

平台企业金控模式探讨

——金控专题系列报告之六

近期央行相关负责人表示，大型平台企业的金融业务整改取得了积极成效，大多数问题已经基本完成。下一步，央行将继续推动平台企业善始善终完成整改工作，提升常态化监管水平，支持平台企业加强技术创新，在引领发展、创造就业、国际竞争中尽显身手。随着平台企业整改的不断推进，包括上海、浙江等在内的长三角多地政府部门对平台经济健康发展释放积极信号，多次提出发挥平台企业科技创新能力。

深圳地方金融监管局近期也表示，将密切对接腾讯等潜在企业，积极争取监管部门指导支持，推动在深设立金融控股公司，增强协同效应、聚合效应；争取字节跳动、美团等消费金融牌照落户。本专题拟对平台企业的金控模式进行系统梳理。

- 平台经济是以信息技术为支撑，基于虚拟或真实的交易场所，由平台作为中间组织者或资源提供商，挖掘社会经济潜在需求，促成双边或多边交易的一种商业模式，其价值在于通过搭建新的价值链和产业链，实现数字空间与现实空间的融合发展和价值创造。
- 平台企业转型升级的压力，是平台企业深入地参与到金融体系和金融活动的首要考虑。目前，平台企业在金融领域形成了包括第三方支付平台、互联网理财、大科技信贷等诸多模式。与传统的强监管的金融牌照业务相比，支付、小贷、消金、保险经纪、基金销售等，是平台企业最易获得、也最具实用性的类金融牌照。
- 作为双边市场或新型平台经济的代表，平台企业具有盈利机构和基础设施的双重属性，在市场效率、金融创新、价格发现、经济增长要素配置上有难以替代的优势。但由于平台企业竞争限制的内生性、容易滥用市场支配地位及用户数据，平台企业潜在的金融风险逐渐显现，主要体现在系统性风险、治理缺失风险、业务的复杂关联性和监管手段的匮乏、数据安全和隐私风险。
- 本轮平台企业的专项整改很大程度上消除了平台企业的共性问题，利用市场支配地位限制公平竞争、引发潜在的金融风险的隐患得以规范。
- 自《金融控股公司监督管理试行办法》颁布以来，截至 2023 年 1 月底，人民银行批准了中信金融控股有限公司（筹）、北京金融控股集团有限公司、招商局金融控股有限公司三家金融控股公司的设立许可，受理了光大集团、万向控股的申请。但截至目前，尚无平台企业的金控牌照获得受理。
- 在监管要求下，蚂蚁集团和腾讯是明确表示将申设金控牌照的两家平台企业金控。根据监管要求，《金融控股公司监督管理试行办法》以及《金融控股公司关联交易管理办法》也将蚂蚁、腾讯等涉足金融较深的平台企业的相关金融业务纳入监管框架。
- **风险提示：**政策变化以及市场不及预期

林喜鹏 S1090522050001
linxipeng@cmschina.com.cn

正文目录

一、平台企业概述	5
1.1 平台经济	5
1.2 平台企业发展的四个阶段	5
1.2.1 爆发式增长阶段	5
1.2.2 风险逐渐暴露阶段	6
1.2.3 疫情冲击下平台企业价值凸显	6
1.2.4 全面治理整顿时期	7
1.3 平台企业的主要模式	7
1.3.1 第三方支付平台	7
1.3.2 互联网理财	8
1.3.3 大科技信贷	8
1.4 平台企业进军金融考虑	8
1.5 平台企业所持有金融牌照	9
二、平台企业的优势及价值	9
2.1 市场效率的提高	10
2.2 金融创新的扩散	10
2.3 市场有效价格发现	10
2.4 经济增长要素配置	11
三、平台企业的共性及风险	11
3.1 平台企业的共性	11
3.1.1 竞争限制具有内生性	11
3.1.2 市场支配地位滥用	11
3.1.3 数据滥用	12
3.2 平台企业的金融风险	13
3.2.1 系统性风险	13
3.2.2 治理缺失风险	13
3.2.3 业务的复杂关联性和监管手段的匮乏	13
3.2.4 数据安全和隐私风险	13
四、平台企业的监管政策与进程	14
4.1 平台企业的监管政策收紧历程	14

4.2 平台企业整体整改进展	16
4.3 下一步的监管导向与政策.....	17
4.4 整改案例——蚂蚁集团	18
4.4.1 支付业务.....	18
4.4.2 征信及信贷	18
4.4.3 金控设立.....	19
4.4.4 公司治理.....	19
4.4.5 财富管理.....	20
五、平台企业金控模式探讨	20
5.1 《金控办法》下的监管新要求	20
5.2 平台企业申设金控进展	23

图表目录

图 1: 蚂蚁集团（支付宝）支付业态流程图.....	5
图 2: 腾讯（微信支付）支付业态流程图.....	6
图 3: 2016-2025 年中国第三方支付规模及增长情况	7
图 4: 调整前蚂蚁集团的股权结构.....	19
图 5: 调整后蚂蚁集团的股权结构.....	20
图 6: 申设金控的必要条件.....	21
图 7: 金控公司禁止存在的股权结构	21
图 8: 金控公司的股东和实控人资质要求.....	22
图 9: “小金控”与“大金控”的设立路径对比	22
表 1: 平台企业控股/参股的类金融业务牌照	9
表 2: 部分类型平台和核心业务、商业模式及潜在阻碍竞争方式	12
表 3: 2014-2018 年政府工作报告对互联网金融的表述.....	14
表 4: 2018-2022 年政府工作报告对平台经济/平台企业的表述.....	14
表 5: 四部门对平台企业的“3+1”次监管约谈及要求.....	15
表 6: 2020 年 11 月以来针对平台企业金融业务主要政策.....	16
表 7: 网络平台企业主要金融相关业务牌照要求和监管主体	16
表 8: 2023 年 1 月 13 日监管部门对平台企业的整改进展总结及整改计划规划.....	17
表 9: 蚂蚁消金股权结构	18
表 10: 蚂蚁集团和腾讯公司旗下金融机构.....	23

一、平台企业概述

1.1 平台经济

“平台经济”一词起源于 2014 年诺贝尔经济学奖获得者让·梯若尔（Jean Tirole）和罗歇（Rochet）于 2003 年发表的《双边市场中的平台竞争》一文，文章认为某种组织模式之所以能够被称为“平台”，关键在于交易的“非中立性”，即“平台”的价值在于能够有效采用交叉补贴策略，对买方和卖方实施不同的价格策略并对其产生不同的影响。

平台经济是以信息技术为支撑，基于虚拟或真实的交易场所，由平台作为中间组织者或资源提供商，挖掘社会经济潜在需求，促成双边或多边交易的一种商业模式。作为新经济系统，平台经济在应用数字技术的基础上，由平台支撑、数字驱动、网络协同等众多经济活动单元搭建而成。在数字技术不断变革的背景下，平台经济通过“平台”的搭建，将万物互联，由此创造出新的价值链和产业链，因此平台行业的价值在于通过搭建新的价值链和产业链，实现数字空间与现实空间的融合发展和价值创造。

在平台行业的各类运营模式中，通常由网络平台企业、消费者和商品服务提供商三类主体形成网状协作。众多的商家和消费者作为需求方和供给方，借助平台企业完成信息发布与交换、需求匹配与筛选、资金收付与流转以及货物服务购买与配送等经济活动。平台企业借助数字技术的开放性和互动性、各方参与者借助市场效应和集群效应，提升资源配置效率，使得平台经济成为推动全球经济高质量发展、效率提升、动力变革的重要驱动力。

1.2 平台企业发展的四个阶段

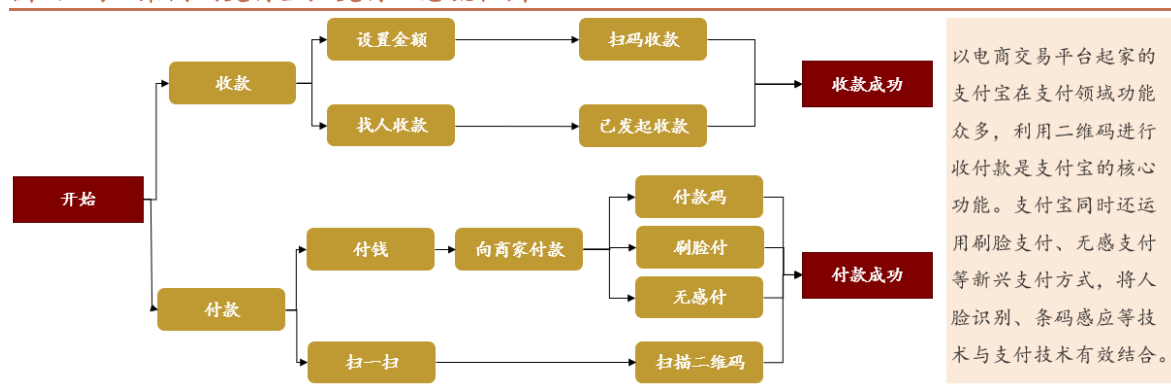
1998 年 PayPal 的诞生开启了数字支付的新时代，同时也为平台时代奠定了基础。在技术优势的助力下，谷歌、微软、阿里巴巴（蚂蚁）、腾讯、百度等头部互联网平台企业，纷纷跨界金融行业。自 2011 年至今，我国平台企业的发展可以分为四个阶段。

1.2.1 爆发式增长阶段

从机构层面来看，以 2011 年 5 月财付通、支付宝等 27 家第三方支付牌照获得中国人民银行审批为标志。随着第三方支付业务的蓬勃发展，阿里巴巴、腾讯、百度、京东等机构开始逐步发展自己的类金融业务，并相继成立了蚂蚁金服、财付通、京东金融和百度金融等金融科技平台。

