中性的独董，其工作属性是兼职性质。从事独董工作的往往是其他公司的高管、律师和会计师事务所的执业律师和会计师，以及相关专业的大学教授。对于这些成为独董的社会精英，他们更加看重的是其职业声誉，相对微薄的津贴至少不是他们十分看重的。这决定了独董重要的激励来源是出于对其职业声誉的考虑。上述这些特征使得独董往往不涉及生存压力的问题，“大不了一走了事”，因而挑战董事会决议的成本比内部董事低得多。独董制度由此被认为是保护外部分散股东利益，对抗内部人控制的重要公司治理制度安排，在各国公司治理实践中被普遍采用。

我国从2002年开始推出独董制度，长期以来上市公司一直执行独董比例不能低于董事会全体成员的三分之一的规定。然而，从我国资本市场推出独董制度起，独董就与“橡皮图章”和“花瓶”等联系在一起。这其中既有独董的产生机制（从朋友和朋友的朋友中产生，并没有形成一个成熟的独董市场，参见郑志刚等，2014）、聘请独董的复杂动机（当初不少企业通过聘期前政府官员担任独董建立政治关联）、独董自身的激励不足（津贴性的独董薪酬，不与独董自身的努力与风险分担挂钩，参见郑志刚等，2017）等制度层面的原因，又有逆淘汰说不独董的任人唯亲文化等文化层面的原因（郑志刚等，2012）。

如同在我国独董制度饱受批评一样，事实上，围绕董事会独立性应该加强和削弱的问题，在其他国家的公司治理实践中同样存在争议。2001年安然会计丑闻爆发后，有学者把它的董事会结构与同期巴菲特领导的Berkshire Hathaway公司的董事会结构进行了比较。在安然由17人组成的董事会中，除了担任董事局主席的Kenneth L. Lay和担任CEO的Jeffrey K. Skilling为安然的内部董事外，其余15人全部为来自其他公司高管、非政府组织机构负责人

和大学教授的外部董事。安然的公司治理结构无疑堪称董事会组织的典范。然而对照同期 Berkshire 的董事会结构，在由 7 人组成的董事会中光来自巴菲特家族的即有 3 人，其中尚不包括他的两位被称为黄金搭档的长期合伙人 Charles Thomas Munger 和 Ronald L. Olson。然而，令人费解的是，为什么偏偏在堪称董事会组织典范的安然爆发了会计丑闻，而以任人唯亲的董事会结构著称的 Berkshire Hathaway 却波澜不兴？

类似的疑问还来自次贷危机前后美国国际保险集团（以下简称 AIG）的公司治理变革相关实践。一些学者把 AIG 在次贷危机中“不仅不保险，而且成为全球性风险的策源地”的原因部分归咎于危机爆发前其“公司治理结构的突变”。针对格林伯格时代 AIG 公司治理制度设计存在的缺陷，AIG 在其离职后的 2005 年结合全球公司治理改革潮流，主要进行了以下三方面的调整。其一是缩小了董事会的规模，由原来的 18 人降为危机爆发前的 14 人；其二是提升了外部董事的比例，由原来占比约 56%（18 人中 10 人为外部董事）调整为危机爆发前的 86%（14 人中 12 人为外部董事）；其三，根据董事会不同职能方向，增设了提名等专业委员会。例如董事提名从由以前职责笼统模糊的“董事和管理层提名”改为由职责明确的专门提名委员会提名。那些批评上述治理结构调整的学者认为，“外部董事主导的董事会，看上去更加独立，但是这份独立的代价是专业性的丧失和内部控制的松懈”，由此成为导致 AIG 危机爆发的诱因之一。

今年是次贷危机引发的全球金融风暴爆发十周年。在不断总结经验和教训中成长的 AIG 会在董事会结构上做出哪些重要改革和调整呢？出乎上述学者意料的是，在 AIG 目前由 15 人组成的董事会中，除了 CEO 外其余的 14 位成员全部为外部董事，董事会独立性在次贷危机发生十年后不是调低了而是进一步提高了。我们不妨再看一看当年安然事件爆发后由于采取传统董事会组织结构而名噪一时的 Berkshire 董事会结构。值得我们关注的是，在过去十年中，Berkshire 同样提高了其董事会的独立性。在 12 位董事会成员中，外部董事占到其中的 8 位，占比达到 67%。

我们注意到，AIG 与 Berkshire 提高董事会独立性的做法事实上与近二十年来公司治理实践逐步走出“Berle 和 Means（1932）的误导”，形成企业家中心的公司治理范式不谋而合。按照 Jensen（1993），一个流行的董事会组织模式甚至是除了 CEO 外，其他全部为独立（外部）董事。除了由于挑战成本低更易于监督经理人外（股东中心治理范式理念的体现），董事会独立性提高至少在以下两个方面有助于企业家中心的公司治理范式的形成。其一是从内部董事的“随时监督”到“董事会开会时的监督”；其二是从“日常经营”的监督到“重大事项”的监督。这两种转变无疑将增加经理人的自由裁量权，使经理人的经营权与股东的所有权实现更大程度的有效分离。

上述董事会独立性加强的董事会制度建设全球趋势最终体现为独董监督效率的改善。一方面，董事会独立性提高把以往董事应当监督到位的重大事项通过引入利益中性、来自外部、更加注重声誉的独董来加强监督；另一方面则通过“开会监督”和“重大事项监督”，使独董摆

脱对具体业务过多的指手画脚，避免出现监督过度问题。二者的结合使独董监督效率得以改善。我们看到，这一变化趋势的背后很好地体现了企业家中心治理范式所强调的如何在通过所有权与经营权的有效分离实现专业化分工带来的效率提升和二者分离衍生出来的代理冲突之间进行平衡的理念。董事会独立性的增强由此成为企业家中心公司治理制度全球变革趋势在董事会制度建设层面的反映。

鉴于目前我国很多上市公司“中国式内部人控制”问题泛滥，我们看到，董事会独立性在我国上市公司中同样不是是否应该削弱的问题，而是应该如何加强的问题。在我国很多上市公司中，由于金字塔式控股结构下所形成的所有者缺位和大股东的“不作为”，董事长成为公司的实际控制人。在改革开放以来并不太长的现代企业发展历程中，几乎每一个成功企业的背后都有一位作为企业灵魂和精神领袖的企业家。透过种种有形无形的社会连接和政治关联，这些网络和链条共同交织在一起，使得看起来并没有持有太多股份，从而相应的责任承担能力的董事长成为典型的“中国式内部控制人”。这些“内部人”可以利用实际所享有超过责任承担能力的控制权，做出谋求高管私人收益的决策，但决策后果由股东被迫承担，造成股东利益受损。之所以称其为“中国式内部人控制”，是由于在我国一些上市公司中，内部人控制形成的原因并非引发英美等国传统内部人控制问题的股权高度分散和向管理层推行股权激励计划，而是与中国资本市场制度背景下特殊的政治、社会、历史、文化和利益等因素联系在一起（郑志刚，2018）。

通过提高董事会的独立性，形成对内部人控制的制衡显然对于缓解我国公司治理实践中普遍存在的中国式内部人问题十分重要。从推行独董制度十多年的经验证据来看，我国上市公司在引入独董制度后企业绩效确实得到改善。这表现在独董比例与企业绩效呈现显著和稳健的正相关关系。毕竟独董需要在关联交易、抵押担保等涉嫌损害股东利益的重要问题上需要出具独立意见，客观上增加了信息的透明度和内部人损害股东利益的成本；而且一些独董在有损股东利益的议案中出具了否定性意见（唐雪松等，2010；郑志刚等，2016）。从解决中国式内部人控制问题的现实需求出发，提高董事会中独立董事的比例，使来自外部、身份独立、注重声誉的独董成为制衡内部人控制的重要力量。

为了更好地发挥独董力量制衡和居中调停的功能，在一些国家的公司治理实践中，甚至推出首席独立（外部）董事制度。我们以特斯拉为例。马斯克自 2004 年起担任董事会主席，到 2018 年由于特斯拉私有化不实信息披露遭受美国证监会处罚辞去董事长已逾十四年。从特斯拉 2010 年上市以来，时任董事长马斯克一直兼任公司的 CEO。而公司现任董事 Kimbal Musk 是马斯克的弟弟。一个成熟的公司治理制度设计需要独立的第三方来制衡管理层，履行监督管理层和协调股东与管理层利益的职能，以此减少因担任董事长兼 CEO 职位而可能产生的任何潜在利益冲突。鉴于此，特斯拉从 2010 年上市之初即开始设立首席外部董事。目前的首席外部董事是 Antonio J. Gracias。

在资本市场进入分散股权时代后,内部人遭遇野蛮人所引发的股权纷争将成为很多公司不得不面对的公司治理议题(郑志刚, 2018)。理论上,独董既非单纯的外部人,毕竟独董比其他任何第三方更加了解公司经营管理的实际情况;同时独董也非存在利益瓜葛的内部人。因此,信息相对对称同时利益中立的独董成为在“内部人”和“野蛮人”的股权纷争中合适的居中调停者。因而以信息更加对称、身份相对独立和利益趋于中性,“身在其中,同时能置身事外”的独董在管理层与野蛮人的控制权纷争中扮演重要的居中调节角色。例如,当出现控制权纷争时,独董(甚至首席独立董事)可以居中协调,并最终通过股东大会表决,向在位企业家推出金降落伞计划,使其主动放弃反并购抵抗;独董主导的董事会提名委员会可以在听取在位企业家和新入主股东意见的基础上,遴选和聘任新的经营管理团队,避免控制权转移给公司发展带来的危机和阵痛,使公司能够持续稳定发展。

