

信息公开是信贷资产证券化的关键

■ 资深市场研究人士
特约记者/肖玉航(郑州)/文

2013 年 8 月 28 日,国务院总理李克强主持召开国务院常务会议,决定进一步扩大信贷资产证券化试点。会议指出,在实行总量控制的前提下,扩大信贷资产证券化试点规模。优质信贷资产证券化产品可在交易所上市交易,在加快银行资金周转的同时,为投资者提供更多选择。笔者研究发现,从信贷资产证券化历史运行与现实背景来看,认为我国信贷资产证券化上市交易成功的关键为信息的充分公开,其信息的真实、准确、完整、及时将是决定信贷资产证券化运行的最为重要因素之一。

所谓信贷资产证券化就是将一组流动性较差信贷资产,如银行的贷款、企业的应收账款,经过重组形成资产池,使这组资产所产生的现金流收益比较稳定并且预计今后仍将稳

定,在配以相应的信用担保,在此基础上把这组资产所产生的未来现金流的收益权转变为可以在金融市场上流动、信用等级较高的债券型证券进行发行的过程。从世界主要资本市场来看,美国在此方面规模与运行规范度较强,这来自于市场主体的相对规范与评级机构的完善与独立,2012 年美国资产支持证券发行额 22545 亿美元。

从我国推行信贷资产证券化的进程来看,可谓是一波三折,2005 年至 2008 年底,共 11 家境内金融机构在银行间债券市场成功发行了 17 单、总计 667.83 亿元的信贷资产证券化产品。受美国次贷危机和国际金融危机影响,2009 年后,试点一度处于停滞状态。2011 年,经国务院同意继续试点,共 6 家金融机构发行了 6 单、总计 228.5 亿元的信贷资产证券化产品。随着银行理财、证券资产管理、信托理财等业务的突飞猛进,可以说对于信贷资产证券化的推进可谓要求强烈。

据普益财富联合西南财经大学信托与理财研究所发布报告显示,2012 年我国银行针对个人发行的银行理财产品数量达 28239 款,同比增加 2584%,发行规模达 2471 万亿元,同比增长 45.44%。可谓是规模日益庞大,并成为各大银行与信托合作的主要业务之一。规模日益增大的背景中,许多企业的应收款、地产信托产品及花样繁多的各类重组资产池,被以理财产品的形式推介给了投资者,而要实现其理财产品的收益率,没有一个交易认可且规模度较高的出口,其很难实现,况且影子银行所形成的理财产品风险累积之大。

研究认为,信贷资产证券化是市场经济的正常体现,但对于中国市场而言,特别是对并不完善的市场主体和法律层面来看,信贷资产证券化目前要做的是要保障信息充分的公开与透明。从所周知,资产证券化市场主体包括:发起人、SPV、信用增级机构、信用评级机构、资产服务商、投资人和其他服务机

构等组成。从美国市场来看,信用评级机构独立且具有信息中介的作用,投资者可以得到较为完善的参考,比如标准普尔(Standard & Poor)、穆迪(Moody)、惠誉(Fitch)、达夫菲尔普斯(D&P),这些机构的独立性甚至可以调降国家主权信用评级等;反观国内信用机构独立性相对为弱,其历史评级中也总是评级优良者多,几乎很少出现垃圾债评级,这在市场经济发展中是不正常的,其所传递的信息难以真正使投资者认可或仍有待于提高。

从目前我国资产证券化相关法律来看,主要为《信贷资产证券化试点会计处理规定》,财政部于 2005 年 5 月 16 日公布;《证券公司资产证券化业务管理规定》,中国证券监督管理委员会于 2013 年 3 月 15 日公布;《深圳证券交易所资产证券化业务指引》,深圳证券交易所于 2013 年 4 月 22 日公布等,但随着时间的演变,一些理财产品如以企业应收款等形式存在的产品,需要真实与准确的市

场信息来完善,因此这要求未来信贷资产证券化产品,在未来运行中要对市场主体参与者,特别是其信息的准确性给以及时、完整的公开,只有这样,其交易的产品才能更大程度上保护投资人利益。

总体而言,将优质信贷资产证券化产品推行上市,符合证券市场发展的方向,但如何保持优质或其产品质量,保护投资者利益则需要将市场主体信息充分的公开,这不关系到市场的健康运行,更是产品能否成功的关键。历史表明,任何资产投资品均有风险,如法律与交易制度健全的美国市场,其房地产次按危机导致的金融危机,其带给投资人的巨大亏损等,但市场经济就是风险与机会的转变,而这种转变需要真实的信息公开给投资者参考,进而体现其市场波动带来的风险与收益变化。从我国资产证券化发展的角度来看,涉及的利益方较为广泛,而如何保障信息的公开透明将是一个不小的挑战。

