

创新是资本市场发展的唯一出路

孙国茂

党的十八大提出,深化金融体制改革,健全促进宏观经济稳定、支持实体经济发展的现代金融体系,加快发展多层次资本市场。国务院总理李克强在十二届人大一次会议闭幕后答记者问时说,在金融领域要推进利率、汇率市场化改革,发展多层次资本市场,提高直接融资的比重,而且还要保护投资者,尤其是中小投资者的合法权益。事实上,国家十二五规划纲要曾专门规划了多层次资本市场建设,明确提出要“显著提高直接融资比重”。发展资本市场已经成为国家战略的一部分。

然而,近几年来资本市场的发展却令人失望,不仅股指连年下跌,就连基本的市场功能也在丧失,遑论承担国家战略的实施。2012年,在全国证券公司创新座谈会上,前任中国证监会主席郭树清疾呼,我们最大的危险是不会创新,不能创新!尽管对于资本市场的现状和积弊,社会各界见仁见智,但是越来越多的事实表明,只有金融创新才是资本市场发展的唯一出路。

金融创新的本质与特征

100年前,美国经济学家约瑟夫·熊彼特(J.A.Schumpeter)在他的《经济发展理论》一书中首次提出了“创新理论”。熊彼特认为,创新就是建立一种新的生产函数,即把一种从来没有过的生产要素和生产条件的新组合引入生产体系。他把这种组合归结为五种情况:一是引进新产品或提供一种产品的新的质量;二是引进一种新技术或新的生产方法;三是开辟一个新的市场;四是获得原材料或半成品的新的供应来源;五是实行新的企业组织形式。熊彼特强调,创新是一个经济概念而非技术概念。创新可以模仿和推广来促进经济的发展。当一个企业通过创新而获利后,其他企业会进行模仿,继而在整个行业掀起一股创新浪潮,而一个行业的发展又会带动其他行业乃至整个社会经济的发展。熊彼特针对产业经济所提出的创新理论为日后金融创新理论的发展奠定了基础。

上个世纪70年代以后,随着世界经济的快速发展和国际贸易的不断扩大,金融活动不论是从规模上看还是从范围上看都远远超过了人类历史上任何一个时期,在此背景下,金融对经济发展的影响和金融与经济发展之间的关系也引起了经济学家们的关注。另一方面,经济全球化特征和经济金融化特征日益明显,使得大萧条以后形成的金融监管法律对金融活动的约束越来越弱,金融管制不断放松。大量的金融创新活动催生了各种金融创新理论,金融学家围绕金融创新的动

机和金融创新与金融发展之间的关系这两条主线进行分析,大体上对金融创新活动划分为四种类型。

1、规避管制型金融创新

这一理论最早是由美国国家经济研究局研究员、波士顿工学院教授爱德华·凯恩(Edward J. Kane,1984)提出来的。按照凯恩的解释,所谓“规避”就是指对各种制度体系的限制性措施实行回避。规避型金融创新就是指回避各种金融管制的行为。它意味着当外在市场力量和市场机制与机构内在要求相结合,回避各种金融监管和法律制度时就产生了金融创新行为。实际上,规避已经被认为是合法的了,用今天的话来说,规避型金融创新其实就是合法地寻求监管套利。

2、约束诱导型金融创新

1983年,美国著名经济学家威廉·L·西尔伯(William L. Silber)在他的论文《金融创新的发展》中提出了对金融创新的解释。他认为金融创新是追求利润最大化的微观金融组织,为消除或减轻外部对其产生的金融压制而采取的“自卫”行为。西尔伯认为,金融压制来自两个方面,其一是外部约束,主要是政府等监管机构的管制,其二是内部约束,即金融机构制定的利润目标、增长率、资产比率等。这两个方面的金融压制,特别是外部条件发生变化而产生金融压制时,实行最优化管理和追求利润最大化的金融机构,将会从机会成本角度和金融机构管理影子价格与实际价格的差别来寻求最大程度的金融创新。要使各种创新稳定下来,实现规范化与合理化,还需要制度创新作保障,而制度创新并不是指完善原来的制度,而是在市场规避型创新之前,顺应金融体系发展的客观需要,设计和制定新的制度内容乃至整体的制度体系。要求监管部门放弃以往对金融活动过度干预的政策,转而实施一种较为宽松的金融监管制度。