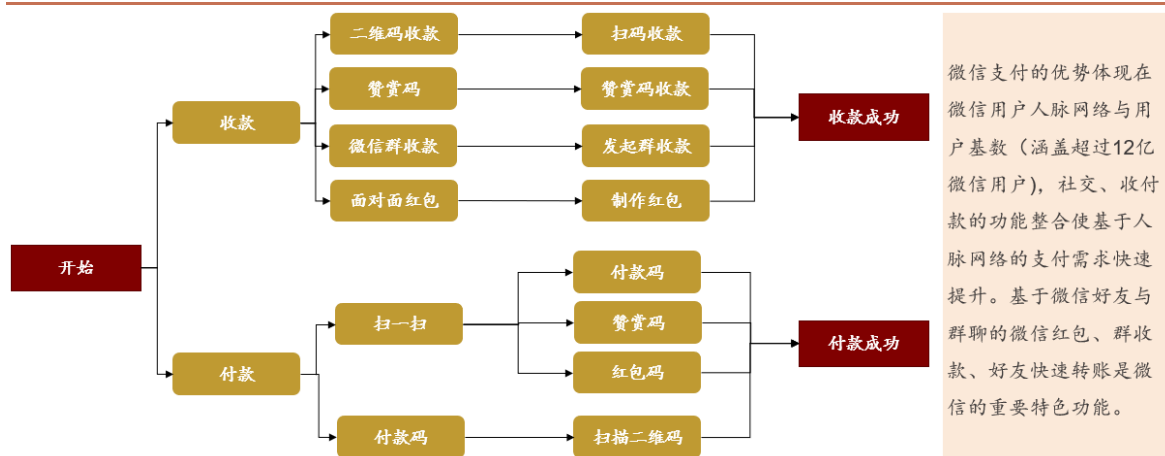
蚂蚁集团通过最早进军金融支付领域抢得竞争先机，此后支付宝长期是中国金融科技支付业态的领军者。腾讯通过微信的生态圈与社交人脉优势，成为金融科技支付业态的后起之秀。据艾瑞《2020Q2 中国第三方支付市场数据发布报告》测算，支付宝在 2020 年一季度在第三方支付市场中的份额超过 55%，财付通份额则为 38.8%。

图1：蚂蚁集团（支付宝）支付业态流程图



资料来源：支付宝官网，头豹研究院，招商证券

图2：腾讯（微信支付）支付业态流程图



资料来源：微信支付官网，头豹研究院，招商证券

从类金融业务领域来看，平台企业的参与始于支付领域，并已占据了相当大的市场份额，随后逐渐扩展至其它领域，包括小额信贷、银行理财、资产管理和互联网保险业务等。

这一阶段的典型特征是类金融业务的领域迅速扩张，规模高速增长。这一阶段，对平台企业的金融模式尚未有清晰的认识，基本是在摸索过程中逐渐开展业务。自 2013 年开始，网络借贷 P2P 兴起并爆发式增长，最高峰时大大小小 P2P 平台达 5000 多家。随着 P2P 风险的不不断暴露，监管部门开展了第一轮对互联网金融的整治活动。

1.2.2 风险逐渐暴露阶段

自 2017 年开始，随着平台企业全面介入类金融业务，除了第三方支付业务以外，还包括货币市场基金、互联网个人征信、中小企业小额贷款、消费信贷、资产证券化以及互联网保险等。

平台企业涉足最多的是消费贷款业务。例如在全面治理整顿前一年的 2019 年末，度小满金融累计放款超过 5000 亿元，京东白条应收贷款余额为 441.22 亿元，小米金融应收贷款为 127.24 亿元，360 金融在贷余额为 721.55 亿元。

除了消费贷款业务，头部平台还密集进入基金和保险代销、网络互助、征信等领域，部分互联网企业则依据自身特性选择切入供应链金融。体量稍小的公司中，新浪、苏宁、携程、唯品会、58 同城等也都不同程度地开展过类金融业务。例如网易曾一度涉足支付、信贷、理财领域，但最终全面退出基金代销、小贷等类金融业务，只留了一张支付牌照。

在此阶段，监管的力度在不断强化。主要体现在对平台开展的类金融业务设定一些监管指标或出台一些针对性的监管规定，如平台企业在开展消费信贷、小额贷款、资产证券化等业务的时候，要接受监管机构对其资产规模、资本金充足程度、杠杆率、资金来源等方面的监管指标约束，逐步降低平台的杠杆率和利润率。此外，成立网联清算公司、百行征信公司等，将第三方支付数据和互联网个人征信业务全面纳入央行管理。

1.2.3 疫情冲击下平台企业价值凸显

2020 年初，面对新冠疫情对实体经济特别是中小微企业和个体经营者的巨大冲击，平台企业借助自身平台和技术优势，快速调配其自身特有的信息流、商品流和资金流，创新产品和服务模式，成为稳经济、稳信心的重要支持力量，特别是无接触金融服务、小额信贷、互联网贷款、数字消费券等的普及，彰显了中国在数字普惠金融领域中的全球竞争力和领先地位。

与此同时，市场开始呼吁为平台企业解缚，进一步推动数字普惠金融的发展，为实体经济服务。银保监会等监管机构亦表示鼓励政策性银行、商业银行加强与互联网银行的业务合作，为小微企业精准滴灌，提高复工复产小微企业的贷款可获得性。

1.2.4 全面治理整顿时期

2020 年 11 月，新一轮的监管规范开启，中国人民银行、银保监会等监管机构对蚂蚁金服进行了三次约谈。在平台企业可能存在无牌或超许可范围从事类金融业务、公司治理机制不健全、监管套利、不公平竞争、损害消费者合法权益等问题的背景下，平台企业进入全面治理整顿的阶段。

近期央行相关负责人在国务院新闻办发布会上表示，大型平台企业的金融业务整改取得了积极成效，大多数问题已经基本完成¹。下一步，央行将继续推动平台企业善始善终完成整改工作，提升常态化监管水平，支持平台企业加强技术创新，在引领发展、创造就业、国际竞争中尽显身手。随着平台企业整改的不断推进，包括上海、浙江等在内的长三角多地政府部门对平台经济健康发展释放积极信号，多次提出发挥平台企业科技创新能力²。另外，深圳地方金融监管局也在深圳市 2023 年首批重大项目开工仪式上表示，将密切对接腾讯等潜在企业，积极争取监管部门指导支持，推动在深设立金融控股公司，增强协同效应、聚合效应；争取字节跳动、美团等消费金融牌照落户³。

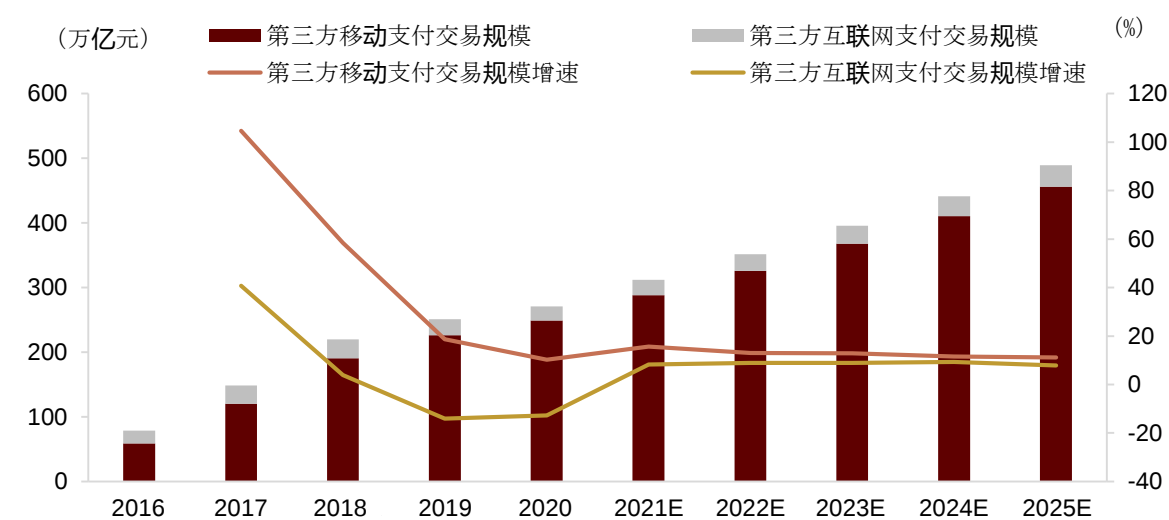
1.3 平台企业的主要模式

经过十年的发展，平台企业在类金融领域已形成包括第三方支付平台、互联网理财、大科技信贷等诸多模式。

1.3.1 第三方支付平台

近年来，我国以移动支付为代表的网络支付业务快速发展。目前，我国的第三方支付平台主要有支付宝、财付通、云闪付、百度钱包等。中国支付清算协会发布的《中国支付产业年报 2022》显示，截至 2021 年底，我国共有法人支付机构 224 家，共设立分公司 1569 家，为客户开设在用支付账户 57 亿个。2021 年，我国银行机构共处理网上支付业务 1022.78 亿笔，金额 2353.96 万亿元。移动支付业务增速迅猛，2021 年国内银行处理的移动支付业务笔数和金额都较 2012 年翻了 200 多倍。

图3：2016-2025 年中国第三方支付规模及增长情况



资料来源：中国支付清算协会，招商证券

¹ 新华社，http://www.gov.cn/xinwen/2023-01/14/content_5736856.htm

² 21 世纪经济报道，<https://new.qq.com/rain/a/20230207A070WG00>

³ 新浪财经，<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1756351884053266610>

1.3.2 互联网理财

长期以来，中低端投资者往往被投资市场所忽略，而互联网理财可以通过互联网技术将分散的小额资金汇聚起来使之享受大额资金的投资待遇，从而满足中低端投资者的投资需求，有效提升金融的可得性，在一定程度上实践了普惠金融的理念。

互联网理财产品具有低门槛、高收益和高流动的特点，可以有效聚合个人用户的零散资金，使之获得更高的投资回报，更加符合普通大众的理财需求。其发行多依托用户规模大、发展成熟的第三方支付平台，购买渠道便捷，因此互联网理财产品得到迅速发展。艾媒咨询显示，我国互联网理财用户自 2015 年以来持续增加，从 2.4 亿人增加至 2021 年的 6.3 亿人，增长超 1.6 倍。另外，疫情也进一步催动了理财的线上化。研究发现，互联网理财的发展还培养了下沉人群的理财习惯，三、四线城市及农村的理财人数显著上升。据《互联网理财与消费升级研究报告》测算，2022 年，下沉人群的可投资金融资产规模有望达 101.7 万亿元，互联网理财在下沉人群中的市场规模有望达 4.7 万亿元。