当然,由于目前我国上市公司独董力量相对弱小,同时在保持自身的独立性和建立良好的市场声誉上存在这样那样的问题,在股权纷争发生后,独董是否能够成功扮演可能的居中调节者角色,中国资本市场仍然还有很长的路要走。

四、 企业家中心范式下对外部接管的重新认识: 从外部治理机制到反并购条款的制定

传统上,除了缓解产能过剩,实现并购重组等资源重新配置功能,接管威胁还被认为是有助于迫使绩效差强人意的管理层更迭,缓解内部人控制问题的重要外部治理机制(Scharfstein, 1988; Hirshleifer 和 Thakor, 1994; Harford, 2003)。从对接管威胁社会和经济功能认识的已有文献来看,早期学术界和实务界对接管威胁的正面评价多于负面评价。然而,近二十年来,随着对美国上个世纪七八十年代并购浪潮和“野蛮人入侵”现象的反思深入,人们逐步认识到接管威胁作为“双刃剑”的另外一面。即接管威胁,尤其是极端情形下的“野蛮人撞门”,并不利于鼓励创业团队人力资本的持续投入,损害的不仅是创业团队人力资本投资的激励(例如苹果“同股同权”构架下一度被扫地出门的乔布斯),而且不利于社会范围内的制度创新和技术进步。但鉴于接管威胁和野蛮人入侵的诱因恰恰是由于内部人控制导致的股价偏离真实价值,因此理论界与实务界在围绕接管威胁的角色,进而公司章程中反并购条款设计所达到的共识程度远远低于在股权结构设计和董事会制度建设等层面开展的企业家中心的相关公司治理制度变革。

概括而言,在公司章程和相关公司治理制度建设中,围绕如何鼓励企业家人力资本投入,提高接管威胁和野蛮人入侵门槛的反并购条款设计主要集中在以下几个方面。

首先是争议相对较小的任期交错的分类董事会制度。例如,特斯拉把董事会全体成员分为三类。每一类董事的任期为三年,交错任期。包括马斯克在内的一类董事将从 2017 年任职到 2020 年股东大会召开时;包括首席外部董事 Antonio J. Gracias 和马斯克弟弟 Kimbal

Musk 在内的二类董事的任期从 2018 年开始到 2021 年换届完成结束；而包括 Brad Buss 的三类董事则将于 2019 年进行换届选举。任期交错的分类董事会意味着完成全部董事会的重组，实现全面接管至少需要三年的时间。这是接管商在发起接管前不得不考虑的制度和时间成本，分类董事会制度由此可以起到延迟或阻止公司控制权转移的作用。事实上，任期交错分类董事会制度在防范野蛮人入侵的重要性已经引起我国一些上市公司的重视。我们注意到，在 2015 年万科股权之争之后掀起的我国上市公司新一轮《公司章程》修改中，一些公司推出了任期交错的分类董事会制度。

除了延迟或阻止公司控制权转移的节奏，任期交错的分类董事还会将有助于董事会实现平稳运行，使每位独董更好地履行监督职能。每次仅仅更换部分董事无疑避免了全部是新人需要花时间重新熟悉了解公司的尴尬和相应学习成本；老的董事的存在有助于相关公司政策的延续，从而使公司政策保持持续稳定。向不合理的董事会议案出具否定意见被认为是独董履行监督职能的重要体现（唐雪松等，2010）。我国资本市场规定独董的任期不超过两届。为了获得第二届连任的提名，我们观察到，独董较少在第一任期出具否定意见，以免换届选举时被具有影响力的大股东逆淘汰。而在即将结束全部任期的第二任期内，声誉和违规处罚的担心将战胜连任的动机，独董此时出具否定意见的可能性更大（郑志刚，2016）。所谓“人之将死其言也善”。如果在我国资本市场普遍推行任期交错的分类董事会制度，一个可以预期的结果是，在每一阶段都存在处于不同任期阶段的独董，独董从整体上将更加稳定和流畅地履行监督职能。

其次是重大事项从简单多数到大多数通过。在特斯拉《公司章程》中，关于修改和重述公司章程须经至少三分之二以上有表决权的股东批准规定无疑将增加接管发生的难度和成本。而在腾讯“大股东背书”的案例中，公司所有股东大会或董事会决议案，必须由股东大会或者董事会出席投票的 75% 通过才有效。这意味着 8 名董事会成员，如果超过 2 名成员反对，则任何决议案都无法通过。而在腾讯董事会 8 名成员中，有 4 名由创始人提名，这些“一致行动人”的存在使马化腾对重要事项的否决权始终可以大于等于 50%。这样做的好处是在大股东的背书下，上述制度安排排除了马化腾等担心“野蛮人入侵”的后顾之忧，使他们心无旁骛地致力于业务模式的创新。然而这样做的坏处是，容易形成内部人控制格局和盘踞效应，使外部股东的利益受到损害。

在实践中，围绕公司章程中的反并购条款制定，一些公司还引入了其他富有启发的条款设计理念。然而，这些条款设计理念带来的启发和争议一样大。例如，在特斯拉《公司章程》中规定，“限制股东召集特别会议的权力”。特别股东会议只能由董事会主席、首席执行官或董事会召集，股东不得召开特别会议。特斯拉《公司章程》同时规定，“股东没有累积投票权”。由于缺乏累积投票权，持股比例有限的股东很难推选代表自己利益的董事进入董事会，从而难以围绕经营战略调整等重大事项上在董事会中发挥影响力。我们看到，这些条款的规定在看似有助于防范野蛮人入侵，确保创业团队对公司实际控制的同时，也在一定程度不利

于中小股东权益的保护。一个合理的公司治理制度安排是在保障外部股东权益和鼓励创业团队围绕业务模理念创新进行人力资本投资之间的平衡，而不是顾此失彼。

五、结论

与“一股一票”的“同股同权”相比，存在上百年之久的“同股不同权”股票的发行长期以来被认为是不利于投资者利益保护的股权设计。然而在沉寂了近百年，经历了美国上世纪七八十年代并购浪潮的洗礼后，“同股不同权”的股票发行作为防范野蛮人入侵，鼓励企业家人力资本投入的股权结构设计理念重新获得了理论界和学术界的认同。在过去的二十年，以谷歌、脸书等 AB 股双重股权结构股票为代表的“直接完成”和来自阿里合伙人制度和腾讯“大股东背书”模式“变相实现”的“不平等投票权”的股权设计理念的兴起，标志着公司治理制度变革出现从传统的股东中心向企业家中心的全球变革趋势。

概括而言，从股东中心向企业家中心的公司治理制度变革全球趋势的出现基于以下理论和现实背景。其一是对“Berle 和 Means 误导”的校准。受 Berle 和 Means (1932) 反思大萧条情结的影响，长期以来，公司治理的理论和实务界看到的更多是现代股份公司由于所有权与经营权分离产生的代理冲突和形成的代理成本，而把正是由于所有权与经营权分离才实现的经理人职业化和资本社会化专业化分工忽略了。实务工作者从现实需求出发，迫切需要探索确保经营权从所有权分离出来的制度安排，于是我们观察到，理论和实务界不仅形成了对 AB 双重股权结构股票发行的重新认识，更有了来自阿里合伙人制度和腾讯“大股东背书”模式变相实现的“不平等投票权”的股权设计理念创新。理论界和实务界由此逐步走出“Berle 和 Means 误导”，朝着企业家中心的公司治理制度变革方面迈进。

其二，第四次工业革命对创新导向的企业组织架构设计理念的内在需求。随着第四次工业革命的深入和互联网时代的来临，“大数据”的数据采集方式和“云计算”的数据处理能力一方面使长期困扰资本市场投融资双方的信息不对称问题有所减缓。但另一方面，投融资双方对业务模式创新的信息不对称程度反而加剧了。对于业务模式创新等专业决策，外部投资者不得不交给少数“术业有专攻”的企业家来完成。于是，在第四次工业革命中，创新导向的企业组织架构设计理念向企业权威从股东中心转向企业家中心提出现实需求。

其三，对并购浪潮中出现的“野蛮人入侵”现象和如何鼓励创业团队人力资本投资的制度安排的反思。没有设置足够高的门槛，野蛮人入侵将挫伤的不仅是创业团队人力资本投资的积极性，甚至会伤及整个社会创新的推动和效率的提升。从 2015 年开始，我国资本市场进入分散股权时代，“野蛮人闯入”和控制权纷争成为常态。因而，如何形成有助于防范“野蛮人入侵”的公司治理制度安排对我国资本市场发展具有特殊的现实意义。

我们看到，正是在上述理论和实现背景下，公司治理范式开始发生从股东中心向企业家中心转变，并逐渐演变为公司治理范式转变的全球趋势。这种以企业家为中心的公司治理范

式在股权结构设计上体现为从“同股同权”转变为“不平等投票权”；在董事会制度建设上则体现为从专职的内部董事到兼职的独立董事；而在对外部接管角色重新认识上，体现为从外部治理机制到反并购条款中的相关限制。

与股东中心相比，企业家中心的股权结构设计理念从以下方面实现了效率的提升。

第一，通过“同股不同权”的股权结构设计，传统代理冲突双方股东与经理人实现了从短期雇佣合约向长期合伙合约的转化。不平等投票权构架则造就了一种企业家中心的权威配置模式，将“流水的经理人，流水的股东”演变为“铁打的经理人，流水的股东”，甚至“铁打的经理人，铁打的股东”。由此同股不同权的股权结构设计在创业团队与外部投资者之间建立了合作共赢的长期合伙关系。