3、降低交易成本型金融创新

降低交易成本是新制度经济学的核心思想。1976年,诺贝尔经济学奖得主、英国牛津大学教授约翰·希克斯(John R.Hicks)和美国经济学家、霍普金斯大学教授杰戈·尼汉斯(Jurg Niehans)在科斯定理的基础上提出了他们的金融创新理论。希克斯和尼汉斯认为,为了降低交易成本,金融机构会不断进行金融创新,使货币向更加高级的形态发展,从而产生新的中介机构的交易工具。希克斯和尼汉斯的理论有两层含义:降低交易成本是金融创新的首要动机,交易成本的高低决定金融业务和金融工具是否具有实际意义;金融创新实质上是对科技进步导致交易成本降低的反应。

4、制度创新理论

将金融创新视为制度创新的代表人物是兰斯·戴维斯(Lance E.

美国1970年代以来的金融创新

创新时间	创新内容	创新目的	金融机构
1970年	资产证券化	减少风险	政府国民抵押贷款协会
1970年	房地产抵押贷款支持证券	减少风险	政府国民抵押贷款协会
1980年	货币互换	防范汇率风险	美联储
1981年	零息债券	转嫁利率风险	投资银行
1981年	利率互换	防范利率风险	所罗门兄弟公司(投资银行)
1981年	票据发行便利	创造信用	银行
1982年	期权交易	防范市场风险	芝加哥期权交易所
1982年	股指期货	防范市场风险	堪萨斯市交易所
1982年	可调利率优先股	防范市场风险	大通曼哈顿银行
1983年	动产抵押贷款	防范信用风险	商业银行
1984年	远期利率协议	转嫁利率风险	商业银行
1984年	欧洲美元期货期权	转嫁利率风险	芝加哥商业交易所国际货币市场
1985年	汽车贷款证券化	创造风险	Valley国民银行、Marine Midland 银行
1985年	可变现期债券	创造信用	商业银行
1985年	保证无担保债券	减少风险	商业银行
1986年	参与抵押债券	分散风险	商业银行
1987年	担保债务凭证	转嫁风险	雷曼兄弟、美林公司
1993年	信用违约互换	转移信用风险	美国信孚银行

资料来源: <http://wiki.mbalib.com/wiki/%E9%87%91%E8%9E%8D%E5%88%9B%E6%96%B0>

国内证券公司与美国三大投行业务结构比较(2010)

创新时间	国内证券公司	美林集团	摩根士丹利	高盛集团
资产管理业务	0.97	16.20	25.16	11.92
经纪业务	70.13	20.67	15.64	9.11
自营及其他投资业务	15.61	28.60	35.52	52.63
投资银行业务	13.29	19.06	16.20	12.28

Davies)、艾伦·沃利斯(W Allen Wallis)和道格拉斯·诺斯(Duoglass C. North)。1971年,诺斯和戴维斯共同出版了《制度变迁与美国经济增长》一书,对制度变迁进行了系统阐述。诺思等人认为,作为制度创新的一部分,金融创新是一种与经济制度互为影响、互为因果的制度变革。基于这种观点,金融体系的任何因制度改革而变动都可视为金融创新。因此,政府行为的变化会引起金融制度的变迁。

从本质上说,创新是一种新的生产方式,通过这种新的生产方式可以实现市场对创新者的激励——产生新的市场和新的消费者,从而使创新者获得超额利润。在金融领域,当一家金融机构因“自主性创新”而获得超额利润时,其他金融机构必然进行“模仿性创新”,金融学家将此定义为“攀比竞争”,这一过程反映了金融创新扩散的一般规律,因此,追求超额利润和攀比竞争是金融创新的基本特征。

资本市场与金融创新

1.美国资本市场的金融创新

其实,整个美国金融发展历史就是一部金融创新史。研究者把美国自上个世纪以来的金融创新大致分为三个阶段,但是真正的金融创新是发生在1933

年银行法》(也称《格拉斯-斯蒂格尔法案》)废除以后。审视美国金融创新过程可以发现几个明显特点,一是金融创新从面向大公司、大投资者转向老百姓;二是从银行、证券、保险、信托等的分业经营发展到混业经营;三是在经济全球化的背景下推进全球的金融自由化和证券化;四是新的金融工具、新的金融产品、新的交易方式、新的金融市场和新的金融组织机构不断诞生。在此,我们主要考察美国资本市场中的金融创新。