1.3.3 大科技信贷

大科技信贷是指平台企业利用自己独特的平台及数据优势提供金融服务，典型案例是蚂蚁集团、腾讯微众银行以及百度小满等。大科技信贷在客户基础、品牌效应、借款人信息等方面具有广泛的优势。

大科技信贷能够取得初步成功的关键在于其形成了一个新的管理投资风险的手段，有效解决了传统金融市场上信息不对称的问题，解决了中小微企业的融资难题，促进了普惠金融的发展。大科技信贷借助数字技术手段，创新信用风险管理手段，利用大科技生态系统和大数据风控模型，有效识别市场中存在的信用风险。平台企业用大数据来替代抵押品做信用风险评估的方式，目前来看效果不错。

1.4 平台企业进军金融考虑

企业转型升级的压力，是平台企业深入地参与到金融体系和金融活动的首要考虑。随着企业经营规模的扩大和市场趋向于饱和，阿里巴巴、腾讯、百度、京东等为代表的电商业务、社交网络、搜索引擎和电商物流业务需要寻找新的利润增长点 and 经营项目，实现企业的转型升级，类金融业成为平台企业渗透和拓展业务的方向之一。

与传统的强监管的金融牌照业务相比，支付、小贷、消金、保险经纪、基金销售等，是平台企业最易获得、也最具实用性的类金融牌照。但随着监管趋严，金融牌照的获取难度显著提高，在取得牌照前无法直接涉足金融业务。

支付一度被认为是平台企业切入金融版图的重要入口。无论是阿里还是腾讯，其支付工具——支付宝和微信支付——都为两家巨头的金融事业奠定了基础。京东支付也曾经试图挑战支付格局。2012 年，京东全资收购网银在线，获得一张第三方支付牌照，通过补贴等方式大力推广；2018 年又与银联北京分公司联合推出“京东闪付”，本质是为银联云闪付导流获客。但京东支付的市场份额仅在 1% 左右，仍未真正地走出过京东体系。

2016 年 9 月收购第三方支付钱袋宝的美团，也开始切入金融板块，美团通过 B 端商户收银突破。但和商铺位于阿里、京东的生态系统内不同，餐厅并非开在美团平台上，美团并不能完全掌握餐厅的进货出货、真实客流和流水，即使商户安装了美团的 POS 机，也不能保证商户仅使用这一种收银方式，因此美团从支付进入金融版图的进展较缓慢。

由于支付入口的“蛋糕”被分食完毕，其他平台企业只能考虑从其他途径获取客户并进军金融板块，主要分为两类。

如百度和 360 金融，采取的是采购外部流量的模式。360 金融在初期曾依赖 360 集团获客；招股书披露，2018 年上市之初，360 金融获客渠道 8% 来自平台老客户推荐，24% 来自 360 集团导流，68% 来自第三方流量平台导流。但在疫情影响与监管收紧下，可投放渠道不断减少，外部流量的价格日益昂贵，从注册到授信放款，互金产品的获客成本已经达到每人一两千元。京东、美团、小米、滴滴则更多依赖自身体系内的流量。通过打开频率高、用户黏性强的应用平台为基础，实现客户流量的获取并在金融业务上变现。

1.5 平台企业所持有金融牌照

表1：平台企业控股/参股的类金融业务牌照

金融牌照	蚂蚁集团	百度	京东	腾讯	字节跳动	美团	360 数科	陆金所控股	东方财富
银行	网商银行	百信银行		前海微众银行		亿联银行	金城银行*		
保险	国泰财险, 信美人寿, 众安在线		京东安联财险	三星财险 众安在线 和泰人寿					
保险中介	蚂蚁保	度小满保险经纪	京东保险经纪, 京东保险代理	微民保险代理	华夏保险经纪	金城互诺保险经纪	众康永道保险经纪		东财保险经纪
公募基金	天弘基金								东财基金
基金销售	蚂蚁基金销售	度小满基金销售	京东肯瑞基金销售	腾安基金销售			和耕传承基金销售	上海陆金所基金销售*	天天基金
支付	支付宝	度小满支付科技	网银在线(北京)科技	财付通支付科技	武汉合众易保*	钱袋宝*			宝付网络
消费金融	蚂蚁消费金融	哈银消费金融					晋商消费金融*	平安消费金融	
小贷公司	蚂蚁商诚小贷, 蚂蚁小微小贷	重庆度小满小贷	重庆京东盛际小额贷款	财付通网络金融小贷	中融小贷	美团三快小贷	福州三六零网络小贷	重庆金安小贷	东财小贷
融资担保	商诚融资担保		汇正(厦门)融资担保		深圳市智永慧科		福州三六零融资担保	平安普惠融资担保	
商业保理	商融商业保理		上海邦汇商业保理		海南字跳商业保理	三快商业保理			
企业征信	蚂蚁信用评估, 芝麻信用管理	度小满征信	上海恒先君展企业信用征信服务	腾讯征信		无锡钱到网络科技有限公司服务			东方财富征信
个人征信	百行征信		朴道征信	百行征信					

资料来源：公司公告，银保监会，人民银行，证券投资基金业协会，移动支付网，天眼查，Wind，招商证券 注：加粗表示为控股牌照，标*表示为关联人/关联企业持股的牌照

二、平台企业的优势及价值

近年来，我国平台经济迅速发展，新业态、新模式层出不穷，对推动经济高质量发展、满足人民日益增长的美好生活需要发挥了重要作用。平台企业在发展过程中，制度因素和技术创新促进了金融行业与互联网技术的融合发展，从而催生了不同于传统金融业的新型金融业态和体系。

相对于国有主导的传统金融体系，平台企业的发端和兴起与民营经济紧密相关，服务客户和业务主要聚焦于传统金融体系之外的众多中小微企业和普通民众，因此其具有鲜明的“民营金融”的特点，这一特点使其与服务于国有经济和

优质企业的传统金融体系形成对比，也是平台企业的重要天然优势。平台企业在市场效率、金融创新、价格发现、经济增长要素配置上对于市场、社会民众、实体经济、金融行业的发展均发挥着积极作用。

2.1 市场效率的提高

市场上金融活动的根本目标是货币在不同时间和不同经济体之间的重新转移和调配，实现资金最优的配置和使用，从而提高市场效率。平台企业充分发挥了金融和信息技术具有的功能与优势，并将两者相互融合，产生聚变效应，从而在发展过程中形成三个显著的优势：一是信息成本优势；二是交易成本优势；三是市场客户优势。

从信息成本来看，不同市场上都存在着信息不对称，金融市场在资金和货币融通过程中，由于信息不对称和道德风险，提高了市场搜寻和信息传送的成本，造成市场失灵。而平台企业在设计金融创新产品或服务的时候可以获取潜在消费者或平台使用者的多维度信息，一定程度降低了信息成本。

从交易成本来看，传统金融通过规模经济形成的边际成本递减来降低交易成本，因此国有银行不断扩张其资产规模，平台企业则借助于日新月异的互联网、大数据和云计算等新技术，实现交易成本的降低。

从市场客户优势来看，平台企业针对更多的市场优质客户之外的长尾群体，在长尾群体中，我国 13 亿多的总人口、全国不同地域都被纳入这个金融体系之中，并为其提供多元化的金融产品，大大拓展了金融服务的覆盖面。

2.2 金融创新的扩散

金融创新扩散是指金融创新成果从扩散源头出发，通过一定渠道，在潜在的使用者之间传播和被采用的过程。技术创新是社会生产力发展的主要推动力，技术经济学认为，一项创新最终的价值和意义在于实现扩散，影响更多的领域。平台企业由于充分结合了技术创新，因此其创新更加丰富多样。

从平台企业的第三方支付、互联网理财、大科技信贷这三大模式来看，其扩散的效应日益显现，从而不断拓宽金融覆盖的广度和金融服务的深度。如以平台企业发展最为成熟、市场规模最为庞大的第三方支付为例，最开始是为电子商务在平台企业上进行资金支付，随着智能手机的普及，又扩散到移动客户端，形成规模巨大的移动第三方支付市场，并趋于稳定。互联网金融大数据和云计算，也从最开始的数据准备、储存和管理向计算处理、提供数据分析扩展，从而使更多平台企业获得了丰富廉价的市场信息，降低金融活动中的边际成本。在更深层次，互联网金融大数据信息提供的客观真实的数据分析与结论，可以帮助平台企业进行经营决策，制定市场发展规划，拓展市场规模，获取巨额收益。

2.3 市场有效价格发现

利率是资金的价格，平台企业对金融市场上利率价格的发现提供了一种新的模式，在互联网技术支持下，交易的信息不对称和成本降低，大数据提供的丰富信息资源，使资金供给方和资金需求方能在一个更加公平、合理和透明的市场框架下进行资金的配比，从而更有利于形成市场供求双方满意的均衡利率，在这一过程中，资金的价格被有效发现。

而传统金融体系下，国有银行居于垄断地位，市场客户很难获得资金供给的信息，同时受时间和空间的限制，金融交易的信息成本大大增加。但对于平台企业来说，技术进步使金融活动不受时间空间的限制，可以随时随地进行金融交易，信息成本和交易成本大大降低。同时，平台企业在资产业务和负债业务上，不断拓展业务范围并推进利率市场化进程。在资产业务中，平台企业在过去开展的 P2P 业务中，提供了相对公开透明的信息，从而使资金价格趋向均衡化。在负债业务中，互联网金融平台企业推出的理财产品较高的收益导致银行存款的降低和不断“脱媒”，而更深层次是平台企业推动了活期利率的市场化，从而加速了存款利率的市场化进程。

2.4 经济增长要素配置

金融发展与经济增长之间有着密切的关系，众多已有研究显示，金融发展对经济增长有着明显的正效应，世界各国经济发展规律也证明，一国金融发展在促进经济增长中发挥着显著的作用。平台企业在金融领域的发展，使经济增长的金融要素可以进行新的配置，提升社会资本的边际生产率，动员更多的社会资金，实现资本的集中和规模效应，加速市场“储蓄—投资”的转化率，最终实现充实经济发展所需的金融资源的目标。