第二，通过“同股不同权”的股权结构设计，外部股东和创业团队围绕“分担风险”和“业务模式创新”之间的专业化分工加深，迎合了互联网时代对创新导向的组织架构的内在需求。在不平等投票权的股权结构下，一方面由创业团队掌握公司控制权，专注业务模式创新；另一方面，面对基于互联网技术的新兴产业快速发展日益加剧的信息不对称，外部股东把自己并不熟悉的业务模式创新相关决策让渡给创业团队，“让专业的人做专业的事”，从而“退化”为类似债权人的普通投资者，使自己则更加专注风险分担。由此使资本社会化和经理人职业化之间的专业化分工在更深的层面展开。

第三，同股不同权的股权结构设计为防范野蛮人入侵设置重要门槛，以此鼓励创业团队围绕业务模式创新进行更多人力资本投资。

第四，面对资本市场中众多的潜在投资项目，同股不同权的股权设计向投资者展示了实际控制人对业务模式创新的自信，成为投资者识别独特业务模式和投资对象的信号，使围绕项目投资出现的逆向选择问题得到缓解。

上述从股东中心到企业家中心公司治理变革全球趋势和相关实践有助于我们在公司治理制度建设和设计理念形成以下全新的认识和思考。第一，在股东与经理人传统代理冲突双方关系的认识上，我们应该从以往简单粗暴的“谁雇佣谁”，转变为“合作共赢”。总结同股不同权的股权结构设计理念，我们看到，它是在长期合伙基础下实现的合作共赢，而不是简单的“谁雇佣谁”。在阿里，马云合伙人绝不是被软银和雅虎的“资本”简单雇佣的“劳动”。同样的，软银和雅虎的“资本”也不是被马云合伙人“劳动”简单雇佣的“资本”。雇佣关系背后体现的主仆关系无助于利益冲突双方形成平等的合作伙伴关系，难以实现长期合伙下的合作共赢。

第二，在对公司治理中最重要的控制权安排（企业权威配置）的认识上，我们应该从以往一味简单强调“对控制权的占有”，转变为控制权安排围绕如何形成有利于创新导向的组织设计。面对激烈的市场竞争，新兴产业的发展仍然必须依赖企业家来识别风险、承担责任，企业家过去、现在和将来依然是市场环境下十分稀缺的资源。企业家不再是以往 Berle 和 Means (1932) 眼中的“代理冲突的缘起” (trouble-maker)，而是“经济增长的国王” (熊彼特)。我们需要在公司治理实践中通过企业家中心的公司治理制度变革和创新大力培育企业家精

神，让企业家真正成为“经济增长的国王”。在上述意义上，控制权不是用来占有的，而是用来放弃的。软银等看似放弃了原本属于第一大股东的控制权，但通过放弃控制权软银等从中赚得钵满盆满。

第三，对现代股份公司所有权与经营权分离的认识上，我们应该从以往公司治理理论和实践强调的避免所有权与经营权的分离，以免出现代理冲突，甚至于“防火，防盗，防经理人”到应该通过合理的制度安排，使企业经营权能够从控制权中合理有效分离。这对于正在积极推进的国企混改具有积极的借鉴作用。通过引入战投，形成分权控制的格局，国企最终完成从“管人管事管企业”到“管资本”的改变，使经理人的经营权与资本的控制权形成合理有效的分离。

第四，对股权设计中股东权益“平等”保护理念的认识上，我们应该从简单强调投票权的“形式上”的平等转变为关注投资回报收益“结果上”的平等。不平等投票权股票的发行虽然在形式上是“不平等”的，但它却给投资者带来更多的长期回报，实现了股东收益最大化，最终使合作双方在结果是“平等”的。

最后，对公司治理政策目标的认识上，我们应该从简单缓解代理冲突降低代理成本，转变为专业化分工实现的效率改善与代理成本降低之间的权衡。我们看到，无论谷歌、脸书、京东等以双重股权结构股票发行直接实现，还是来自中国的阿里通过合伙人制度，腾讯通过“大股东背书”模式变相实现的不平等投票权结构股票发行，实质上都做到了上述两方面的兼顾，在保障创业团队主导业务模式创新决策的同时兼顾外部股东的投资回报的最大化，实现了双方长期合作共赢。

参考文献

- [1] Berle, A. A. and Means, G. C., 1932, *The Modern Corporation and Private Property*[M], *New York: Macmillan*.
- [2] Bolton, P., Scheinkman, J. and Xiong, W., 2006, Pay for Short-Term Performance: Executive Compensation in Speculative Markets[J], *Review of Economic Studies*, 73(3): 577-610.
- [3] Coase, R. H., 1937, The Nature of the Firm, *Economica*[J], 4(16): 386-405.
- [4] Desai, Mihir. Capitalism the Apple Way vs. Capitalism the Google Way [N], *The Atlantic*, 2017(10).
- [5] Frieder, L. and Subrahmanyam, A., 2007, Executive compensation and investor clientele[R], *Purdue University Working Paper*.
- [6] Gordon, J. N. and Roe, M. J., 2004, *Convergence and persistence in corporate governance*[M], *Cambridge: Cambridge University Press*.

- [7] Grossman, S. J. and Hart, O. D., 1986, The costs and benefits of ownership: a theory of vertical and lateral integration[J], *Journal of Political Economy*, 94(4): 691-719.
- [8] Grossman, S. J. and Hart, O. D., 1987, One Share-One Vote and The Market For Corporate Control[J], *Journal of Financial Economics*, 20(1-2): 175-202.
- [9] Harford, J., 2003, Takeover Bids and Target Directors' Incentives: The Impact of a Bid on Directors' Wealth and Board Seats [J], *Journal of Financial Economics*, 69(1): 51-83.
- [10] Harris, M. and Raviv, A., 1988, Corporate governance: Voting rights and majority rules[J], *Journal of Financial Economics*, 20(1-2): 203-235.
- [11] Hart, O. and Moore, J., 1990, Property Rights and the Nature of the Firm[J]. *Journal of Political Economy*, 98(6):1119-1158.
- [12] Hart, O., 1995, Corporate Governance - Some Theory and Implications[J]. *Economic Journal*, 105(430):678-689.
- [13] Hirshleifer, D. and Thakor, A. V., 1994, Managerial Performance, Board of Directors and Takeover bidding [J], *Journal of Corporate Finance*, 1(1): 63-90.
- [14] Jensen, M. C., 1993, The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems[J], *The Journal of Finance*, 48(3): 831-880.
- [15] Jensen, M. C. and Meckling, W., 1976, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure[J], *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305-360.
- [16] La Porta, R., Lopez - De - Silanes, F., Shleifer, A., 1999, Corporate Ownership Around the World[J]. *The Journal of Finance*, 54(2): 471-517.
- [17] La Porta, R., Lopez - De - Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R. W., 1998, Law and finance[J]. *Journal of Political Economy*, 106(6): 1113-1155.
- [18] Lease, R. C., Mcconnell, J. J. and Mikkelson, W. H., 1983, The market value of control in publicly-traded corporations[J], *Journal of Financial Economics*, 11.1: 439-471.
- [19] Lease, R. C., Mcconnell, J. J. and Mikkelson, W. H., 1984, The market value of differential voting rights in closely held corporations[J]. *Journal of Business*, 57(4): 443-467.
- [20] Nenova, T., 2004, The value of corporate voting rights and control: a cross-country analysis[J], *Journal of Financial Economics*, 68(3): 325-351.
- [21] Scharfstein, D., 1988, The Disciplinary Role of Takeovers [J], *Review of Economic Studies*, 55(2): 185-199.
- [22] Shleifer, A. and Vishny, R. W., 1997, A Survey of Corporate Governance[J], *Journal of Finance*, 52(2): 737-783.
- [23] Smith A., 1937, *The Wealth of Nations*[M], New York: The Modern Library.
- [24] 唐雪松, 申慧, 杜军. 独立董事监督中的动机——基于独立意见的经验证据[J]. *管理世界*, 2010(09): 138-149.

- [25] 郑志刚, 李俊强, 黄继承, 胡波. 独立董事否定意见发表与换届未连任[J]. 金融研究, 2016(12): 159-174.
- [26] 郑志刚, 梁昕雯, 吴新春. 经理人产生来源与企业未来绩效改善[J]. 经济研究, 2014, 49(04): 157-171.
- [27] 郑志刚, 梁昕雯, 黄继承. 中国上市公司应如何为独立董事制定薪酬激励合约[J]. 中国工业经济, 2017(02): 174-192.
- [28] 郑志刚, 孙娟娟, Rui Oliver. 任人唯亲的董事会文化和经理人超额薪酬问题[J]. 经济研究, 2012, 47(12): 111-124.
- [29] 郑志刚, 邹宇, 崔丽. 合伙人制度与创业团队控制权安排模式选择——基于阿里巴巴的案例研究[J]. 中国工业经济, 2016(10): 126-143.
- [30] 郑志刚. 中国公司治理的理论与实践[M], 北京: 北京大学出版社, 2016.
- [31] 郑志刚. 从万科到阿里: 分散股权时代的公司治理[M], 北京: 北京大学出版社, 2017.
- [32] 郑志刚. 当野蛮人遭遇内部人——中国公司治理现实困境[M], 北京: 北京大学出版社, 2018.

