

论我国住房抵押贷款证券化的 SPV 运作模式

邓超, 张满华

(中南大学商学院, 湖南长沙, 410083)

摘要: 作为一种重要的金融技术和金融工具, 住房抵押贷款证券化目前国内备受关注。建立符合我国国情和国际惯例的特设机构 SPV, 是推行住房抵押贷款证券化的核心设计。SPV 的设立和运作须有利于我国资产证券化的长远发展, 有利于增强我国金融业的国际竞争力。现阶段由于“一步到位”的条件还不成熟, 可以采取“分步实施、逐步到位”的战略, 创造条件, 加快制度创新, 以推动我国证券化的发展。

关键词: 住房抵押贷款; 证券化; SPV

中图分类号: F830.9 文献标识码: A 文章编号: 1672-3104(2003)03-0364-05

作为衍生证券技术和金融工程技术相结合的产物, 资产证券化(Assets-Backed Securitization, ABS)是近几十年来世界金融领域最重要和发展最快的工具。它的重要组成部分——住房抵押贷款证券化(Mortgage-Backed Securitization, MBS)的发展尤其迅猛。

资产证券化的一个重要特点表现在其交易结构的不同, 典型的证券化交易结构中都有一个特设机构 SPV(Special Purpose Vehicle)(见图 1)。作为连

接投资者与发起人的关键环节和结构性融资的载体, SPV 可以说是证券化设计中的“精妙之笔”, 它以金融中介的形式巧妙实现了货币市场和资本市场的流动和聚合^[1]。因 SPV 从事的业务受到严格的限制, 经营风险较小, 同时由于 SPV 对资产的“真实购买”, 在发起人和投资者之间起到了“防火墙”的作用, 有效地实现了风险隔离的功能。所以, SPV 是证券化中关键的制度建设, 它不仅关系到证券化的成败, 而且还关系到整个金融体系的安全与稳定。

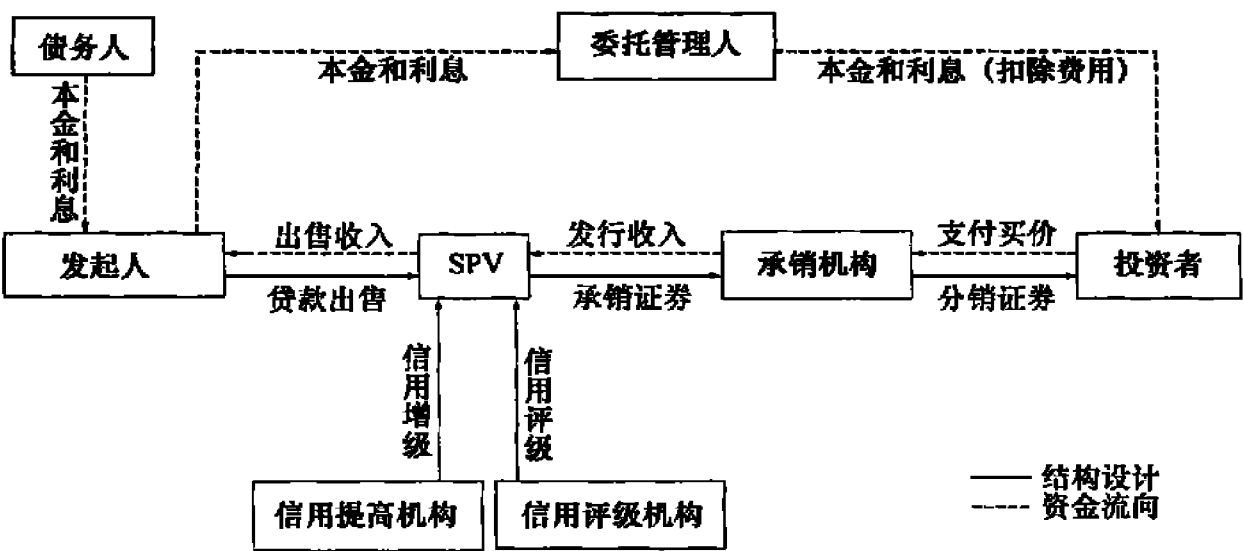


图 1 证券化基本流程图

一、SPV 运作机制的国际比较

MBS 最早出现在 20 世纪 60 年代后期住房信贷体制濒临崩溃的美国,继而在欧美国家如英国、法国、加拿大等国得到了迅速发展。90 年代以后,在亚太新兴经济地区如澳大利亚、香港、韩国、新加坡等地,MBS 也日渐壮大起来。^[2]由于各国在经济发展阶段、市场条件、法律制度等诸多方面存在较大差异,因此发展 MBS 的动因、SPV 的性质和功能以及一些具体操作方面各有不同。这里仅以美国、加拿大、澳大利亚和香港为重点进行比较分析(见表 1)。