在当前经济新常态背景下，我国要实现新一轮经济转型升级，就要提升对科技型、创新型和新能源、新材料等为代表的新兴产业的扶持力度。平台企业在科技型和轻资产领域强大的资源配置功能，有利于促进我国经济转型升级，实现可持续发展。

三、平台企业的共性及风险

3.1 平台企业的共性

作为双边市场或新型平台经济的代表，平台企业具有盈利机构和基础设施的双重属性，在助力实体经济发展上由难以替代的优势，但其在资本无序扩张、利用垄断优势地位以及引发系统性风险等方面也存在一些共性问题。

3.1.1 竞争限制具有内生性

平台企业特有的强大网络效应、高昂转换成本、数据资产掌控和规模效益递增是潜在竞争者进入市场的四大基础性障碍。

第一，强大网络效应使得原本相互分离的系统链接成为一个以平台企业为核心中介的生态体系，在市场内竞争框架下，新竞争者较难重新构建一个新的中介平台来抗衡原有平台。

第二，当平台企业的生态体系成为一个多边市场体系，提供的不仅是简单的供求匹配，而且是多样化的需求服务甚至是创造性的供给服务，多边主体就形成了对平台的依赖性，而这种依赖性使得多边主体转换至其他类似平台的成本很高。

第三，对数据的长期采集、积累、分析和应用，使得在位平台获得了巨大的数据资产和数据使用优势，这是新竞争者进行同质竞争难以逾越的门槛。

第四，在位平台的极端规模效应使得潜在竞争者难以成为具有竞争力的同类平台。平台经济可通过技术规模效应解决或缓解产品或服务的高成本约束，形成极化效应或所谓“赢者通吃”，或是欧盟委员会所提及的极端规模收益率。

因此，由于平台企业的特殊性，如没有能够应用颠覆性技术、模式和竞争策略，新进入者中短期内难以形成对平台企业的有效竞争，而在位平台则逐步获得市场支配地位甚至垄断地位。

3.1.2 市场支配地位滥用

平台经济领域的竞争破坏以及垄断行为包括滥用市场支配地位、歧视定价、劫持行为、限制交易、预防性收购、滥用数据、算法歧视、垄断协议等。传统市场监管及反垄断有三个核心：一是以相关市场界定作为前提，二是以数量型指标作为支配地位的判断标准，三是厂商行为对竞争的影响。但是，平台企业的市场行为更多体现在平台生态体系内部或相关领域，其市场行为及相关效应与传统垄断行为及其影响存在重大的差异。一定程度上，平台企业对竞争的破坏更多是以平台作为中介、以数据作为支撑的市场支配地位的滥用。

一是准入门槛。平台企业具有双边市场和互联网化支撑下的规模经济和跨边网络效应，这将形成较高的准入门槛以及“阈值”用户要求。同时，在位平台会不断通过多重举措来提升门槛及“阈值”要求以保持竞争优势或市场地位，如采用设备预装、交叉补贴、数据保护、系统不兼容等方式阻碍竞争。

表2：部分类型平台和核心业务、商业模式及潜在阻碍竞争方式

类别	核心业务	典型平台	商业模式	潜在阻碍竞争方式
在线搜索平台	水平搜索引擎、垂直搜索引擎	谷歌	搜索服务获客，商业变现是向用户推送广告	交叉补贴、爬虫技术、设备预装
在线商务平台	电子商务、直销	亚马逊、Ebay、阿里巴巴	连接商户与消费者，交易提成或收费获利	规模效应、网络外部性、自我偏爱、差异定价、并购、补贴
社交网络平台	遍历用户搜寻其他用户，建立交流机制	Youtube、Facebook、WhatsApp、腾讯	提供社交网络服务获客，收费或附加服务收入	网络外部性、数据保护、并购、补贴、设备预装
移动应用平台	软件开发者向移动设备用户分发应用	App Store、Google Play Store	提供软件应用集成服务获客，收费或附加服务收入	设备预装、不可互操作、高进入成本
电子地图平台	提供位置信息及相关服务	HERE、TomTom、苹果、必应、ESRI、百度	提供信息及附加服务获客，收费或广告推送获利	地图数据积累、既有数据配合、数据保护、设备预装、政策限制

资料来源：European Commission(2019)，U.S. House of Representatives(2020)，CNKI，招商证券

二是数据互操作性。在位平台可能会通过多样化手段阻碍数据共享的实现，最终使得数据可移植性和互操作性难以实现，从而依托数据资产积累、占有和使用获得数据优势。

三是自我偏爱。当平台自身的产品或服务与使用该平台的其他供应商提供的产品或服务产生竞争时，给予自身产品和服务不同程度的特殊优待。

四是数据支撑下的差异定价。在位平台可能利用较高的市场份额、较强的市场地位或数据资产占有来影响市场竞争、实施差异化定价并进行利益再分配，最终可能破坏公平竞争并导致用户利益受损。

五是预防性收购。预防性收购是在位平台消灭实际或潜在竞争对手的基本方式。具有市场支配地位的平台企业通过大量收购使得实际或潜在竞争对手的核心产品被关闭或搁置，这种市场行为被称为“杀手级收购”，这对于市场竞争和创新无疑是重大的破坏。

3.1.3 数据滥用

数据收集与滥用是平台企业反垄断特别是数据反垄断的核心监管对象。数据外部性使得平台企业获取个人数据的成本远低于数据的价值本身，平台为消费者提供诸多免费服务的同时占据了大量的消费者数据，而持续积累的数据资产的经济价值则是巨大的。数据收集和数字资产使用使得平台的获益远远大于消费者的获益，而消费者信息和隐私保护的成本则经常被“免费”服务所“低估”。

平台企业能够形成市场支配地位甚至形成垄断，主要根源于其技术创新、模式创新和数据积累具有“护城河效应”，为在位平台带来规模收益递增且给竞争者带来市场进入壁垒。这种效应主要在于数据长期收集以及对数据资产的有效把控。美国国会平台企业维系网络效应同时侵犯用户数据权利和隐私权利的能力“等价于”垄断者提高产品价格或降低产品质量的能力，即将消费者数据及隐私权益保护与反垄断紧密关联起来。

值得注意的是，数据滥用具有普遍性，并非都在垄断条件下发生。数据滥用是平台企业运营中的重大数据风险，其中，强制授权、过度索权、超范围收集个人信息、违规违法使用个人敏感信息获益及数据泄露等情况尤为突出。数据滥用的根源在于数据资产权利和数据相关方权责的界定不清晰。由于平台企业的网络化、开放性和跨边交互性等以及消费者多宿性等特征，平台企业的数据滥用和数据隐私问题更为复杂，涉及到数据初始所有者或来源者、数据收集者、数据控制者、数据使用者和数据监管者等多个主体相互交织的责权利问题。

3.2 平台企业的金融风险

平台企业的共性造就其一大特点是追求短期效益，快速积累，做大规模和市值。而大量涉足类金融领域的平台企业，不仅尝试参股银、证、保等金融机构涉及综合经营，还从事网络支付、互联网征信、互联网小额信贷、互联网金融资产交易场所等，另外还有着诸如 3C 产品生产销售、商业零售（包括电子商务）、房地产、物流运输等各类产业资本背景，表现出明显的企业金融化。随着平台金融业务规模的快速扩张和创新产品的不断涌现，平台企业潜在的金融风险逐渐显现。

3.2.1 系统性风险

近年来，监管、业界、学界逐渐形成一种共识，即平台企业的类金融业务具有系统重要性，但是它们和传统认定的系统重要性金融机构的风险特征是不一样的。

传统的系统重要性金融机构更多关注的是“大而不能倒”问题，而平台企业的内核与传统金融机构不同，其主要客户群是长尾客户，在这种情况下数量巨大的小客户的业务规模甚至可能超过“二八定律”中重点大客户的业务规模，较易发生系统性影响。因此对平台企业的系统重要性需更多关注“小而被忽视”和风险传染之间的复杂问题。

3.2.2 治理缺失风险

从金融控股公司的角度看，涉足类金融领域的平台企业作为各类从事类金融业务的子公司的控股股东，对其人事任命、经营决策和内部管理有决定权。多数平台企业的内部治理机制，通过高管交叉任职、兼职甚至直接干预等方式干预子公司的经营决策，使公司内部防火墙失效，甚至是故意牺牲子公司利益或客户利益以最大化集团公司股东的利益，却不顾子公司从事类金融业务所带来的负外部性，损害社会福利。

如平台企业控制的实质从事信贷活动的子公司忽视信贷资产安全性，为达不到风险控制要求的关联公司提供融资，最终导致坏账风险。又如平台企业的各子公司对同一客户开展同样的金融业务，使得平台企业整体的风险集中度大大增加，一旦此类客户出现问题，不仅子公司之间责任不清，还会使风险在母公司与子公司、子公司与子公司之间进行内部传递，而且还会通过跨行业、跨市场关联性向整个金融体系传递风险。

此外，平台企业可能通过母公司或者关联公司对外发债向子公司注资，运用内部交易将资产转移到资本要求较低的子公司等方式隐瞒真实资本情况，提高杠杆率。从互联网行业特征看，涉足类金融领域的平台企业普遍表现出这些特点，即平台企业普遍通过互联网实现“轻资产”，其子公司资产更加“轻便”。

3.2.3 业务的复杂关联性和监管手段的匮乏

平台企业的类金融业务复杂性是前所未有的，之所以经历多个阶段的监管进程，是因为市场主体和监管主体处于相互磨合的过程中，即“监管的互动过程”。基于金融科技的运用，平台企业开发的新型金融业务网络效应显著；但金融科技运用中的技术复杂性、市场复杂性和网络复杂性及其可能产生的风险极传染效应等，对于监管者而言是巨大挑战。

网络化平台和垂直化监管之间是不对称的，在此情况下以巴塞尔协议为核心的传统监管手段和监管标准确实不能够完全适应新的监管需求。传统金融监管模式下的路径依赖、监管滞后、科技人才资源约束、技术能力更新不及时等问题开始逐渐显现出来。监管机制和监管手段的匮乏，也使得平台企业在“弯道超车”压力下的风险与创新之间的平衡难题更加凸显。

3.2.4 数据安全和隐私风险

信息和数据成为数字经济时代越来越重要的生产要素，党的十九届五中全会审议通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇二五远景目标的建议》强调要加快数字化发展，建立数据资源产权、交易流通

