

资产证券化：中国的模式

何小锋 等著

北京大学出版社
北京

图书在版编目(CIP)数据

资产证券化:中国的模式/何小锋等著 .- 北京:北京大学出版社,2002 .4
ISBN 7-301-05497-1

资... .何... . 金融投资_研究_中国 资产评估_研究_中国
.F832 .48

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2002)第 008893 号

书 名:资产证券化:中国的模式

著作责任者:何小锋

责任编辑:符 丹

标准书号:ISBN 7-301-05497-1/ F·0500

出版发行:北京大学出版社

地 址:北京市海淀区中关村 北京大学校内 100871

网 址:<http://cbs.pku.edu.cn> 电子信箱:zpup@pup.pku.edu.cn

电 话:出版部 62754962 发行部 62754140 编辑室 62752027

排 版 者:高新特激光照排中心 62637627

印 刷 者:

经 销 者:新华书店

787 毫米×980 毫米 16 开本 31.75 印张 585 千字

2002 年 4 月第 1 版 2002 年 4 月第 1 次印刷

定 价:50.00 元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,翻版必究

前 言

何小锋

(北京大学经济学院教授、博士生导师)

这本书所讲的“资产证券化”，不仅仅是通常所理解的资产证券化。通常所讲的资产证券化，是指信贷资产的证券化，具体来说，它包括“住房抵押贷款支撑的证券化”(mortgage-backed securitization: MBS)和“资产支撑的证券化”(asset-backed securitization: ABS)。这是从资本市场最发达的美国舶来的概念，对于中国资本市场来说基本上仍是初生的业务，仅有少数几个不具典型意义的案例。

这里所讲的资产证券化是“广义的资产证券化”。即使在美国，最广义的说法也只是“二级证券化”的思想：第一级证券化是指实物资产的证券化，第二级证券化是金融资产的证券化。然而，我们所讲的资产证券化包括最广泛的四种类型：

1. 现金资产的证券化。如以现金为始点和终点的证券投资或投机的过程。
2. 实体资产的证券化。如企业(作为实体拥有综合资产)发行股票、债券及其他证券并上市交易的过程。
3. 信贷资产的证券化。如上所述之 MBS 与 ABS,并称为“狭义的资产证券化”。
4. 证券资产的证券化。例如证券投资基金、可转换债券、认股权证、各种金融衍生工具的发行、上市与管理(或转换)的过程。

这四种类型的证券化，在中国已有大部分实践在拓展，其他产品(如 MBS)虽属空白，但正在热烈的研讨之中，其推出应是指日可待。无疑，广义资产证券化的研究对中国证券市场的发展与规范是有重要的理论和实践意义的。

我们所提出的四种资产证券化，不仅仅是概念上的突破，更是一种理论上的创新。它是研究分析的新观念、新方法，也是一种实际操作的高新技术、新产品。这在本书中处处贯穿并且时时体现。我们的核心思想是：广义的资产证券化，是投资银行学研究和分析的主线，是资本运作业务的高级形式，是中国资本市场的理论与实践的关键所在与重大课题。

正是抓住以上的主要观念的突破,我们长期投入主要精力,在资产证券化的理论方面博览群书,抽丝剥茧,在实践方面精心操作,呕心沥血,终于总结成两本专著:(1)《资产证券化理论与实务全书》(与豪升 ABS(中国)控股有限公司合作,全书 120 万字,中国言实出版社 2000 年版);(2)现在呈现在读者面前的这本《资产证券化:中国的模式》。

我们可以自豪地说,我们已经创立了投资银行学的“新体系”,这是有别于中外学者和专家著述的“理论和实务的新结构”,也是摈弃以往沉溺于“业务罗列”与“机构罗列”的体系的“新分析逻辑”。这个新体系的全面阐述已在北京大学经济学院的课堂上反复演练,并将在另一本《投资银行学教程》中予以发表。

我们在此对投资银行新体系的主要特征表述如下:投资银行学将以“一个中心、二条主线、二条辅线”展开分析。一个中心即是:对公司价值和资产定价的现金流的分析;二条主线即是:一条主线是广义的资产证券化,另一条主线是企业重组(包括并购在内);二条辅线即是:一条辅线是投资银行的内部治理,另一条辅线是投资银行的外部监管。