1. 美国

美国在住房抵押贷款证券化的发展过程中,主要成立了联邦国民抵押协会(FNMA)、政府国民抵押协会(GNMA)、联邦住房贷款抵押公司(FHLMC)等机构^[3]。美国联邦政府为这三家发起机构提供了许多优惠政策,以鼓励其从事住房抵押贷款的证券化业务,这对美国住房抵押贷款证券化市场的发展起了促进作用。

2. 加拿大

加拿大的证券化完全是由加拿大按揭与住房公司(CMHC)来主导运作^[3]。CMHC 是加拿大住房金融体系的核心,它集住房政策制定、提供住房按揭保险、运作按揭证券化等职能于一身。为了能发行 CMHC 担保的 MBS,发行人必须经 CMHC 资格认定。有资格的发行人可能是贷款人,但此时抵押贷款库的产权已经真实出售,贷款库文件由文件托管人管理和审查,一旦贷款人破产,抵押贷款库不会遭到清算,而是由 CMHC 来接管。

3. 澳大利亚

该国的住房抵押贷款证券化完全是一种商业化模式,由商业银行或投资银行成立相应的公司去运作。澳大利亚中央银行规定,商业银行发行 MBS 必须表外运作,通过设立 SPV 持有按揭资产和发行债券,确保商业银行远离按揭债券风险,保护存款人利益。

4. 香港

在住房金融方面,香港以前一直是依赖商业机构,即大多由商业银行与投资银行联手,自行安排抵押贷款的证券化。自 1997 年 3 月后,香港政府通过外汇基金出资 20 亿港元成立了香港按揭证券公司(HKMC),专门运作按揭证券化。目前,HKMC 是开拓香港二级抵押市场的主要机构,它在特区政府的支持下,以独立公司的形式实现市场化运作。^[4]

5. 启示与借鉴

总的来看,无论是美国、加拿大还是香港,在发展抵押贷款二级市场、推进 MBS、构筑全面的住房金融体系方面都成功地发挥了政府的作用。政府通过在立法和机构组建方面给予一定的支持,一方面解决了市场难以解决的问题,另一方面也为商业机构创造了发展条件,使得政策性机构和商业性机构紧密融合,各司其职。同时,借助政府背景设立的 SPV 有助于提高或强化 SPV 的资信力度,增强投资者信心,以吸引更多投资者进入住房抵押贷款证券化市场。所以,要在我国推行 MBS,政府必须大力创造好的市场机制和法律环境,但同时注意政府的介入要“有所为有所不为”,“政府引导企业,企业进入市场”,突出市场本身的作用,真正做到计划调节和市场调节相结合,建立政府调控、有序竞争、风险控制等一套完善的运行机制。

正如诺贝尔经济学奖获得者夏普和米勒所预言的,不动产证券化将成为未来金融发展的重点。^[5]目前,抵押贷款证券的品种和技术不断创新,并呈全球化发展趋势。我国住房抵押贷款业务虽然起步较晚,但是发展势头迅猛。截至 2002 年 6 月底,金融机构个人住房贷款余额已达 6 630.1 亿元。从我国的市场状况、金融发展趋势来看,及早寻求对策、启动 MBS 应是明智之举。虽然我国金融基础设施还比较薄弱,金融中介服务水平不高,但要稳步推进 MBS,必须遵循证券化的一般原理,合理引入国外最先进的理念和方法,力争从一开始就建立起比较规范的运作体系,以利于以后证券化工程的全面实施。