From Shareholder-center to Entrepreneur-center: The Global Trend of Corporate Governance Reform

Abstract: ‘Unequal voting rights’ scheme for stock issuance has been considered as the ownership structure design going against the principle of investor protection compared with the “one-stock-one-vote” scheme. However, the past two decades have witnessed more and more IT enterprises have issued dual-class stocks among the fourth industrial revolution. Alibaba’s partnership and Tencent’s controlling shareholder endorsement model are also practically the form of unequal voting rights structure under the “one-stock-one-vote” scheme. In addition to the ownership structure shifting from ‘one-share-one-vote’ to ‘unequal voting rights’, the board of directors’ system has changed from the full-time internal director to the part-time independent director, while the external takeover has been regarded as from external governance mechanism into the restrictions in anti-merger terms. The reform of corporate governance system has therefore evolved into the global trend of corporate governance from shareholder-center to entrepreneur-centered paradigm. Base on the analysis of the theoretical and practical background of corporate governance paradigm from the shareholder-center into the entrepreneur-center, this paper summarizes the reform feature of entrepreneur-centered corporate governance paradigm on the following aspects: the ownership structure, the board of directors’ system and anti-merger terms, and finally reveals the economic logic behind this global trend. This paper has both theoretical and practical implications on how to reform corporate governance structure in order to follow the global trend from shareholder-center to entrepreneur-centered paradigm.

Keywords: entrepreneur-center; shareholder-center; dual-class stock; unequal voting rights; partnership; corporate governance.

大数据信贷的“第三条道路”

罗煜

(中国人民大学财政金融学院, 中国财政金融政策研究中心, 100872)

黄钰文

徐蕾

摘要: 目前,我国开展大数据信贷创新业务的主体主要有两大类:互联网公司和传统商业银行。互联网公司主要依赖自身电商平台或社交平台所积累的海量数据来获取用户信息。传统商业银行则利用自有账户或政府平台开放的数据信息自行搭建大数据平台,或通过与现有电商平台进行合作获取数据。但两种模式都存在一个共同的问题——可推广性较差。本文基于对中国最大的三家互联网银行——微众银行、网商银行和新网银行的一手调研资料分析,探索适用于大量中小型商业银行的,既不依靠自有互联网商业生态系统的的海量数据,又不完全依赖自有账户或政府平台数据的大数据信贷“第三条道路”。

关键词: 大数据信贷 互联网银行 新网银行

JEL 分类号: G21 D82 O16

一、引言

伴随着大数据技术在金融服务领域的深入应用,创新性的金融解决方案层出不穷。大数据技术有利于缓解信息不对称所造成的小额信贷运营成本高、风控难度大的问题,为高度依赖数据信息的信贷业务带来模式转型的机遇。互联网公司依托其自有网络商业生态拥有天然的数据优势,如阿里巴巴、腾讯等互联网巨头纷纷在金融领域进行布局,并获得了显著的成功。传统商业银行则凭借其雄厚的资金、优越的客户基础和较高的社会认可度,通过积极寻求与大数据技术融合依然能够实现华丽的转型。

目前,我国开展大数据信贷创新业务的主体主要有两大类:互联网公司和传统商业银行。

互联网公司（主要是互联网巨头）的大数据信贷产品主要依赖自身电商平台或社交平台所积累的海量数据来获取用户信息。传统商业银行（特别是大型商业银行）则可以利用自有账户或政府平台开放的数据信息自行搭建大数据平台，或与现有电商平台进行合作以获取小微企业和个人消费者的数据。但无论是哪种模式都存在一个共同的问题——可推广性较差。截至2018年12月底，中国银行业金融机构数达到4588家，其中占比最高的是大量中小型银行，它们自有的账户数据较少，政府公关能力较弱，更没有自有的电商或社交平台，几乎都是“数据在外”、“客户在外”的情形。当这些中小型金融机构试图开展大数据信贷业务时，会发现它们根本难以模仿既有的两种模式。那么，是否存在一种既不依赖自有互联网商业生态系统的数据库，又不完全依赖自有账户或政府平台数据的大数据信贷模式呢？如果这种商业模式能够被广泛复制，将是大数据信贷的“第三条道路”，有利于解决我国小微企业融资难的问题。

本文的研究目的就是通过对实践案例的分析，试图探寻大数据信贷“第三条道路”的可行性。我们发现，国内有一家互联网银行——新网银行的大数据信贷模式非常符合我们对大数据信贷第三种模式的界定。新网银行是继微众银行和网商银行之后成立的国内第三家互联网银行。作为一家没有互联网巨头背景的纯线上银行，新网银行既没有自己的商业生态系统来获得流量数据，也没有关于客户的多维度社交数据，甚至没有客户的账户历史信息，但也能靠大数据信贷起家并取得不俗的业绩，是具有高度研究价值的典型案例。但囿于数据可得性等方面的限制，目前关于新网银行大数据信贷模式的深度研究尚少。因此，本文以新网银行作为主要研究对象，利用对微众、网商和新网三家银行调研所获取的第一手资料，对新网银行大数据信贷模式进行剖析，并将其与另外两种大数据信贷模式进行对比。

我们的结论是，新网银行依靠第三方数据来源及特殊的大数据处理技术作为客户的授信依据，在用户基数全民化、数据来源广泛化、授信审批实时化等方面做到了行业领先水平，该模式具有较好的可复制性，如果借鉴得当，可以涌现更多类似的机构，为我国的普惠金融事业做出更大贡献。同时，这一模式的推广仍需进一步提高数据可得性、降低数据获取成本、增强数据分析能力以及适应监管规则的变化。

后文的结构安排如下：第二部分对大数据信贷的概念、原理、实践及潜在问题进行文献梳理；第三部分介绍我国大数据信贷的两种主要模式并加以评论；第四部分对新网银行的基本情况介绍；第五部分对新网银行的大数据信贷模式进行剖析，并对该模式的可推广性及可能面临的问题进行讨论；最后是总结性评论。

二、文献回顾

（一）大数据信贷的概念

目前关于“大数据”国内外还未形成一个权威的定义，Mauro et al. (2016) 通过文献梳理

给出了一个通识定义：“大数据是指具有规模大、速度快和多样化特点的信息资产，需要特定的技术和分析方法实现其价值转换”。在我国，国务院于 2015 年 9 月印发的《促进大数据发展行动纲要》将“大数据”定义为拥有海量数据规模、快速数据流转、多样化数据类型以及低价值密度四大特征的数据集合。事实上，大数据不仅包括像交易记录这样储存在传统数据库中的结构化数据，更多地（占比高达 95%）来源于文本文件、网页信息、视频、音频、影相及传感数据等非结构化数据（Grover et al., 2018）。李文莲和夏健明（2013）总结了大数据的三大主要来源，分别是企业内部产生的经营交易数据，来自物联网的相关物流信息以及互联网世界中的社交、位置等信息。利用大数据技术开发新产品或新模式以开展信贷业务便衍生出了大数据信贷这一新兴互联网金融业态。

大数据信贷可看作互联网金融或金融科技的一种形态，谢平等（2015）指出，与传统金融相比，互联网金融模式具有边际成本递减、网络外部性、交易成本低、信息不对称程度低、交易可能性集合拓展、交易去中介化等优势。Chen et al.（2019）的实证表明，大部分金融科技创新能够带来积极价值。目前，大数据技术已经能够应用在银行的多个业务领域，包括客户画像、精准营销、风险控制、市场预测和运营优化等方面（何平平和车云月，2017）。Zveryakov et al.(2019)总结了金融科技给银行带来的机遇，首先给客户带来了高度专业化的银行服务、更低的交易成本及更快捷高效的银行业务流程，其次使银行可以利用更多创新性数据进行营销、提升自身的风险管理水平，最后对银行业总体而言，通过增强行业竞争促进金融稳定，并催生出监管科技，从而大大提升监管效率。

（二）大数据信贷的原理

大数据信贷有助于缓解信贷市场上的信息不对称问题、提高市场透明度。根据 Stiglitz and Weiss（1981），信贷市场上存在严重的信息不对称，为减少损失，银行需要花费大量人力物力收集客户数据。Lapavitsas and Dos Santos（2008）认为，互联网金融带来技术革新，有利于减轻借贷双方的信息不对称问题。Liberti and Petersen（2019）指出，金融科技可以将软信息硬化，使更广泛的数据被收集、应用到商业模型中。而关系和软信息在监督借款人以及缓解信息不对称方面具有优势（Boot and Thakor,2000）。顾海峰和杨立翔（2017）具体阐述了大数据如何帮助银行解决逆向选择和道德风险问题。Ahmed et al.(2016)则认为，新技术的应用通过提高信贷市场的竞争程度催生出更多信息不对称的解决方案。

大数据的应用有助于提升银行的风险管理水平。银行传统风险管理依靠主观经验决策，存在数据来源有限、覆盖不够广、可靠性不足、时效性弱和效率低下的问题（周继述和王雪松，2013），客户准入门槛较高，并倾向于要求提供资产抵押或第三方担保，难以解决长尾群体面临的融资约束。通过使用大数据技术，在贷前，银行可以审查借款人的信用信息对潜在的欺诈风险进行监控，初步判断是否应该放贷；在贷中环节银行通过运用大数据风控模型，得到借款人的风险评估报告，最终决定是否放款及具体授信额度；而在贷后，银行可以通过

大数据风险预警体系,依托相关的互联网平台对贷后的信息流、资金流及物流进行持续监控,及时对违约客户采取措施(乔海曙和邹承慧,2017)。宋首文等(2015)总结了大数据应用于银行风险管理的优势:首先大数据可以帮助银行扩大数据覆盖人群、降低数据获取成本、扩充数据体量。其次,大数据和云计算技术的使用有助于银行提高数据处理和模型量化分析速度。此外,互联网大数据技术能够帮助银行进行信息系统的重建和规整,通过IT整体实施方案,银行能够实现数据的治理、分类、共享和整合;最后,银行能够依托大数据平台优化风险管理流程,实现事前、事中和事后风险管理的整合对接与逻辑勾连,改变传统模式下各环节冗余、分离的现状。