等基础制度和标准规范,保障国家数据安全,加强个人信息保护。数据产权不明晰阻碍了数据要素的交易和权益保护,数字鸿沟的存在以及后续数据使用方式的不明确也使得相关风险日益凸显。

平台企业发展的基础是海量的长尾客户以及相应的大数据和云计算,在资产负债结构和业务模式上都与商业银行等传统金融机构大不相同,因此在数据治理和信息安全保护方面,传统监管手段的效能大大弱化,监管部门面临的一个重要问题是难以找到对于平台企业进行有效监管的抓手。

金融业务的核心要素已经从资金扩展到数据,数据问题牵涉到大科技金融平台的垄断认定、产品定价和风险管控等多个方面,构建基于资金和数据的双要素监管体系势在必行。同时,金融消费者权益保护的内涵正在逐渐拓展,由传统的金融消费者财产保护权拓展为数据隐私权和金融基本权利保护。

四、平台企业的监管政策与进程

4.1 平台企业的监管政策收紧历程

2014年,“互联网金融”被首次引入政府工作报告,报告中提到要“促进互联网金融健康发展”,表明监管部门鼓励金融创新、推动互联网金融健康发展的态度。

从2015年开始,互联网金融风险事件频发,P2P平台涉嫌非法融资和自融,多起“爆雷”事件发生,引发社会和监管部门的极大关注,互联网金融正式进入监管年。2016年,监管部门开始专项整治互联网金融。2014-2018年,互联网金融连续五年被写入政府工作报告,2018-2022年,平台经济/平台企业连续五年被写入政府工作报告,措辞的变化体现了政府对平台企业发展的态度,也反映了平台行业从高速发展到规范整治的历程。

表3: 2014-2018年政府工作报告对互联网金融的表述

年份	表述
2014	促进互联网金融健康发展
2015	促进电子商务、工业互联网和互联网金融健康发展,引导互联网企业拓展国际市场
2016	规范发展互联网金融
2017	对不良资产、债券违约、影子银行、互联网金融等累积风险要高度警惕
2018	强化金融监管统筹协调,健全对影子银行、互联网金融、金融控股公司等监管

资料来源:中国政府网,招商证券

表4: 2018-2022年政府工作报告对平台经济/平台企业的表述

年份	表述
2018	发展平台经济、共享经济
2019	支持新业态新模式发展,促进平台经济、共享经济健康成长
2020	坚持包容审慎监管,发展平台经济、共享经济
2021	国家支持平台企业创新发展、增强国际竞争力,同时要依法规范发展,健全数字规则
2022	引导大型平台企业降低收费,减轻中小商户负担

资料来源:中国政府网,招商证券

2020年,蚂蚁集团和京东数科的IPO先后暂停。2020年11月,中国金融监管机构密集对平台企业从事金融相关业务进行监管发声;同月,中国人民银行、银保监会、证监会、外汇局等首先约谈蚂蚁集团实控人、董事长和总裁。2020年12月26日和2021年4月12日,中国人民银行、银保监会、证监会、外汇局等金融监管部门两次联合约谈蚂蚁集团;金融监管部门在对蚂蚁集团的两次约谈中指出,整改主要包括五个方面,涉及支付业务、征信及信贷、持牌及金控、公司治理、财富管理等⁴。

2021年4月29日,监管部门对腾讯、美团、字节等13家从事金融业务的网络平台企业监管约谈。监管部门指出网络平台企业普遍存在无牌或超许可范围从事金融业务、公司治理机制不健全、监管套利、不公平竞争、损害消费者合

⁴ 人民网, <http://qh.people.com.cn/n2/2021/0413/c182754-34672688.html>

法权益等严重违规问题，须严肃纠正。⁵对此，监管部门提出七个方面的整改要求，相较于对蚂蚁集团的整改要求，进一步要求“金融业务必须持牌经营”，并规范企业发行交易资产证券化产品以及赴境外上市行为、强化金融消费者保护机制。

以上这些整改要求，几乎涵盖网络平台企业业务的方方面面，对 14 家主要网络平台企业的金融业务专项整改由此开始。

表5：四部门对平台企业的“3+1”次监管约谈及要求

日期	事件	主要内容
2020 年 11 月	人民银行、银保监会、证监会、外汇局等约谈蚂蚁集团实际控制人、董事长和总裁	
2020 年 12 月	四部门联合约谈蚂蚁集团	提出整改要求： 1) 支付：回归支付本源，提升交易透明度，严禁不正当竞争。 2) 征信及信贷：依法持牌、合法合规经营个人征信业务，保护个人隐私。 3) 金控设立：依法设立金融控股公司，严格落实监管要求，确保资本充足、关联交易合规。 4) 公司治理：完善公司治理，按审慎监管要求严格整改违规信贷、保险、理财等金融活动。 5) 财富管理：依法合规开展证券基金业务，强化证券类机构治理，合规开展资产证券化业务。
2021 年 4 月	四部门再次联合约谈蚂蚁集团	确定蚂蚁集团整改方案： 1) 支付：纠正支付业务不正当竞争行为，在支付方式上给消费者更多选择权，断开支付宝与“花呗”“借呗”等其他金融产品的不当连接，纠正支付链路中嵌套信贷业务等违规行为。 2) 征信及信贷：打破信息垄断，严格落实《征信业管理条例》要求，依法持牌经营个人征信业务，遵循“合法、最低、必要”原则收集和使用个人信息，保障个人和国家信息安全。 3) 金控设立：蚂蚁集团整体申设为金融控股公司，所有从事金融活动的机构全部纳入金融控股公司接受监管，健全风险隔离措施，规范关联交易。 4) 公司治理：严格落实审慎监管要求，完善公司治理，认真整改违规信贷、保险、理财等金融活动，控制高杠杆和风险传染。 5) 财富管理：管控重要基金产品流动性风险，主动压降余额宝余额。
2021 年 4 月	四部门联合对 13 家从事金融业务的网络平台企业进行监管约谈	提出整改要求： 1) 坚持金融活动全部纳入金融监管，金融业务必须持牌经营。 2) 支付回归本源，断开支付工具和其他金融产品的不当连接，严控非银行支付账户向对公领域扩张，提高交易透明度，纠正不正当竞争行为。 3) 打破信息垄断，严格通过持牌征信机构依法合规开展个人征信业务。 4) 加强对股东资质、股权结构、资本、风险隔离、关联交易等关键环节的规范管理，符合条件的企业要依法申请设立金融控股公司。 5) 严格落实审慎监管要求，完善公司治理，落实投资入股银行保险机构“两参一控”要求，合规审慎开展互联网存贷款和互联网保险业务，防范网络互助业务风险。 6) 规范企业发行交易资产证券化产品以及赴境外上市行为。禁止证券基金机构高管和从业人员交叉任职，保障机构经营独立性。 7) 强化金融消费者保护机制，规范个人信息采集使用、营销宣传行为和格式文本合同，加强监督并规范与第三方机构的金融业务合作等。

资料来源：人民网，证监会，招商证券

⁵ 人民网，<http://js.people.com.cn/n2/2021/0430/c359574-34704102.html>

表6：2020年11月以来针对平台企业金融业务主要政策

日期	事件	领域
2020年11月	中国银保监会会同中国人民银行等部门起草了《网络小额贷款业务管理暂行办法（征求意见稿）》	信贷
2021年1月	中国银保监会，中国人民银行发布《关于规范商业银行通过互联网开展个人存款业务有关事项的通知》	财富管理
2021年1月	中国银保监会印发《消费金融公司监管评级办法（试行）》	信贷
2021年1月	中国人民银行发布《征信业务管理办法（征求意见稿）》	信贷
2021年1月	中国人民银行发布《非银行支付机构条例（征求意见稿）》	支付
2021年1月	中国人民银行发布《非银行支付机构客户备付金存管办法》	支付
2021年2月	中国银保监会发布《关于进一步规范商业银行互联网贷款业务的通知》	信贷
2021年2月	国务院反垄断委员会发布《关于平台经济领域的反垄断指南》	反垄断
2021年3月	中国银保监会、中央网信办、教育部、公安部、人民银行联合印发《关于进一步规范大学生互联网消费贷款监督管理工作的通知》	信贷
2021年9月	中国人民银行发布《征信业务管理办法》	征信
2021年10月	人民银行发布《中国人民银行关于加强支付受理终端及相关业务管理的通知》	支付
2022年1月	发展改革委、中央网信办、工业和信息化部、商务部、人民银行等九部门联合印发《关于推动平台经济规范健康持续发展的若干意见》	互联网金融
2022年6月	全国人民代表大会常务委员会关于修改《中华人民共和国反垄断法》的决定	反垄断
2022年7月	中国银保监会发布《关于加强商业银行互联网贷款业务管理提升金融服务质效的通知》	信贷

资料来源：人民银行，银保监会，招商证券

4.2 平台企业整体整改进展

本轮网络平台企业专项整改从监管部门对蚂蚁集团的约谈开始，进而扩大至13家龙头平台（包括腾讯、度小满金融、京东金融、字节跳动、美团金融、滴滴金融、陆金所、天星数科、360数科、新浪金融、苏宁金融、国美金融、携程金融等）和全行业。

在整改进入第三年后，监管框架已经基本建立，监管思路基本清晰。本轮监管收紧和整改中，监管机构肯定了网络平台企业在金融普惠、提升效率、降低成本等方面的贡献，同时希望将快速发展的互联网金融业态纳入到正常的金融监管框架下，“金融的归金融，科技的归科技”。

表7：平台企业主要金融相关业务牌照要求和监管主体

行业	具体业务	牌照要求	监管主体
支付	非银行支付业务	持牌	人民银行发放牌照和监管
			外汇局登记和监管跨境支付
	支付外包服务	非持牌	证监会备案和监管基金销售支付
零售信贷	消费金融公司	持牌	中国支付清算协会备案登记
	小贷公司	持牌	银保监会
			地方金融监管部门
			银保监会批准互联网小贷

