

內地資產證券化謹慎推進

企業管治



何願文
李亞莎

內地金融業呼籲金融產品創新，推進資產證券化，已經有不短的一段時間。內地中央銀行——中國人民銀行（人行）三月二十一日宣布，信貸資產證券化與住房按揭證券化的試點工作正式啟動，國家開發銀行（開發銀行）和建行作為試點單位，將分別進行信貸資產證券化和住房抵押貸款證券化的試點；其後在四月二十日，人行與中國銀行監會聯合發布《信貸資產證券化試點管理辦法》（《辦法》），並明確在試點階段，暫時只有開發銀行和建行可以申請開展信貸資產證券化，並預計第一種資產證券化產品將在今年第三季度發行交易。

對於此番資產證券化試點的目的，按照官方的說法，有五項重大意義，但總結前三點的改善銀行業信貸結構錯配狀況，提高商業銀行資本充足率 and 分散信貸風險，就不難得出結論：資產證券化不過又是為國有銀行改革「輸血」的無奈之舉。政府決策層在這個時機推出資產證券化，實質的訴求不外乎為國有銀行改革提供金融產品支援，落腳於銀行資產的優化和資本的提高。

粗略研讀此次發布的《辦法》，就不難發現這是一個對適用範圍設置多重資格限制，極大壓縮制度應用空間的資產證券化規範體系。首先，從管理辦法所限定的主要交易主體範圍看，都落在「先期各種方案的最小區間」；如資產證券化發起人僅為境內銀行機構，從而排除了證券公司、保險公司等其他金融機構和普通工商企業的適用。

受託機構則限定為信託投資公司或銀監會批准的其他機構，並把受託法律關係明確為特定目的信託關係，從而在實質上排斥了證券公司、基金公司未來擔任受託機構的可能。內地證券公司的邊緣化在發布權的官方部門中，沒有主管證券業務的證監會也可看出。

其次，從資產支援證券的發行和交易市場來看

，《辦法》確定為全國銀行間債券市場。內地銀行間債券市場，從總體上講是一個由商業銀行主導，保險公司、證券公司、基金公司等金融機構及很小一部分非金融機構參與的封閉市場。在這個市場裏，金融業內部的系統風險無法得到有效的分散，系統風險只是在系統內部重新有限分配。因此一個需要避免的問題就是出現類似於去年國有銀行發行的次級債的現象，既發行的次級債絕大部分為其他國有銀行購買，甚至出現了發行次級債的兩家銀行彼此購入對方絕大部分次級債的情況，這種並沒有引入有效增量資本，簡單增加個別銀行資本量的方式，背離了發行次級債的初衷，甚至可以說是對問題的一種掩飾。

實踐操作面臨多重考驗

此次確定參加試點的建行和開發銀行具有必然性，但是資產證券化作為一種金融技術和產品創新，不僅僅需要金融體系內部的制度配合，而且還涉及基礎資產層面的眾多制度的完善和變革，如最為基礎的土地制度、物權制度、不動產登記制度、抵押制度，以及相關的會計確認、資訊披露制度及稅收制度等。這些基礎制度的供給恐怕不是兩個試點銀行

能夠解決的。

即使是在資產證券化的內部機制創造上，恐怕也不是試點機構內部可以妥善解決的。如對於發行資產支持證券過程中的關鍵的制度設計中的「風險隔離」與「真實出售」，就不是內地目前的商業環境所支持的，一個最為直接的證據就是整套制度所依託的信託制度在內地也沒有切實的應用基礎，尚處於全面整頓後的初步恢復時期。至於另一個最為重要的環節，資產支持證券的信用增級，恐怕也缺少基本的實踐基礎。目前內地基本的評級機構都無法獨立發揮作用，而即使國際最具資信的穆迪，按照相關管理規定也未被允許進入內地市場。

欠缺法治基礎制約發展

內地資產證券化試點在理論準備不足的條件下，謹慎試點具有合理性，但是沒有綜合支持的發展是不能持續的，而最為本源性制約因素是法治基礎的缺失。在此次管理辦法出台的過程中，就充分暴露了內地相應法治精神的缺乏。如從此次確定試點銀行的時間先於試點權公布時間這個違背基本程式要求的行為，就可以見微知著，折射出官方決策層對於基本法治要求的忽視。

從此次管理辦法的法律效力等級，也可以看出問題，因為按照內地的三種有效立法模式，此次資產證券化立法的「上策」是通過全國人大常委會立法或通過決議；「中策」是以國務院的名義發布行政法規；「下策」是由有關監管部門制定規章制度，而最終選擇的是最為簡便、效力也是最低的最後者。據說在《辦法》徵求意見過程中，持明顯不同意見的就是國務院法制辦公室，主要理由就是目前推進資產證券化試點缺乏法律保障，特別是在具體證券化操作方面缺乏依據。這恐怕也最終選擇指定規章一級法律檔的原因之一。

內地一向經濟創新超前於法律制度發展，可能還不是太大問題，但對於資產證券化等金融創新而言，則可以看到基本的法律制度框架和綜合制度支援是在內決定性元素，根本無法在後天的發展中自發完成，尤其在內地整體法治環境不佳，法治精神和意識薄弱的情況下，更需要明確制度的建設。這一問題在內地發展股票市場中已經暴露無疑，目前已經形成積重難返之勢。這在一個微觀角度上也是對內地長期以來依賴的「摸着石頭過河」、邊幹邊學的發展思路的挑戰。

何願文 浸會大學工商管理學院院長兼教授
李亞莎 浸會大學工商管理學院博士研究生

中國銀行業監督管理委員會



銀監會聯同央行規範資產證券化的發展