大数据信贷能够帮助银行实现营销方式的转型。大数据技术可以帮助银行对客户的消费偏好进行深层次分析,挖掘潜在的市场需求,为细分客户群提供个性化创新产品,实现实时、精准营销,从而提升客户体验,增强客户黏性和忠诚度,改变传统商业银行领域普遍存在的产品、服务同质化现象。使银行的经营模式从以产品为中心转变为以客户为中心,服务方式由标准化转向个性化(郑爱华和赵兵,2015;李扬和孙国峰,2017;何平平和车云月,2017)。

大数据信贷的发展具有深刻的普惠意义。数据获取、分析技术的发展能够帮助银行克服服务小微所存在的高风险、低收益的问题,在一定程度上填补传统银行服务的空白。Jagtiani and Lemieux (2018a)认为,通过利用更多替代性数据,传统信用记录缺乏或不准确的部分借款人也能被合理评估信用风险从而获得信贷资源。Ahmed et al. (2016)也指出,大数据分析帮助贷款机构更好的评估小微个体的信用风险,在不需要抵押品的条件下向其提供及时、灵活的服务。国内,赵岳和谭之博(2012)、王馨(2015)以及李建军和王德(2015)等的研究也都认为互联网金融可以缓解针对小微群体的信贷配给问题。实证方面,从贷款可得性角度,Bartlett et al. (2018)的研究发现,金融科技借贷能够缓解住房抵押贷款中的歧视现象。Jagtiani and Lemieux (2018b)的研究表明,金融科技贷款机构已经渗透到了缺乏传统银行服务的地区。Fuster et al. (2019)的研究也表明,金融科技贷款人的服务目标多是受金融排斥的人群。从贷款价格角度,Zhu (2019)研究认为金融科技的应用提高了价格的信息含量。Jagtiani and Lemieux (2018a)指出,大数据、机器学习及其他人工智能模型能够降低银行的授信、贷款监督及操作成本,银行进一步将这种成本优势传递给客户,从而使借款人能以更低的价格从金融科技贷款机构获得贷款。

(三) 大数据信贷的实践

陈静(2017)总结了银行业大数据的五大来源:客户的信息数据、客户交易过程中采集的结构化数据、业务处理过程中获取的用于集中作业、授权和监控的视频、影像等非结构化数据、银行网站点击背后蕴含的客户需求信息以及来自各类社交网络和媒体中的相关数据。当然,银行获取其中绝大多数数据的前提是银行需要有相当多的客户,且这些客户在银行开

展了数量可观的交易。

大数据信贷在国内外都存在一些成功案例。在国外，美国银行通过建立先进的数据平台从信用卡交易中挖掘有价值数据，推行“*At your request*”的客户服务，实现了业务的快速发展；花旗银行从具备客户智能的 CRM 系统中获取客户基本信息、统计分析资料和银行投入记录数据，并通过 Watson 技术对海量数据分析、处理，从而提供个性化服务(祁梦昕, 2016)。西太平洋银行 (Westpac) 则以与客户多渠道互动产生的信息为数据基础进行精准营销；法国兴业银行为了保持利润增长，利用大数据对个人客户的收入、储蓄以及公司分红、奖金发放日期进行分析研究，从而向客户适时推荐产品和服务，大大缩短了数据处理时间(何平平 and 车云月, 2017)。Kabbage 通过对小型网商交易数据、物流数据及社交数据的整合与分析，运用大数据进行贷款决策和贷后管理，更高效地向其提供贷款，有效降低了违约风险(向明等, 2016)。国内大数据信贷的成功案例以网商银行、微众银行最为人们熟知。

(四) 大数据信贷的潜在风险和挑战

大数据信贷一方面让金融机构面临新的风险：数据更改、系统稳定性可能诱发操作风险；病毒、黑客攻击可能导致用户数据泄露和盗用，从而产生技术风险；法律风险主要来源于互联网金融融资与非法集资界限的模糊及相关法律法规的缺失；单纯依赖线上，缺乏线下接触的数据收集方式会影响数据真实性，再加上大数据信贷客户本身可能就是受传统银行所排斥的长尾客户，这也进一步加大了信用风险；流动性风险方面，互联网金融模式下，资产负债期限错配易造成挤兑，并传染给其他传统银行(李克穆, 2016; 刘忠璐, 2016; Zveryakov et al., 2019)。

另一方面是客户面临的风险，也就是涉及到金融消费者保护问题。谢平等(2014)指出，金融消费者囿于专业知识的限制，对于金融产品的了解处于劣势。而在大数据背景下，Tene and Polonetsky (2013) 指出，用户在享受大数据所带来的社会福利的同时，也要承担更大的隐私泄露风险。为保护消费者利益，欧盟于 2018 年启动了号称“史上最严”的《通用数据保护条例》(即 *General Data Protection Regulation*, 简称 *GDPR*)。GDPR 赋予了个人主体包括知情权、访问权、纠正权、被遗忘权、反对权和可携带权在内的六项权利，对企业获取使用用户数据进行严格限制，并对违规行为施以高额罚金。由于这一条例的属人原则，有学者预测该条例将来有可能成为全球数据保护的标准(彭星, 2016)。未来，高度依赖数据信息的银行业将面临更加严格的个人同意标准、数据处理和管理责任以及更高额的合规成本(徐伟, 2018)。

三、我国大数据信贷主要发展模式

(一) 互联网公司的大数据信贷模式¹

在国内,一些互联网公司利用自身商业优势开展大数据信贷业务,以目前我国两大领军互联网银行为例,微众银行和网商银行分别以微信、QQ的社交数据和淘宝、支付宝交易支付记录对客户进行信用画像。

1. 微众银行的大数据信贷业务

微众银行是由腾讯公司作为大股东发起设立的,国内首家互联网银行,于2014年开业。微众银行业务定位于“个存小贷”,目标客户覆盖各个社会群体,目前主要业务包括微业贷、微粒贷、微车贷、微众有折等产品。其中“微业贷”旨在为中小微企业提供线上流动资金贷款服务,其贷款审批、放款全部在线完成,最高额度可达300万元,最快15分钟到账,无需抵质押,按日计息,随借随还。针对个人用户的“微粒贷”产品500元起借,最高额度30万,最快1分钟到账,无担保无抵押,日利息0.02%~0.05%,自上线以来一直保持快速增长,目前已为超千万客户提供借款服务。2015年9月,微众银行又上线了“互联网+汽车金融”产品“微车贷”,旨在为购车、用车、养车的消费者和车商提供高效的金融解决方案。申请者仅需身份证、驾驶证、银行卡、手机号即可申请此项贷款,流程方便快捷。微众银行还利用微车贷业务发行资产证券化产品进行融资,盘活信贷资产。截至2018年末,微众银行管理贷款余额超过3000亿元,同时保持着较低的不良贷款率。

微众银行开展大数据信贷的优势在于充分利用大股东腾讯的资源和生态圈。首先,微信和QQ在社交平台的垄断地位和海量用户群体为其低成本获客及快速发展奠定了基础。其次,这两大社交平台上沉淀的社交数据、支付数据也帮助微众银行能够获取宝贵的用户行为信息,在此基础上再结合第三方外部数据综合得出用户的信用评分,并据此授信和放款。不仅如此,腾讯旗下还拥有中国人民银行批准成立的腾讯征信有限公司,微众银行可以通过腾讯征信来分析用户数据,预测用户的借款需求与未来还款能力,建立起属于个人的信用报告与记录。

从数据形式看,微众银行拥有的大数据已经从传统文本形式扩展到了多媒体形式,从银

¹一些互联网巨头公司为了发掘新的利润增长点,纷纷凭借自身技术优势和客户基础涉足金融领域,通过获取相应金融牌照建立金融平台开展金融业务。目前,阿里、腾讯、小米和美团等互联网公司均已拿到银行牌照取得经营银行业务的资格。这些互联网金融平台与传统银行业务侧重点略有不同,本文我们仍以“互联网公司”指代此类机构。

行流水单扩展到了社交平台的聊天记录,从静态财务数据扩展到了动态逐笔交易数据,因而数据池更加全面,也更加匹配客户的需求和能力。此外,微众银行借助互联网平台实时动态监控资金去向,做到贷后准确跟踪和管理,一旦前期平台投入初见效果,后期用户规模的增长对总成本增加的影响微乎其微,可以实现较好的规模效应。

2. 网商银行的大数据信贷业务

浙江网商银行是由蚂蚁金服作为大股东发起设立的,国内第二家纯互联网运营的商业银行,于2015年开业。网商银行为解决小微企业贷款难的问题,推出了“网商贷”业务,其围绕阿里巴巴、淘宝、天猫等电商平台、向平台卖家推出阿里贷款、淘宝贷款、天猫贷款等产品。网商贷采用纯信用、零抵押、零担保的模式,在线申请只需30秒,最快3分钟即可到账,可随时还款,最长可贷24个月,并且门槛很低,1元起贷。

网商银行的数据来源包括两方面:一是来自淘宝等电商平台的交易数据。其中商家销售数据可以帮助网商银行了解商家的历史交易情况并据此评估商家的盈利能力,用户购买数据则可以帮助网商银行知晓个人的消费习惯和能力,据此评估个人的经济实力。二是来自支付宝的支付数据,可以帮助银行进一步了解用户的资金实力和综合能力并以此作为授信依据。另外,值得一提的是,随着扫码收款的日益普及,更多线下交易流水数据能够被收集,原本因为体量小、线上数据缺乏等原因无法被准确评估信贷水平的小微客户也日益能够获得相应的信贷服务。