自上世纪80年代后,美国一系列金融立法的目的都为了放松管制,消除银行业并购障碍,鼓励银行业的市场竞争导致了投资银行业的产品创新。此外,监管部门的监管制度变化导致了资本市场供给条件的变化,这一类金融创新的例子是贴现经纪人和股票指数期货的出现。

2.中国资本市场的金融创新

截至2012年底,中国已有114家证券公司,总资产和净资产分别达到17200亿元和6943亿元。经过2004年-2007年三年综合治理,关闭了31家高风险证券公司后,整个行业的收入能力、盈利能力和竞争能力都在不断提高。19家上市证券公司占行业总数的16.7%,是所有金融行业上市比例最高的行业。中国证监会早在2004年就下发了《关于推进证券业创新活动有关问题的

通知》,然而,将近10年的时间过去,整个行业的创新能力却令人担忧。2011年12月,郭树清在“财经”年会2012:预测与战略”做主题演讲时说,中国的投资银行存在五大缺陷:一是总体研究能力处于很低水平,在社会和市场上影响很小,难以形成价值投资引导作用;二是整体规模小,对金融体系影响力弱。全行业总资产不到高盛的三分之一,净利润只相当于摩根士丹利一家公司;三是融资渠道窄,业务扩展能力差。金融危机后美国主要投资银行财务杠杆率由30倍降低到目前的13倍,而中国证券公司杠杆率只有1.3倍,财务弹性很小;四是专业服务水平不高,创新能力不足。目前国内证券公司同质化和低水平竞争,证券经纪、承销保荐和证券自营三大传统业务占总收入的80%,金融服务的广度和深度难以满足实体经济多样化的需求;五是缺乏长期性的约束和激励机制,无法留住高端人才。究竟是什么原因造成了证券公司失去了创新能力?

创新是企业与生俱来的本能,只要有市场经济,企业就有创新动力,金融创新是市场与管制博弈的结果。当市场主体普遍丧失创新能力时,资本市场必然丧失它的基本功能。寻求造成这种现象的原因只能从博弈的双方进行分析,要么是金融机构从事的创新活动是伪金融创新,要么是由于监管部门“过于强大,过度监管使金融机构无法创新。而现实是,这两个方面的因素同时存在。

目前在我国金融市场上,大约有85%的创新产品属于模仿性创新,只有大约15%的创新产品属于自主性创新。资本市场的情况可能更加悲观,在资本市场诞生的20多年,证券公司始终处在同质化竞争中。一直以来,监管部门对新业务的审批采取“试点”的办法,总是把所谓的“新业务”许可优先颁发给少数符合监管要求的证券公司,比如融资融券业务和股指期货IB业务等。这种“选择性金融创新”也许存在市场需求,但却无法体现市场激励,更像是监管部门的赏赐。问题在于,这些业务真的属于金融创新吗?国内许多产品和业务显然不属于自主性金融创新,至多也只能算是模仿性金融创新。

当一个行业丧失创新能力时监管者应当思考的是,企业真的失去创新本能了吗?还是监管失当或监管过度制约了企业自主创新?美国华尔街金融危机爆发后,一些美国学者在分析危机原因时把金融创新作为首要原因,以依据“最密切联系原则”选择跨境资产证券化合同法律适用为例,由于当前多个主要或潜在的离岸人民币中心如香港、新加坡、伦敦等均采用英美法系的国家或地区,其使用“最密切联系原则”时对法官的自由裁量权限制较少,这与大陆法系国家采用“特征性履行”方法作为“最密切联系原则”运用的基本方法不一致。我国作为大陆法系国家,在当事人没有进行法律选择时,除可考虑沿用大陆法系国家惯常做法对离岸人民币资产证券化合同进行特征性履行确定外,还可适当考虑英美法系法官自由裁量行使时考虑的法律适用要素,从而促进在岸与离岸两个人民币市场在证券化冲突法规则上的融合,并形成相关法律适用的导向性指引意见,以消弭证券化各参与方对“跨境”交易法律适用不确定性的担忧。

(三)在程序法层面引入并创新证券化多元化纠纷解决机制

发展离岸人民币资产证券化,是离

华尔街金融危机而加强本国的金融监管,不仅是东施效颦,而且是灭顶之灾。正如郭树清所说,不创新是中国经济和金融的最大风险!

