

# 浅论证券化中的风险自留原则

联合资信评估有限公司 李振宇 谢晴晴 刘静

近日国务院召开常务会议，决定进一步扩大信贷资产证券化试点。进行新一轮试点，需要在总结之前试点经验教训的基础上，解决之前政策中存在的问题，才能将试点推向深化。目前来看，最迫切需要解决的问题就是对风险自留的有关规定。只有修订了这个政策，才能将信贷资产证券化试点扩大和逐步实现常规化，实现试点的目的和目标。

## 1. 风险自留原则的提出

我国在2008年之前的试点期间，对于风险自留并没有强制要求，但由于当时投资者的范围有限，投资者对于资产证券化产品风险认识尚不成熟，次级档（权益档）证券的销售压力较大，不少发起机构实际都持有了部分次级档证券，该比例一般不高于资产支持证券总额的4%。

2008年次贷危机后，舆论和监管都将矛头指向了资产证券化，认为过度证券化是导致危机的罪魁祸首，美国进而对资产证券化进行了反思。资产证券化一般要求发起机构将其资产真实出售给SPV，这样就可将资产池内含的风险转移给资产支持证券持有人。在这种情况下，由于发起机构不承担资产池的违约风险等风险，使得发起机构和贷款服务机构愈来愈不关心借款人的还款能力和现金流状况，并有可能降低其审贷条件，即存在较大的道德风险。这被认为是次贷危机爆发的重要原因。为了防范发起机构的道德风险，危机后美国出台了《多德-弗兰克法案》，该法案提出证券化产品的发起机构至少要留存5%的比例，并且对于该部分的信用风险不得采取直接或间接对冲措施，以强化发起机构的责任。这就是所谓的风险自留原则，其根本目的是防止发起机构的道德风险。

我国在2012年信贷资产证券化试点重启后，央行、银监会、财政部三部委联合下发的《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》中也强化了风险自留原则，要求发起机构持有最低档次资产支持证券的一定比例，该比例原则上不低于全部发行规模的5%，持有期限不低于最低档次证券的存续期。从2012年以来发行的资产证券化产品来看，发起机构也都至少持有了全部发行规模5%的次级档证券。

## 2. 现有政策存在的问题

我国上述这一政策在解决了发起机构道德风险的同时，也给资产证券化实践带来了很大困扰。

一是给金融机构通过证券化来实现资本释放制造了障碍。

由于次级档证券包含了最主要的信用风险，按照目前的监管资本计算规定，持有次级证券需要直接扣减资本。因而如果金融机构持有较多的次级证券，就很难实现其通过证券化来释放资本、增加贷款业务空间的目的。通过证券化来释放资本，缓解资本补充压力是我国金融机构开展证券化的根本目的之一，如果不能实现这个目的，将大大降低金融机构开展证券化的积极性和动力。

二是给资产支持证券的设计带来了很大困难。

在目前的条件下，为了满足政策要求，次级档证券的厚度似乎必须要超过5%，而且要将次级档证券的厚度进一步加大，才可能实现出表目的，这势必造成次级档证券的厚度过大。实际

操作中，不少证券化交易的次级档证券厚度已经超过10%，甚至高达20%（也有别的原因）。由于目前我国的试点中进行证券化的基础资产仍然是优质资产，基础资产的实际风险还是相当小的，次级档证券设计成这样的厚度，与实际风险出现了较大的偏离，存在很大矛盾。因此，这个政策有可能会扭曲资产支持证券的设计，不利于证券化产品科学、合理设计和扩大试点。

### 3. 解决方案

近期，美联储也在深入研究证券化中的风险自留问题。其基本研究结论认为，发起机构自留的风险过高和过低都会带来道德风险，发起机构持有5-10%的基础资产的风险是比较合适的，并初步拟订了具体的风险保留比重和方式。

借鉴其初步成果，我们认为，我国的发起机构在证券化过程中，必须坚持风险自留原则，由发起机构保留一定风险，但是必须适当，而且可以根据基础资产和交易目标自主选择风险自留方式。比较简单的风险保留方式有以下三种：

第一种是要求发起机构必须持有一个证券化交易所发行的全部证券（包含优先级、次级档证券）每个品种发行规模的5%，并且不得采取其他对冲方式来对冲风险。

第二种是要求发起机构必须至少持有所发行的次级档证券发行规模的10%，并持有任何其他档证券的一定比例，该比例应不低于全部证券的5%减去已持有的次级档证券比例。

第三种是要求发起机构必须至少持有所发行的次级档证券发行规模的15%。

采取上述这三种方式的任何一种，都既可以实现对发起机构道德风险的有效控制，同时也给发起机构提供了足够的释放资本的空间，为证券化产品的设计创造了较大的空间。

在国务院提出“优化金融资源配置，用好增量、盘活存量，更有力地支持经济转型升级，更好地服务实体经济发展”的大方针之下，资产证券化将是支持实体经济发展的有效工具，而制度的完善将为资产证券化市场的健康发展奠定良好基础。