对资产证券化的研究与实践,对于我们这个研究团体来说,已经有 15 年以上的历史。在上个世纪 80 年代中,我作为北大教师,一边在香港从事研究工作,一边在北大主讲投资分析、国际投资的有关课程;在 90 年代初的经济改革大潮中,我曾率一批毕业的研究生亲赴实践,亲自参与了“淄博基金”、“三亚地产投资券”、“香港股市借壳上市”、“离岸贷款融资项目”、“公司改制上市”等项目,取得了珍贵的第一手知识与经验;千年转折之交,在科技投资热潮之中,我亦率一批年青教授与研究生,从设计策划、公司注册、业务发展到公司在香港创业板上市的全过程,一一亲历亲为;最近四年,我们在科研上紧密围绕资产证券化这个核心课题,在课堂上、研讨会上、网站上、写作中几番辛劳,推出一批批论文和书稿……。参与写作的研究生已经毕业了第三批:他们是:张伟、李诗晗、刘仕宏、刘永强、鹿炳辉、宋芳秀、沈春晖、来有为、龚英姿、王东毅、刘剑峰等同学。我愿借此前言,对他们的合作精神和辛劳工作致以敬意和谢意。他们中有些人因为已经工作和出国学习,没有参与本书的写作,但对本书的研究成果,他们是有奠基的功劳的。

我亦感谢我的导师厉以宁教授,他的治学精神和博学睿智,令我辈奉为楷模;他对我成长的谆谆指导甚至在关键时刻的挺身保护、仗义直言,令我刻骨铭心;即使对我们在资产证券化方面的研究,他也在百忙之中拨冗提携,在第一本专著出版时亲身作序。本书付梓时,我们不敢再次烦扰——我们更愿意把它作为学习汇报,献给敬爱的恩师厉先生。

我们亦感谢北京大学的刘鸿儒教授、肖灼基教授、李庆云教授、刘伟教授、张

博副教授,他们在我们的研讨中给予了大量的指导和支持。

我们特别应当感谢豪升 ABS(中国)控股有限公司的成之德总裁、盛宇明和李维刚副总裁,他们对我们以前的研究提供了指导、支持和帮助。此时我的脑海中也浮现出许多亲切的面孔,他们是同样提供了帮助和支持的许多朋友和师长,有些甚至远隔重洋亦主动相助。我相信他们会原谅我在此不一一罗列其姓名。

本书最大的特点是,在理论与实践总结的基础上,专门对中国如何拓展资产证券化和投资银行业务进行全面的探析。这是一本中国化的书,专门写给对中国投资银行业的发展有兴趣的同仁看的。此书亦可作为大学研究生的研讨教材,其初稿已在北京大学经济学院的博士生、硕士生课堂上试用几番,反应颇佳。相信此书对关注中国资本市场的理论界与实践界的同仁,在抛砖引玉的意义上会有所裨益。

本书由我负责策划、统稿、总纂,其他参加研究撰写的人员有黄嵩、宋芳秀、张伟、王一鸣、王国强、龙欣、刘双玲、李宁忠、陈俏、张春煜、张萍等人。

欢迎大家批评指教。本书内容若有缺错,主要责任在我。

2001 年 12 月 9 日于北京大学

目 录

前言	(1)
----------	-------

第一篇 资产证券化的基本理论

第一章 广义的资产证券化理论	(3)
第一节 资产运营的一般模式	(3)
第二节 资产证券化的原理和业务概述	(9)
第三节 资产证券化的核心原理	(12)
第四节 资产证券化的基本原理	(18)
第五节 资产证券化趋势的理论分析	(26)
第二章 实体资产证券化	(29)
第一节 自由发展时期 (16 世纪—20 世纪 30 年代大危机之前)	(30)
第二节 规范化发展阶段 (20 世纪 30 年代大危机—70 年代)	(35)
第三节 放松管制下的深入发展阶段(70 年代至今)	(39)
第三章 信贷资产证券化	(44)
第一节 信贷资产证券化的兴起和繁荣时期	(45)
第二节 信贷资产证券化的广泛深入发展阶段	(49)
第三节 信贷资产证券化在国际金融市场上的发展	(52)
第四节 信贷资产证券化的经济影响分析及经验总结	(57)
第四章 证券资产证券化	(60)
第一节 证券资产证券化理论分析	(60)
第二节 证券投资基金的产生与发展	(65)
第三节 证券投资基金的方方面面	(70)
第四节 中国证券投资基金的产生与发展	(81)
第五章 现金资产证券化	(88)
第一节 现金资产证券化理论分析	(88)
第二节 现金资产证券化的类别分析	(91)

