

从风险管理的角度看资本创新与扩张

王曙明 ☎: (8610) 8357 1404

✉: wangshuming@chinastock.com.cn

美国著名经济学家、耶鲁大学经济学教授 Robert J. Shiller 曾经说过：风险分担与风险对冲（Risk Pooling and Hedging）是最为普遍的金融原理之一，也是在金融市场应用得最重要、最广泛的原理之一。最近读到的新书《资本是个好东西》，恰恰点出了资本创新与扩张过程中风险管理本质。《资本是个好东西》是我国老一辈银行家兼经济学家曹尔阶教授将其毕生对资本问题的研究与思考融合而成的力作。该书的主题虽然是探讨经济活动中资本形成机制的创新历程，但仔细品味，却可以深刻地感受到风险管理原理在资本市场的资本融资、投资基金、资产证券化、金融衍生品市场等一系列资本创新与资本扩张发展历程中的渗透。大多数读者读这本书可能都会将思维锁定在资本发展本身，而本简评则试图给出另一种体会：从风险管理的角度，将研读《资本是个好东西》所得的以下两点体会与大家分享。

（一）风险分担与对冲原理贯穿于整个资本市场的发展，在某种程度上，它更像是在指导着资本形成机制的创新和资本扩张的进程

书中谈到，资本市场的最大作用是以资金使用者同拥有货币的投资者的直接投资，代替了银行的间接投资，为经济生活的运行开辟了一个新世界，它的进一步发展是发展出投资基金和各种资产证券化，并发展了各种金融衍生商品市场，从而在实体经济之外，构筑了一个庞大的虚拟经济。

首先，资本市场或直接融资本平台的发展，其本身就可看作最一般化的风险分散工具。在我国经济建设早期阶段，“吃饭靠政府，建设靠银行”，企业融资渠道基本上是单一地依靠银

行贷款的间接融资，“一切信用集中于银行”造成了银行不良资产的增加，风险集中于银行，同时造成银行慎贷惜贷惧贷据贷，这种历史惯性也就逐步导致后来“中小企业融资难”的局面。包含股权融资、债权融资的多元化直接融资平台的发展，多层次资本市场的建立，不仅能使企业的各种融资需求得到满足，而且有效地分散了过度集中于银行的风险。正如书中所述：如果资本市场不发展，风险过分偏集于银行，将造成极大的不易化解的金融风险，1997 年的东南亚金融危机就是最大的教训。而在我国，社会主义市场经济体制与计划经济体制的最大区别，就是市场分散，资金更加分散，财富更加分散，从而风险也更加分散。正是认识到发展多元化、多层次直接融资平台的重要性，当前，我国政府一方面逐步盘活直接融资平台，如取消证券公司 IPO 上市审慎性监管标准，研究制定中小微型企业私募债券承销业务管理办法等；另一方面，积极建设全国统一场外交易市场，建立多层次的资本市场。

再次，证券投资基金同样是风险分散的有力工具。作为资本形成机制上的创新，证券投资基金的特殊功能就是帮助银行分散金融风险，它可以极大地改善银行资产与负债之间的期限不对应和风险不对应的缺陷，同时在更大规模上适应社会化大生产的资本需求。

进一步来看资产证券化，它实质上则可看作一种集流动性风险缓释功能与风险分散功能于一身的复合型风险管理工具。同样作为资本形成机制的创新，资产证券化首先对某些缺乏流动性但可产生未来稳定现金流的资产进行结构性重组，将其转化为可流通的证券，因此盘活了已经凝固的资产，缓解了流动性压力；再次，当前在《Basel 协议》的实施过程中，金融机构日益重视自身的资本充足率，而资产证券化能够帮助金融机构把多余的信贷资产向投资者分散和转移，在分散风险的同时提高了资本充足率；最后，通过资产证券化，银行可以由资本市场获得资金，而各种机构投资者（包括保险公司、基金公司等）的资金通过投资资产证券化产品，又得以进入资本市场，从而打破了资本市场同银行、保险市场的割裂，有效防止了风险集中于银行体系循环。

最后，金融衍生产品为市场提供了对冲风险的有效途径。通过金融衍生品进行套期保值，可以达到风险的适当性转移目的，这里的适当性转移指的是将风险从风险回避型投资者向风险偏好型投资者（或投机者）进行转移。这种适当性转移是需要投机者来承担风险的，而金融衍生品市场恰恰吸引了大批投机者的参与，因此为风险对冲提供了流动性条件。

当然，正如书中所指出的，资产证券化产品以及金融衍生产品都是双刃剑，它们一方面可以起到风险分散并促进虚拟经济的发展，但另一方面，如果运用不当或被滥用，则可能造成灾

难性后果。本次次贷危机，罪不在资产证券化产品或金融衍生品本身，而在于使用它们的人对高额回报贪婪地追求以及监管的不慎。我国监管机构也正是清楚地认识到了这一点，因此在后金融危机时代非但没有压制反而逐步加大了对金融衍生产品的发展力度，在 2010 年相继推出股指期货业务后，2011 年又在银行间市场推出信用风险缓释(CRM)产品,而利率互换、国债期货、期权交易等一系列衍生品目前也正在紧锣密鼓地筹备当中。当然,大力发展并非盲目发展,在最近(2012 年 5 月 7-8 日)召开的证券公司创新发展研讨会上,监管部分提出了在稳健中大胆创新的主导思路:“最大限度地放松行业管制,不断提高监管公信力,在守住底线前提下包容失败,加强对信息披露的监管和对违法违规行为的打击力度,全力支持行业创新发展”。

体会二：资本创新与扩张过程和道德风险的形成

比如,书中指出:“PE 腐败”的更深入的社会根源就很大程度上和我国政府主导投资的体制有关。在当前我国上市审批制度下,上市资源稀缺,而地方政府追求把私募股权基金作为国企改制融资的平台,在基金“设立、融资、投资、退出的每一环节,都演化出与中国国情接轨的操作模式”,一方面各地都争相把私募基金作为国企改制的平台,而另一方面,基金管理者也追求与政府合作,以提升私募股权基金在当地的竞争力。这样,便形成了公司上市过程中以利益输送为特征的所谓“PE 腐败”。再如,在金融衍生品市场上,一些国际知名投资银行冒着声誉风险,在隐瞒重要产品风险信息的情况下,向投资者欺骗性地兜售复杂衍生产品,造成投资者的巨大损失(它们在亚洲市场上的这种行为更为“猖獗”)。书中揭示了:导致投行敢于从事这种道德风险行为的根源是其日益恶化的利益冲突,这也是和资本创新及扩张密不可分的。一方面是外部原因,由于而衍生品合约从来就存在着严重的利益冲突:投行与客户站在对立面,而衍生品创新与投行自营业务的扩张势必给投行带来了更大的短期诱惑;而另一方面,从上个世纪 80 年代开始,国际大投行都逐渐由长期持股的家族或合伙企业转变为上市公司,那些更专注于维护企业长期品牌与声誉的长期股东逐渐被短期股东及专注短期奖金的职业经理人所取代,由此导致了投行内部维护长期声誉的力量减弱,因此更容易因短期利益而伤害客户。由此可见,国际投行在衍生品市场上的利益冲突日益恶化,这对我国监管机构及企业的应对应该形成警示。

中国银河证券股份有限公司 博士后科研工作站

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话: 010-83571403

传真: 010-66568641

中国银河证券网址: www.chinastock.com.cn

中国银河证券博士后科研工作站网址: <http://www.chinastock.com.cn/yhwz/postdoc/index.shtml.chinastock.com.cn>