在风控领域,网商银行基于海量数据优势,通过互联网化、批量化、数据化的方式来量化识别客户的各类风险,并且发明了一种可适用于不同客户性质的风险度量准则,通过客户财务情况跟踪、贷款需求计算、信贷额度授予等一整套技术对风险进行把控。具体地,网商银行分别采用“水文模型”和“芝麻信用”体系对小微企业客户和个人消费者进行授信。前者依据小微企业的种类、历史交易、经营情况、同业地位等信息来推测其融资需求与未来还款能力。后者作为我国首个人信用评分产品则是从历史、行为、履约能力、人脉、身份等五个维度来综合评估个人的信用状况。

除了微众银行和网商银行,其他互联网巨头也纷纷布局金融业务。如京东推出的“京小贷”、“京东白条”,百信银行(由百度和中信银行合资成立)的“百兴贷”、“百分贷”、滴滴推出的“滴水贷”以及美团的“美团小贷”等。

(二) 传统商业银行的大数据信贷模式

商业银行获取大数据的途径主要有两种:

第一,银行自身数据。即客户在本银行发生金融服务交互过程中产生的数据,例如工资代发、交易流水、理财购买、按揭贷款等数据。实践中,工商银行借助自身的数据仓库对客

户信息、交易信息、账户信息等进行挖掘和管理，交通银行利用智能语音云对与客户沟通过程中收集的产生的录音数据进行分析，建设银行则通过自建的善融商务电商平台将电商交易数据与信贷业务相结合，光大银行通过建立社交网络信息数据库进行数据采集。总体来看，一般只有大型商业银行才拥有较为丰富的客户在本行的账户和交易数据，小银行则很难拥较多的自有客户数据。

第二，政务数据，包括税务、社保、海关、公积金数据等。银行可以通过与相关的政府机构协商合作，免费获取或购买此类数据。例如，建设银行与云南省签订了“互联网+政务服务”建设合作协议，建行在云南的全部网点都变成了政务便民服务中心，从而获得了使用这些政务数据的官方授权。其他一些地方政府也特定地开放此类数据，如江苏银行的“税E融”就是典型的以税务数据为支撑的信贷产品。总体来看，银行获取政务数据的成本较高，一是因为银行需要与各个地方政府分别进行谈判，交易成本极大，对于小银行来说难度更大；二是现实中，一些政务数据的采购价格比银行从商业渠道获得的其他大数据单位成本更贵。

此外，传统商业银行还可以通过与第三方科技公司合作与大数据嫁接，如兴业银行与百度展开合作，借助百度大数据的技术优势对客户行为及偏好进行挖掘。

(三) 对我国大数据信贷主要发展模式的简评

互联网公司开展大数据信贷业务的一大特色在于能够紧密结合自身的业务体系。实践中，能够成功地以自身商业生态系统构建完善的大数据信贷业务框架的往往只能是互联网巨头公司。微众银行和网商银行为首的互联网银行的崛起虽然提供了开展大数据信贷业务的样板，但这种模式过于依赖大股东自身的商业生态体系，难以复制。对成百上千的中小型商业银行或小额贷款公司而言，如何探索出一条不依赖互联网巨头、可复制的大数据信贷模式，仍然是个未解决的问题。

对于传统商业银行所开展的大数据信贷业务而言，其使用的数据具有数据质量和饱和度高的特征，虽有利于信用风险的判定，但来源相对单一，与真正基于分散、多维度、低饱和数据的“大数据”信贷业务还存在显著差别。且鉴于前文所述的原因，小银行较难获得大银行开展大数据信贷业务所用的数据。不仅如此，尽管传统商业银行的各类创新信贷产品层出不穷，但商业银行的传统风控文化和信贷操作模式相对固化，再加上我国目前征信体系不完善以及受到政策和监管等因素的影响，传统商业银行在开展信贷业务中难于完全信任大数据信用评级结果，造成银行针对各个体量的企业所采取的授信评级方法相似，并仍倾向于要求客户提供一定的资产抵押或第三方担保，较难采取纯信用贷款模式，因而客户的准入门槛相对较高。此外，归因于技术的不成熟和审批的严谨性，商业银行在审批时间上也没有建立起相应的优势。

本文所指的大数据信贷的“第三条道路”，是指在开展大数据信贷业务时，既不完全依赖于一些大型银行自身拥有相对高质量的账户数据和来自于政府部门的政务数据，也不依赖于

互联网巨头自身商业体系，而是适用于数目众多的中小型商业银行、小额贷款公司的，通过获取分散、多维度、低饱和度的第三方大数据，采用先进的大数据处理技术开展信贷业务的模式。我们希望找到这种模式的典型案例。经过论证，我们选定新网银行作为研究对象。

四、新网银行背景介绍

四川新网银行于 2016 年底经中国银监会批准，由新希望集团、四川银米科技（小米的全资子公司）等股东联合发起成立，是继微众银行、网商银行以后全国第三家以互联网模式运营的商业银行，与前两家互联网银行相比，新网银行的信贷业务不依赖自有商业生态，完全依赖外部数据（表 1 为三家银行的概况对比）。新网银行没有分支机构，全部业务几乎均在网上完成，主要服务互联网活跃人群、民营经济、中小微企业及“三农”客户。

表 1：微众银行、网商银行和新网银行概况对比

银行名称	微众银行	网商银行	新网银行
成立日期	2014 年 12 月 16 日	2015 年 5 月 28 日	2016 年 12 月 28 日
注册资本	42 亿元	40 亿元	30 亿元
所属城市	广东深圳	浙江杭州	四川成都
股东构成	腾讯、百业源、立业等	蚂蚁金服、复星工业、万向三新希望、四川银米科技、红旗农、金润资产等	连锁等
最近融资日期及金额	2016 年 1 月 27 日 (12 亿元)	2017 年 9 月 8 日 (金额未披露)	2016 年 12 月 28 日 (金额未披露)
主要产品	微业贷、微粒贷	网商贷、旺农贷、借呗	好人贷
客户对象	主要面对大股东生态体系内的已有客群		面向全网获客
授信决策	采取白名单制，先行完成大部分客户的预授信		实时审批授信
授信依据	反欺诈校验系统和六大模块数据（公安数据、央行征信数据水文模型（小微企业的种类、自己采集的数据和外部数据，以第三方数据为主据、手 Q 社交数据、微信社历史交易、经营情况、同业地交数据、财付通支付数据以及位等信息）和芝麻信用体系资金饥渴度数据）		
企业贷款产品对比	微业贷：最高 300 万、最长 36 期还款、日利率低至 0.01%	网商贷：1 元起贷、最长可贷 24 个月	暂无

银行名称	微众银行	网商银行	新网银行
个人消费贷款产品	微粒贷：500元起借、最高30万	蚂蚁借呗：1000元起借、最高30万、最长12个月、日利率在0.015%-0.06%	好人贷：500元起借、最高100万、最长5年分期还款、日利率低至0.03%、平均年利率14%左右
对比	万		

资料来源：各银行公开资料及对三家银行的调研资料

新网银行的主要产品“好人贷”较好地解决了个人小额、短融信贷难的问题。截至2018年末，新网银行累计发放贷款1601亿元，累计放款5733万笔，服务客户1905万人，笔均贷款金额约2000元，笔均周期约70天，平均利率约为14%，许多客户选择提前偿还贷款。从客户分布来看，新网银行目前的客户群体中约20%为个体户，客户覆盖全国31个省、自治区和直辖市。客户的男女性别比例约为3:1；已知教育程度的客户中，超7成为本科以下学历；已知收入的客户中，约40%年收入在5万元以下。

表2：新网银行贷款期限、借款人年龄、借款人收入分布表

贷款期限	占比
<=1个月	16.37%
1-3个月（含3个月）	15.98%
3-6个月（含6个月）	32.81%
6-12个月（含12个月）	30.34%
12-24个月（含24个月）	3.12%
>24个月	1.39%
总计	100.00%

年龄段	占比
21-25	38.99%
26-30	32.43%
31-35	16.60%
36-40	6.86%
41-45	3.28%
46-50	1.62%
51-55	0.23%
总计	100.00%

年收入（万元）	占比
<3	17.00%
3-10	68.20%
10-20	10.58%
20-50	3.62%
50-100	0.47%
>100	0.13%
总计	100.00%

数据来源：新网银行调研资料

新网银行成立以来实现了规模和利润的快速增长。截至 2018 年末，新网银行表内资产余额 361.57 亿元，其中各项贷款余额 257.16 亿元，主要为零售贷款，负债余额为 329.86 亿元，所有者权益总额为 31.72 亿元，累计取得营业收入 13.35 亿元，营业支出 8.78 亿元，累计实现净利润 3.68 亿元。

表 3：微众银行、网商银行和新网银行的主要财务数据对比（单位：亿元）

银行名称	微众银行	网商银行	新网银行
截止时点	2018 年末		
总资产	2,200.37	958.64	361.57
总负债	2,080.96	904.99	329.86
净资产	119.40	53.65	31.72
利润表时期	2018 年度		
营业收入	100.30	62.84	13.35
净利润	24.74	6.71	3.68

资料来源：各互联网银行 2018 年年度报告

从风险控制能力看，新网银行实现了比同行业更低的不良贷款率，且资本充足率和流动性比例等指标均显著高于监管要求，说明其风控体系适当。

表 4：微众银行和新网银行的主要经营指标对比

指标大类	指标名称	微众银行（截至 2018 年末）	新网银行（截至 2018 年末）	监管/监测阈值
信用风险	贷款拨备率	4.30%	2.71%	≥2.5%
	不良贷款率	0.51%	0.39%	≤5%
流动性风险	流动性比例	61.61%	75.50%	≥25%
资本	资本充足率	12.82%	12.62%	≥10.5%
	一级资本充足率	-*	11.46%	≥8.5%
	核心一级资本充足率	-*	11.46%	≥7.5%
	杠杆率	-*	8.06%	≥4%