第三节	现金资产证券化的行为分析	(97)
第四节	证券市场发展的历史回顾.....	(107)
第六章	狭义的资产证券化理论.....	(117)
第一节	资产证券化的魅力.....	(118)
第二节	资产证券化的基本运作流程.....	(120)
第三节	资产证券化的核心原理和基本原理.....	(124)
第四节	资产证券化的类型.....	(129)
第五节	中国资产证券化突破模式的思考.....	(134)

第二篇 资产证券化的风险与收益模型

第七章	证券化的交易模型.....	(147)
第一节	单宗销售证券化交易结构.....	(147)
第二节	多宗销售证券化交易结构.....	(150)
第三节	单层销售结构与双层销售结构.....	(152)
第四节	循环交易模式.....	(154)
第八章	MBS 的价值评估分析	(157)
第一节	MBS 价值分析的常用方法	(158)
第二节	MBS 价值分析的 OAS 方法	(164)
第三节	期权调整利差方法的评述.....	(176)
第九章	资产证券化的风险.....	(181)
第一节	资产证券化的风险概述.....	(181)
第二节	证券化产品投资的风险.....	(186)

第三篇 中国拓展信贷资产证券化的制度研究

第十章	资产证券化的制度基础分析.....	(201)
第十一章	资产证券化的法律制度.....	(210)
第一节	资产证券化与法律制度之间的关系概述.....	(210)
第二节	证券化中的破产防火墙——特殊目的载体.....	(214)
第三节	我国设立 SPV 的法律环境	(219)
第四节	资产转移的方式及定性.....	(225)
第五节	资产转让过程中的法律问题.....	(231)
第六节	资产证券化涉及的其他法律问题.....	(238)

第十二章 资产证券化的会计制度.....	(245)
第一节 销售与融资的区别.....	(245)
第二节 销售的会计处理.....	(251)
第三节 合并问题.....	(257)
第四节 交易后会计期间的会计处理.....	(260)
第十三章 资产证券化的税收制度.....	(262)
第一节 资产证券化税收的两个基本问题.....	(262)
第二节 资产证券化当事人的税收负担分析.....	(264)
第三节 资产证券化税收制度安排的博弈论分析.....	(272)
第四节 对如何解决我国证券化税收问题的政策建议.....	(277)
第十四章 资产证券化与信用制度.....	(280)
第一节 信用对资产证券化的重要性.....	(280)
第二节 我国信用秩序的现状及其经济分析.....	(282)
第三节 改善信用环境,促进资产证券化的发展	(284)
第十五章 资产证券化中的政府推动与监管.....	(287)
第一节 政府推动.....	(287)
第二节 资产证券化过程中的政府监管.....	(293)
第十六章 资产证券化与机构投资者.....	(299)
第一节 资产证券化与机构投资者.....	(299)
第二节 证券投资基金.....	(304)
第三节 保险资金.....	(309)
第四节 其他的机构投资者.....	(312)
第十七章 资产证券与中介机构.....	(315)
第一节 担保机构.....	(315)
第二节 信用评级机构.....	(318)
第三节 投资银行.....	(321)
第四节 律师事务所.....	(323)

第四篇 中国拓展信贷资产证券化的产品

第十八章 住房抵押贷款证券化.....	(327)
第十九章 商用房产抵押贷款证券化.....	(339)
第二十章 工商业贷款证券化.....	(347)
第二十一章 应收款证券化.....	(356)

第一节	贸易应收款证券化.....	(356)
第二节	信用卡应收款证券化.....	(363)
第二十二章	基础设施收费证券化.....	(371)
第二十三章	汽车贷款证券化.....	(380)
第二十四章	跨国资产证券化.....	(388)

第五篇 中国拓展信贷资产证券化的突破模式

第二十五章	既有实践的分析及突破模式的选择.....	(401)
第一节	个案介绍及分析.....	(401)
第二节	我国证券化的发展阶段.....	(407)
第三节	中国拓展资产证券化突破模式的选择.....	(409)
第二十六章	中国住房抵押贷款证券化的模式分析.....	(415)
第一节	住房抵押贷款证券化的创新与影响.....	(415)
第二节	我国住房抵押贷款证券化的发展.....	(423)
第三节	我国住房抵押贷款证券化的模式.....	(428)
第二十七章	跨国资产证券化的模式分析.....	(436)
第一节	跨国资产证券化的成因.....	(437)
第二节	我国开展跨国资产证券化的问题与对策.....	(442)
第三节	我国开展跨国资产证券化的可能模式.....	(446)
第二十八章	银行业不良贷款证券化.....	(450)
第一节	银行业的不良贷款状况及证券化方向.....	(450)
第二节	资产管理公司不良贷款的证券化.....	(453)
附录	证券资产形式的创新.....	(461)
第一节	金融衍生产品的产生和发展.....	(461)
第二节	加入金融衍生产品属性的证券品种分析.....	(471)
第三节	结构精细化的证券品种分析.....	(481)
第四节	中国创新证券品种分析与建议.....	(485)
参考文献	(491)