	担保公司	持牌	地方金融监管部门
	征信	持牌	人民银行
	获客引流（非金融业务）	非持牌	-
保险	保险经纪	持牌	银保监会
	互联网保险	持牌	银保监会
银行	互联网银行	持牌	银保监会
证券/财富管理	基金销售、证券期货、公募基金管理、证券投资咨询、基金投顾等	持牌	证监会

资料来源：人民银行，银保监会，外汇局，中国支付清算协会，招商证券

截至目前，网络平台企业的金融业务已基本纳入金融监管框架中，网络平台企业从事金融业务，须持有对应的金融牌照，且接受常态化的金融监管。

4.3 下一步的监管导向与政策

2022 年以来，监管出台新的政策文件的频率较此前有所下降，且内容多是重申此前的监管重心和细化细节，而非进一步升级监管要求。2022 年年初，发展改革委、中央网信办、工业和信息化部、商务部、人民银行等九部门联合印发了《关于推动平台经济规范健康持续发展的若干意见》，重申了互联网平台从事金融业务的监管重点。7 月，中国银保监会发布了《关于加强商业银行互联网贷款业务管理提升金融服务质效的通知》，细化互联网贷款业务监管要求，考虑行业业务实践、按“新老划断”原则将整改过渡期延后至 2023 年年中。2022 年 11 月，银保监会主席郭树清撰文《加强和完善现代金融监管》，提到“对互联网平台金融业务实施常态化监管，推动平台经济规范健康持续发展”。

2023 年 1 月 7 日，中国人民银行党委书记、中国银保监会主席郭树清接受新华社记者采访，在谈到“促进互联网平台企业健康发展”时表示，14 家平台企业金融业务专项整治已经基本完成，少数遗留问题也正在抓紧解决⁶。2023 年 1 月 13 日，央行在国务院新闻办发布会上再次总结了平台金融业务整改的进展，并对下一步常态化监管作出部署。

表8：2023 年 1 月 13 日监管部门对平台企业的整改进展总结及整改计划规划

事项	监管部门表态
整改总结	平台整改：蚂蚁集团等 14 家大型平台企业大多数问题基本完成整改，大型平台企业合规经营、公平竞争，消费者保护意识明显增强，金融业务不断规范。 监管制度：金融管理部门标本兼治，加快监管制度建设，平台企业金融业务常态化监管制度框架已经初步形成，为后续常态化监管奠定了良好制度基础。
下一步的监管计划	1.继续推动相关平台企业加快剩余少数问题整改，善始善终完成整改工作。 2.提升常态化监管水平，进一步完善监管制度机制，加强监管科技力量建设，支持平台企业合规经营，稳慎发展金融业务，并对违法违规金融活动零容忍。 3.研究制定促进平台经济健康发展的金融支持措施，支持平台企业提升科技创新能力和服务质效，巩固和增强国际竞争力，在引领发展、创造就业、国际竞争中尽显身手。

资料来源：国务院新闻办，招商证券

与此同时，政府与平台企业间近期的互动也逐步增多。2023 年 1 月 10 日，杭州市政府与阿里巴巴集团签订全面深化战略合作协议；一个月后的 2 月 10 日，杭州召开 60 家平台企业参加的平台经济健康高质量发展座谈会，并首次出台《关于促进平台经济健康高质量发展的实施意见》，回应平台企业的需求和建议。2023 年 1 月 29 日，深圳市地方金融监管局党组书记舒毓民提出密切对接腾讯等潜在企业，积极争取监管部门指导支持，推动在深设立金融控股公司，增强协同效应、聚合效应；争取字节跳动、美团等消费金融牌照落户。2023 年 2 月 17 日，2023 中国互联网发展座谈会暨中国互联网协会新春茶话会召开，工业和信息化部党组成员、副部长张云明出席会议并讲话，阿里巴巴、腾讯、百度、京东、美团、新浪、滴滴等平台企业负责人出席会议，围绕数实融合、科技创新、网络安全、平台发展等方面

⁶ 新华社，<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1754373041957301446&wfr=spider&for=pc>

进行交流，探讨互联网行业发展中面临的热点、难点问题，提出企业发展所面临的困惑、诉求和建议，解放思想，畅所欲言，真诚对话，共叙发展⁷。

4.4 整改案例——蚂蚁集团

蚂蚁集团的整改涉及的内容更多且更加复杂，其整改进展对行业具有标杆作用。经过两年多的整改，除了金控中设暂未得到人民银行正式批准外，蚂蚁集团的金融业务整改已基本完成。

4.4.1 支付业务

支付业务方面，支付宝 App 的支付链路已与“花呗”“借呗”等信贷产品断开，支付宝也在有序开放支付接口，推动互联互通。2021 年，支付宝向银联云闪付开放了线上场景，在线下实现多个城市收款码扫码互认；2022 年 11 月，支付宝转账功能界面已出现“转微信好友”相关功能；2022 年 12 月，支付宝加入数字人民币受理网络。

4.4.2 征信及信贷

在各项业务中，蚂蚁集团信贷业务的整改最为核心。在整改前，蚂蚁集团主要通过重庆的两家网络小贷公司与银行联合出资发放消费信贷。通过联合贷款和大量发行资产证券化产品的杠杆操作，蚂蚁小贷公司自有的出资比例仅为 2%。

为把“花呗”“借呗”联合贷大幅降杠杆、降规模，蚂蚁集团已实施品牌隔离：原来由两家小贷公司运营的“花呗”“借呗”等自营的消费金融业务，移至重庆蚂蚁消费金融有限公司（“蚂蚁消金”）旗下，两个品牌名称为蚂蚁自营产品继续沿用；由银行、信托等金融机构单独出资的部分更名为“信用购”“信用贷”。蚂蚁集团的消费信贷余额从 2021 年底时的 2.1 万亿元，压降至 2022 年 7 月时的 1.8 万亿元，其中蚂蚁消金自营部分合计 7000 多亿元。

为了满足杠杆率要求，蚂蚁消金在 2021 年底的第一次增资以信达退出而告终之后，于 2022 年 11 月再次提交增加注册资本及调整股权结构的方案，并于 2022 年 12 月 30 日获得重庆银保监局同意，注册资本由 80 亿元增至 185 亿元，杭州数金成为第二大股东。

表9：蚂蚁消金股权结构

(万元)		增资前		2021 年 12 月旧方案增资后		2022 年 11 月新方案增资后	
股东名称	国资股东实控人	实缴注册资本	持股比例	认缴注册资本	持股比例	认缴注册资本	持股比例
蚂蚁集团	-	400,000	50.00%	1,500,000	50.00%	925,000	50.00%
杭金数科	杭州市政府	-	-	-	-	185,000	10.00%
南洋商业银行	中国财政部	120,080	15.01%	120,080	4.00%	120,080	6.49%
舜宇光学	-	-	-	180,000	6.00%	111,000	6.00%
传化智联	-	-	-	-	-	92,685	5.01%
鱼跃医疗	-	39,920	4.99%	149,700	4.99%	92,315	4.99%
国泰世华银行(中国)	-	80,000	10.00%	80,000	2.67%	80,000	4.32%
宁德时代新能源科技	-	64,000	8.00%	64,000	2.13%	64,000	3.46%
博冠科技	-	-	-	132,220	4.41%	61,870	3.34%
北京千方科技	-	56,080	7.01%	56,080	1.87%	56,080	3.03%
中国华融	中国财政部	39,920	4.99%	39,920	1.33%	39,920	2.16%
农信集团	重庆供销合作社	-	-	-	-	22,050	1.19%
中国信达	中国财政部	-	-	600,000	20.00%	-	-
渝富资本	重庆市国资委	-	-	78,000	2.60%	-	-
注册资本总计		800,000	100%	3,000,000	100%	1,850,000	100.00%
其中：国资股东		160,000	20.00%	838,000	27.90%	367,050	19.80%

⁷ 每日经济新闻，<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1758163728290517103&wfr=spider&for=pc>

资料来源：鱼跃医疗公司公告，中国信达公司公告，Wind，招商证券

征信业务方面，蚂蚁消费信贷的“断直连”改造已基本完成，联合贷款规模显著下降。蚂蚁集团此前开展的类个人征信业务则以钱塘征信为主体申请牌照，但钱塘征信的牌照申请在 2021 年 11 月被受理之后，一直未有新进展；根据公开报道，2022 年 2 月初，钱塘征信得到的答复是“暂时中止”⁸。目前，蚂蚁集团的消费金融业务征信数据查询，需通过百行征信和朴道征信两家持牌机构完成。

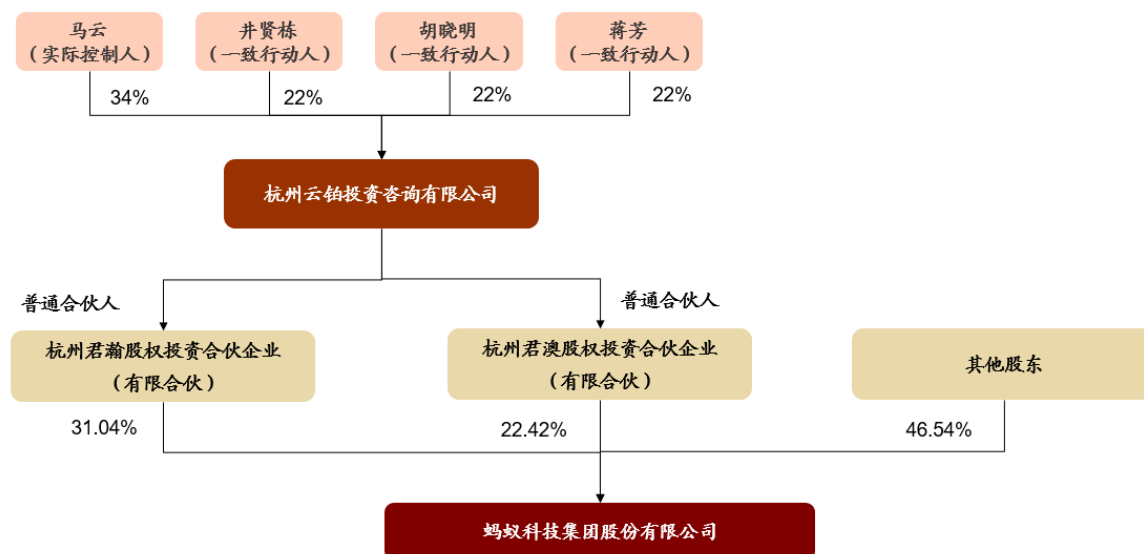
4.4.3 金控设立

目前蚂蚁集团的金控申设尚未落地，是整改方案中尚待推进的方向。按照金融监管部门在 2021 年 4 月 12 日对蚂蚁集团提出的整改要求第三条，“蚂蚁集团整体申设为金融控股公司，所有从事金融活动的机构全部纳入金融控股公司接受监管，健全风险隔离措施，规范关联交易”，即“大金控”方案。

