

资产证券化的制度创新剖析

■ 黄晓东 厦门大学金融系 浙江工商大学金融学院

【摘要】资产证券化自20世纪70年代产生以来,在全球越来越多的国家成功得到运用。作为一项新兴的融资制度,它是对传统融资制度的创新,是直接融资与间接融资方式的结合,极大地降低了融资成本和违约风险,必将成为全球金融业一种发展趋势。

【关键词】资产证券化 创新 特设机构

资产证券化作为一项新兴的融资方式,在世界许多国家取得飞速发展,我国的讨论也方兴未艾。到底什么是资产证券化?它的本质是什么?与其他融资方式相比,它的创新何在?我们必须有一个清晰和透彻的认识。

现代经济生活中,总存在一部分人资金过剩,一部分人资金不足,资金融通变得非常普遍。在实践中,资金的供求双方往往签订金融契约,它是一种明确规定资金使用权转让条件、转让双方各自责任义务的合同,是双方债权债务关系的法律凭证。因此,任何融资活动均可视为一项契约安排和制度设计。资产证券化也不例外。资产证券化的基本过程是,发起人(originator又称原始权益人)将具有资产转让或出售给特设机构SPV(Special purpose vehicle),由该机构将这些资产进行重新分类和组合,然后以这些资产做担保发行债券,并利用这些资产的收益来按时还本付息。如今,资产证券化这一新型融资技术已在全球越来越多的国家得到了运用,它已成为金融业发展的必然趋势,并将成为一种主流融资方式。

一、资产证券化的历史形成:对传统融资制度的创新

资产证券化作为一项融资制度,于20世纪70年代起源于美国。资产证券化之所以在美国起源是和美国采取的金融政策密切相关的。美国在历史上普遍认为分行式的银行不利于竞争,许多州都限制银行设立分行,这就使得单一银行制在美国成为一种普遍的形式。就数量而言,单一银行组织占美国1.2万多家银行的一半。众多的小银行在经营中经常面临着客户要求贷款数额大于其信贷额度的要求,为了不因拒绝贷款而失去客户,小银行常常通过向大银行出售其贷款,以维持与关键客户的关系。随着贷款出售这一做法的发展,以获得更多的利润和优化资产结构逐渐成为主要目的。尽管被出售的贷款还不能称为证券,但它的确为证券化的产生埋下了伏笔。

证券化这一技术产生的第二背景就是银行本身面临的日益严峻的外部生存环境的压力所致。由于银行竞争日趋激烈,银行的融资成本上升,存贷利差收入下降,利润也随之下降,另一方面由于通货膨胀严重,银行的利率风险和破产风险都在不断上升。到了20世纪70年代初期,美国的整个储蓄机构已经面临着严重的生存危机,此时资产证券化的出现和发展成为储蓄机构走出困境的转折点。储蓄机构将抵押贷款出售给政府抵押机构或私人投资银行,再由其包装重组,并以证券发行的方式将债权进一步出售给其他投资者。证券持有者的收入来自被证券化的贷款组合所产生的现金流,而抵押贷款资产也从贷款发放机构的资产负债表上消失,同时得到了现金或其他流动性较强的资产形式。

与传统的融资方式相比,资产证券化融资的崭新之处在于:

1.它是一种资产融资。资产证券化是一种不同于企业发行股票、债券的新型融资方式。传统的证券融资是以企业自身产权为清偿基础,企业对债券本息及股票权益的偿付以公司全部法定财产为界。资产证券化虽然也采取证券形式,但证券的发行依据不是公司全部法定财产而是公司资产负债表中某一部分资产;证券权益的偿还不是以公司全部产权为基础,而是仅以被证券化的资产为限。如果担保资产违约拒付,资产支持证券的清偿也仅限于被证券化的资产数额,而资产组合的发起人或购买人无超过该资产限额的清偿义务。因此,资产证券化本质上是一种资产融资。

2.它是一种表外融资。迄今为止的所有融资方式从性质上都可以归纳为三种,债权融资、股权融资和资产融资。债权融资是从银行取得贷款、发行公司债券或商业票据等债权性融资工具融通资金,它反映在资产负债表的右上角——“负债”中;股权融资是通过发行新股、配股、优先股等股权性融资工具融通资金,它反映在资产负债表的右下角——“所有者权益”中;而资产证券化融资是通过变更资产换取资金,它反映在资产负债表的左边——“资产”中。债权融资和股权融资都增加资产负债表的规模,属于表内融资;而资产证券化融资不增加资产负债表的规模,只是对资产类科目中的不同项目进行转换,因而它属于表外融资。