资料来源：各互联网银行 2018 年年度报告（*表示暂无公开数据）

五、新网银行大数据信贷“第三条道路”的探索

（一）新网银行开展大数据信贷的模式

新网银行是全国第一家全面应用机器学习技术进行零售信贷风险决策的银行。与另外两大互联网相比，新网银行大数据信贷的主要特色在于“全客群、全实时风控”。

——“全客群”：新网银行面向全网络开放获客，而微众银行和网商银行主要面对各自大股东生态体系内的已有客群，新网银行并不事先挑选客户，也不预设条件，只要申请便可获得审核的机会。

——“全实时风控”：银行在客户发起授信申请时，根据客户提供的信息和客户授权实时调取客户数据，实时做出风险决策，而微众银行和网商银行主要基于生态体系内已有客户的相关数据采取客户白名单制，先行完成对大部分客户的预授信，客户发起的贷款申请实质是“贷款提用”，没有实时进行风险审批决策。

新网银行的贷款审批效率较高，从客户在新网银行提出贷款申请到最后得到审核结果，平均用时 42 秒左右，在所有申请者中约 70% 会被直接拒绝，这部分用时只需几秒钟，最终通过审核的审核时间一般为 1 至 2 分钟，再到放款的时间只需十多分钟，全程没有人工干预。

（二）新网模式的可行性分析

1. 数据来源及成本

新网银行对数据的要求坚持四大原则，即“数据丰富、来源合规、数据准确、成本低廉”。

新网银行使用来源于自己采集的数据和外部数据在内的数十个维度的数据。自己采集的数据包括客户在与新网银行交互时所填写的基本信息、操作痕迹、生物数据等。外部数据则来自央行征信报告、各地政府大数据平台（社保、公积金、违章、法院判决、住房登机、婚姻等市民基本行政信息）及其他第三方数据源（电信运营商、公安、学信网以及各持牌或准持牌征信机构）。在为多家 P2P、小贷公司进行存管的过程中，新网银行也能够了解客户是否存在多头借贷的情况。目前，新网银行所使用的第三方数据来源共计有三十多种。

数据成本方面，银行自己采集的数据一般不涉及成本，但是需要综合考虑用户体验做出平衡。第三方数据一般按照调用次数收费，根据数据源的不同，费用在几分到几元间不等，也有部分政府大数据平台不收取调用费用。总体而言，新网银行的单个客户审批成本在 3 到 6 元之间。

2. 数据处理技术

大数据信贷的数据库中包含了很多半结构化和非结构化数据。对于前者，新网银行通过配置化自动解析程序进行结构化处理，并将其存储于本行大数据平台以供分类使用。对于后者，则采用 OCR 技术进行自动识别，转化成半结构化或结构化数据，进而应用到业务环节。

新网银行还基于支持异构数据处理的 Hbase 数据库搭建了提供历史数据查询和存储的非结构化数据平台。此平台通过 Hive on Spark 提供类 SQL 的统一访问接口，对贴源数据和仓库数据进行备份和调阅，根据在线数据的不同生命管理周期及对历史数据的分析、挖掘需求，准确、实时地把在线数据区的数据同步到历史数据区。平台还用于存放处理新网银行的非结构化数据，支持文档型数据（如 JSON/BSON）、图片、音视频等数据的存储、搜索和自动回收。

为了开发大数据信贷产品和风控模型，新网银行高度重视研发投入。银行员工以科技和风控人员为主，占比达到总人数的 70%。与传统银行前中后台分工不同的是，新网银行的风控人员深度参与到前台的营销策略制定中。在核心技术方面，新网银行有自己的专利，科技工作大部分由银行自身完成，少量通过外包方式解决。

3. 数据质量

在采集长尾人群的数据信息时，金融机构普遍会面临一个问题，即数据不饱和、高稀疏，这也正是新网银行广泛接入第三方数据并采用机器学习模型的重要因素。而针对客户数据饱和度和不同的问题，为了增加现有评分的能力，新网银行设计了“客户信息饱和度”这一指标给不同信息量的客户赋以不同衡量权重，并因此获得了专利。

新网银行有一套标准的外部数据信息接入流程，从数据源资质的评估、数据维度和字段

的评估、再到接口接入。新网银行要求数据来源必须合法合规，数据字段需要经过测试，满足覆盖度和区分度等定量要求。银行也会定期对已经接入的数据和已经构建的模型进行验证，确保数据和模型持续有效。对于效果衰减明显的数据和模型，新网银行会进行替代或者迭代。目前，该模型的区分能力良好，在客户准入、额度管理等方面发挥着重要作用。

4. 风控策略

信用风险管理方面，新网银行以大数据为基础，运用机器学习（梯度提升决策树模型 GBDT）、深度学习等先进算法构建的风险量化模型和风险特征指数，能够精准地进行客户全方位画像，对客户风险进行多维度判断和预测。同时，新网银行会定期更新行为评分模型和行为策略，全方位、多角度对客户进行观察和评估，并及时更新客户评级，对客户的信用额度与风险做匹配性管理，采取提额、降低利率等激励措施和冻结、降额、人工介入调查、宣布贷款提前到期、提前入催等限制性或止损措施。

传统商业银行重点防范的欺诈主要来自内外勾结的操作风险，而新网银行的线上信贷业务实行全流程的风险管理，结合线上业务的特点，通过多重技术防线，提高了审批标准的统一性，保证了风控质量的标准化，有效降低了操作风险。相比之下，其主要风险来自技术层面，比如账户被盗、批量攻击、黑客等。为此，新网银行采取了一系列具体的风控措施，利用自主研发的“天启”反欺诈系统、“星网互联”系统等，综合运用人脸识别、生物探针、设备指纹、关联网络等技术手段，针对不同场景，围绕三个“真实”原则（即真实的设备、真实的人以及客户的真实意愿）来校验用户的真实性（见图 1）。以操作痕迹为例，如果系统检测到 GPS 定位在短时间内有巨大变化，则可能存在欺诈行为；任何传感器的抖动也可以视为数据，如果一直不抖动说明可能并非人为操作，如果有大幅度的移动说明可能并非一个人在操作；位置信息可以具体到某一楼宇，如果检测到非正常的聚集（某个位置的申请人在短时间内激增），系统会发出报警并作出相应的管控。



图 1：新网银行采取的反欺诈风控措施

(三) 新网模式推广中可能遇到的问题

1. 数据的可得性和成本

信息不对称是银行业机构在提供金融服务时普遍面临的问题,特别是针对新网银行这类完全以互联网和移动端模式运作的银行。首先,可用外部数据还不够丰富和标准化,金融机构在采集数据时仍然面临难、贵、慢的问题;其次,部分机构掌握和沉淀了大量的相关数据,但缺乏整合;此外,第三方数据的采集过程还存在着合规问题,在保证来源合规的情况下尽可能多地采集用户数据也给商业银行提出了不小的难题。

另一方面,目前互联网银行开展信贷业务所需的数据成本偏高。线上进行信贷业务,客户风险识别的基础是数据。新网银行单次授信审批的风控成本约3-6元,但由于并非所有进入审批的客户都能通过授信,获得授信的客户也并非都会提用贷款,且新网银行的消费信贷产品具有碎片化的特点(贷款最少500元,最短一天),因此在考虑“授信通过率”和“贷款提用率”的转化后,新网银行的数据成本相比起利息收入仍然较高。虽然部分地方政府目前对新网银行免费开放数据,但是未来是否可持续仍属于不确定性因素。

2. 大数据风控能力

拥有先进的大数据风控能力是开展大数据信贷业务的必要基础。大数据信贷业务中对于数据的使用,关键在于如何发现不同渠道数据之间的关联作用,许多看似并不相关的数据结合在一起可能会产生对信用评级有用的信息,真正的创新之处也在于找到这些数据的用途。金融机构需要利用机器学习等先进算法构建风险量化模型,对客户进行精准画像。并且,纯线上的信贷业务还须特别防范高科技手段的欺诈等操作风险。这些都相当考验金融机构的技术能力。

新网银行作为我国第三家以互联网模式运营的商业银行,在成立之初就以“移动互联网”作为特定战略,高度重视科技研发投入和人才引进,拥有自主知识产权的风险评估技术。大数据风控模型和关键技术是核心商业秘密,很难模仿。对于那些既严重依赖第三方数据来源,同时也缺乏独立风控技术能力的金融机构,能否稳定地开展大数据信贷业务是一个疑问。这就意味着,大数据信贷的“第三条道路”也是有门槛的,有一定的资源或技术壁垒。

3. 信贷产品丰富程度

新网银行成立以来,主做零售信贷业务,其中主要是消费类贷款,但产品单一也会导致银行缺乏有效的手段分散风险,且消费贷款的发放极其零散,笔均单价较低,贷款发放后基本是客户自主支付、使用,银行难以对贷款的最终用途进行准确追踪和管控,因而消费类贷款是否能够有效促进企业生产、是否能够达到金融服务实体经济的初衷还有待后续观察和

考量。

特别指出的是，通过第三方数据来开展大数据信贷业务一般以消费类贷款为主，这主要是因为个人数据相对企业数据来说更容易通过第三方渠道获得，数据量也更大。企业数据尤其是小微企业的数据存在收集困难、数据不规范等问题，导致由消费信贷推广至小微企业类贷款仍存在一定的障碍。事实上，新网银行目前还未涉及企业信贷业务；微众银行的“微业贷”所使用的数据跟传统商业银行小微企业征信数据近似，与其消费信贷“微粒贷”使用的大数据相比只能称为“小数据”；只有网商银行借助阿里巴巴电商平台收集了小微企业的经营数据，据此建立了大数据风控模型。

