

## 重启资产证券化市场与金融监管

——兼谈我国的制度改革\*

洪艳蓉\*\*

**摘要:**针对“发起并持有”业务模式的传统金融监管不能有效应对资产证券化新风险,是导致2008年次贷危机的主因。资产证券化“发起—分流”业务模式引发的金融风险需要通过强化金融中介的激励约束机制和市场信息披露制度等金融监管解决。美国等发达市场2009年以来已通过金融监管改革,在更安全、稳固的基础上重启和发展了证券化市场。我国资产证券化早期试点借鉴海外模式,但过度强调安全的理念日益显得过于保守和缺乏效率;同时,实质上属于证券化的各种信托理财业务也有必要纳入资产证券化范畴进行规制。金融危机之后,我国应理性地看待资产证券化的工具价值,通过完善试点法制和发挥自律组织的作用,重启并推广风险可控的资产证券化模式,以发挥其功用并加快多层次资本市场建设。

**关键词:**资产证券化 金融监管 发起—分流模式 激励机制 信息披露

---

\* 本文简版已发表于《证券市场导报》2011年第9期,最新文稿根据近一年立法和实践变化做了内容更新及观点补充。

\*\* 法学博士,北京大学法学院副教授。

借助证券化(securitization)技术,可产生现金流但流动性欠佳的基础资产被转化成资产担保证券(asset-backed securities,简称ABS),融通资本市场资金供人们循环使用。这项20世纪70年代在美国创设的金融工具,凭借资产信用融资和业务模式创新等诸多优势,在短短40多年时间内超越其他融资工具,成为金融市场的主流。<sup>①</sup>但2008年美国次级贷款(subprime loan,简称次贷)证券化市场崩溃,进而演化成百年不遇的金融危机,摧毁了资产证券化“点金术”的神话。此后,美国、欧洲等主要金融市场的资产证券化业务从巅峰跌入低谷,<sup>②</sup>我国拟扩大范围的信贷资产证券化第三批试点也于2009年戛然而止。资产证券化被视为金融市场的“毒药”,面临着“死亡”的考验。

资产证券化是否必然产生不可遏制的风险,是证券化技术还是金融监管更应对金融危机负责?在金融发展道路上,有无必要重启资产证券化?如有必要,又应怎样进行金融监管才能扬长避短?对这些问题的回答,无疑决定了资产证券化在整个金融体系中的命运,也决定了其未来的中国之路。

## 一、回归理性:资产证券化工具价值的再认识

### (一)崩溃的次贷证券化与脆弱的金融监管

次贷证券化指贷款机构(发起人)将向低信用借款人发放的住房抵押贷款,出售给特殊目的载体(special purpose vehicle,简称SPV或发行人),由其重组资产收益/风险并增强信用,转化成ABS销售给投资者。在这一过程中,发行人以ABS销售收入支付次贷购买价款,以借款人归还的贷款本息偿付投资者的ABS权益。

---

<sup>①</sup> 目前,资产证券化产品构成美国最大的固定收益市场,其规模远超过美国国债、公司债及(各州及地方政府)免税债券等。参见楚天舒、毛志荣:“美国、日本资产证券化市场比较及借鉴”,深圳证券交易所综合研究所研究报告,2006年4月5日,第4~5页。

<sup>②</sup> 据Thomson Financial统计,美国ABS发行量2008年一季度下降83%,降至547亿美元,远低于上年同期的3233亿美元,更低于历史最高峰的7538.8亿美元。

在 2001 ~ 2004 年上半年美联储持续低利率政策<sup>③</sup>和房价持续高涨的宏观背景下,次贷证券化技术帮助人们实现了“居者有其屋”的梦想,借款人尽管收入有限但能通过再次抵押价格高涨的房屋借新还旧,这进一步推高了房地产需求和价格。同时,身处激烈竞争的金融机构,通过证券化技术融通资本市场低成本资金高息放贷给借款人而斩获巨额利润,更积极设立各类 SPV 并提高融资杠杆,购买更多次贷和 ABS 以扩大收益资产的规模;对既有证券化产品进行二次、三次甚至 N 次证券化,引入信用违约互换(credit default swaps,简称 CDS)衍生工具对冲风险,包装并提高 ABS 信用等级而获取更多收益。次贷证券化由此在 2006 年达到历史顶峰,其广泛运用给经济带来了繁荣景象。<sup>④</sup>

但好景不长,2004 ~ 2006 年上半年美联储的连续大幅度加息和 2005 年以来房地产价格增速放缓乃至下跌,改变了上述证券化过程赖以存在的经济环境:借款人不能通过再次抵押房屋获得融资偿还贷款利率重置后的高额利息,最终导致 2007 年大量次贷违约;以次贷为基础资产用于还本付息的证券化产品价格随即暴跌,对交易对手信用和金融机构风险交叉感染的担心加剧了证券化资产价格下跌和市场信用冻结。2007 年的次贷危机很快恶化成 2008 年的次贷证券化危机,经由美国金融市场向他国金融市场扩散,并迅速地从金融体系向实体经济蔓延,演化成祸及全球的国际金融危机。

次贷证券化危机发展之迅速,影响范围之广,对经济打击程度之大,史无前例,堪称百年不遇的金融危机。从风险管理的角度看,是对曾被推崇备至的资产证券化技术进行了一次完整的金融风险测试,也是对历来被奉为圭臬的美国金融监管体制进行了一次全面的抗风险能力检验。结果表明:证券化风险的巨大破坏力,更暴露出金融监管抗风险能力失之有效的内在缺陷,在某种意义上揭示的不是证券化的“邪恶”,而是金融监管的“信任危机”。具体而言:

---

<sup>③</sup> 从 2001 年 1 月 3 日至 2003 年 6 月 25 日,美联储连续 13 次降息,把联邦基金利率从 6.5% 降至 1%,并维持至 2004 年 6 月 29 日;从 2004 年 6 月 30 日到 2006 年 6 月 29 日,又连续 17 次加息,把联邦基金利率从 1% 升至 5.25%,并维持至 2007 年 9 月。

<sup>④</sup> 洪艳蓉:“危机之辨:次贷证券化与金融监管”,载陈安主编:《国际经济法》第 16 卷第 2 期,北京大学出版社 2009 年版,第 2 页。

证券化的结构融资属性延长了信用链条并加大了风险的集中和联动,挑战了碎片式(fragmental)金融监管体制的有效性。在储蓄转化为投资的过程中,证券化技术打破了贷款机构历来充当唯一资金融通中介的垄断地位,将其独立承担的吸收存款、发放贷款、持有贷款到期并负责本息回收的业务,分解为不同金融机构分工协作的专业活动;同时,贷款经由风险/收益重组和信用增级,被拆分成不同等级的ABS出售给风险偏好各异的投资者。传统“储蓄人—商业银行—借款人”组成的信用链条,在证券化主体和产品的结构性构造下,延长为一个以贷款为起点和主线,由借款人、商业银行、投资银行、保险公司、其他金融机构和众多投资者组成的长信用链条。由此,证券化打通货币市场、债券市场及衍生品市场并建立起彼此间“一荣俱荣,一损俱损”的网络状密切联系,借由专业分工提高市场效率的同时也放大了风险传导的多米诺骨牌和涟漪效应危险。建立在分部门监管基础之上或通过功能监管调和各监管机构的传统监管体制,受制于法定监管职权、资源及部门之间的沟通协调机制,无法在第一时间获得充分信息,准确评判证券化风险并采取阻断风险的有力措施。

证券化创立的“发起—分流”(originate to distribute)业务新模式<sup>⑤</sup>挑战了市场自律监管的有效性。与银行始终保有贷款并承担信用风险的“发起并持有”(originate and hold)传统模式相比,新模式下,金融机构通过证券化、CDS等金融科技把资产信用风险转移给资本市场投资者,自身则担当汇集金融资产进行出售并提供风险转移配套服务(资产服务、产品经纪、CDS供给等)的角色,赚取金融服务费用,甚至借助高杠杆融资购买ABS产品获取更多收益。信用风险转移便利及提供相关服务的丰厚回报,诱使金融机构放松审贷标准和背弃客户保护原则,走上追求利润最大化而过度承担风险之路,继而低估、忽视风险的存在。基于自我约束的自律监管,旨在通过放松管制激发金融机构的创新能力和提升市场竞争力,却与金融机构的利润最大化目标相冲突,

---

<sup>⑤</sup> The Joint Forum (Basel Committee on Banking Supervision, International Organization of Securities Commissions, International Association of Insurance Supervisors, C/O Bank for International Settlements), Credit Risk Transfer, March 2005.