表1 美国、加拿大、澳大利亚、香港各主要SPV机构性质及功能比较

	主要机构	机构性质	主要功能
美国	政府国民抵押协会(GNMA)	政府性机构,具有美国政府的十足信用。	① 实施政府担保的抵押贷款证券化; ② 为 MBS 发行提供政府信用担保; ③ 为私营机构金融创新提供部分经验。
	联邦国民抵押协会(FNMA)和联邦住房贷款抵押公司(FHLMC)	政府支持的私营上市公司,不具有美国政府的十足信用。	① 从商业银行、储贷协会等机构购买无政府担保的抵押贷款并使之证券化; ② 为 MBS 的发行提供担保; ③ 在国内外市场上发行债务工具筹资。
	加拿大按揭与住房公司(CMHC)	既是政府住房政策制定及管理部门,又是一家私营性质的企业。	① 为金融机构发放住房抵押贷款提供全额保险; ② 购入抵押贷款实施证券化,并为之提供担保; ③ 向购房者提供抵押贷款,为低收入家庭提供住房补贴。
	各金融机构	各种性质	① 实施住房抵押贷款证券化,发行 MBS
澳大利亚	各证券化公司	由各银行成立	① 自己发放或委托其它非银行机构发放住房贷款; ② 负责证券化一切程序标准的制定。
香港	香港按揭证券公司(HKMC)	特区政府通过外汇资金全资拥有	① 根据预先确定的谨慎购买标准,购买《香港银行条例》授权的机构在香港发放的按揭贷款; ② 通过在资本市场发行债券进行筹资,用以购买按揭贷款; ③ 向投资者发行 MBS,使按揭贷款组合证券化; ④ 向被授权发放按揭贷款的机构提供按揭保险。

二、我国设立SPV的模式分析

对我国而言,SPV 还属于概念性东西,具体的运作方式处于摸索应用阶段。但面对加入 WTO 后我国金融市场开放的承诺,消极被动显然不可取,我们必须积极借鉴国外成功经验,结合国内企业实际,选择适合我国发展的 MBS 模式,以增强金融服务领域的国际竞争力。但 SPV 在我国是新生事物,现行法律等配套制度的滞后将不可避免地对此一先进的融资模式产生阻碍。

1. 模式一:商业银行自行设立子公司 SPV

我们必须注意到,国外 MBS 的先进做法是成熟金融市场的产物。按照目前的条件,我国要一步到位,操作难度非常大。而且,在当前形势下,银行流动性过剩,房产按揭是银行各贷种中最优良的品种,且随着个人住房贷款市场的扩大,这笔优质资产对银行整体资质的优化作用日趋明显。故国内各大商业银行均不愿表外运作,无一例外地要求表内融资。如建设银行新近成立的房地产金融部证券化处,就准备专门运作住房抵押贷款证券化业务。

商业银行自行设立 SPV 有许多优势,如能够避免在贷款出售上繁琐的定价、评级,简化 MBS 的部分程序,而且可以从 MBS 中获得超出服务费收入的

更大的利润。但目前我国的商业银行不能投资于非银行金融业务,要成立以发行 MBS 为单一业务的 SPV 存在法律障碍。此外,SPV 与商业银行之间的母子关系,容易被管理者、投资者认为是商业银行的变相融资,可能导致内部的关联交易,证券投资者的利益容易受到侵害,并且 SPV 发行的债券的评级也会受到商业银行本身信用的重大影响。

2. 模式二:采用特殊信托充当 SPV

信托方式也是国际上资产证券化的典型模式之一,在证券化的发展过程中得到了广泛的应用。^[6]《中华人民共和国信托法》的颁布为实施 MBS 提供了契机。《信托法》中规定了信托财产与委托人其它资产的隔离、受托人自有财产之间的隔离以及受托人承担支付信托利益的义务是以信托财产为限等问题,这些规定保证了信托财产的独立性,实现了“破产隔离”。这样,发起人可以设立一个信托(SPV),然后将基础资产转移到信托中,信托的权益移交给一家独立的受托管理机构进行托管,SPV 设计、发行符合市场需要的 MBS,受托管理机构负责收取证券的本息,分配给投资者。

3. 模式三:单独组建国有独资 SPV

目前,我国证券化市场处于萌芽状态,SPV 的设立及其操作规范在一定程度上确定了我国证券化市

场的模式和未来的发展方向。从国外经验看,在证券化市场发展初期,风险较大,没有政府支持的SPV很难应付这种危机。由政府出面组建SPV,可以使证券化市场一开始就处于良好的管理之中,可更好地配合金融体制改革和金融市场的协调发展。因此有学者认为,目前可考虑由财政部、中国人民银行、各商业银行(住房公积金管理中心)等联合出资成立SPV。^[7]在组建初期,政府直接控股,以提高SPV的信用等级,减少制度安排成本,并能更好地兼顾政策目标和赢利目标。SPV的主要业务是从住房抵押贷款发放银行处购买抵押贷款,将购买的抵押贷款组合为可以证券化的抵押贷款资产池,以抵押贷款资产池的资产组合为支持,发行MBS,并为所发行的MBS提供担保。