3.它是一种证券信用等级与融资者信用等级分离的融资。在证券化过程中,发起人将其某些资产出售或作为抵押,而不是以其全部的资产和信用抵押和担保。所以资产支持证券的信用等级仅取决于相关的金融资产的风险程度和附加的信用担保,而与发起人自身的信用无关,这样就实现了信用隔离。发行的资产支持证券的信用等级可以低于或高于被证券化资产原所有人的信用等级。资产证券化的这一特点对于本身信用级别不高的发起人具有特别的意义,因为它可以以远高于其本身信用评级甚至高于其国家主权级别的信用级别进行融资。

4.它是一种结构性融资。资产证券运作成败的关键在于交易结构与安排的成功与否。资产证券化的结构相当复杂,往往涉及难度较高的金融资产的技术处理,成为一种“工程设计”性的复杂金融过程。资产证券化的核心是设计出一种严谨有效的交易结构,这一交易结构在资产证券化的过程中起着重要作用。其目的要实现一系列的资产管理。如真实出售、资产定价、现金流重组、信用增级、享受政府提供的税收优惠、获取剩余现金流量权益等,为达到这些特定目标往往依据需要广泛采用各种资产定价技术、利率互换、货币互换、合成资产、确定优先/次级证券结构等金融手段。这主要体现在两个环节上:一是资产环节。资产证券化的发起人,如商业银行、保险公司、公用事业部门等,在实施资产证券化之前,首先要对从其资产负债表上剥离的资产组合按照信用等级、期限、偿还方式等条件,进行重新组合和结构化,以便在发起人总体资产质量和信用等级不变的情况下,提倡证券化资产的质量和信用等级。二是证券环节。在证券设计环节,一般要对来自资产的收入流和风险要素进行重新组合和合理操作,以便设计出具有不同收入流和风险收益特征的证券,供具有不同投资偏好的投资者选择购买。通过对证券环节进行结构性安排,不仅可以提供具有不同风险收益特征的投资工具,而且能够有效降低包含在原资产中的提前偿付风险,进一步提高融资效率。

二、资产证券化的营运机制:直接融资与间接融资方式的结合
根据是否有中介参与,可将金融活动区分为间接金融和直接金

融。将代表最终借方所发债务的原始证券(股票、公司债、债务证书等)由最终贷方从最终借方直接取得,从而实现资金从最终贷方向最终借方供给,这种情况叫做直接金融。将最终借方发行的原始证券由金融中介机构(银行、保险公司、共同基金等)取得,金融中介机构通过向最终贷方发行代表自身债务的间接证券(存款、保险证券、共同基金受益证等),从而把资金从最终贷方供给最终借方,这种情况叫间接金融。

在间接金融中,金融中介机构从资金供给方吸收存款,形成负债业务;向资金需求方提供资金,形成其资产业务。金融机构吸收的资金多是短期的,而发放资金多是长期的,导致金融中介机构资产与负债在期限上的不匹配,所以金融机构经常会陷入流动性不足的困境。按照传统的理论,金融机构克服流动性不足可以选择资产管理方法或者负债管理方法。

在资产管理方面,有两条途径可以增强资产的流动性:一是减少长期资产在总资产中所占的比例,提高短期资产所占的份额。这样做的后果显而易见——大大降低贷款的可获得性,金融机构自身业务也会严重萎缩。二是在不降低贷款占总资产比重的前提下,金融机构可以通过缩短贷款期限达到提高资产流动性的目的。但是基于某些贷款(如住房抵押贷款)本身的属性和特点,一味地缩短贷款期限就可能因为不合理的贷款期限安排增加借款者的还贷压力,反而使金融机构面临更大的信贷风险。因而可能是得不偿失。

在负债管理方面,金融机构最简便可行的办法是通过增加负债来缓解流动性不足的困境,包括向中央银行借款、金融机构同业借款以及居民储蓄存款。不可否认,对单个金融机构来说,这种负债管理在确定的条件下是保持高度流动性行之有效的方法,但是当绝大部分金融机构都陷入流动性不足的困境时,负债管理的效力就要大打折扣了。因为在这种情况下,流动性不足可能使整个金融体系陷入困境。