制度创新是金融创新的核心要义

资本市场的制度创新是一种制度体系、制度设计和监管方式的创新。制度创新可以分为需求引导型制度创新和供给主导型制度创新。

需求引导型制度创新是指创新主体在既定的约束条件下,为了获得超额利润自发组织和实施的自下而上的制度创新,它以产权界定清晰和自主决策为制度条件。供给主导型制度创新是指金融监管部门通过直接和间接的监管手段,自上而下组织实施的创新,它以公共产权和集权型决策体制为制度条件。在需求引导型制度创新方式中,金融机构在不确定的环境中,为获得超额利润而进行制度创新,必须独自承担风险,因而只有在潜在制度创新收益大于消除各种潜在风险的成本才可能发生制度创新行为。在供给主导型制度创新中,法律赋予金融监管部门自由裁量权力,当监管部门发现局部或整体性制度创新方案

的预期收益大于零,就可凭借行政力量进行选择性创新。选择性创新的目的是为了减少外部性和不确定因素,从而降低制度创新带来的风险。在需求引导型制度创新中,因为存在攀比竞争,自主创新的金融机构不可能持久地获得创新所带来的超额利润,其他金融机构也会迅速模仿与扩散制度创新过程,正是因为存在攀比竞争,模仿和扩散才引起金融制度结构的变化。在供给主导型制度创新过程中,监管部门实行“创新试点”意味着未经批准的金融机构不得模仿“试点”金融机构,这种选择性创新使潜在收益无法扩散,因此,选择性创新异化了金融创新。

如果结合资本市场现实对金融创新的相关理论进行梳理,我们认为,对中国资本市场来说,金融创新至少包括四个方面的内容,产品创新(或业务创新)、技术创新、组织创新和制度创新。不难理解,前三者的创新主体是金融机构,而制度创新的主体是以政府或金融监管部门为主。从发达国家金融创新的经验看,自主性金融创新能否完成取决于制度创新,而模仿性金融创新能否完成则取决于市场规模和经济发展水平。根据熊彼特关于创新的经典理论和凯恩等人的金融创新理论,金融创新最终能否完成取决于作为制度设计者和制度供给者的政府和金融监管部门——这也是为什么本文强调金融创新是市场与管制博弈的过程和结果。中国资本市场的发展要求金融创新,金融创新的前提条件是制度创新,这意味着,资本市场首先必须放松管制。

(作者系清华大学公司金融研究中心主任、《公司金融研究》执行主编)

离岸人民币资产证券化需要清除法律障碍

潘江涛

随着人民币国际化进程加速,离岸人民币市场迅速发展成熟,在离岸市场开展跨境人民币资产证券化意义重大且具体可行。但离岸人民币资产证券化面临实体法、冲突法、程序法等一系列法律障碍,需要在不同层面完善相关法律法规体系,从而推进离岸人民币资产证券化。

发展离岸人民币资产证券化的意义

离岸人民币资产证券化是在离岸人民币市场开展,并以人民币为计价标的的跨境资产证券化形式之一。自2009年7月中国政府推出人民币跨境贸易结算试点以来,人民币国际化进程不断提速,以香港为代表的离岸人民币国际中心建设显著加快。抓住市场契机拓展离岸人民币资产证券化,有利于进一步助推人民币国际化进程,具有重大意义。

相对于境内资产证券化,在人民币离岸市场开展跨境资产证券化呈现三个特点:一是证券化主要环节在离

岸市场运作,对于国际金融市场及境外法律体系的熟知程度是成功操作与否的关键;二是产品结构复杂,既有资产证券化融资的一般特征,又涉及人民币回流机制与路径,以及离岸人民币作为一种“外汇”在外汇管理领域需考虑的问题等,相关产品设计具有较高难度;三是跨境证券化交易中相关法律关系较为复杂,由于主体、客体、法律关系中具有一项或多项涉外因素,其间涉及的跨境合同法律、公司法、金融监管法律等具有较大差异性。

2012年5月,人民银行、银监会、财政部下发了《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》,鼓励金融机构选择符合条件的国家重大基础设施项目贷款、涉农贷款、中小企业贷款、战略性新兴产业贷款等作为基础资产,开展信贷资产证券化,丰富信贷资产证券化基础资产种类。同年9月,在国务院批复意见中给出500亿元的试点额度。随着我国资产证券化进程的重启,为下一步在离岸人民币市场开展跨境资产证券化打下良好基础。但是,从目前情况来看,开展离岸人民币资产证券化尚存法律障碍。

完善离岸人民币资产证券化法律框架的建议

为促进离岸人民币资产证券化规范化发展,需完善我国与跨境资产证券化相关法律体系,解决中国内地与离岸人民币市场之间的法律冲突问题,同时从共性及个性入手积极探索其纠纷解决机制。