第一篇

资产证券化的基本理论

第一章 广义的资产证券化理论

资产证券化有广义和狭义之分。广义的资产证券化是指资产采取证券这一价值形态的过程和技术,它具体包括现金资产的证券化、实体资产的证券化、信贷资产的证券化和证券资产的证券化四种。狭义的资产证券化则是指近三十年来国际金融市场上项重要的金融创新,实际上,狭义的资产证券化是广义资产证券化在广度和深度上进一步发展的表现之一,其主要内容是信贷资产证券化。

提出广义资产证券化这一概念,并从广义资产证券化的角度来考察狭义资产证券化,这是我们的一个尝试,也是本书的主要意义之一。

本章的主要任务就是建立一个广义的资产证券化理论体系,为全书的展开奠定理论基础。

第一节 资产运营的一般模式

本节从整个经济的资源配置角度出发,考察了资产的定义、特性和分类,进而分析了资产运营的一般含义,并在此基础上提出了资产运营的一般模式。

一、资产的定义、特性和分类

(一) 资产的定义

关于资产(asset)的定义,国际会计标准委员会认为:“一项资产所体现的未来的经济利益是直接或间接带给企业现金或现金等价物的潜能。这种潜能可以是企业经营能力中的部分生产能力,也可以采取可转换为现金或现金等价物的形式,或减少现金流出的能力,诸如以良好的加工程序降低生产成本。”这个定义是从企业的角度来考察的资产,认为只要具备直接或间接带给企业现金或现金等价物的潜在能力,便应该称为企业的资产。

一个更一般化的定义是美国财务会计准则委员会给出的,认为“资产是某一特定主体由于过去的交易或事项而获得或控制的可预期的未来经济利益。”这里,资产被看做是可以预期得到的经济利益,这种经济利益是靠过去的交易或事

项获得的,资产的主体不再只局限于企业,而是扩展到整个经济中的任何可能的“特定主体”。与此类似的一个定义是经济学家费雪(Fisher)给出的,他认为所有可导致收入增加的东西都是资产。

本书中,我们是从整个经济的角度来考察资产运营的一般模式,所以有必要从整个经济的角度来定义资产。我们给出的定义是:资产是能够给其所有者带来可预期的未来经济收益的能力。

从这个定义出发,资产至少具有如下内涵。第一,资产具有收益性。这是资产的最本质含义,也是资产对于所有者的最根本意义所在。第二,资产具有风险性。资产的收益是在未来提供的,而未来具有许多不确定性,因此资产具有风险性。第三,资产具有产权明确性。资产必须有其明确的所有者,其产权界区必须是清晰的。第四,资产具有非消费性。拥有资产的目的是为了获得未来的经济收益,而不是消费所得的享受收益(效用),尽管所有投资的目的最终都是为了消费。第五,资产具有多种形式。

确定是否是资产只有惟一的标准:能够给其所有者带来可预期的未来经济收益,而在现实经济中,符合这一标准的物质采取了多种形式。

(二) 资产的特性

资产的特性大致可以归纳为流动性、可逆性、可分性、价值的可预见性以及收益性。

资产的流动性涉及实现资产价值的便利程度和速度。虽然资产在某一特定时刻具有一定的全额价值,但这种价值的实际实现程度则通常取决于出售该资产的决定是在多久以前作出的。具有完全流动性的资产,无论其出售决定作出得有多迟,该资产都能实现其全额价值。对于不完全流动性资产,其全额价值的实现取决于是否有充足的时间寻找买主,在较短的时间内,这类资产也可以被出售,但出售决定作出得越晚,实现的价值就越少,也就是说出售资产获得的价值和寻找买主的时间成正比。

一项资产的可逆性是指该资产带给其所有者的价值占购买者同期购买该资产所支付成本的百分比。对于一项完全可逆的资产来说,该百分比为100%,表明卖主可以把买主购买该资产的成本全部转换为现金。严格意义上的完全可逆性难以想像。任何资产的交换都必然伴随某些成本支出:对费用、佣金以及买卖双方所花费的时间和精力等,即便是完全流动的资产也存在交换成本。