4. 监管政策方面

首先，对大数据技术应用的监管法规和政策调整会深切影响金融机构开展大数据信贷业务的可能性。在互联网技术发展初期，普通用户对数据隐私安全的了解程度有限，为了获得互联网产品使用上的便利，可能会忽视对自身数据隐私的保护，但随着民众对数据隐私权重视程度的日益加深，一些大数据技术公司违背用户意愿、滥用“爬虫”技术等非法方式窃取用户隐私的行为将受到监管部门的进一步遏制，隐私数据保护将愈发成为立法和监管政策的热门议题。过去，一些大数据信贷机构在开展业务时，普遍从第三方渠道获得数据，而这些收集大数据的第三方平台往往打着法律的擦边球。在监管趋严后，大数据信贷机构的外部数据来源可能锐减，它们还能否获得进行准确信用评级的足够数据将成为一个无法回避的问题。

另一方面，互联网银行的特殊业务渠道和技术运用使得其经营特征与传统全品类商业银行间的差异更加巨大。但在当前监管实践中，对于互联网银行的差异化监管并不充分，监管当局对互联网银行在征信、账户、反洗钱、流动性指标等诸多方面的要求与传统金融机构一视同仁，存在忽视互联网银行客观差异化和业务特定范围等特征的情况。特定业务范围及模式对应的全量化、综合化监管的合规成本过高，纯粹从事在线大数据信贷的银行能否适应目前的监管框架还是一个问題。

六、结论性评论

本文对大数据信贷的三种模式进行了分析，着重以新网银行大数据信贷模式为研究对象，探究在既不依赖自有互联网商业生态系统的数据，又不完全依赖自有账户或政府平台数据的情况下，金融机构如何能够成功开展大数据信贷业务。我们的结论是：新网银行作为践行大数据信贷“第三条道路”的代表性金融机构，在该领域所做出的成绩已经有目共睹，而该模式在数据获取渠道、数据处理技术和风控策略等方面具有较高的可复制性，如果这种模式能够被广泛推广，将对目前我国小微企业的融资难问题增添一个新的解决方案。但也应注意到，

该模式在推广过程中仍然面临挑战，例如数据可得性及成本、大数据风控能力等问题。

结合本文的分析，我们对促进金融机构进行大数据信贷业务创新提出几点建议：第一，传统银行应在大数据归集和处理方面投入更多精力。传统的商业银行拥有巨大的资金和数据优势，如果能够有效地归集和处理数据，将对其发展大数据信贷乃至普惠金融事业都有莫大的裨益。第二，监管部门应针对互联网银行或大数据信贷出台相应政策。监管部门可以在已有经验的基础上出台一套与现行市场相适应的法规，既不扼杀创新的积极性，也不致使大数据“滥贷”的发生。第三，数据机构应该加大对大数据信贷业务的支持力度。对许多银行来说，数据的缺乏和较高的调用成本使它们望而却步。如果有关部门能够共建信息共享平台，实现数据的互通有无，将大大降低数据获取成本，有利于金融机构对全客户群提供服务。

参考文献：

- [1] 陈静（2017）：《中国金融科技发展概览（2016）》，电子工业出版社。
- [2] 顾海峰、杨立翔（2017）：《货币政策、银行规模差异与信贷传导特征——来自2006-2015年中国银行业的证据》，《国际金融研究》，第12期。
- [3] 何平平、车云月（2017）：《大数据金融与征信》，清华大学出版社。
- [4] 李建军、王德（2015）：《搜寻成本、网络效应与普惠金融的渠道价值——互联网借贷平台与商业银行的小微融资选择比较》，《国际金融研究》，第12期。
- [5] 李克穆（2016）：《互联网金融的创新与风险》，《管理世界》第2期。
- [6] 李文莲、夏健明（2013）：《基于“大数据”的商业模式创新》，《中国工业经济》，第5期。
- [7] 李扬、孙国峰（2017）：《金融科技蓝皮书：中国金融科技发展报告（2017）》，社会科学文献出版社。
- [8] 刘忠璐（2016）：《互联网金融对商业银行风险承担的影响研究》，《财贸经济》，第4期。
- [9] 彭星（2016）：《欧盟《一般数据保护条例》浅析及对大数据时代下我国征信监管的启示》，《武汉金融》，第9期。
- [10] 祁梦昕（2016）：《云计算与大数据环境下的互联网金融》，武汉大学出版社。
- [11] 乔海曙、邹承慧（2017）：《中国金融科技行业研究报告》，社会科学文献出版社。
- [12] 宋首文、代芊、柴若琪（2015）：《互联网+银行：我国传统商业银行风险管理新变革》，《财经科学》，第7期。
- [13] 王馨（2015）：《互联网金融助解“长尾”小微企业融资难问题研究》，《金融研究》，第9期。
- [14] 向明、冀源溪、曲博（2016）：《美国大数据网络贷款公司Kabbage的运营模式及启示》，《征信》，第1期。

- [15] 谢平、邹传伟、刘海二（2014）：《互联网金融监管的必要性与核心原则》，《国际金融研究》，第8期。
- [16] 谢平、邹传伟、刘海二（2015）：《互联网金融的基础理论》，《金融研究》，第8期。
- [17] 徐伟（2018）：《GDPR对银行业的挑战》，《中国金融》，第8期。
- [18] 赵岳、谭之博（2012）：《电子商务、银行信贷与中小企业融资——一个基于信息经济学的理论模型》，《经济研究》，第7期。
- [19] 郑爱华、赵兵（2015）：《大数据时代的信贷营销转型》，《中国农村金融》，第7期。
- [20] 周继述、王雪松（2013）：《大数据助推银行全面风险管理》，《中国金融》，第14期。
- [21] Ahmed, U., T. Beck, C. McDaniel and S. Schropp (2016): "Filling the Gap: How Technology Enables Access to Finance for Small-and Medium-Sized Enterprises", *Social Science Electronic Publishing*, 10, 35–48.
- [22] Bartlett, R., A. Morse, R. Stanton and N. Wallace (2018): "Consumer Lending Discrimination in the Era of FinTech", NBER Working Paper, No. 25943.
- [23] Boot, A. W. A. and A. V. Thakor (2000): "Can Relationship Banking Survive Competition?", *Journal of Finance*, 55, 679–713.
- [24] Chen, M., Q. Wu, and B. Yang (2019): "How Valuable Is FinTech Innovation?", *Review of Financial Studies*, 32, 2062–2106.
- [25] Fuster, A., M. Plosser, P. Schnabl and J. Vickery (2019): "The Role of Technology in Mortgage Lending", *Review of Financial Studies*, 32, 1854-1899.
- [26] Grover, V., R. H. L. Chiang, T. P. Liang and D. S. Zhang (2018): "Creating Strategic Business Value from Big Data Analytics: A Research Framework", *Journal of Management Information Systems*, 35, 388-423.
- [27] Jagtiani, J., C. Lemieux (2018a): "The Roles of Alternative Data and Machine Learning in Fintech Lending Evidence from the LendingClub Consumer Platform", FRB of Philadelphia Working Paper, No. 18-15.
- [28] Jagtiani, J., C. Lemieux (2018b): "Do Fintech Lenders Penetrate Areas That Are Underserved by Traditional Banks?", *Journal of Economics and Business*, 100, 43-54.
- [29] Lapavistas, C. and P. L. Dos Santos (2008): "Globalization and Contemporary Banking: On the Impact of New Technology", *Contributions to Political Economy*, 27, 31-56.
- [30] Liberti, J. M. and M. A. Petersen (2019): "Information: Hard and Soft", *The Review of Corporate Finance Studies*, 8, 1-41.
- [31] Mauro, A. D., M. Greco and M. Grimaldi (2016): "A Formal Definition of Big Data Based on Its Essential Features", *Library Review*, 65, 122-135.

- [32] Stiglitz, J. E. and A. Weiss (1981): "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *American Economic Review*, 71, 393-410.
- [33] Tene, O. and J. Polonetsky(2013): "Big Data for All: Privacy and User Control in the Age of Analytics", *Northwestern Journal of Technology and Intellectual Property*, 11, 240-274.
- [34] Zhu, C. (2019): "Big Data as a Governance Mechanism", *Review of Financial Studies*, 32, 2021–2061.
- [35] Zveryakov, M., V. Kovalenko, S. Sheludko and E. Sharah,(2019): "FinTechSector and Banking Business: Competition or Symbiosis?", *Economic Annals-XXI*, 175, 53-57.

The "Third Way" of Big Data Credit

Luo Yu Huang Yuwen Xu Lei

(School of Finance, Renmin University of China, Beijing, 100872)

Abstract: There exists two major types of participants in the field of big data credit in China at present: internet companies and traditional commercial banks. Internet companies obtain user information mainly based on huge amounts of data accumulated from their own e-commerce platforms or social platforms. Traditional commercial banks collect considerable information by building big data platform relying on their own transaction accounts or the open data from government platforms, or alternatively by cooperating with existing e-commerce platforms. However, there is a common problem in both patterns - poor replicability. Based on the first-hand data analysis of the three largest Internet banks in China, WeBank, MYBank and XWBank, this paper explores the "Third Way" of big data credit suitable for plenty of small and medium-sized commercial banks, which doesn't rely on its own Internet business ecosystem nor depending on data of its own accounts or government platforms.

Keywords: Big Data Credit; Internet Banks; XWBank

JEL Classification: G21 D82 O16