在欠缺必要的外力监督和透明度不足的情况下形同虚设,成为掩护金融机构冒险谋利的合法外衣。

证券化的资产信用融资创新挑战了以风险为基础的金融监管方法的有效性。以贷款本息偿付 ABS 权益,证券化技术开创了资产信用融资的新途径;表外 SPV 的操作模式,ABS 权益的分层和再次证券化,以及引入 CDS 增强 ABS 信用的组合运用,构成复杂而丰富、高效而日新的证券化市场。针对这一市场的风险性金融监管,尽管体现了行政监管者放权之后发挥信用评级机构独立性和金融机构自律性的优点,但二者之间过从甚密,未尽调查基础上将公司债评级方法适用于证券化产品的失职,金融机构用于风险评估的数理模型未充分进行压力测试的不足,以及只考虑市场流动性因素的公允价值计量(fair value accounting)方法的欠缺弹性,也是昭然若揭。这导致了其不能及时、动态、全面地反映证券化产品的真实风险,并综合考虑声誉风险、交易对手风险、集中清算风险、顺/逆经济周期对金融机构的影响,进而约束金融机构配置恰当的风险资本,而只能成为在市场上升时期过于乐观地估算风险而助推泡沫,在市场下跌时期过于悲观地打压价格而助推崩溃进程的尴尬角色。

总之,资产证券化以其先进的融资理念和复杂的实践模式,展示了这一金融创新在金融自由化和一体化的时代背景下特有的金融风险,其中或许有过度证券化之实;但更根本的是以传统金融工具为规制对象,专注于发起并持有业务模式的金融监管,未能有效解决建立在发起一分流业务模式上的证券化在发展过程中的两大问题,从而导致了监管失效:一是金融机构的行为激励/约束问题,本应约束金融机构审慎从事业务的激励机制未能发挥作用,导致其在利润最大化驱动下滋生过度承担风险的道德风险,成为只享受权利而不承担义务的食利者;二是信息透明度问题,本应借助第三方信用评级和金融机构自律而更透明的市场,因证券化的长信用链条和复杂的产品结构变得更不透明,导致从监管者、金融机构到投资者都因信息不对称不能准确评判风险并采取应对措施,风险不断累积和扩散生成金融危机。

## (二) 资产证券化工具价值的重塑与市场重启

作为一种全新的融资方式,资产证券化有着超越传统融资方式的

诸多优势,尽管隐含金融风险,甚至曾引发金融危机,但对危机根源的理性思考,更多的是肯定资产证券化的经济原理和工具价值,<sup>⑥</sup>无论对市场参与者,金融机构乃至一国经济发展,资产证券化都有其卓越贡献。这绝非老生常谈,而是在证券化面临生死抉择时应有的清醒认识。

证券化提供了信用风险批量转移的有效方式,通过结构性融资构造将风险转移给最具承受能力的市场参与者,有利于分散金融风险,提高市场效率并带给金融体系实质好处。银行通过证券化操作可将信用风险转移出银行系统,释放更多风险资本和获得更多资金从事信贷业务,既减轻负债约束对资产负债表和资产增长的束缚,也降低了银行业的系统性风险。

证券化开拓了盘活流动性欠佳资产,以资产信用为基础的融资新途径,改变或改善了存在资金需求但无法从传统渠道获得资金的融资者困境,有利于调节资金供需平衡,实现经济民主并促进金融深化。证券化在存量资产上的资金供需调节,避免了货币增量投入可能带来的通货膨胀,又打通了各类金融市场,促进资金等经济资源的合理流动及有效配置,增加了信贷的可用性并降低了成本。<sup>⑦</sup>

证券化创设了发起—分流的业务经营新模式,改变金融机构的传统角色和分业格局,强化了金融机构的合作与竞争,兼具深化市场分工和促进混业经营,加快金融集团化的双重功效,有利于金融机构灵活管理资产负债表,更新经营理念和拓展业务空间;有利于发展债券等固定收益市场,形成多层次资本市场并完备金融体系;投资者也能以更低廉的价格和更快捷的方式享受丰富而专业的金融服务,并从多样化的市场资产组合中获益。

只要人类存在财产交换的需求,代表着先进生产方式的资产证券

---

<sup>⑥</sup> See Shin, Hyun Song, *Securitisation and Financial Stability*, the Economic Journal, Vol. 119, Issue 536 (March) 2009, pp. 309 - 332.

<sup>⑦</sup> See Faten Sabry and Chudozie Okongwu, *Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets*, American Securitization forum, June 19, 2009.

化就不会消亡。<sup>⑧</sup>证券化 40 多年的发展史,也是一部辉煌的功能史:20 世纪 70、80 年代帮助美国政府盘活住房抵押贷款二级市场,为住房信贷融通资金;90 年代被运用于处置大量不良资产,帮助美国渡过了储贷机构破产危机,这一经验在 1997 年亚洲金融危机之后为日韩等亚洲国家借鉴用于处置银行坏账;2000 年之后以住房和消费信贷为对象的证券化帮助不少人实现了“美国梦”。不少国家的实践表明:证券化一直是许多成熟市场经济体中消费者和抵押贷款的主要资金来源;在许多新兴市场国家,证券化技术也有助于支持住房建设基金和消费信贷的稳定供应。<sup>⑨</sup>

在处理 2008 年金融危机的过程中,英国、美国政府纷纷采取认可证券化产品的抵押价值或买断证券化交易等方式为市场注入流动性的措施,<sup>⑩</sup>这并非重蹈覆辙,而是为及时挽回投资者信心,避免证券化市场消亡造成更大损失;便于日后适时退出政府救助而不降低市场流动性;更是在经济复苏过程中,面临信贷市场紧缩和去杠杆化趋势,欧美等低储蓄率国家增加信贷可利用性的保证。基于证券化的功用及其在金融体系中的重要性,危机发生不久后,在 2008 年 12 月,证券化业界就发出了“恢复对证券化市场信心”的呼吁和改革建议;<sup>⑪</sup>国际货币基金组织经过调查在 2009 年 10 月发布的《全球金融稳定报告》中也要求“重启证券化市场”。更大范围的证券化市场重启,正在全球达成共识并伴随美国和欧盟等国的金融监管改革加快进行,旨在解决证券化的行为激励和透明度问题,使其在可持续发展的道路上发挥功用。

---

<sup>⑧</sup> See Steven L. Schwarcz, *the Future of Securitization*, 41 Conn. L. Rev., May, 2009.

<sup>⑨</sup> IMF, *Global Financial Stability Report: Navigating the Financial Challenges Ahead*, October 2009, p. 79.

<sup>⑩</sup> Phil de Imus, *Facilities to Support Securitization*, in IMF, *Global Financial Stability Report: Navigating the Financial Challenges Ahead*, October 2009, p. 32.

<sup>⑪</sup> American Securitization Forum, *Securities Industry and Financial Markets Association, Australian Securitization Forum and European Securitisation Forum*, Restoring Confidence in the Securitization Markets, December 3, 2008.

