

资产证券化的融资模式

陈晓红, 王宗润

(中南大学商学院, 湖南长沙, 410083)

摘要: 论述了资产证券化融资模式的起源及其具体操作, 并与债权、股权等其它融资模式进行了比较。从人们的认识、法律环境的营造、监管主体及国际支付、诚信等多个方面阐述了中国在推动资产证券化发展上存在的瓶颈及亟待解决的问题。

关键词: 资产证券化; 融资模式; 瓶颈

中图分类号: F830.91

文献标识码: A

文章编号: 1672-3104(2003)01-0085-04

一、资产证券化融资模式的起源和发展

资产证券化起源于20世纪60年代末美国的住宅抵押贷款市场。这一时期的美国社会对住宅抵押贷款的需求大幅上升, 远远超出了当时储蓄机构的放贷能力, 其储蓄资金被大量提取, 利差收入逐渐减少, 竞争实力也明显下降, 经营状况日趋恶化。为了解决住宅融资中的资金短缺问题, 美国政府决定启动并搞活住宅抵押贷款二级市场。1968年, 联邦国民抵押协会首次公开发行业“过手证券”^[1], 这是最早意义上的资产证券化交易。

20世纪80年代以来, 随着世界经济的飞速发展, 资产证券化的内涵和外延发生了变化。其应用范围从最初的住房抵押贷款逐渐扩展到汽车、信用卡、其它信贷资产以及各种应收款项, 业务规模迅速增长, 被证券化了的资产所有者不仅指商业银行等贷款机构, 还可以是企业等非金融机构。资产证券化的概念已不单指一种实际过程, 而在更重要的意义上成为一种内容十分丰富的理财观念和方式。

步入20世纪90年代, 随着金融管制在欧美的放松和巴塞尔协议在各国的实施, 以及银行对资本充足率和不良资产的重视, 大大刺激了资产证券化在世界各国的发展。1995年, 世界银行属下的国际金融公司以其在拉美等发展中国家的长期资产为抵押, 发行了4亿美元的不可追索证券。1994年, 香

港发行了3.5亿港元的抵押贷款债券。到1996年, 资产证券化进一步延伸到印尼、泰国、马来西亚和日本等亚洲国家。特别是1997年下半年开始, 东南亚及东亚一些国家爆发了严重的金融危机, 进而诱发了许多国家的经济和社会危机。金融危机严重影响了这些国家的企业和银行的资产结构和融资能力。在资本外流, 银行、企业大量倒闭的情况下, 许多国家和地区的企业及金融机构纷纷谋求通过证券化方式筹集资金, 证券化融资方式就此迅速发展起来。据资料记载, 1998年东南亚各国发行的资产支持证券(Asset Backed Securities)已超过20亿美元^[1]。

二、资产证券化融资模式的具体操作

(一) 资产证券化过程中的参与者

资产证券化作为一种新兴的金融工具, 由于它具有比传统融资方式更为经济的特点, 因而近年来发展迅速, 被证券化的金融资产种类越来越多, 证券化交易的组织结构也越来越复杂。实际运作中通常包括以下几个要素: 发起人(Originators)、特设信托机构(Special Purpose Vehicle, SPV 或称发行人)、投资者(Investors)、投资银行(Invest Banks)、资信评级机构(Rating Agency)、信用增级机构、管理机构、受托管理机构及律师、注册会计师等。各要素在证券化系统中扮演着不同的角色, 各司其职, 起着相互联系、相互牵制的作用。

(二) 资产证券化融资模式的操作过程

(1) 明确资产证券化所要达到的目的, 精心设计与组建“资产池”。“资产池”(Asset-Pool) 是个很形象的比喻, 它是指资产证券化过程中选取、整合资产的过程。这里, 资产的选取、整合不仅限于一家企业的资产, 而可以将许多不同地域、不同原始权益人的资产汇聚到“资产池”^[1]。

(2) 组建特设信托机构(SPV), 实现“真实出售”(True Sale)。SPV 是一个以资产证券化为惟一目的的、独立的信托实体, 注册后的 SPV 的活动必须受法律的严格限制, 其资金全部来源于发行证券的收入。SPV 成立后, 与发起人签订买卖合同, 发起人将资产池中的资产过户给 SPV。这一交易必须以“真实出售”的方式进行, 即出售后的资产在发起人破产时不作为法定财产参与清算, 资产池不列入清算范围, 从而达到“破产隔离”(Bankrupt Remote) 的目的。