4.4.4 公司治理

2023 年 1 月 7 日，马云等人签署《一致行动协议终止协议》等文件，同时蚂蚁集团的主要股东杭州君瀚和杭州君澳由受同一家普通合伙人企业（杭州云铂）控制，分拆为受两家不同普通合伙人企业（云铂投资和杭州星滔）分别控制。井贤栋与执行副总裁邵晓锋，首席技术官倪行军，国际事业群总裁赵颖，资深副总裁、首席人才官吴敏芝，5 人分别持有云铂投资 20% 的股权。马云与首席财务官韩歆毅，副总裁张彧，企业融资部负责人黄辰立，副总裁、监事会主席周芸分别持有杭州星滔 20% 的股权。《一致行动协议》终止后，马云不再是蚂蚁集团实际控制人。蚂蚁集团的股东及持股比例没有变化，股东及受益人的经济利益不受影响，单一最大股东仍为阿里巴巴，持股约 33%。

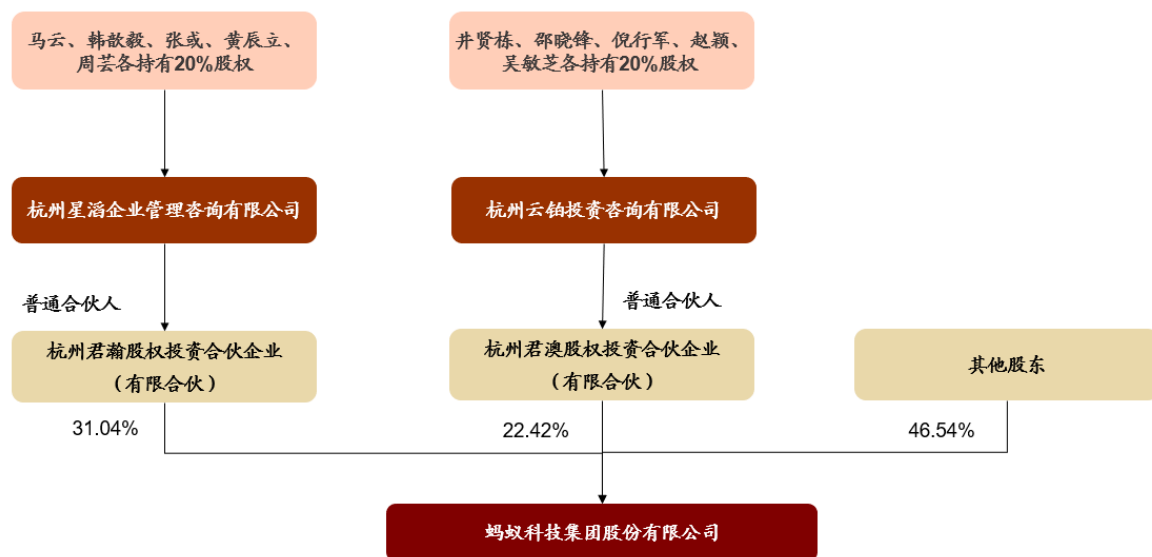
图4：调整前蚂蚁集团的股权结构



资料来源：蚂蚁集团官网，招商证券

⁸ 财新，<https://weekly.caixin.com/2023-01-14/101989043.html>

图5：调整后蚂蚁集团的股权结构



资料来源：蚂蚁集团官网，招商证券

在完善董事会方面，2022年6月初，蚂蚁集团董事会层面已有调整，新聘史美伦、杨小蕾两名独立董事，使得独立董事从2名增至4名；来自股东阿里巴巴的非执行董事则由3名进一步减少到蔡崇信和程立2名。同时，蚂蚁集团的相关管理层成员不再担任阿里巴巴合伙人，进一步提升公司治理的透明度和有效性，强化与股东阿里巴巴集团的隔离。此外，整改工作以来，蚂蚁集团持续强化董事会作用，新设隐私保护及数据安全委员会、ESG可持续发展委员会等董事会下属专业委员会。

目前，蚂蚁集团董事会共有8名董事，其中2名为管理层股东代表——蚂蚁集团董事长兼首席执行官井贤栋、首席财务官韩歆毅；2名为股东阿里巴巴代表非执行董事；4名为独立董事。根据公告，蚂蚁集团还计划继续引入第五名独立董事，实现董事会中独立董事过半数。

4.4.5 财富管理

理财业务方面，由天弘基金自营的“余额宝”规模自2021年以来持续压降。据天弘基金2022年三季报数据，截至2022年9月30日，其管理的货币基金资产规模约为7590亿元，已降至万亿元之下；基金代销中不规范的行为得以纠正，例如取消基金销量榜单、增加风险指标展示。

2020年12月18日，支付宝清空了平台上的互联网存款产品。保险业务方面，蚂蚁集团已变更了保险平台运营主体、下架部分热销的互联网人身险产品等。网络互助产品“相互宝”已于2022年1月28日关停。

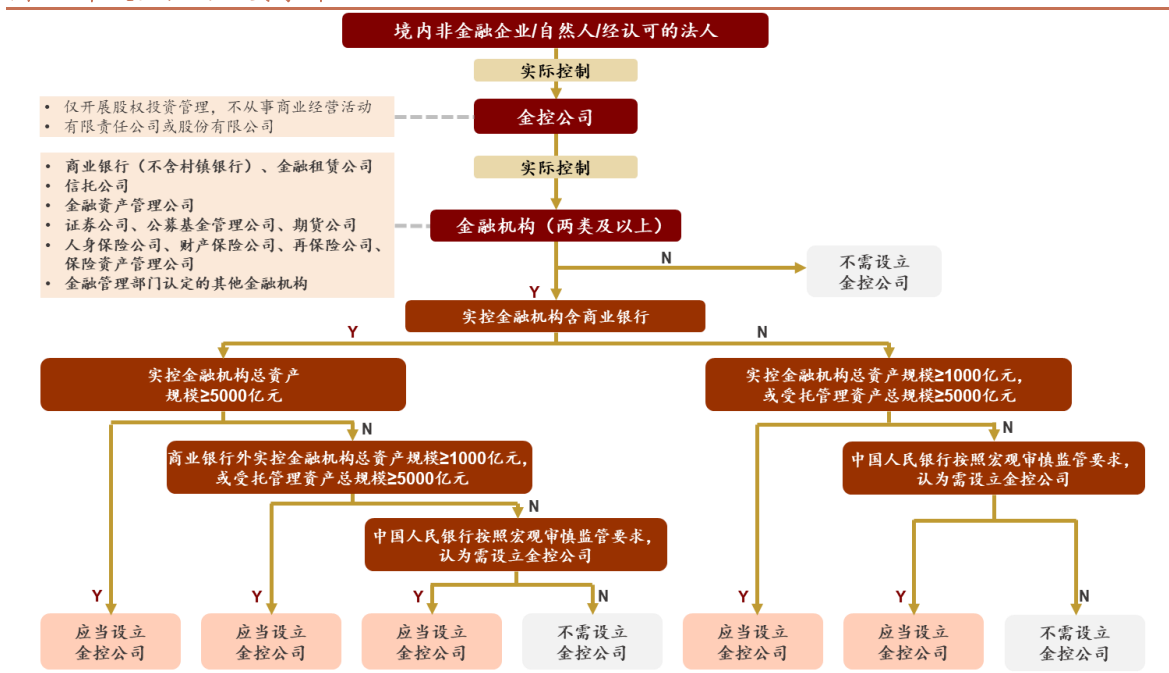
五、平台企业金控模式探讨

5.1 《金控办法》下的监管新要求

2020年9月13日，国务院发布《关于实施金融控股公司准入管理的决定》，授权人民银行对金融控股公司开展市场准入管理并组织实施监管。同日，人民银行正式印发《金融控股公司监督管理试行办法》（《金控办法》），对金融控股公司在设立条件、经营范围、公司治理等多方面提出监管要求，标志着金融控股公司正式被纳入准入管理和持续监管的金融体系，进入持牌发展的新阶段。

根据《金控办法》，除人民银行按照宏观审慎监管要求认为需设立金控公司外，申设金控的企业需满足控股金融机构类型、资产规模等必要条件，无金控牌照不得开展相关业务和使用“金融控股”、“金融集团”等字样。金融监管部门在2021年4月12日对蚂蚁集团提出的整改要求中就包括了设立金控公司。