## 二、发展趋势:风险可控基础上的资产证券化模式

### (一)安全与效率并重的资产证券化监管理念

资产证券化从1970年至今的发展历程,正处于美国政府逐步放松金融管制,全面推行金融自由化的时期。自20世纪80年代以来,美国为了解决国内金融机构的问题,促进经济增长并维持本国资本市场的国际竞争力,放弃了1933年以来奉行的保守经济思想,其金融监管理念逐步从政府干预转向强调市场自治,从注重市场安全转向强调市场效率,市场自律监管的地位和分量逐步上升。<sup>⑫</sup>

资产证券化同时兼具风险转移、流动性提高和信用创造<sup>⑬</sup>三种功效,创立之初就被美国的银行用于规避分业经营下严格的金融管制,1999年全面混业经营之后更被金融机构广为采用,创造比其他金融工具更大的效益。证券化的高效益契合了金融监管“效率至上”的理念,监管者因此高度肯定证券化创立的发起一分流业务模式,对金融机构通过复杂的金融产品处理风险转移的技术寄予了极大的信心。<sup>⑭</sup>持续30多年的放松管制,虽然支持了经济增长和繁荣,但也缔造了一个建立在次级贷款之上,由漫长的信用链条和非标准化产品组成的庞大证券化市场。这个市场远超实体经济需求,只靠市场纪律和金融机构的自我约束运行,其金融风险在监管者过于强调效率时就已深埋其中。

金融监管未能跟上放松管制后的市场发展而失效,早已在新兴国家过快推行金融自由化而造成的1997年亚洲金融危机中得到验证;发达国家过分信赖市场,完全依靠金融机构自治的全面金融自由化,最终

<sup>⑫</sup> 参见常云昆:“新自由主义的兴起与华盛顿共识的终结”,载《人文杂志》2004年第5期。

<sup>⑬</sup> Lamia Obay, *Financial Innovation in the Banking Industry: the Case of Asset Securitization*, Garland Pub., 2000, p. 31.

<sup>⑭</sup> Erik F. Gerding, *the Subprime Crisis and the Outsourcing of Financial Regulation to Financial Institution Risk Models: Code, Crash, and Open Source*, August 16, 2008, p. 5, at <http://ssrn.com/abstract=1273467>.



也兵败 2008 年次贷证券化危机。二者的共性都是重效率轻安全,在不安全的基础上过度追求效率。对于证券化,这一发展模式的谬误在于:

一方面,效率至上的监管理念容易使各行业的监管者陷入恶性监管竞争,通过竞相降低监管标准,授予金融机构更多自主权来提高效率。另一方面,金融自由化整平了“游戏规则”,金融机构虽然节约了管制成本却面临更大的竞争压力,自律监管的束缚与其利润最大化目标存在利益冲突。当行政监管者信赖市场而缺乏必要监督时,金融机构更倾向构造复杂的产品在不同监管标准之间进行套利,或迎合客户需求创设更多非标准化产品获利;效率至上的激励导向,加剧了金融机构在有限责任保护下提高融资杠杆率和从事更多高风险业务获利的短期行为(过度证券化)。同时,金融机构出于节约成本更倾向购买第三方信用分析资料和简化风险测评模型,使本来在证券化信用长链和复杂产品构造下已模糊不清的信息进一步扭曲,加剧了市场信息不对称。总之,金融机构为追求效益而过度冒险却期望顺利转移风险的做法,加速了金融风险的积累,而市场自治与行业自律的监管模式,无法全面考察、预警证券化整合各个市场形成一体化信用链条带来的风险,更无力为处置系统性风险提供有效的资本安排。

证券化的功用在市场,而风险控制却主要是监管之责。引发 2008 年金融危机的主因是金融监管失效,如果监管得当,这场人为的危机本可以避免。美国的金融危机调查委员会(FCIM)在《美国金融和经济危机原因》调查报告中明确指出了这一点。<sup>⑮</sup>危机之后,只有在更稳健的基础上启动证券化市场,确保风险的可控性,才能重新赢回投资者的信任。一个可行的改革是重申安全的首要地位,在安全的基础上追求效率。这并非重回管制时代,而是在这一理念指导下调整监管组织、监管分工和监管方法,维持市场活力又不失监管,解决发展一个可持续的证券化市场所必须具备的要素,也即金融机构行为的正当激励和市场信息的充分与透明。

## (二) 资产证券化的发展趋势与风险可控基础上的新监管框架

作为次贷证券化危机的始发地和重创国,美国深刻反思了金融监

---

<sup>⑮</sup> The Financial Crisis Inquiry Commission, *Final Report on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*, January 2011, p. xvii.

管的失败,并迅速启动以《多德—弗兰克华尔街改革与消费者保护法》(the Dodd - Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010,简称《改革法》)为纲要的“一揽子”金融监管改革,包括成立专门负责系统性风险监管的金融稳定监督委员会,增强各个金融监管者的职权,将系统性重要金融机构纳入统一监管,限制商业银行的自营交易,收回金融机构的部分自主权,成立消费者金融保护局等。下文以美国为例,<sup>⑩</sup>介绍资产证券化监管框架的变化(见表1),以此展望资产证券化的发展趋势,并从中汲取有益的做法。

表1 美国资产证券化相关监管立法变革(截至2012年3月31日)

颁布时间	制定者	规则名称	主要内容
2009.6.12	财务会计准则委员会(FASB)	1. FAS166号准则:《转让金融资产的会计处理——对FAS140号准则 <sup>⑪</sup> 的修改》 2. FAS167号准则:《修改FIN46号解释 <sup>⑫</sup> 》	修改资产转让终止确认和实体合并的标准及增强信息披露要求
2009.12.15	银行业监管者 <sup>⑬</sup>	Risk - Based Capital Guidelines; Capital Adequacy Guidelines; Capital Maintenance; Regulatory Capital; Impact of Modifications to Generally Accepted Accounting Principles; Consolidation of Asset - Backed Commercial Paper Programs; and Other Related Issues (简称“风险资本监管指引”)	与会计准则修改相适应的风险资本和资本充足率监管调整

<sup>⑩</sup> 原因在于:(1)作为证券化诞生地和最大市场规模所在地,美国证券化技术和监管框架曾被广为模仿,介绍新框架有利于改进旧规则;(2)证券化在美国金融体系中占据更重要的地位,其改革可能比欧盟的更为积极和彻底;(3)美国作为国际金融监管组织的主要成员,包括其会计准则近期与国际会计准则理事会(IASB)会计标准的趋同,其改革在一定程度上反映了国际趋势,而且国际层面也在加强合作和促进监管标准的统一,以免诱发跨国套利。

<sup>⑪</sup> FAS140号准则是关于金融资产转让和服务及债务清偿的会计处理。

<sup>⑫</sup> FIN46号解释是有关可变利益载体的合并。

<sup>⑬</sup> 包括货币监理署(OCC),美联储(FED),联邦存款保险公司(FDIC)和储蓄机构管理局(OTS)。

续表

颁布时间	制定者	规则名称	主要内容
2010.9.30	联邦存款保险公司(FDIC)	Treatment by the Federal Deposit Insurance Corporation as Conservator or Receiver of Financial Assets Transferred by an Insured Depository Institution in Connection With a Securitization or Participation After September 30, 2010(简称“证券化安全港规则”)	与会计准则修改相适应的法律隔离标准的修改,并提高信息披露要求
2010.7.22	国会	《改革法》 第621条:利益冲突 第941条:信用风险自留监管 第942条:ABS的信息披露与报告 第943条:ABS发行中的陈述与保证 第944条:《1933年证券法》规定的豁免交易 第945条:ABS发行中的尽职调查分析和披露 第946条:风险自留要求对宏观经济影响的研究	拓展资产证券化的定义,制约利益冲突,改变证券化机构的行为激励并提高信息披露要求
2010.10	美联储(FED)	Report to Congress on Risk Retention(风险自留微观影响报告)	执行《改革法》第941条
2011.1.6	证券交易委员会(SEC)	Proposed rules regarding suspension of reporting obligations for certain classes of asset-backed securities(自动暂停信息披露征求意见稿)	执行《改革法》第942条(a)款
2011.1.18	金融稳定监督委员会(FSOC)	The Financial Stability Oversight Council Chairman's Study on "Risk Retention"(风险自留宏观影响报告)	执行《改革法》第946条

续表

颁布时间	制定者	规则名称	主要内容
2011.1.25	SEC	1. Disclosure for Asset - Backed Securities Required by Section 943 of the Dodd - Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act(ABS 发行中陈述与保证的披露) 2. Issuer Review of Assets in Offerings of Asset - Backed Securities(ABS 发行中发行人对资产的审查)	执行《改革法》第 943、945 条并修改规范证券化信息披露的 Regulation AB 相关规定
2011.3.30	银行业监管者、SEC、住房和城市发展委员会(SHUD)、联邦住房金融局(FHFA)	Credit Risk Retention ( Proposed rule) (信用风险自留征求意见稿)	执行《改革法》第 941 条
2011.9.19	SEC	Proposed rules to prohibit material conflicts of interest (利益冲突征求意见稿)	执行《改革法》第 621 条