以上简单的分析表明,传统的资产流动性管理方式对于期限很长的贷款的适用性已经大大降低了,“短期负债支持长期资产”这种期限不对称的资产负债结构使得金融机构贷款的一级市场面临着许多难以克服的困境。特别明显的是,由于流动性不足,贷款周转缓慢,金融机构没有更多的稳定的资金用于新的贷款的发放,从而造成一部分潜在的贷款需求得不到满足。

克服上述困境的有效途径就是推行资产证券化。与传统的间接融资相比,资产证券化的“新颖”之处在于,在对贷款按照不同的期限、不同的利率、不同的种类进行分解的基础上,将贷款进行重新组合和重新定价,并以此为基础发行具有不同风险和收益特征的“结构性信贷证券(structured credit securities)。资产证券化打破了贷款和证券之间的界限,使贷款通过证券化同样也可以流动起来:它使包含在信贷资产的风险得以转移,有利于金融机构进行风险管理;它使占用在信贷资产上的银行资本得以释放,有利于商业银行扩张信用规模;它也可以使商业银行超越自身的信用等级,依托高质量的信贷资产,取得低成本融资。

资产证券化使大量银行信贷资产流向资本市场,转变为证券化的投资工具,丰富了资本市场的投资品种,在直接融资与间接融资之间架起一座桥梁,使整个金融市场融为一体。

三、资产证券化的组织(SPV):企业制度的创新

作为资产支持证券的基础资产的资产组合,一般不通过发起人

(银行等)直接出售给投资者。为了获得专业分工的效益,发起人通常将资产组合卖给一家专门从事资产支持证券设计和发行的公司,由于这家中介公司负有特殊的资产证券化目的,因此被称为特设机构,英文缩写SPV。

SPV所购买的资产必须与资产原始人实现“破产隔离”,它要求与原始权益人破产清算时,证券化资产权益不作为清算的财产,所产生的现金流仍然按证券化交易契约的规定支付给投资者,达到保护投资者的目的,也使投资者减少了因原始权益人接管、重组等事件的风险。

在一般情况下,注册后的特设机构的活动都要受到法律的严格限制,比如,除交易规定所必须进行的活动外,特设机构应完全禁止任何其他活动。SPV除为履行交易中确立的债务及担保义务外,不应再发生其他债务和提供其他担保;一般情况下,SPV不得用原始权益人的资产设立抵押;不得发生兼并重组;SPV应保证遵循有关保持SPV分立的契约(如保持簿记及记录)同其他任何个人或机构分立;保持资产不同任何其他机构混合;只以自己的名义从事业务,保持分立的财务报表,不同其他分支机构发生关联交易;不以自己的资产为其他机构提供抵押等。这些措施有效地缓解投资者信息不对称带来成本的上升,保证了投资者的收益,使资产支持证券成为投资者信赖的投资品。

为了降低资产证券化的成本,特设机构常常选择在税收优惠的地方注册,同时也要考虑到去回避法律上的障碍。更重要的是,SPV依靠成熟的交易结构和信用增级技术,改善了资产支持证券的发行条件,从而能以高于或等于面值的价格出售证券,并且支付的利率比发起人自己发行类似的证券低得多,这会较大幅度地降低资产发起人的融资成本。因此可以说,通过SPV的设立削弱了资金供求双方的信息不对称问题,降低了资产支持证券的发行成本,巧妙地将资金供给者和资金需求者吸引到一起,促进了金融市场的进一步成长。

总之,资产证券化是建立满足在市场新需求的基础之上,它同时具有直接融资和间接融资的特点,能够很大提高融资的效率和降低融资的风险。我国在条件日趋成熟的情况下,可以考虑引进这种新兴的融资方式。

参考文献:

- [1]张超英:对金融资产证券化经济学意义的再认识[J] 财贸经济, 2002(11)
- [2]何小锋:资产证券化——中国的模式[M].北京:北京大学出版社, 2002
- [3]张超英:关于资产证券化动因的理论探析[J] 财贸经济 2003(6)
- [4]杨玉明:资产证券化理论的新进展[J] 经济理论与经济管理, 2003(10)
- [5]黄晓东:我国住房抵押贷款证券化障碍的对策分析[J] 社会科学家, 2004(4)
- [6]黄晓东:我国资产证券化的切入点分析[J] 理论与现代化, 2004(4)
- [7]John Deacon, Securitization Principles, Markets and Terms, Asia Law & Practice, 1999
- [8]Kendall L T, A Primer on Securitization, Massachusetts: The MIT Press, 1996