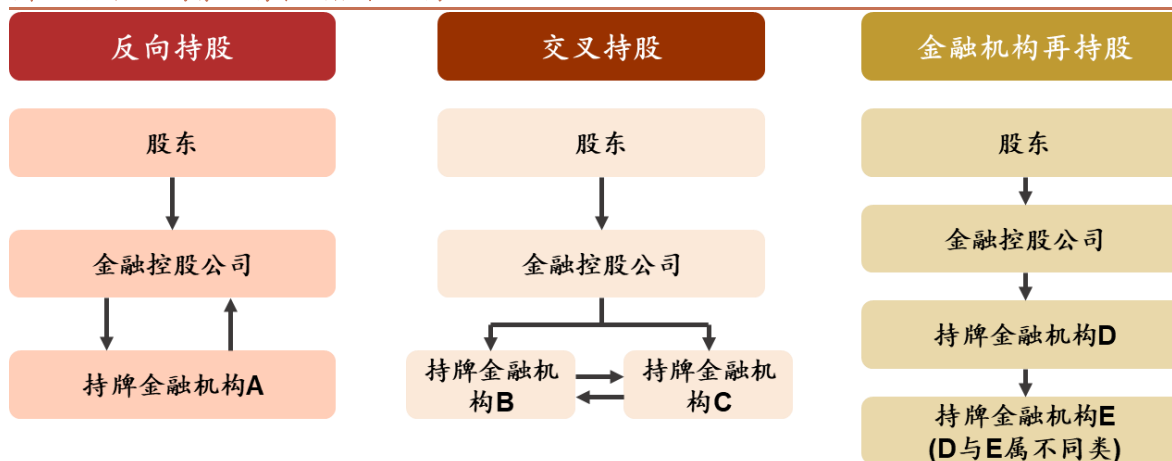
图6：申设金控的必要条件



资料来源：《金融控股公司监督管理试行办法》，招商证券

《金控办法》还要求金控公司的注册资本必须为实缴资本，不低于 50 亿元人民币且不低于所控股金融机构注册资本总和的 50%；股权结构应当简明、清晰、可穿透，并禁止存在反向持股、交叉持股及金融机构再持股等情形；并且对股东和实控人的资质提出明确要求。根据最严口径，蚂蚁集团旗下控股或实际控制金融机构注册资本约 399 亿元，则蚂蚁集团最低资本不得低于 200 亿元(蚂蚁消金若增资成功后为 619 亿元，则蚂蚁集团最低资本不得低于 310 亿元)。2021 年 9 月 30 日，蚂蚁集团通过资本公积转增股本已增至 350 亿元。另外需要考虑，蚂蚁消金承接小贷业务后，二者杠杆率差异带来的注册资本变动的可能影响。

图7：金控公司禁止存在的股权结构



资料来源：《金融控股公司监督管理试行办法》，招商证券

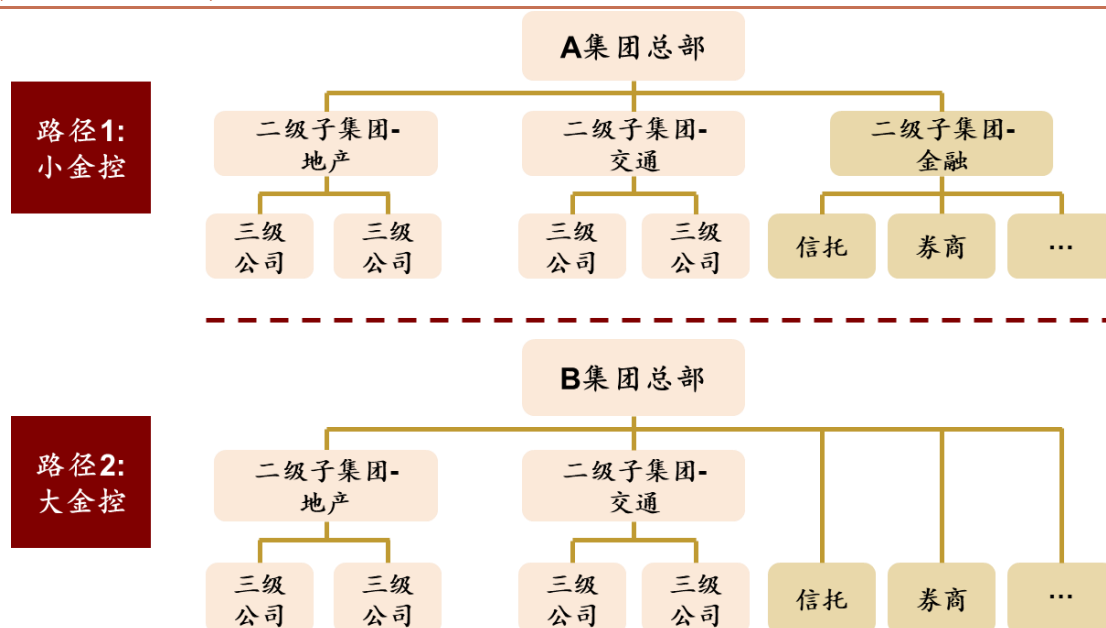
图8：金控公司的股东和实控人资质要求

	正面要求	禁止情形
主要股东 - 持有或控制金控公司股份总额5%以上股份或表决权；或 - 持有股份总额不足5%但对金控公司经营有重大影响 控股股东 - 持有或控制金控公司股份总额50%以上股份或表决权；或 - 持有股份总额不足50%但对金控公司经营有实质控制权 实际控制人 - 对金控公司拥有实际控制权	- 良好的诚信记录和社会声誉，核心主业突出，资本实力雄厚，投资金融机构动机纯正，制定了合理的投资金融业的商业计划，不盲目向金融业扩张，不影响主营业务发展 - 公司治理规范，股权结构和组织架构清晰，股东、受益所有人结构透明，管理能力达标，具有有效的风险管理和内部控制机制 - 财务状况良好，在不考虑非经常性损益情况下最近三个会计年度连续盈利，年终分配后净资产达到总资产的40%（母公司财务报表口径），权益性投资余额不超过净资产的40%（合并财务报表口径），中国人民银行另有规定的除外 - 申请发起设立金控公司的自然人，单独或者与关联方、一致行动人合计持有金控公司5%以上股份的自然人股东，应当具有履行金融机构股东权利和义务所需的知识、经验和能力	主要股东、控股股东、实际控制人 - 股权存在权属纠纷 - 曾经委托他人或者接受他人委托持有金控公司或金融机构股权 - 曾经虚假投资、循环注资金融机构，或在投资金控公司或金融机构时，有提供虚假承诺或者虚假材料行为 - 曾经投资金控公司或金融机构，对金控公司或金融机构经营失败或者重大违规行为负有重大责任 - 曾经投资金控公司或金融机构，拒不配合中国人民银行或国务院银行保险监督管理机构、国务院证券监督管理机构、国家外汇管理部门监管 控股股东、实际控制人 - 通过特定目的载体或者委托他人持股等方式规避金控公司监管 - 关联方众多，股权关系复杂、不透明或存在权属纠纷，恶意开展关联交易，恶意使用关联关系 - 滥用市场垄断地位或者技术优势开展不正当竞争 - 操纵市场、扰乱金融秩序 - 五年内转让所持有的金控公司股份 - 无实质性经营活动 - 其他可能对金控公司经营产生不利影响的情形
所有股东	- 依法设立（法人） - 股权结构清晰（法人） - 公司治理完善（法人）	- 最近三年重大违法违规记录或重大不良诚信记录（法人和自然人） - 因涉嫌重大违法违规正在被调查或处于整改期间（法人和自然人） - 对所投资企业经营失败负有重大责任未逾三年（法人和自然人） - 因故意犯罪被判处刑罚、刑罚执行完毕未逾五年（自然人） - 存在长期未实际开展业务、停业、破产清算、治理结构缺失、内部控制失效等影响履行股东权利和义务的情形（法人） - 存在可能严重影响持续经营的担保、诉讼、仲裁或者其他重大事项（法人） （不适用于通过证券交易所、全国中小企业股份转让系统交易取得5%以下股份的股东）

资料来源：《金融控股公司监督管理试行办法》，招商证券

申设金控的公司可根据金融资产占比与自身的发展考虑，决定采用“小金控”或“大金控”的设立路径。“小金控”模式即母公司专门设立金控子公司，并将金融业务纳入金控子公司主体；“小金控”模式可以更好地隔离实业和金融板块，不影响非金融业务开展的同时也有助于保持业务的灵活性与创新性。金融资产占集团并表总资产之比低于85%的机构需采用“小金控”模式设立金控公司。“大金控”模式即将集团整体作为金控公司，全部业务纳入集团主体。该模式除融资、财富管理业务外，还将支付、征信等泛金融业务也予以纳入，可能是面临最严格条件下的监管要求。金融资产占集团并表总资产之比高于85%的机构可以根据自身发展而选择“大金控”或“小金控”模式。

图9：“小金控”与“大金控”的设立路径对比



资料来源：《金融控股公司监督管理试行办法》，招商证券

按照金融监管部门提出的“蚂蚁集团整体申设为金融控股公司，所有从事金融活动的机构全部纳入金融控股公司接受监管”，蚂蚁集团需采用“大金控”的设立路径。

2023年2月9日,《金融控股公司关联交易管理办法》正式发布,并将自2023年3月1日起施行。《金融控股公司关联交易管理办法》的出台加强了我国对金融控股公司关联交易的监管,完善了金融控股公司报告和相关信息披露的管理,从制度端补齐短板,促进我国对金融控股公司的监管能力的提升,进而促进金融控股公司规范进行综合经营、产融结合。

5.2 平台企业申设金控进展

自《金控办法》颁布以来,截至2023年1月底,人民银行批准了中信金融控股有限公司(筹)、北京金融控股集团有限公司、招商局金融控股有限公司三家金融控股公司的设立许可,受理了光大集团、万向控股的申请。但截至目前,尚无平台企业的金控牌照获得受理。

在监管要求下,蚂蚁集团和腾讯是明确表示将申设金控牌照的两家平台企业金控。

表10: 蚂蚁集团和腾讯旗下金融机构

(亿元)	实控或有重要影响力的金融机构	部分参股金融机构	其他类金融机构
蚂蚁集团	网商银行(30%)、天弘基金(51%)、 国泰财险(51%)、信美人寿(49.7%)	众安财险(19.9%)	蚂蚁消费金融(50%)、蚂蚁保(100%)、蚂蚁基金销售(75.9%)、支付宝(100%)、蚂蚁商诚小贷(100%)、蚂蚁小微小贷(100%)、商诚融资担保(100%)、蚂蚁信用评估(100%)、芝麻信用管理(100%)、百行征信(8%)
腾讯	前海微众银行(30%)	三星财险(32%)、 众安财险(15%)、 和泰寿险(15%)	微民保险代理(73.3%)、腾安基金销售(100%)、财付通支付科技(95%)、财付通网络金融小贷(100%)、腾讯征信(100%)、百行征信(8%)

资料来源:各公司官网,天眼查, Wind, 招商证券

注:括号百分比表示持股比例;信美人寿的比例为蚂蚁集团与天弘基金的合计运营资金比例。

风险提示:政策变化以及市场不及预期

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

林喜鹏：南京大学经济学硕士。现任招商证券研究发展中心分析师（董事），十年以上非银行金融行业研究工作经历，曾任职于招商证券战略发展部、招商期货，对于资本市场、衍生品以及证券行业具有深入的研究和思考。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。