金融机构的道德风险和市场信息的弱化潜藏在资产证券化的长信用链条和复杂操作中,立法从梳理证券化流程<sup>②</sup>入手,对各环节主体施加最低审慎义务和强制信息披露义务,改变其行为激励并提高市场透明度,进而降低发生证券化风险的可能性。

首先,明确 ABS 的定义,将其纳入联邦证券法的调整范围,借助强制信息披露和反证券欺诈等措施全面保护投资者权益,赢回其对市场的信心。根据《改革法》第 941(a)条对《1934 年证券交易法》第 3(a)条的增补,ABS 指以各种可自行还本生利(self - liquidating)的金融资产(含

<sup>②</sup> 通常资产证券化流程包括汇集基础资产,向 SPV“真实销售”资产实现风险隔离,重组资产风险与收益并进行信用增级,发行和交易 ABS,管理证券化资产及到期清盘等,参见洪艳蓉:《资产证券化法律问题研究》,北京大学出版社 2004 年版,第 31~33 页。

普通贷款、租赁权、住房抵押贷款、应收款)为担保,证券持有人主要从资产产生的现金流获得收益的一类固定收益证券或其他证券,包括常见的(住房抵押)贷款担保证券(RMBS),债务担保债券(CDO),政府背景的企业(Freddie Mac, Fannie Mac)发起或担保的MBS,也包括以这些证券作担保的再次及多次证券化产品,以及SEC为实现立法目的而确认的其他类型,从而把形式多变,游离于监管之外或被豁免的各类证券化产品纳入监管范畴。

其次,修正金融机构及相关中介参与证券化的行为激励,使其成为诚实守信,责权利相一致的市场服务者,降低证券化发起一分散业务模式滋生道德风险的危险。

(1)禁止证券化参与者<sup>①</sup>在ABS首次销售结束后的一年内从事涉及或导致与ABS投资者产生重大利益冲突的任何交易,但从事风险缓释套利活动、提供流动性承诺或善意的做市活动除外。其本意在于制约创设及销售ABS的证券化参与者以牺牲ABS投资者的利益获利,而非干预证券化实践。SEC已就市场参与者范围、交易时间、重大利益冲突标准、可豁免交易等要素征求意见,以便尽快落实《改革法》第621条的利益冲突规定。

(2)要求发行人(Securitizer)<sup>②</sup>为证券化基础资产保留不少于5%的信用风险(risk retention),制约其过度冒险。根据《改革法》第941条(b),实务上用来增强信用的这一手段成为法律的强制规定,发行人不得直接或间接地通过套期保值或其他方式转移这一风险。基于“利益共享,风险共担”(skin in the game)机理的风险自留,使发行人与投资者处于同等地位,产生强烈的激励督促贷款的正常发放,确保质量,而非只关注贷款数量。监管当局正在制定风险自留规则,以便确定其形式与保有期限、最优比例及必要时,如何在发行人与发起人(Originator)<sup>③</sup>之间分

---

① 根据《改革法》第621条,指ABS的承销商、配售代理人、初始购买人、非原始发起人或这类实体的任何附属或分支机构。

② 根据《改革法》第941条,指ABS的发行人(issuer)或通过直接或间接地,包括通过附属机构,向发行人出售或转让资产,组织并发起证券化交易的人。

③ 根据《改革法》第941条,指:1.通过授信或其他方式,创设担保ABS发行的金融资产的人;2.直接或间接向发行人出售资产的人。

配这一风险等重要问题。

(3) 制定最低放贷标准和合格住房抵押贷款标准,并与风险自留的减免、豁免相挂钩,约束发起人、发行人审慎行为,促进高质量贷款业务的发展。基础资产的价值决定了证券化产品的价值,证券化风险转移便利不应成为无限降低贷款质量的理由。符合法定的最低贷款发放标准,可以降低风险自留的比例;符合法定的合格住房抵押贷款标准,可以豁免5%的风险自留要求[第941条(b)],以鼓励更多信贷用于发展住房和保护投资者。

(4) 要求发行人审查公开发行的ABS基础资产。不管发行人亲自进行或聘用第三方以专家身份进行,根据《改革法》第945条及SEC执行规则的要求,发行人应有效地开展尽职调查,合理确信招股说明书披露的基础资产信息至少在所有重大方面(包括资产的信用质量和放贷条件)都是准确的。

(5) 修订会计准则,严格资产转移终止确认(出表)和报表合并标准,以减少金融机构的监管套利行为。2010年1月1日,美国财务会计准则委员会(FASB)开始实施FAS166和FAS167,前者取消FAS140下合格特殊目的载体(QSPV)的概念,提高了资产转移终止确认的要求<sup>②</sup>并取消了之前允许发起人未放弃对住房抵押贷款的控制而终止确认资产的例外;后者取消FIN46号解释中无须合并符合QSPV条件的可变利益载体(VIE)的豁免,采用控制权也即公司影响VIE主要经济活动的能力的方法,取代之前的收益与风险转移方法判断是否需要合并VIE。这种衡量需要持续的定性分析及更新,而非等某一事件发生后再进行,可更好地明确公司与VIE关系并约束公司为应对风险做好准备。

上述会计准则的修改影响了以之为基础的其他监管规则的调整:银行业监管者2010年年初修改了风险资本和资本充足规则,要求银行把不满足新会计准则真实销售要求的资产计入风险资产并为之配置资本(也取消了根据会计准则合并的ABCP项目资产可以被剔除出风险资产

---

<sup>②</sup> 之前只要把资产转让给QSPV,就可终止确认该项资产;按照新会计准则,如转让部分资产,只有该部分资产是整体资产的一部分且不从属于其他部分(还需符合其他条件),才能终止确认该部分资产,以此限制层次过多的证券化并简化产品结构。

的规定);为避免银行因声誉风险被迫合并 VIE,却无资本吸收风险而诱发危机,监管者有权要求银行对新会计准则下无须合并的 VIE 按风险资本框架下的合并进行处理。2010 年 1 月,联邦存款保险公司(FDIC)也修改了证券化安全港规则,规定只有符合新会计准则下出表要求(及其他条件)的交易,才能被认为实现了风险的法律隔离而享受在银行(转让人)破产时不被 FDIC 取消交易或取回已转让的证券化基础资产的安全港待遇。

此外,FDIC 的安全港规则也致力于推进银行审慎放贷,规范和简化证券化产品结构。<sup>⑤</sup> 其要求证券化产品偿付本息应主要依赖贷款表现,而非与基础资产无关的市场表现和信用事件;限制产品分档,住房抵押贷款证券化产品最多不能超过六档;合成型和非融资型的复杂证券化不适用安全港规则等。

最后,从证券化各操作环节落实信息披露责任主体,强化信息披露的深度、广度和披露频率,为投资者提供及时、全面的决策信息。

(1) 业界制定并推广证券化信息披露标准化建设和最佳实践,最终上升为法律规定,以促进行业复苏和保护投资者。由业界组成的美国资产证券化论坛(ASF)在危机发生后的 2009 年年初,启动了住房证券化透明度和报告计划;7 月 15 日,ASF 发布“发行人在销售 ABS 前的贷款信息披露方案”和“ABS 服务商的贷款信息更新月报方案”最终稿,<sup>⑥</sup>帮助投资者从 ABS 发售到存续期都能获得支撑 ABS 的每笔贷款的详细信息并可比较择优汰劣,以此强化证券化机构的市场纪律约束。业界的上述努力为监管改革提供了有力参照。根据《改革法》第 942 条(a)款,公开发行 ABS 的发行人都要进行定期报告和补充报告的披露,而不能享有投资者少于 300 人时该等义务的自动暂停;同时根据第 942 条(b)款,公开发行 ABS 的发行人应披露支撑各类或各序列 ABS 的基础资产信息,监管者要制定确实可行且便于比较的信息披露格式,并制定相应规则,要求发行人至少披露资产层面或贷款层面的数据,以满足投资者

---

<sup>⑤</sup> 王敏:“资产证券化市场的国际监管改革与未来发展”,载《西南金融》2011 年第 3 期,第 26 页。

<sup>⑥</sup> *New Developments in Securitization* 2010, Practising Law Institute, December 2 - 3, 2010, p. 434.