(3) ABS 的信用增级与信用评级。经过前两个阶段, 证券化交易就进入了核心环节: 信用增级与信用评级。作为以资产为担保而发行的 ABS, 其投资利益能否得到有效的保护和实现主要取决于证券化资产的信用保证。资产所产生的违约、拖欠或债务偿付期与 ABS 偿付期不符都会给投资者带来损失, 这些风险构成了 ABS 的信用风险和流动性风险。信用增级的目的就在于降低和消除这类风险, 使 ABS 能够为投资人所接受。它通常由信用资质较好的信用增级人以担保、保证或保险的形式实现。而信用评级是向证券市场投资人提供证券选择的依据, 它是整个资产证券化中相当重要的一环。对 ABS 的评级一般由得到资本市场公认的信用评级机构进行, 如标准普尔公司(Standard Pool) 和穆迪公司(Moody's) 等^[2, 3]。

(4) ABS 的发行。ABS 发行是将经过信用增级和信用评级机构评估为投资级的证券发行到投资人手中的过程^[3]。大多数 ABS 的发行和承销工作由投资银行担当, 同时投资银行在与资产证券化发起人共同协作的基础上处理与 ABS 证券发行相关的会计、法律和税务等诸多事项, 并使之符合 ABS 证券发行的最终要求, 可以说投资银行是整个资产证券化操作的组织者^[2, 3]。SPV 从投资银行处获取证券发行收入, 再按资产买卖合同中规定的购买价格, 把发行收入的大部分支付给发起人。

(5) 证券挂牌上市交易, 资产售后管理和维护。ABS 发行完毕后到证券交易所申请挂牌上市, 从而真正实现了金融机构的信贷资产流动性的目的。但

资产证券化的工作并没有全部完成。发起人要指定一个资产池管理公司或亲自对资产池进行管理, 负责收取、记录由资产池产生的现金收入, 并将这些收款全部存入托管行的收款专户。托管行按约定建立积累金, 交给 SPV, 由其对积累金进行资产管理, 以便到期时对投资者还本付息。待 ABS 到期后, 还要向聘用的各类机构支付专业服务费。由资产池产生的收入在还本付息、支付各项服务费之后, 若有剩余, 按协议规定在发起人和 SPV 之间进行分配, 整个资产证券化过程即告结束。

三、资产证券化的融资特点及与其它融资方式的比较

(一) 资产证券化的融资特点

首先, 证券化通常是将多个原始权益人所需融资的资产集中成一个资产池进行证券化, 由于资产的多样性而使得风险更小, 成本进一步降低。用于证券化的资产具备下述特征: ①具有可预测的未来现金流量; ②资产或债权均质化: 包括标准化的契约, 易于把握还款条件与还款期限的资产; ③资产达到一定的信用质量标准, 即资产的呆帐风险低或有高质量的担保品做抵押, 呆帐损失可以合理地估算; ④资产规模大, 整个资产组合中的资产应尽可能地具有分散的特性; ⑤稳定的本利分期偿付。

其次, 独特的不显示在资产负债表上的融资方法, 资产负债表中的资产经组合后成为市场化投资产品。由于在不改变资本的情况下降低了资产的库存, 原始权益人资产负债率得到改善, 有关的资产成为所发行证券的让渡担保抵押品, 但原始权益人仍继续为该筹资资产服务。

再次, 利用结构融资技巧提高资产的质量, 使公司的资产成为高质资产。

第四, 投资者的风险取决于可预测现金收入而不是企业自身的资产状况和评级的高低, 由于高等级担保公司的介入又使投资的安全性大为提高。

第五, 证券化应用范围广, 凡有可预见收入支撑和持续现金流量的, 经过适当的结构重组均可进行证券化融资。

最后, 对于投资市场的吸引力是开发证券市场的关键, 而证券化融资有效地解决了这个关键问题。由于获得高评级的证券发生违约破产的比例很低, 证券化融资可以使投资者放心, 从而拓展了投资主

