NUS National University of Singapore

Source: *Lianhe Zaobao,* p20
Date: 4 January 2019

财经透视 李国权 白士泮 闫黎

证券通证化和通证证券化

随着加密数字货币（Crypto-Currency）或可流通加密数字权益证明，简称通证（token）交易市场的持续低迷，代币/通证首发（Initial Coin Offering/Initial Token Offering）融资的项目数量近来显著下降。

证券通证化发行（Security Token Offering，STO）作为一种融资模式创新，在行业中流行起来。新加坡金融管理局根据通证的属性，将通证分类为：一、支付型加密数字货币、二、功能型通证（Utility Token）和三、证券型通证（Securities Token）。

证券型通证对金融市场认可的现有资产，如股票、债券或者房地产等等的拥有权，进行数字化和碎片化，解决前两类通证因为没有资产背书或者担保，作为“虚拟”资产，不被传统金融市场接纳的痛点和发展瓶颈。证券型通证，通过技术创新，看似实现了“虚拟”资产的金融资产化。

然而，仔细分析会发现，证券型通证本来就是金融资产。投资者对优质的金融资产本来就趋之若鹜。优质企业的股票和优质地段的房地产，通过资产证券化的途径，通过基金和房地产投资信托等载体，已经有着成熟的市场，为什么还要再额外加上一层技术的复杂性，使之碎片化通证化呢?

我们觉得如此做法可能只带来边缘的效益，如跨境流动性，而且主要还是为现有金融与房地产的既得利益者服务。新加坡交易所（SGX）近日强调，上市公司发行通证必须报备新交所，即便通证不在新交所交易，仍需提供相关法务和审计部门意见。新交所同时还会提出相关的合规要求。

金管局在去年11月30日发布的《数字通证发行指导意见（修订版）文件》再次明确，证券型通证的发行与交易，必须遵守《证券及期货法（SFA）》、《金融顾问法（FAA）》和即将出台的《支付服务条例（PSB）》，将比照金融产品进行监管。其实有关的法律条规长期以来一直保持着非常好的一致性，没有大幅度的政策调整，近期随着STO不断涌现，修订后的新规更加清晰明确了。

我们认为，审慎对待STO是明智的。如果市场往“证券通证化”（Securities Tokenization）的方向发展，可能会带来较大的系统性风险。我们担心，有些业者会利用证券通证化，把原有“高杠杆，高风险，与衍生工具挂钩和错综复杂”的结构性金融产品进行碎片化，能够提高交易量，增加交易频率，体现出一定的跨国界性；但是，也增加了另一层复杂性和技术风险，对于实体经济也并无多大的新贡献，反而放大了发生金融危机时的散播性和蔓延性。

因此，监管机构审慎对待STO是完全必要的，确保STO不会成为售卖复杂杠杆产品的新工具；也要警惕过度创新、不良资产和高风险金融产品的通证化，对普通投资者来说，很有可能就是“大规模杀伤性武器”。

我们反而觉得，应该提倡通证证券化（Token Securitization），把现有不受金融市场认可或准入的呆滞资产或权益，比如偏远地区农民所拥有的唯一的主要资产，牲畜牛羊，通过发行功能型通证后，给与这些呆滞资产或权益数字证明，可以在区块链上像证券一样流通，从而增加金融机构对这类资产或权益作为抵押品的吸引力，增强农民融资的能力。这样才能体现出金融市场的包容性，真正有益于实体经济的发展方向。通证经济之所以有可能被大规模和可持续地应用，主要条件是必须和量化宽松的泡沫资产呈现负相关。

这就意味着必须有新的商业模式和新的顾客，来促进包容性的数字普惠金融的经济增长。通证经济的意义，在于它能完善现有的，并发展新生的金融生态系统；通证经济不是纯粹逐利的，它首先是服务大众的；通证经济不是来颠覆的，它首先是来为现有经济做有效补充的；通证经济不是对现有资产的重新配置，它是要创造新的普惠资产种类。

分布式技术和区块链的发展还在初级阶段，前景取决于发展方向是否正确。社区也必须朝着正确的方向前进。新加坡金管局与绝大多数区块链创业者也有着同样的愿景，志在解决金融市场现有的痛点，把金融完善化，更好地结合金融与实体经济。

大家要紧记霸菱银行和雷曼迷你债事件的教训，不要重蹈覆辙。合法不代表低风险，合法不代表鼓励。不监管不代表风险更高，不监管也不代表不鼓励。新科技领域的监管本身也是“摸着石头过河”，不监管不代表放任纵容野蛮生长。对于分布式技术和区块链创业者来说，能领悟监管和不监管意义，进行自律创新，减少监管条例，就能最大程度地降低合规成本，大幅度提高创新创业的成功率。

市场已经为区块链社区指示了发展方向，由区块链主导的数字普惠金融必须与各类新型科技结合，对实体经济做出贡献，唯此才能真正实现持续增长。只有往这方向发展，市场才有可能恢复。大家最终会发现，通证化非标呆滞资产或权益才是唯一的方向，让普罗大众呆滞的非标资产融入金融资产类别，让弱势群体持有的非标资产得以流转。作为金融从业者，我们的最高理想不仅仅是“汇通天下”，更应该是“惠通天下”。

李国权是新跃社科大学（SUSS）商学院教授；白士泮是新加坡国立大学客座教授与李白金融学院院长；闫黎是李白金融学院创办人

Source: Lianhe Zaobao © Singapore Press Holdings Ltd. Permission required for reproduction.