尽职调查所需,包括:能甄别贷款经纪人或发起人的唯一识别符;贷款经纪人或发起人对基础资产提供的补偿的性质和幅度;发起人和发行人保有基础资产信用风险的总额。此外,根据第 944 条,取消以不动产第一顺位抵押权为担保的本票因被界定为“豁免交易”而不用进行注册登记的权利,将这类短期的 ABS 也纳入信息披露框架,完善了证券化资产信息资料库。

(2)要求发行人披露其管理的证券化信托履行和未履行资产回购请求的情况,以便投资者确认有明显放贷缺陷的发起人。根据《改革法》第 943 条(2)项和 SEC 执行规则,不论私人还是政府背景的发起人,是否公开发行 ABS,是否再次证券化的产品,只要证券化协议中订有回购或替换资产的条款,发行人就要披露基础资产发起人的名字及其履行这一陈述与保证条款的情况。

(3)要求信用评级机构披露证券化过程中陈述与保证的情况。鉴于信用评级机构未完全尽职基础上的评级加剧了证券化危机,近年来的金融改革已要求降低对信用评级的过度信赖,提高对信用评级机构和信用评级报告内容的要求。在信息披露方面,根据《改革法》第 943 条(1)项及 SEC 执行规则,无论是否注册的 ABS,只要证券化协议中有相应条款,信用评级机构在提供附有信用评级(包括预期或初始信用评级)的任何报告中都要披露:投资者可资利用的陈述、保证和执行机制;这些措施与其他类似证券发行中的有何不同。

(4)要求发行人披露审查基础资产的信息。根据《改革法》第 945 条,发行人除了要对公开发行的 ABS 的基础资产进行上述尽职调查之外,还要披露:审查的性质,是自己进行还是雇佣第三方以“专家”身份进行,其审查范围与方法如何;调查的结果与结论;不符合标准的贷款放入基础资产池的情况及数量;决定将这样的贷款放入其中的考虑因素等。

(5)新会计准则强化了证券化业务的披露要求。根据 FAS166,如果资产转移未能终止确认,转让人要持续披露其参与被转让的金融资产的情况,以及转让金融资产带来的损益;根据 FAS167,公司要披露其参与 VIE 及因此带来的显著的风险敞口的变化,披露 VIE 如何影响公司的财务报表,在合并受到限制的情况下,还要披露这些限制的性质,所合并的资产数量,决定是否合并的重大判断和假设等。



伴随会计准则修改的金融监管规则也提出了相应的披露要求。根据风险资本监管规则,银行应披露证券化活动定性和定量方面的信息;FDIC 的证券化安全港规则要求披露细化到贷款、贷款资产池及证券层面的信息,尤其是再次和多次证券化,应逐层披露基础资产,而不能只披露最后一层的基础资产信息;即使是私募发行或未要求注册登记的证券化产品的披露,至少也应达到公募发行的披露标准等。

总之,吸取危机教训的监管改革正在重塑一个全新的证券化产品框架和市场,其根本是在风险可控的基础上发挥证券化发起一流业务模式和融资优势,促进审慎放贷和证券化产品的简洁化、规范化、透明化,并通过强化证券化机构的责任降低道德风险,保护投资者权益。但也应注意到,短期内大量监管措施的出台,是各方协商和妥协的结果,能否发挥效果还有待实践检验。而且,这些措施加重了证券化机构的成本和负担,是否会遏制金融创新动力并影响市场发展,投资者如何分析丰富的信息,而不是受困于过度信息或担心过于复杂而逃离市场,强化监管带来的这些问题也需审慎面对。

### 三、直面现实:我国资产证券化的试点得失与需求

#### (一)我国两套资产证券化试点模式的得失

1997年亚洲金融危机使亚洲国家引入资产证券化技术处理不良资产,我国在1999年成立四大资产管理公司时也将资产证券化列入业务范围,但限于法制和金融环境,及至2005年我国才实现证券化的“破冰”之举——建设银行和国家开发银行3月获准进行信贷资产证券化试点,于12月推出建元、开元两只资产支持证券;8月,中金公司设立“中国联通CDMA网络租赁收益权计划”发行资产收益凭证。遵循边试点边立法,循序渐进的指导思路,我国形成了两套资产证券化模式:<sup>②</sup>一是在央行和银监会等制定的试点法制(见表2)规范下,主要以信贷资产为融资

<sup>②</sup> 洪艳蓉:“中国资产证券化的制度竞争与协调”,载《证券市场导报》2006年第9期,第16-24页。

基础,由信托公司组建信托型 SPV,在银行间债券市场发行资产支持证券并进行流通的信贷资产证券化模式;二是在证监会主导下,利用《证券公司客户资产管理业务试行办法》等的规定,由证券公司向社会发售资产收益凭证,发起设立专项资产管理计划,用计划资金购买企业资产产生的现金流偿付投资者权益,并通过证券交易所大宗交易系统交易资产收益凭证的企业资产证券化模式。两套模式平行发展,证券化资产类型和试点机构几年内有了很大拓展,规模约千亿元(见表 3),成为债券市场的一个组成部分。但 2008 年美国次贷证券化危机的爆发打断了我国的试点进程,证券化“不可行论”取代了“发展论”,<sup>②</sup>2009 年以来鲜有新证券化项目获批,这一市场日益萎缩。

表 2 我国的资产证券化相关立法及规范性文件(截至 2012 年 3 月 31 日)

序号	发布时间	发布机构	名称
A. 央行、银监会主导的信贷资产证券化模式			
整体性立法与金融监管			
1	2005. 4. 20	中国人民银行、银监会	信贷资产证券化试点管理办法
2	2005. 11. 7	银监会	金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法
3	2008. 2. 4	银监会	关于进一步加强信贷资产证券化业务管理工作的通知
4	2009. 12. 23	银监会	商业银行资产证券化风险暴露监管资本计量指引
5	2009. 12. 25	银监会	关于规范信贷资产转让及信贷资产类理财业务有关事项的通知
6	2010. 12. 3	银监会	关于进一步规范银行业金融机构信贷资产转让业务的通知

<sup>②</sup> 参见“刘明康:资产证券化现阶段不可行”,载财新网,2010 年 12 月 20 日,http://finance.caing.com/2010-12-20/100209026.html,2012 年 3 月 20 日访问。

续表

序号	发布时间	发布机构	名称
资产抵押权变更登记			
7	2005.5.16	建设部	关于个人住房抵押贷款证券化涉及的抵押权变更登记有关问题的试行通知
信用增级			
8	2007.10.12	银监会	关于有效防范企业债担保风险的意见
信用评级			
9	2006.3.29	中国人民银行	中国人民银行信用评级管理指导意见
10	2011.1.26	银监会	中国银监会关于规范商业银行使用外部信用评级的通知
信托及其他会计处理			
11	2005.1.5	财政部	信托业务会计核算办法
12	2005.6.1	财政部	信贷资产证券化试点会计处理规定
13	2006.2.15	财政部	企业会计准则第22号——金融工具确认和计量
14	2006.2.15	财政部	企业会计准则第23号——金融资产转移
税收处理			
15	2006.2.20	财政部、国家税务总局	关于信贷资产证券化有关税收政策问题的通知
资产支持证券发行、交易与登记等			
16	2005.6.13	中国人民银行	资产支持证券信息披露规则
17	2007.8.21	中国人民银行	信贷资产证券化基础资产池信息披露规则
18	2005.6.15	中国人民银行	资产支持证券在银行间债券市场的登记、托管、交易和结算等有关事项公告
19	2005.8.1	银行间同业拆借中心	资产支持证券交易操作规则

续表

序号	发布时间	发布机构	名称
20	2005. 8. 15	中央国债登记结算有限责任公司	资产支持证券发行登记与托管结算业务操作规则
21	2007. 9. 30	中国人民银行	资产支持证券质押式回购业务规则
<b>投资管理</b>			
22	参与银行间债券市场的金融机构,包括商业银行、邮政储蓄银行、财务公司、信托公司、信用社、证券投资基金、社保基金、证券公司、企业年金、保险基金等。		
<b>B. 证监会主导的企业资产证券化模式</b>			
1	2003. 12. 18	证监会	证券公司客户资产管理业务试行办法
2	2007. 9. 1	证监会	证券市场资信评级业务管理暂行办法
3	2008. 5. 31	证监会	证券公司集合资产管理业务实施细则(试行)
4	2009. 5. 20	证监会机构部	证券公司企业资产证券化业务试点指引(试行)