(一)在实体法层面出台涵盖境内外操作的证券化专门立法

是否需要就资产证券化制订专门立法,一直是被金融界与法律界所广泛讨论的问题。由于资产证券化不同于其它传统融资方式的操作形态及法律特点,在世界范围内,无论是隶属于普通法系的英国、美国,还是隶属于大陆法系的法国、日本等,在一般商事法律调节之外,同时对资产证券化进行专门立法的做法已被广为采用。对于中国而言,资产证券化创新也是一个舶来品,包括离岸人民币资产证券化在内的跨境资产证券化更是近年来形成的新事物。因此,在对商事法律难以进行大幅度调整的情况下,可考虑借鉴国际社会对于资产证券化专设法律规范、调整的做法。

这一立法路径设计,既符合我国当前立法现状,又能达到客观解决实际需要的目的:首先,在实体法层面制订证券化专门立法进行全面规范,以摆脱当前以部门规章、规范性文件为主导的法律规范层级较低问题。其次,对于涉及离岸人民币资产证券化等跨境资产证券化的特殊事项,可以专章形式在专门立法中进行调整;当证券化专门立法与其它民事商事法律发生规范冲突时,根据事项性特别法优先于一般法的规则,以证券化专门立法的规定为准。

(二)在冲突法层面进一步补充完善证券化法律适用指引

第十一届全国人大常委会第十七次会议于2010年10月通过的《涉外民事关系法律适用法》,对我国涉外民事关系的法律适用作出全面、系统的规定,摆脱了涉外民事关系法律适用散见于不同法律文件的弊端。其贯彻了当事人意思自治的总体原则,同时采取最密切联系原则作为重要补充以增加法律适用的灵活性,是全球化背景下中国国际私法立法现代化的里程碑。

该法出台后,对于包括离岸人民币资产证券化在内的涉外法律适用固然将发挥指导性作用,但具体到证券化跨境

交易的特定操作中,为进一步提高法律适用的预见性,仍需加强各法域在证券化法律规则、商事规则冲突方面的研究,从冲突法角度对离岸人民币证券化作出更翔实的法律适用指引。以依据“最密切联系原则”选择跨境资产证券化合同法律适用为例,由于当前多个主要或潜在的离岸人民币中心如香港、新加坡、伦敦等均采用英美法系的国家或地区,其使用“最密切联系原则”时对法官的自由裁量权限制较少,这与大陆法系国家采用“特征性履行”方法作为“最密切联系原则”运用的基本方法不一致。我国作为大陆法系国家,在当事人没有进行法律选择时,除可考虑沿用大陆法系国家惯常做法对离岸人民币资产证券化合同进行特征性履行确定外,还可适当考虑英美法系法官自由裁量行使时考虑的法律适用要素,从而促进在岸与离岸两个人民币市场在证券化冲突法规则上的融合,并形成相关法律适用的导向性指引意见,以消弭证券化各参与方对“跨境”交易法律适用不确定性的担忧。

(三)在程序法层面引入并创新证券化多元化纠纷解决机制

发展离岸人民币资产证券化,是离

岸市场主体对一项新生事物不断认识、加深了解与最终掌握的过程中,故对于未来可能出现的各类纠纷,应摸索通过商事争议主体自身的力量或其它社会力量加以解决的途径。为此,结合跨境资产证券化专业性强、对纠纷解决的时效性要求高等特点,宜引入使用仲裁、调解、协商和解等非官方救济方式,尤其需要重视加强仲裁方式的应用。由于其具有高效灵活、当事人自主性强、裁决易于跨境承认及执行等优势,相对于诉讼方式而言,仲裁方式更有利于达到顺利、快捷解决纠纷的效果。

围绕离岸人民币资产证券化创新,亦可在纠纷解决机制上寻求突破。可充分考虑借鉴香港等离岸人民币中心在国际商事仲裁方面的丰富经验,仲裁协议条款及仲裁地的选择应体现开放性,考虑设置专业化跨境资产证券化仲裁中心,仲裁员的选择优先挑选熟悉国际证券化操作的专业人士等,从而使得仲裁在成为解决离岸人民币跨境资产证券化纠纷重要方式的同时,也为未来其它形式的跨境资产证券化纠纷解决探索行之有效的新模式。

(作者系武汉大学法学院博士研究生)