资产的可分性涉及资产交易的最小单位,一项资产可进行交易的最小单位不仅对于确定资产交易的成本至关重要,而且往往是资产交易得以进行的先决

条件。

价值的可预见性则指一种确定性,如果一项资产在未来任何一天的现金价值都可以完全预测,则意味着该资产具有完全可预见性。一般而言,对资产价值的预期会因为投资者和资产种类的不同而有所不同。

一项资产在一段时间内的收益是指在此间持有该资产所带来的全部收入减去花费的成本,收益的形式可能多种多样,可以是实物、货币、证券等,但也必须从资产价值的角度来统一衡量。

(三) 资产的分类

目前在理论上和实践中,主要存在以下几种常见的资产分类。

第一,根据资产的存在形式,可分为有形资产和无形资产。有形资产包括厂房、设备、办公用品、现金等;无形资产包括专利权、商标、品牌等。

第二,根据资产变现的速度,可分为流动资产和固定资产。流动资产是能够较快变为现金的资产;固定资产是不能迅速变为现金的资产。

第三,根据资产在社会资本运动中的地位和作用,可分为金融资产和非金融资产。金融资产包括货币以及有价证券等;非金融资产一般由实物构成,尽管这些实物也可能表现为一定的货币额。

第四,根据资产是否能跟所有者分离,可以把资产分为主动资产和被动资产。被动资产,如土地、厂房等,这些资产跟其所有者可以分离;主动资产,如劳动力、知识等,这些资产跟所有者合为一体。

上面的各种分类都是为了便于说明特定问题的目的而进行的,因此每一种分类在某些特定的情形下有其优越性,同时在其他的情况下又有其局限性。但上面的所有分类都不适合于说明资产运营的一般模式,所以在此有必要对资产作出新的分类。

根据资产的价值形态不同,我们把资产分为“现金资产”、“实体资产”、“信贷资产”、“证券资产”和“智能资产”五类。简单来说,所谓现金资产,是以非消费目的存在的现金,也就是用于投资的现金;实体资产包括实物资产和无形资产两种,主要以企业形式存在;信贷资产就是我们通常意义上所说的债权资产,主要指银行贷款和应收账款;证券资产包括各种有价证券;智能资产是指在资产运营过程中人的知识和能力的水平,是创造新的经济利益的能力。这里要特别说明的是这种分类和上面提到的分类有一个非常重要的区别,即这五种资产形态不是相互对立和排斥的,事实上,同一个资产可以以不同的价值形态同时存在,比如说上市公司的厂房,既以实体资产的形态存在,又同时以证券资产的形态存在。这个重要区别以及五类资产的价值形态更为明确的含义,将在本章的后面部分得到更为充分的阐述。

最后,必须明确本书中资本和资产之间的关系。我们认为,资本是资产的价值形式,而资产是资本的载体,所以,资产和资本这两个概念至少在讨论其运营模式时是可以通用的。

二、资产运营的一般模式

目前国内相关文献对资产运营的论述绝大部分是从企业的角度来考察的,大致可以分为狭义和广义两类。狭义的资产运营强调产权经营,认为资产运营就是通过产权经营实现资产保值增值,并从这个角度出发,把并购重组作为资产运营最为重要的方式。广义的资产运营定义认为,资产运营是公司对其可以支配的所有资源进行优化配置,以实现最大限度资产增值目标的过程。

由于对资产定义和理解的不同,我们对资产运营也有自己的定义。因为资产的所有者不但包括企业,还有个人甚至政府,因此,我们认为应该从整个经济资源配置的角度来定义资产运营。

我们对资产运营的定义如下:资产运营是以价值为中心的导向机制,它以资产价值形态的管理为基础,通过资产的优化配置和资产结构的动态调整来实现资产增值最大化的目标。简单地说,资产运营就是通过资产的五种价值形态自身以及互相之间的转换来实现价值增值的最大化。

从定义可知,资产运营具有如下特点:

第一,资产运营是以价值为中心的导向机制,要求在经济活动中始终以资产增值最大化为目标。资产是能够给其所有者带来可预期的未来经济收益的能力,也就是说资产的价值来源于它为所有者带来的未来经济收益,所以,资产的价值是它所创造的未来经济收益的现值,资产价值最大化也就是资产未来经济收益现值的最大化。