体。

(二) 与其它融资方式的比较

1. 融资成本低

对于利用资产证券化进行筹资的原始权益人来说, ABS 可以达到如下效果: 首先, 它为资产的原始权益人提供了一种有效改善和管理其资产负债表的手段。通过将证券化资产真实地出售出去, 资产的原始权益人可以将这部分资产从资产负债表上移出, 换来的是流动性强、风险权重小的现金或信用评级较高的证券化产品。而且, 由于原始权益人并非 ABS 的原始发行人, 证券化产品将不被视为它的负债, 俗称“表外融资”。而股票和债券等融资方式实际上都是“表内融资”, 融资者需要考虑负债率等问题。如果债务融资过多, 企业会有沉重的债务负担, 甚至会因为资不抵债而破产。其次, 与直接向证券市场发行债券或股票的融资方式相比, 资产证券化融资方式通过减少佣金、差价等中间费用, 并且信用增级的担保费用也较低, 从而大幅度地降低了融资成本。与 BOT 融资方式比较, 由于 BOT 涉及外汇担保等方面的问题, 并且以这种方式利用外资还涉及政府许可经营的方式、期限等法律方面的诸多因素, 企业审批手续比较复杂, 从项目建议到项目签约的时间拖得较长, 且专家费用也比较高。

2. “封装打包”, 界限分明

股票或债券融资是以资产所有者的整体信用为担保。换句话说, 为融资提供支撑的资产是该企业的所有资产, 而不是特定的某部分资产; 而且也只能以该企业一个企业的资产为支撑。然而, 资产证券化融资的基础资产却与此截然不同, 它不以某个企业的整体资产为支撑, 而是“封装打包”, 将其中适于证券化的某部分资产“剥离”出来, 然后将其“真实出售”给 SPV, 由该载体来进行证券化, 并实行界限分明的有限追索。

3. 融资效率高, 并实现了双赢

在债权融资中, 投资者与中小企业之间存在明显的信息不对称。中小企业融资难的现实使其存在为获得发债成功而设法隐瞒不利信息的“逆向选择”行为, 同时也产生损害投资者利益的“道德风险”。另一方面, 债权融资中的债权性质使得投资者没有足够动力和应有的技能来评估市场信息, 从而很难形成对中小企业的激励机制, 而这一点对中小企业的发展特别重要^[4]。

在股权融资中, 股票市场的融资效率取决于股票价格能否及时、准确地反映公司经营状况的全部

信息。实际中, 股票投资者只能通过上市公司的财务报表来获取信息, 但中小企业再融资的渴望必然同样产生“逆向选择”与“道德风险”, 从而决定了投资者与上市公司之间存在较大的信息不对称。当这种信息不对称达到一定程度, 股票价格便会与公司经营业绩严重偏离, 结果投资者不再关心公司业绩, 而只关心股价变动, 这样将严重扭曲对上市公司的激励机制。对于接纳中小企业上市的二板市场来说, 股价的大幅波动将会加重这种扭曲现象, 最终产生“马太效应”, 使融资效率大大下降。与之形成鲜明对比的是, ABS 的发行, 对投资人来说可以获得以下优越性:

第一, 由于 SPV 向原始权益人以一定的价差收购原始权益人的资产, 该项资产从原始权益人的资产负债表上移开, 使 ABS 的收益不受原始权益人破产的牵连;

第二, 由于资产担保债券获得了信用增级, 可以获得高于普通储蓄的投资回报率, 并且投资人省去了分析研究该证券风险收益的成本;

第三, 由于 ABS 属于由资信评级机构授予较高信用等级的 SPV 所发行的高档信用债券, 其结构达到了安全无亏损的标准^[5]。由此可见, ABS 实现了双赢, 有利于融资效率的提高。

四、推动资产证券化发展存在的瓶颈及亟待解决的问题

第一, 人们的认识问题。宏观上, 管理层对资产证券化的认识还不够深入, 不愿尝试运用资产证券化这一全新融资方式; 微观上, 银行、企业也因各种原因心有余而力不足。

第二, 法律环境的营造问题。我国现行的法律法规中有 3 类与证券化业务存在着某种冲突: 第一类主要包括《借款合同管理条例》《商业银行法》《民法通则》和《担保法》, 它们与证券化的冲突主要在于契约变更的确认问题^[6,7]。这些法规一般要求在向第三方转让合同权利与义务时, 须征得合同对方当事人的同意。在证券化中则意味着资产的销售须得到应收账款支付人的同意。通常证券化资产的应收帐支付人数量众多, 要征得每个人的同意, 其所耗费的人力、财力将十分巨大, 这将使证券化本身失去意义。值得注意的是, 虽然上述法规对契约变更的确认做出了限制, 但 1999 年 3 月新颁布的合同法却赋