从积极角度来看,我国的证券化试点为金融机构提供了转移信用风险,增加资产负债管理手段和资产配置新品种,拓展业务发展空间,促进盈利模式转变的途径;在更高层面,也有拓宽直接融资渠道,丰富债券品种,提高金融机构创新能力,深化金融市场的功效,是推进资本市场改革开放和稳定发展的有效措施。<sup>②</sup>这些试点经验和相关立法,为证券化今后的普及奠定了良好的基础,但试点模式的不足也显而易见,已制约了我国证券化的进一步发展。

<sup>②</sup> 中国人民银行:“中国金融稳定报告 2010”,载 [http://www.pbc.gov.cn/publish/jinrongwendingju/370/2010/20100917095724309542980/20100917095724309542980\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/jinrongwendingju/370/2010/20100917095724309542980/20100917095724309542980_.html), 2012 年 3 月 20 日访问。

首先,对证券化功效认识不足,尚未树立正确而坚定的证券化发展观。复杂的证券化作为舶来品在我国经历了长时间探索<sup>⑩</sup>才进行正式试点,2008年金融危机让人们更多地把证券化看做风险来源而非风险处置工具。证券化试点被简单地“一刀切”暂停,既是过去“一乱就收”管理方式的延续,也是监管者尚未充分认知证券化工具价值的体现。如上所述,近年来对金融危机的总结表明证券化虽然存在缺陷,但更多的是监管出了问题。只要改变不当的行为激励和提高市场透明度,增强金融监管,证券化这项卓有成效的金融工具可以在更稳健的基础上得到发展和发挥作用。海外主要金融市场已陆续在2009年重启证券化市场,央行也在《2010年中国金融稳定报告》中肯定了“资产证券化是发展金融市场,防范金融风险的重要举措”。因此,我国应适应金融市场的发展需要,适时重启证券化市场,当然这有待于证券化观念更新和价值重塑。

其次,证券化试点过于强调安全而忽视效率的局限,既约束证券化功效的正常发挥,又滋生新的风险,反过来危害了金融市场。我国以大型国有银行和优质资产为证券化对象,只准许机构投资者参与交易,这固然是尝试新金融工具的必然选择,但如继续这种模式:一是不能真实揭示金融风险,不利于金融机构建立并完善证券化风险管理体系。二是大银行在我国流动性较宽松并有利率管制保护的情况下,参与证券化和创新动力不足,而其他有需求的金融机构却不能利用这项金融工具,造成资源浪费。三是两套证券化模式的监管竞争存在负面影响,可能造成行业保护和市场分割,例如银行主导证券化过程,取代作为发行人的信托公司应有的风险管理地位;证券化产品在证券交易所和银行间债券市场分割交易,损害了市场效率。四是扭曲证券化本质并容易积累金融风险。因银行提供担保或作为发起人的银行保留次级权益提供了信用增级,证券化产品无论其基础资产如何大都获得AAA评级,掩盖了资产的真实风险;同时,证券化产品主要由银行购买(持有)且市场交投清淡,意味着信贷风险不仅未转移出银行业系统,反而更为集中、更难变现。

---

<sup>⑩</sup> 从1992年我国三亚市开发建设总公司发行地产投资券到2005年3月正式启动国家开发银行、建设银行信贷资产证券化试点,经历了13年的时间。参见洪艳蓉:《资产证券化法律问题研究》,北京大学出版社2004年版,第229~235页。

作為一種高級金融工具,證券化與市場深化相互促進,其激發的是銀行等金融機構在公平競爭環境下應有的金融服務理念和業務技能,我國有必要重啟並擴大證券化運作,以推進金融深化。

最後,證券化試點法制存在不足,也欠缺應對證券化發起一分流業務模式下金融風險的制度安排。為試點而制定的法律雖確立了證券化的基本框架,但過於原則和簡單的規定不能適應今後證券化創新和發展的需要。這些配套規範具有特定的適用對象,涉及證券化重大利益的稅收、會計、抵押權變更登記等事項都是特事特辦,未獲得高位階法的確認,無法為證券化的普及提供合法依據;一些關係證券化成敗的內容,如可證券化的資產類型及信託的注冊登記、證券化產品的屬性與法律適用、交易場所的兩市互通、投資者的市場准入與必要的保障措施等規定也都付之闕如。而且,針對金融危機揭示出的證券化發起一分流業務模式可能帶來的激勵不當和信息缺失問題,銀監會雖在《商業銀行資產證券化風險暴露監管資本計量指引》中採用巴塞爾協議Ⅲ的新標準強化了銀行的行為激勵,<sup>⑩</sup>但這一新規則在資產出表等方面還需與證券化會計準則相協調;過度強調證券化風險資本計提會否遏制銀行的證券化需求和創新還不得而知。試點法制對受托機構、貸款服務機構、信用評級機構等證券化參與者只簡單列舉了義務,未有更多最低審慎行為標準;信息披露方面雖制定了有關基礎資產和證券化產品的披露規則而較全面,但實踐中的披露往往過於簡單且未能引起投資者的足夠重視。

此外,注意到2009年以來銀監會制定了一系列嚴格規範信貸資產轉讓的規定,如要求遵循真實性、整體性和潔淨轉讓等要求;轉讓人需要取得借款人同意才能轉讓資產,受让人需要與借款人重新簽訂借款合同,變更債權債務等。證券化涉及信貸資產轉讓,如果需要遵守上述規定,勢必導致證券化無法開展,也不利於金融創新。

---

<sup>⑩</sup> “銀監會有關負責人就發布《商業銀行資產證券化風險暴露監管資本計量指引》答記者問”,載 <http://www.cbrc.gov.cn/chinese/home/docView/201002057D0DCEA74E2B6D48FFBDBD2812D9B900.html>, 2012年3月20日訪問。

表3 我国资产证券化市场与规模概况(截至2012年3月31日)

主导者	资产类型	交易市场	项目数量	资产规模(亿元)
央行、银监会	一般贷款、住房抵押贷款、不良贷款、汽车抵押贷款、中小企业贷款	银行间债券市场	19	668
证监会	企业应收款、租赁收费、道路建设工程款等合同债权及高速公路、污水处理和电力销售等收费权、收益权	证券交易所大宗交易系统(固定收益平台)	11	288.95

(二)多层次资本市场建设下的证券化需求

除了上述因证券化试点模式存在不足,需要予以变革以重启证券化市场和促进普及化,发挥其积极效用外,证券化的功能契合了我国致力于在稳固的基础上建设多层次资本市场的经济目标,各层面都有着强劲的需求。

从发起人的角度来看。2010年以来央行货币政策的收紧加剧了大部分金融机构的“资金荒”,证券化操作可以释放风险资本并增加资金来源的益处由此获得更多认同,金融机构增强了开展证券化业务的动力;而且,随着我国放松金融管制步伐的加快,越来越多的金融机构认识到证券化有助于整合资源,拓宽业务空间和增加收入来源,是未来占据市场有利地位的必备武器,纷纷加大了证券化研究和业务部门的投入。对于那些拥有优质资产而无法获得银行信贷或通过股票、债券融资的企业而言,以资产信用为基础的证券化融资是他们解决困境的有效手段,近年来银行信贷紧缩客观上加剧了市场对证券化的需求。

从投资者的角度来看。三十多年的改革开放大大增加了人们的财富,投资意识的觉醒引发了近年来火热的投资潮。证券化产品以能产生稳定现金流的基础资产为担保,具有较高信用等级和稳定收益,是弥补我国固定收益证券投资品种过少,优化资产组合配置的不二之选。而且,适当拓宽证券化产品的投资者范围,也有助于扩大市场规模,增强产品流动性和转移风险。