国企反腐任重而道远

■ 资深市场研究人士
特约记者/肖玉航(郑州)/文

从近期中国反腐败动态来看,其国有企业高管落马者不断出现。其中最引人注目的是有着中国最赚钱公司之称的中国石油。其两天三高管被调查,显示了中国高层对治理反腐败的决心,种种迹象表明,治理腐败的行动已扩至重点国有企业,特别是一些具有垄断特征的特大型企业。

国资委网站 27 日发布公告称,中国石油天然气集团公司副总经理李华林、中国石油天然气股份有限公司副总裁兼长庆油田分公司总经理冉新权、中国石油天然气股份有限公司总地质师兼勘探开发研究院院长王道富等 3 人涉嫌严重违纪,目前正接受组织调查。一时间,中国公众视线集中的中央反腐败上,通过研究发现,国家治理腐败的决心非常明显,而对于国有垄断企业的龙头性公司进行高管反腐,也从某种程度上说明,部分国有企业人员腐败严重且急需治理的一个重要信号。

从对政府行政部门包括薄熙来案等机关反腐败,到国有垄断企业腐败治理,充分显示中央反腐败的一种态度和打击力度的增强。对于国有企业而言,由于在中国经济领域成份中占有重要位置,其经济领域的利益案件往往具有金额大、影响恶劣等特征。从近年国企情况看,腐败分子大有越来越多,愈演愈烈

之势。在一个企业里,不仅只是一个老总落马,而且涉及到整个班子或者中层干部,出现群蛀现象。从近期另一国有垄断企业——中国移动来看,中国移动多名高管被“双规”以及广东移动多名管理层被调查之后,2013 年 8 月中旬又一名中国移动重量级高管——广东公司总经理徐龙案也浮出水面,国有企业利益经营的变化,其存在巨大的利益诱惑或人员犯罪可能。广东移动一直是中国移动集团收入规模最大、利润最高的一个省级公司,在上一任总经理李刚主政期间,广东移动的收入一度占中国移动集团的三分之一,用户占五分之一。2012 年,广东移动实现收入 810.63 亿元,净利润 238.17 亿元,在中国移动 5604 亿元的总收入和 1294 亿元的净利润中,广东移动分别占 14.47%和 18.42%。但近年来收入和用户增长放缓的趋势也非常明显,而中纪委对其腐败案的调查证明其企业内人员违法行为较为明显。

研究发现,部分国企高管腐败使得其经营形势严峻,企业职工反响强烈。比如内蒙古乾坤金银精炼股份有限公司原董事长总裁宋文代案,其涉嫌贪污 5290 多万元、黄金 589 公斤,挪用公款 2100 万元,使这家被评为“中国黄金行业之首”的大型国有企业濒临绝境。

从国有企业近年大案来看,其体现出较为严重的社会影响,其特征演变为:个性贪官,手段隐蔽;发案频率,居高不下;垄断行

业,大案频出;窝案串案,甚至跨域;作案专业,智能性强;渎职越权,问题凸显;犯罪趋势,逐渐变新等,国有企业作为中国经济的重要部分,腐败案件频发影响极坏,危害严重。这些发生在职工身边的腐败问题,直接侵害国家、集体和职工群众利益,极易引发激烈矛盾冲突。

国有企业反腐败反映了民心所向,中央的打击思路较为明确,试想中国石油、中国移动等这样的国字一号企业内高层腐败带来的绝非是投资者的亏损,其对社会影响极其恶劣,从金融领域、地产领域等多个行业来看,

其不仅存在着巨大的利益链条,其不断出现的理财、投资及土地市场的大案也表明,其国企腐败的领域日益扩散。因此对于国有企业

腐败案的治理,其一方面要坚定方向,另一方面也要充分认识其利益关联方面的严峻性,其治理可谓任重而道远。



推行 T+0 交易制度的时机较为成熟

■ 资深市场研究人士
特约记者/肖玉航(郑州)/文

光大证券 8.16 事件虽然已经过去两周,但人们对于市场交易制度的反思仍在继续之中。上海证券交易所针对此事件也公开表态,其正在抓紧研究 A 股 T+0 交易制度,争取尽快推出。笔者通过观察中国证券市场交易制度及目前形势来看,认为推行 T+0 交易制度的时机已经成熟。

所谓的 T+0 交易制度实际上是指一种证口(或期货)交易制度。凡在证口(或期货)成交当天办理好证口(或期货)和价款清算交割手续的交易制度,就称为 T+0 交易。通俗说,就是当天买入的证口(或期货)在当天就可以卖出,目前全球主要发达资本市场实行 T+0 交易模式较为普遍。我国期货市场这些年来快速发展,很大程度上是得益于 T+0 交易。统计显示,2013 年一季度,国内期货市场保证金总量接近 2300 亿,1 至 2 月期货市场累计成交额 36 万亿。