予了债权人在以一定方式通知债务人的条件下,可以自由转让债权的权利。第二类主要包括《公司法》和《破产法》。首先,SPV是一个十分特殊的法律实体,它一般是一个“空壳公司”,没有或者很少有固定的场地、人员,其经营业务也只限于证券化业务,这与《公司法》的第19条、第73条中“有固定的生产经营场所和必要的生产经营条件”的规定不符;其次是破产问题。SPV购买的资产必须与资产原始持有人实现“破产隔离”,即这些资产不能再作为破产时的清算资产,这同《破产法》第28条中有关破产财产构成所指“宣告破产时破产企业经营管理的全部财产;破产企业在破产宣告后至破产程序终结前所取得的财产;应当由破产企业行使的其他财产权利”的有关规定存在一定矛盾。第三类主要包括《企业债券管理条例》《贷款通则》。在这些法律中,对证券主体的发行资格、条件的规定使SPV无法成为发行人。如《暂行条例》第12条中明文规定企业发行企业债券必须符合“企业规模达到国家规定的要求;企业财务会计制度符合国家规定;具有偿债能力;企业经济效益良好,发行企业债券前连续三年盈利;所筹资金用途符合国家产业政策”等。

第三,监管问题及ABS的国际支付问题。主要包括监管主体的确认、外汇管理、银行支付清算条款的规定等。如果是银行资产证券化,会涉及到人民银行和证监会两个监管主体;如果是企业或项目资产证券化,可能涉及到计委、经贸委、财政部等;如果是国有资产,还涉及到国有资产管理部門,等等。如此多的部門管理,使证券化的审批、运作都将十分困难。此外,资本项目的自由化是外资最为关切的问题,因为这直接关系到投资的安全性和回报的稳定性。随着经济全球化进程的日益加深,资本市场的

一体化已成不可逆转之势,关于资本项目自由化的争论已不再是要不要开放的问题,而是在资本项目自由化的开放速度和顺序上采取什么态度和控制方法的问题。考虑到国内的技术水平和资本市场的容量,在证券化过程中,国外机构的参与和国外发行将不可避免,这就涉及外汇的兑换及ABS的国际支付问题。

第四,诚信问题。这也是至关重要的问题。“投”与“融”的接口是诚信,尽管ABS证券的信用增级、资信评级在一定程度上能够消除信息不对称所带来的“道德风险”,但如果债务人届时不履行其还款责任,无论是发起人还是专业服务机构都无法顺利进行现金流的归集与分配。如果这种状况预期较为严重,就很难准确预计实际可归集到的现金流量,资产证券也就无法定价,或者其定价将严重背离市场价值,结果都会使证券化业务无法顺利开展。

参考文献:

- [1] DeMarzo P. The pooling and trenching of securities[R]. Working paper, UC Berkeley, 1999.
- [2] 贲奔. 推动我国资产证券化的条件与问题[J]. 焦作工学院学报(社会科学版), 2000, 1(2): 1-5.
- [3] Bhattacharya A, Fabozzi F. Asset-backed securities[M]. New York: Frank J Fabozzi Associates, 1996.
- [4] 陈晓红. 中小企业融资[M]. 北京: 经济科学出版社, 2000.
- [5] Frost C. Asset securitization and corporate risk allocation[J]. Tulane Law Journal, 1997, (72): 72-152.
- [6] 尹龙. 资产证券化: 动力、约束与制度安排[J]. 金融研究, 1999, (2): 58-63.
- [7] 彭冰. 资产证券化的法律解释(法学丛书)[M]. 北京: 北京大学出版社, 2001.

Financing mode of asset securitization

CHEN Xiao-hong, WANG Zong-run

(School of Business, Central South University, Changsha 410083, China)

Abstract: This paper discusses the origins and concrete operation of asset securitization, analyzing and comparing other financings such as debt financing and stock financing. At the same time, the author points out the defects and bottlenecks of developing asset-securitization in China from several aspects including people's idea, the system of law, and credit.

Key words: asset-securitization; financing mode; bottleneck