4. 模式四:赋予资产管理公司SPV的职能

我国的金融资产管理公司(AMC)是专门为接收、管理和处置国有银行不良资产而设立的有明确存续期的金融机构,它有明确的业务范围和经营目标,为特定阶段的历史使命和金融改革服务。在有关规定中已经明确AMC可以采用证券化等方法对贷款及其抵押品进行处置,还可以享受多种形式的优惠政策。与此同时,金融界也一直在探讨AMC的存续发展之路。因此,若能在证券化试点期间赋予资产管理公司SPV的职能,不失为一个多赢之举。同时为加强SPV的实力,增强信用度,也可考虑由几大资产管理公司联合共同发起设立有限责任公司形式的SPV。为防止关联交易等损害其他股东利益的行为,可实行关联股东董事回避制度,发挥独立董事的作用,并加强监管。

5. 各模式的比较分析

由前所述,各种可能模式均有利有弊。模式一的特点是没有建立独立的SPV,抵押贷款发放银行既是原始权益人、发起人,又是MBS的发行人,这简化了证券化的一般结构和过程,节省了时间,以这种模式推进证券化有利于迅速积累证券化的经验。但该模式的致命缺陷是不能实现“真实出售”和“破产隔离”的目的。至于与银行法有冲突,则可以修改法律的相关条文,或采用其它方式变通。模式二、三、四的共同特点是设立了独立的SPV,有利于抵押贷款二级市场的形成和一级市场的完善,有利于MBS的长远发展。但模式二虽说在国际上使用比较多,但我国信托投资公司刚完成第五次整顿,具体业务方向不明确,资信力不高,现阶段由信托公司参与证券化运作可能会受到某种程度的不良影响,不利于吸引投资者。模式三的最大意义就是真正实现了

“真实出售”和“破产隔离”,符合国际上资产证券化的发展潮流,运作最为规范。同时,有政府背景的SPV有助于降低创新成本,增强市场信心,更好地兼顾政策目标和盈利目标。从长远来看,这是一个比较理想的模式。但它要求必须按照审慎的商业原则运作,使得SPV设立时审批难度大且过程复杂,一时难以进入实质性操作,即理论上较完美,但操作上较难。至于模式四,因金融资产管理公司的业务范围和经营目标非常明确,是特定阶段的历史产物。其“收购国有银行不良贷款,管理和处置因收购国有银行不良贷款形成的资产”的任务,本来就是一件浩繁的工程,况且目前进展状况不容乐观。若同时再赋予其资产证券化这一需要高度创造力且有较高难度的职能,可能不利于AMC原有目标的实现,处理不当甚至会影响到我国金融体系的稳定。

三、我国发展MBS的可行模式

MBS在世界各国的成功实践,对我国有重大的指导意义。但应该看到,即便是在发达国家之间,其发展也存在着一定的差距。MBS是一项浩大的金融工程,既需要政府的支持,又需要市场的配套完善,需要抓紧时间进行制度创新、业务创新。因此要尽可能地学习MBS成功国家的先进经验,充分利用后发优势,在制度安排上实现跨越式飞跃。

在我国资产证券化发展的初期,政府应通过制定优惠政策,完善有关法律法规、监管体系,建立高效、安全的市场体系,制定交易规则,按照国际惯例进行财务监管和风险控制。由于SPV的法律地位涉及多种现行法律法规,如果逐个修改,在时间和操作上缺乏可行性。比较好的解决办法是由国家制订、颁布关于证券化的特别法规,确定SPV的设立条件、业务手段和证券化的程序、规则等。^[8]考虑到我国的实际情况,可以综合考虑上述几种模式的特点,采用“分步实施、逐步到位”的模式。