目前阶段推行 T+0 交易制度的时机已经成熟。从中国证券市场交易制度的演变来看,1995 年前 A 股市场交易采取的是 T+0 且无涨跌停板制度,而之后,为抑制投机,其改为 T+1 且涨跌 10%的交易制度,一直延用至今。应该说 T+1 交易制度在一个阶段起到一定的效果,但事过境迁,之后证券市场 8 年,证券市场发生了巨大的变化,特别是近两年来,随着股指期货、ETF 套利、融资融券等新型交易手段的出现,其明显利于机构投资者,而使得广大中小投资者无法实现风险与收益的当日对冲。显然形势变化与交易制度违背了公平、公开、公正的原则,8.16 事件的出现,使得大的机构投资者可以运用 ETF 套利资金对冲风险与收益,而当日介入的中小投资者,则相对而言则失去止损机会,在股指期货波动、套利模式增加且波动性较强的 A 股市场,现行的 T+1 交易制度,明显暴露出交易制度的缺陷。因此从公平交易及市场自身修复的角

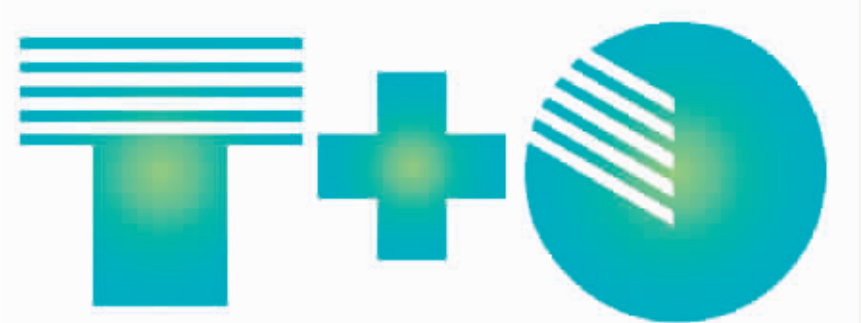
度而言,在股票市场规模、套利模式、对冲机会等变化较大的现阶段,推出 T+0 交易制度没有技术与法律上的障碍,时机相对成熟。

推出 T+0 交易的效果将是显而易见的,但并不会影响本身趋势。研究认为交易制度对于市场的活跃程度有着重要的影响。在“T+0”的交易制度下,一笔资金可以多次交易、反复买卖,在不增加市场资金存量的情况下,有效地提高市场的流通性、活跃程度和交易量,可以产生明显的资金放大效应。在市况较弱的情况下,“T+0”交易制度一方面有利于减少投资者的投资风险,另一方面也将为投资者提供更多的短线交易机会,有助于中小投资者在多种套利、对冲机制下的股市中,实时保护自己。在管理层已经实施“证券交易佣金浮动制”、投资者交易成本有所下降的情况下,实施“T+0”回转交易,还可为国家带来更多的印花税收入、为市场带来更多的短线机会、为券商带来更多的佣金收入,有利于“多赢”局面的形成,在一定程度上刺激当前交投清淡的弱市格局。但从市场自身情况来看,如果证券市场趋势没有改变,那么任何交易制度也只是形式而已,其对市场自身趋势的发展并不会起到决定性作用,例如 1993、1994 年中国 A 股市场实施的是 T+0 交易制度,但宏观经济面的通胀及上市公司业绩不佳,沪综指还是跌到了 325 点,因此笔者认为推行 T+0 交易制度可活跃市

场交投及投资者止损、止盈,为当日投资失误而改正的机会,其对市场总体趋势并没有实质性的影响。

推行路径须统一。近几年来,监管部门对于 T+0 交易制度的虽多次都有表态,而此次 8.16 事件的出现,使得推出 T+0 的交易制度的步伐或将加快,但从推行的模式与体量上,市场上有先推深沪 300 指数品种或部分大盘蓝筹码的一种论调。研究认为,对于目前的 A 股市场,如果推行 T+0 交易制度,需要路径统一,且要包括所有的 A 股品种,同时深沪两个交易所要同时实现 T+0 推出的同步。目前上海证券交易所表态将加快,深圳市场则动静较一。条件如果适合,则应在 IPO 重启前同时推出无涨跌停板制度配合或更能体现证券市场风险与收益的特征,其对股票定价具有积极的作用。如果缺少有效的统一路径,这种推出则可能伤害市场,使得一项改革出现事倍功半的结局。