第二,资产运营的对象是资产的五种价值形态。实际上,生产经营只是资产运营的一部分,只是对实体资产进行管理的一项活动,而资产运营不仅包括生产经营过程中的实体资产的管理,还包括其他资产价值形态——现金资产、信贷资产、证券资产和智能资产——的管理以及所有五种价值形态之间的转换。

第三,资产运营注重资产的流动性,强调资产价值形态变换的便利性。资产的流通过程实际上就是资源的配置过程,各种资产的流动性越大,资产价值形态之间变换越便利,则资源配置的效率就越高。

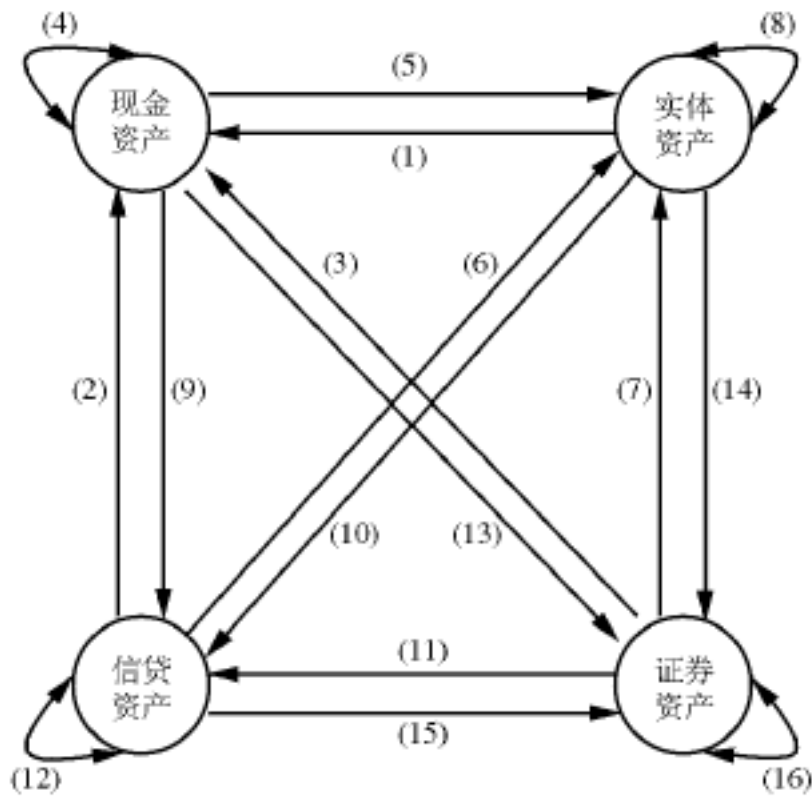
第四,资产运营实际上是一种资产结构优化的过程。资产运营通过资产结构优化,对资源进行合理配置。结构优化不仅指企业内部资源结构如产品结构、组织结构、技术结构、人才结构的优化,存量资本和增量资本结构的优化,更为基本和深层的是指现金资产、实体资产、信贷资产、证券资产和智能资产等价值形

态结构的优化,这主要包括价值形态的空间结构、时间结构和风险结构。资产价值形态的空间结构和时间结构,是指资产的价值形态在一定的空间地域和时间上得到反映,即不同价值形态在空间上和时间上的分布、流通和转化。资产价值形态的结构中最重要的是风险结构,资产收益总是和风险成正相关的,高收益总是伴随着高风险,因此,资产的风险管理就成为投资的重要内容。一般通过套期保值、保险和分散化三种方法来进行风险管理,从而优化风险结构。

第五,资产运营的收益主要来自资产优化组合后效率提高所带来的经济收益的增加,即资产价值的提高。从根本上来说,资产运营收益是产业利润的一部分,表现为较高的投资回报与较低的投资回报之间的差额。但必须承认,如果没有资产运营,就不会有收益的提高。

在上述资产运营定义的基础上,我们可以建立一个资产运营的一般模式。所有的资产运营方式都可以概括为现金资产、实体资产、信贷资产和证券资产这四种价值形态自身以及它们相互之间的十六种转换,并且每一个过程中都有智能资产的运营相匹配以实现增值最大化的目的。其中,资产证券化是最为常见、最为高级的形式之一。