第一步,在四大国有商业银行中,选择条件比较成熟的银行试行MBS。在证券化实施过程中,银行设立规范的抵押贷款库。抵押贷款库可以先不从银行独立出来,但要由专门的机构来管理。抵押贷款库单独设帐,独立核算,保证贷款库的现金流在控制之下,确保未来对发行的MBS本息的偿还。管理抵押贷款库的机构今后要逐渐独立。

为推动MBS的发展,先建立以政府为主导的住房抵押担保与保险专门机构,负责向发放贷款的金融机构提供担保或保险,统一抵押申请和抵押合同,并使之标准化,为抵押贷款打包组合创造条件,促进

一级市场标准化运作,免除信用增级成本,减少二级市场担保的风险。等到条件成熟时,该机构可借鉴美国 FNMA 和 FHLMC 的做法,自己收购贷款将其证券化或将其作为资产拥有。

第二步,借助政府背景组建 2 到 3 家全国性的独立的住房抵押贷款证券公司(SPV),抵押贷款发放银行将贷款“真实出售”给 SPV,SPV 在股权组成上与其它金融机构独立,并严格限制自身的资产与负债业务,成为“破产隔离”的实体。通过这一举措,可有效沟通货币市场与资本市场的联系,完善住房金融制度,形成一套功能完整的融资体系,有利于统一和规范全国住房抵押贷款的一、二级市场,大力推动 MBS 的发展,促进资本市场与国际标准的接轨。

第三步,在配套设施比较完善,住房金融市场得到高度发展后,全面放开市场,减少政府的干预,调整优惠政策,允许实力雄厚的投资银行、股份制银行、私人机构等加入这一行列,所有公司平等地进入市场竞争,各金融机构可同时在一级和二级抵押市场上展开全方位多种金融服务。市场参与者越多,市场竞争越激烈,积极进取、不断进行金融创新的动力就越大。公平的市场竞争对丰富 MBS 市场的经营品种、改善服务、提高市场效率将产生积极的效应,最终发展为一个分工相当精细、彼此协调配合、运作良好的市场。

当然,由于我国的地区发展十分不平衡,各地房地产的市场化程度也相差悬殊,商业性贷款与公积

金贷款的利率一高一低,金融基础设施体系差别较大。在 MBS 试行阶段,不可能在全国“齐步走”,应允许合适的“特区”超前试点,为以后全面推广 MBS 积累经验。相信经过理论上不断的研究创新和局部性的实践,一定可以找到适合我国的住房抵押贷款证券化模式,并推动资产证券化的发展。

参考文献:

- [1] The Committee on Bankruptcy and Corporate Reorganization of the Association of the Bar of the City of New York. New developments in structured finance [J]. Business Lawyer, 2000, (56): 95-99.
- [2] 于凤坤. 资产证券化:理论与实务[M]. 北京:北京大学出版社,2002.
- [3] 刘晖. 住房抵押贷款证券化的国际比较[J]. 国际金融研究, 2000, (10): 58-64.
- [4] 建设部住房抵押贷款证券化考察团. 澳大利亚和香港特区住房抵押贷款证券化考察报告[EB/OL]. <http://www.cin.gov.cn/fdc/other/2001051703-07.htm>, 2001-05-17/2002-10-08.
- [5] Riddiough J. Optimal design and governance of asset-backed securities [J]. Journal of Financial Intermediation, 1997, (6): 121-152.
- [6] 王光友. 论我国 SPV 的设立模式[J]. 国际金融研究, 2001, (12): 47-51.
- [7] 何小锋. 资产证券化:中国的模式[M]. 北京:北京大学出版社,2002.
- [8] 宾融. 住房抵押贷款证券化[M]. 北京:中国金融出版社,2002.

On SPV operation mode of the mortgage-backed securitization in China

DENG Chao, ZHANG Ma-hua

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

Abstract: As one important financial technology and financial instrument, Mortgage-Backed Securitization (MBS) has received much concern at present. Setting up Special Purpose Vehicle (SPV) which accords with the national conditions of our country and the international practice, is the core of pursuing MBS. The establishment and operation of SPV must be favorable to the long-term development of the Assets-Backed Securitization and be helpful to strengthen the international competitiveness of the financial circles of China. At present, the condition that “put in right place in one step” is still unripe, we can adopt the strategy that “implementing step by step, putting in place progressively”. We must create the conditions and accelerate system innovation which will promote the development of securitization in China.

Key words: Mortgage-Backed Securitization(MBS); securitization; SPV (Special Purpose Vehicle)