从市场运行的角度来看。近年来,信贷资产转让和信贷类银信合作

理财产品市场发展迅猛,<sup>③</sup>金融机构以此来调整财务结构和获取新资金,但也因采取同时签订即期买断和远期回购合约等方法规避央行宏观调控和金融监管而被勒令规范。<sup>④</sup>从操作流程来看,贷款出售是证券化的初始阶段,我国正在兴起的多样化、多层次的贷款出售市场为证券化的普及提供了现实条件;<sup>⑤</sup>反之,证券化可以助推单笔贷款到批量贷款的转让,提高贷款转让的规模和效率,盘活贷款转让二级市场,是规范和发展贷款转让市场的途径。在经济实质上,信贷类理财产品类似粗糙的证券化,与其担忧将这类不规范的证券化产品出售给普通投资者存在问题,不如引入证券化技术对信贷类理财产品进行标准化,既能解决金融机构从事这类业务的监管问题,也能满足普通投资者的投资需要,并赋予信贷类理财产品以流动性,更好地分流风险。

从宏观调控的角度来看。长期以来,我国通过央行超发基础货币,实施宽松货币政策发展经济和应对金融危机,又交替使用提高利率和存款准备金率等手段缓解由此带来的通胀风险。这种宏观调控短期见效却未必有利于经济的可持续发展,严重依赖银行提供资金的单一金融市场模式近年来已备受诟病。如上所述,证券化可以实现存量资产上的资金供需调节,为银行提供新的融资途径,避免货币超量投入带来的通胀风险;而且,证券化可以促进资本市场的发展,打通货币市场与资本市场的联系,引导资金流向实体经济(而非进入虚拟经济助推泡沫),促成资金和资源的有效配置,形成经济发展的良好循环。为此,我国有必要发展属于间接融资的证券化技术,引导资本市场资金进入信贷市场形成良性互动,更好地发挥市场的自我调节功能,将政府对经济的不当干预降至最低。

---

<sup>③</sup> 根据中国信托业协会的统计,2011年年底银信合作理财产品的余额为1.67万亿元,载 <http://www.xtxh.net/sjtj/7789.html>,2012年3月20日访问。

<sup>④</sup> 例如2009年12月25日,银监会发布《关于规范信贷资产转让及信贷资产类理财业务有关事项的通知》,2010年12月3日又发布《关于进一步规范银行业金融机构信贷资产转让业务的通知》,进一步严格了信贷资产的转让要求。

<sup>⑤</sup> 袁增霆:“当前贷款出售的发展动力与方向”,载《当代金融家》2010年第12期。



## 四、走向未来:我国资产证券化的发展蓝图与制度改革

### (一) 立足国情的资产证券化发展战略

2009年年末以来,主要资本市场金融监管改革的陆续推出和证券化市场的重启,唤醒了我国对资产证券化的理性思考,一度被人们避之不及的资产证券化,重新在国家政策层面获得了认同。2010年6月,央行在《金融市场稳定报告》中肯定“资产证券化是发展金融市场、防范金融风险的重要举措”;2011年3月,“十二五”规划更把“稳步推进资产证券化”列为我国加快建设多层次金融市场体系的重要内容。证监会也于2011年下半年重启了企业资产证券化操作。<sup>⑤</sup>笔者认为,一个强大且具有持续性的证券化市场,需要以国情为基础的资产证券化发展战略的指导,这一发展战略至少应包含如下内容:

首先,正确认识资产证券化的功用和风险,确立其在多层次资本市场建设中的应有地位。次贷危机检验证券化技术,帮助人们完善了对证券化风险的管理,使其可以在一个更安全和稳固的基础上发挥功用。作为证券化技术的引进国,我们在看到证券化风险破坏性的同时更应看到风险的可控性,不能因噎废食否认这项综合信用风险转移、资产信用融资和表外融资创新特色的金融工具的价值。相反,应推动证券化业务的重启和常规化地持续开展,使之成为市场可资利用的金融工具,借助证券化全面的金融功效,促进直接融资和市场深化,为早日建成多层次的资本市场服务。

其次,倡导安全与效率并重的证券化发展观,金融监管与证券化操作同步进行。金融危机的教训表明,证券化的价值取决于基础资产,只有在安全的基础上追求效率,才是证券化的可持续发展之路。我国要吸取过度证券化和金融过度自由化的教训,但当务之急是改进过于强调安

---

<sup>⑤</sup> 2011年8月远东二期专项资产管理计划在获得证监会批准后成功募集12.8亿元,随后在上海证券交易所大宗交易系统向机构投资者转让;2012年3月南京公用控股污水处理收费收益权专项资产管理计划在获得证监会批准后成功募集13.3亿元,随后在深圳证券交易所综合协议交易平台向机构投资者转让,可以视为我国重启了证券化,但其规模化和常规化还有待时日。

全而未能全面发挥证券化功能并有效转移风险的证券化试点模式的不足,结合我国金融市场发展阶段,优先放行现金流稳定、标准化程度高和信息透明度好的基础资产进行证券化操作,倡导简单、规范、透明和集中交易的证券化模式,在安全的基础上激发证券化的效率;同时,结合我国分业监管的现状协调两套证券化模式的监管竞争,建立从基础资产生成、出售到证券化发起、运营、清盘的无缝隙全程监管,发挥行政监管者的主导作用,辅以金融机构的自我风险管理和自律组织的监管协助,关注证券化的个体性风险和系统性风险,为证券化营造安全、适度宽松和公平竞争的监管环境。

再次,重视证券化发起—分流业务模式的创新意义,建立与之相适应的激励机制和信息披露制度。证券化操作形成的发起—分流业务模式,是重塑金融机构功能和改变金融市场竞争格局的创新,也是一国用以提高市场效率和促进市场深化的有效措施。次贷危机的教训已表明,针对发起—持有业务模式的传统监管规则不能约束金融机构在证券化风险转移便利下的道德风险,也无法解决资产信息被证券化的信用长链分割和弱化的问题。为此,运用证券化技术应同时建立能够约束金融机构及相关市场主体在发起—分流业务模式下与投资者“利益共享,风险共担”的激励/约束机制,并为投资者提供可溯及至基础资产的连续而丰富的信息资料和便利的查询体系,以规制金融机构等市场主体的道德风险和更有效地保护投资者利益。

最后,妥善解决证券化试点存在的问题,循序渐进地推进我国证券化市场的发展。毋庸置疑,我国两套证券化试点取得预期成效,企业资产证券化和金融资产证券化被证明可以并行不悖,但分别操作形成的两套监管和两个市场问题却阻碍了证券化的进一步发展。作为一种高端金融工具,证券化进程应与一国的金融发展阶段相适应,有实务专家总结出证券化发展需要的八大要素,包括完善的法律体制、明确的现金流分析、清晰的会计处理、有公信的信用风险评估、完善的投资银行业务、良好的国债市场、活跃的二级市场和多样化的投资者。<sup>⑤</sup>有基于此,我们

---

<sup>⑤</sup> 扈企平:“结构化融资的八大要素”,载 <http://www.cbrc.gov.cn/chinese/home/docView/2331.html>,2012年3月20日访问。

不宜超速发展证券化,而应结合金融市场的发展阶段为证券化创造上述有利条件,逐步建立跨市场分工协作的监管机制,稳步拓展可证券化的资产范围和能担当受托职责的机构范围,<sup>④</sup>加快推动证券化产品的两市互通,逐渐完善包括资产过户、会计、税收、信用评级、资本监管等在内的制度规则、市场配套服务和基础设施。

## (二) 法律制度的完善与我国资产证券化的发展

法律制度有利于建立稳固的证券化融资结构,明确长信用链条下多方当事人的权益归属和风险分担。因此,设计得当的法律制度可以强化当事人的事前风险管理,是成功进行证券化的必要条件。如上所述,我国证券化试点法制来源零散和效力等级过低,以及内容偏于原则和有限的适用范围,已不能适应我国今后普及证券化的需要。笔者认为,有必要进一步完善试点法制,以便在更安全和稳固的基础上保障证券化市场的可持续发展,具体而言:

在立法模式上,由国务院规划和制定一部统一的资产证券化条例,在更高的法律效力层面统合目前两套证券化试点法制,确立指导证券化规范而公平运行的法律框架。与证券化作为直接融资工具的属性和服务于我国多层次资本市场的目的相适应,这部法律应定位为资本市场法,可以作为《证券法》的下位法,其中要确认证券化产品的证券属性,以提高其标准化程度和流动性,并充分利用证券法的强制信息披露和反欺诈制度更好地保护投资者;考虑到证券化是复合多项法律制度优势而成的金融创新,这部法律在资产转让、相关通知和登记手续、资产受托管理、信用增级、证券化产品发行和权益偿付等方面可以适用《物权法》、《合同法》、《信托法》、《证券法》和《公司法》等的相关规定,以节约立法资源并有利于同一市场行为的统一法律适用。应注意的是,这部法律并非要包罗万象,而应主要解决证券化不同于其他融资方式之处的法律调整问题,因此应重点规范:适合证券化的资产标准和范围,资产风险隔离的要件、形式及相应法律后果,包括受托机构、托管机构、信用增级机构

---

<sup>④</sup> 尽管技术上可行,但地方政府融资平台信贷和中小企业信贷需要更专业的价值评估、更高的透明度要求和更成熟的投资者,在我国金融环境未尽完善之际,笔者认为不宜将二者作为我国重启证券化市场的首选对象。

和信用评级机构等在内的证券化参与方的市场准入条件、应尽的审慎义务和责任,证券化产品的法律属性、发行方式和允许流通的场内外交易场所及相应的登记结算事宜,适用于证券化的无缝隙信息披露要求,投资者的分类管理和相应的保护措施,以及在目前分业监管下证券化跨市场运作的协同监管等。

在具体规则上,吸取次贷危机的教训并借鉴美国证券化金融监管改革的实践,改变完全放任金融机构自我衡量风险和配比风险资本的做法,由法律规定证券化参与方的审慎行为标准和披露必要资产信息的强制要求,建立适用于证券化发起—分流业务模式下的市场主体行为正向激励和信息披露制度,确保证券化在风险可控的基础上发挥功效。笔者认为,在我国已有的法制基础上,可以进一步完善如下内容:

首先,采纳银监会近年来要求受让方做好对拟转入信贷资产尽职调查的规定,<sup>⑧</sup>要求无论是企业资产证券化还是金融资产证券化,发行人都应履行对拟证券化资产的审查义务,确认基础资产合法有效并符合资产转让合同的约定条件,并将这一尽职调查结果向投资者公开。

其次,强化信息披露义务人包括发行人、资产管理人和保管人等的信息披露义务,要求其在所负责的范围内确保信息的真实、准确和完整,尤其是要改变发行人作为“通道”和被动接受他人信息的状况,真正承担起核查的义务;在信息披露的深度和广度上,要持续地向投资者定期披露细化到对应证券化各档次产品的基础资产和整体资产池的信息,并将不符合要求的基础资产被替换或赎回的状况也一并公开,以便投资者评判优劣和做出决策。当然,证券化的评级机构也应被要求披露评级方法、评级的考虑因素,证券化基础资产违反资产转让合同的陈述与保证的情况,以及投资者可以利用的救济机制等。

再次,引入利益共享、风险共担的信用风险自留手段,要求发起人/发行人为所证券化的资产保留一定比例的信用风险,使其收入与所证券化的资产质量而非数量挂钩。我国之前的证券化试点,一些发起人保留了证券化资产5%的剩余权益以提供信用增级;在其他金融领域,允许

---

<sup>⑧</sup> 参见《中国银监会关于进一步规范银行业金融机构信贷资产转让业务的通知》(银监发[2010]102号)第3条。

充当受托人的基金公司和证券公司使用自有资金投资一定比例的其受托管理的证券投资基金和证券公司理财产品,也是一种风险自留做法。证券化规则宜将这项权利变为发起人/发行人的义务,以便在发挥信用风险自留增强投资者信心功效的同时,起到协调发起人/发行人与投资者的利益冲突,降低其道德风险的作用。当然,信用风险保留的比例多少为宜,具体形式和持有期限等更细致的问题有待结合我国金融市场的状况确定,而且因信用风险保留是否影响资产出表及需要为此配置多少风险资本,我国采用巴塞尔协议Ⅲ的高标准与仍采用风险—收益分析标准的旧会计准则在“风险隔离”标准上的分歧还有待协调。

最后,引入合格投资者制度和适当性销售制度,以便在有效保护投资者权益的基础上拓展我国证券化产品的投资者范围和流动空间。证券化试点主要面向机构投资者和在银行间市场流通的试点模式已限制了这一市场的发展。有必要根据投资者的财富数量、风险认知和抗风险能力区分适合投资于证券化这种以资产融资为基础的固定收益产品的投资群体,通过建立合格投资者的市场准入和相应的金融监管措施,并要求金融中介了解他们的客户,将证券化产品销售给具备承受相应风险的投资者,以实现证券化产品从机构投资者向个人投资者的拓展,并可以在流动性最佳的证券交易所市场交易。

### (三) 发挥证券交易所和行业协会在资产证券化发展中的作用

海外资本市场曾借助证券交易所和行业协会的力量,加快推进资产证券化的进程。这种辅助之所以必要,是因为这些自律组织的参与,可以在证券化普及过程中大大地弥补监管资源的稀缺和行政监管的有限性,运用其身处一线市场和行业的便利,发挥亲近市场的优势并弘扬市场精神,更好地引导市场发展和监督违法违规行为。当然,强调自律监管的同时,也应施加必要的监督,以免适得其反。我国证券化试点阶段主要依靠自上而下的行政主导机制,自律组织尚未发挥作用。笔者认为,在我国未来推广证券化的进程中,有必要重视和发挥证券交易所和行业协会等自律组织的作用,具体而言,可为之处包括:

第一,由行业协会倡导和制定贷款标准协议和贷款转让协议指引,奠定大规模信贷资产转让的基础,形成规范统一和具有可比性的资产信息及信息库,以提高证券化资产的信息透明度并便利投资者投资决策。

實踐中,一些組織已開始了嘗試,如2010年以來,銀行業協會發布了銀團貸款轉讓交易規則,銀行間市場交易商協會發布了貸款轉讓交易主協議,北京金融資產交易所發布了貸款轉讓交易規則等,都有利於銀行信貸資產轉讓二級市場的形成和規範化,為證券化提供源頭活水,這些做法有必要進一步推廣並取得對相關問題的共識。

第二,逐步推行證券化產品的公募發行,由證券交易所提供場內集中交易的基础設施和交易規則,引入合格的個人投資者,以提高證券化產品的流動性和普惠社會。試點階段,我國證券化產品採用私募發行,分別在銀行間債券市場和證券交易所固定收益平台交易,不僅流動性受限也排除了個人投資者的參與。次貸危機之後,證券化的一個發展趨勢是簡單化、標準化和場內交易,我國在證券化進程中,也應由此起步,不宜超前追求個別化、複雜化的證券化產品和監管寬松的場外交易。由證券交易所提供集中交易平臺,可以在規範、標準、透明和監管到位的基礎上推動市場發展和保護普通投資者,儘管一定時期內可能創新不足,但對於我國處於初始階段的市場培育則是必須的。

第三,由證券交易所執行對證券化產品交易的一線監管和由行業協會執行對證券化金融中介的自律監管,構建良好的證券化市場秩序。資產證券化信用鏈條長於傳統融資模式,其形成的發起—分流業務模式容易滋生金融中介的道德風險和惡化信息不對稱狀況,考慮到行政監管者的監管資源有限,有必要引入這些自律組織的監管協助,使其利用行業優勢和提供交易設施與服務的便利,實時監督證券化市場活動並促進信息披露的真實、準確、完整、及時和公平,同時記錄和懲戒市場失信行為,推動行業誠信建設,營造利於證券化發展的和諧環境。

第四,由證券交易所和行業協會建立相應的證券化糾紛解決機制,如證券仲裁、證券調解機制等,為證券化參與主體提供簡便、快捷和專業的爭議處理服務。證券化複雜的融資結構和多方主體,更容易滋生糾紛,也更需要專業的糾紛解決機制。這些自律組織有著熟知證券化操作的專家並積累了豐富的經驗,由其主持糾紛處理,可以及時將矛盾轉為對話,更好地保護投資者權益和維持其信心,也能通過矛盾的業內協調解決,維持各方的良好關係並促進未來發展。