资产运营的一般模式可以用图 1 .1 来概括。



“——>”表示资产价值形态的转换,并包含智能资产作用的运营过程,并非现金流的方向。

图 1 .1 资产运营的一般模式

需要特别说明的是,上述过程中的箭头并不意味着现金流的方向,而只是资产在不同价值形态之间的转换,例如过程(14)并不意味着现金流从实体资产退

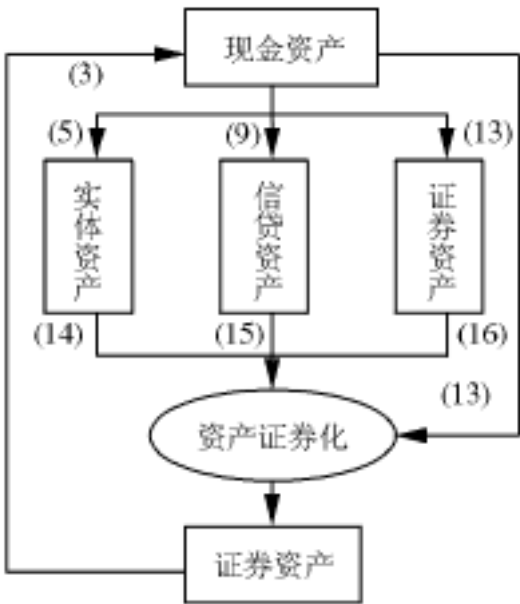
出从而流向证券资产,即放弃实体资产的直接投资而改为投资于证券资产,而是意味着资产的价值形态从实体资产转化为证券资产,即企业发行证券的过程。同时,在每个转换过程中,都必须要有智能资产相匹配,从这个角度来说,资产运营创造的收益实际上是智能资产创造的价值。

三、资产运营一般模式中的资产证券化

从资产运营的一般模式出发,资产证券化可以分为现金资产的证券化、实体资产的证券化、信贷资产的证券化和证券资产的证券化四种。其中,现金资产的证券化是从证券需求的角度来考察的,它是指现金资产转换为证券资产的过程和技术,现金资产的证券化实际上就是证券投资的过程和技术。而实体资产的证券化、信贷资产的证券化和证券资产的证券化都是从证券的供给角度来考察资产证券化的,具体来说,实体资产的证券化是实体资产向证券资产的转换,主要包括企业发行股票和债券以及上市、不动产证券化和实业投资基金的发行和上市。信贷资产证券化,主要指银行的贷款或者企业的应收账款经过重组形成资产池,并以此为基础发行证券。证券资产证券化是证券资产的再证券化过程,一个最重要的形式就是证券投资基金,通过对现有证券资产组合的未来收益为基础发行新的证券。

在资产运营的一般模式中(图 1 .1),实体资产证券化是过程(5) + (14) + (13) + (3)的组合,信贷资产证券化是(9) + (15) + (13) + (3)的组合,证券资产证券化是(13) + (16) + (13) + (3)的组合,现金资产证券化则是过程(13)。

我们可以用图 1 .2 来概括资产证券化。



本图中的数字和图 1 .1 中的数字一一对应,代表相同的资产运营过程。

图 1 .2 资产运营一般模式中的资产证券化

第二节 资产证券化的原理和业务概述

在上节中我们提出了资产运营的一般模式,并从这个一般模式出发考察了资产证券化,本节将在此基础上结合资产证券化在投资银行学新体系中的地位,来考察资产证券化的原理和业务。资产证券化原理包括:一个核心原理(基础资产的现金流分析)和三个基本原理(资产重组原理、风险隔离原理、信用增级原理),四类业务(现金资产证券化、实体资产证券化、信贷资产证券化和证券资产证券化)。当然,本节只是对资产证券化的原理和业务进行概括性的论述,更为详细的论述将在后面章节中展开。

一、资产证券化是投资银行学新体系的主线之一

“Investment banking”一词至少有四层含义:其一,机构层次,指作为金融市场中介机构的金融企业;其二,行业层次,指投资银行整个行业;其三,业务层次,指投资银行所经营的业务;其四,学科层次,指关于投资银行的理论和实务的学科。当前国内学术界和实务界对“investment banking”一词的理解和翻译存在相当混乱的状况。我们认为,由于这个英文词组的四层含义都有相应的中文单词,所以应该对上述四层含义作出明确区分,即分别用投资银行、投资银行业、投资银行业务和投资银行学来表示这四种含义。

这里,我们对第四种含义的“investment banking”——投资银行学——提出一个新的理论体系。在这个新体系中,资产证券化作为主线之一,具有举足轻重的作用。