总体而言,T+0 交易制度无论是在中国先期 A 股市场的推行,还是境外成熟运用效果,其均不存在法律和技术障碍,在中国 A 股市场规模日益扩大、对冲工具不断创新、中小投资者公平交易呼声强烈的现实背景下,其推出不仅是顺应市场的一大举措,同时也是保护中小投资者公平交易的重要手段,其总体对提高市场流动性和减少投资者亏损有一定意义,因此笔者认为目前阶段恢复 T+0 非常必要,时机较为成熟。



上交所的错位与不到位

■ 冉学东/文

在光大证券乌龙指事件发生后的整整九天后,作为这个 A 股市场游戏规则制定者和裁判的上海证券交易所,在市场的广泛质疑声中,终于向媒体就 9 月 16 日那天交易所的表现释疑解惑,当然了,上交所此次也的确是仅仅止于释疑解惑而已,上交所面对媒体记者的提问侃侃而谈,滴水不漏——上交所在此次事件中没有失误和责任,屁股擦得很干净。

但是我们细读上交所发言人貌似专业的回答,也会发现很多漏洞,仅举一例,根据上交所新闻发言人的回答,9 月 16 日上午 11 时 05 分后,上交所市场实时监控出现累计涨幅预警的信息,至 11 时 07 分,监控系统出现此类预警信息数十条。实时监控人员在分析处理时发现,涉及的股票最大买方是光大证券的一个自营账户,随即问询光大证券,要求其报告说明。

那么我们要问的是,这个报告说明是什么形式的报告说明?是文字形式的,还是书面形式的?有没有具体的格式和内容要求?有没有时间限制?是 5 分钟内还是 10 分钟内还是 1 个小时或者一天或者一个月?对于瞬息万变的交易系统而言,分秒都意味着大量资金的易手,如果对于报告不做以上要求,那么上交所要求光大证券的报告,则毫无意义。而事实上,上交所的发言人也透露,“事实上,直到收盘后,本所才收到光大证券对事件的书面确认函件”。上交所发言人并称:“在当时的情况下,以本所名义做出一个明确的公告,确有难度。”

其实,即使在当时,上交所也没有忘记撇清自己的责任,发言人称,针对市场传言,本所在对交易系统、行情信息系统进行了自查,确认不存在故障后,于 11 时 44 分通过官方微博发布了“截至目前为止,上交所系统运行正常”的信息。上交所擦净了自己屁股的同时,忘记了他更重要的职责,比如就在当时,上交所是否也可以发布提示性公告“初步核查是光大证券自营账户交易异常,现正在核查”,中午交易收市后也可以发布如下提示性公告:“11 时 05 分至 07 分,光大证券该自营账户共申报市价买入订单数千笔,单笔申报

数量从 100 股至 9969 万股不等,成交超过 70 亿元。”以上信息都是 11 点 44 分发出第一个提示性公告时,交易所已经掌握的核心信息,这是必须要让投资者公众知道的。

更为重要的是,上交所已经在明知光大证券账户出现异常交易,是其自营账户系统出现问题的情况下,依然容忍其通过 ETF 做卖出交易,并在股指期货反手做空,这其实纵容违规者,并进一步牺牲其他投资者的利益。这个行为是一个极端愚蠢的行为,如果不是故意给光大证券进行利益输送,那么这个行为但却把交易所拉下了水,使得问题更加复杂,为此后的事件处置增加了难度。

金融的本质是信用,是基于信用的投资者对风险定价之后的虚拟交易,在这个交易市场上,买卖双方没有见面,交易所通过设定规则,然后大家基于彼此的信任成交,这是市场经济发展到高级阶段的产物,这中间最重要的一环是交易所。而投资者之所以都听交易所的,都能遵守交易所规则和指令,本质上不是因为交易所是政府设立的,不是因为交易所更专业,而是相信交易所是一个公正的市场裁判,他的信用背书的是公平、公正、公开、透明,如果没有以上四点,一个交易所就没有存在的价值,即使存在,也只能让整个金融交易慢慢萎缩,投资者纷纷用脚投票,一如如今的中国证券市场。

当然,我们说人无完人,交易所也不例外,也有出错的时候,尤其在瞬息万变的证券市场,作为一个新兴市场上的交易所,难免慌不择路,出现错误也正常,但是事后诚恳的态度认错的行为,这更是交易所信用的重要补偿。

但是令人失望的是,交易所一再的保持了“官家”的态度,一再的为自己辩解,而不是去主动承担责任,缺乏最起码的诚意。这个“官家”态度源于中国证券市场设立的初衷和文化,交易所并非如欧美国家是市场交易中自发产生,是投资者自己选定的裁判,而是政府的指令设立,他们到目前为止把自己的服务的对象设定为上级政府,而不是广大的投资者,这是中国证券市场的长期的症结所在。

试想,如果一场球赛,你事前知道裁判会偏向某一方,那么作为另一方还有信心参与嘛?这是上交所,包括所有被赋予了中国金融监管职责的机构必须警戒的。