目前国内外对投资银行学的阐述和理解都是以“业务罗列”为主线展开的,缺乏一个内在的理论逻辑结构。例如,由美国投资银行家 Robert L. Kuhn 主编的投资银行学权威著作 *Library of Investment Banking*,总共有七大卷(其中第七卷是索引),其中第一卷是投资银行的行业描述和一些理论知识,第二卷到第六卷基本上就是以业务种类为主线来进行论述。从这套书的节选本来看可能更容易看清这一点(中文版《投资银行学》,北京师范大学出版社)。该书上篇讲述投资银行学的原理和方法,下篇讲述投资银行的融资与集资,主要章节为:金融工程与金融产品、创新的公司证券、首次公开发行、私募、杠杆收购、风险套利与并购程序、期货与期权、掉期交易、资产证券化、公共机构融资、国际融资。在各个业务与业务之间并没有内在的理论逻辑,只是孤立地进行介绍和论述。由国内学者任映国、徐洪才主编的《投资银行学》则将投资银行的八大业务进行分章论述,构成了全书的主要内容。但作为一门学科,投资银行学不应该仅仅停留在

罗列业务的层次上,而应该努力建立一个具有内在逻辑的理论体系,从而不但能更好地阐述投资银行的现有业务,而且能揭示投资银行未来发展的趋势。我们提出的投资银行学新体系可以看做是这方面的尝试之一。

投资银行学新体系把投资银行学的内容概括为“一个中心、两条主线、两条辅线”：“一个中心”指的是资产的定价和现金流分析,“两条主线”是指广义的资产证券化和广义的并购重组,“两条辅线”则分别是投资银行的内在文化和投资银行的外部监管。

需要特别指出的是,对投资银行学两条主线的理解应该而且必须超越业务的层面,资产证券化和并购重组不应该被看做通常意义上投资银行的两项主要业务,而应该是一种思想观和方法论——只有从这个角度出发,才能更好地揭示投资银行学的原理和规律。事实上,资产证券化和并购重组这两条主线是相互联系、相互渗透,并贯穿于投资银行的所有业务中的,只是有时资产证券化的思想和方法体现得突出一些,有时并购重组的思想和方法体现得突出一些。

目前国内关于并购重组的研究和讨论比较多,而对于资产证券化的研究和讨论却相对薄弱,有些理论界和实务界人士甚至提出并购重组业务是投资银行学的核心这种片面的观点。当然,这与我国的证券化程度不高是分不开的。我们认为,资产证券化是一种更为重要、更为普遍的资产运营的思想和方法,是投资银行学的主线之一,它与并购重组共同构成了投资银行学的主体内容。因此,有必要对资产证券化进行深入的研究和讨论。

作为投资银行学主线的资产证券化,主要包括如下内容:(1) 资产证券化在资产运营中的地位;(2) 资产证券化的发展历史;(3) 资产证券化的原理,包括一个核心原理——被证券化资产(或基础资产)的现金流分析和三大基本原理——资产重组原理、风险隔离原理、信用增级原理。(4) 资产证券化的四类业务——实体资产证券化、证券资产证券化、信贷资产证券化、现金资产证券化;(5) 资产证券化趋势的理论分析;(6) 资产证券化的最新发展——狭义资产证券化的理论。

二、资产证券化的核心原理和基本原理

资产证券化的核心原理是指被证券化资产(或基础资产)的现金流分析。被证券化的资产可以采取多种形式,但这些资产必须具备一个先决条件——能产生可预见的未来现金流。所以,从表面上来看资产证券化似乎是以资产为支撑,

尽管这些讨论和研究更多的是从并购重组的业务层次来展开,但对于人们认识并购重组这一重要思想和方法起到了非常重要的作用。

但实际上却是以资产所产生的现金流为支撑的,这是资产证券化的本质和精髓。换句话说,资产证券化所“证券化”的不是资产本身,而是资产所产生的现金流。因此,现金流分析成为资产证券化理论的核心原理。基础资产的现金流分析,主要包括两方面的内容:资产的估价和资产的风险/收益分析。

资产证券化的三大基本原理分别是“资产重组原理”、“风险隔离原理”和“信用增级原理”,这三大基本原理其实是对基础资产现金流分析的进一步深入。资产重组原理的核心思想是通过资产的重新组合来实现资产收益的重新分割和重组,着重从资产收益的角度来进一步分析现金流;而风险隔离原理却着重从风险的角度来进一步分析现金流,是关于资产风险重新分割和重组的原理;信用增级原理则是从信用的角度来考察现金流,即如何通过各种信用增级方式来保证和提高基础资产的信用级别。

任何一项成功的资产证券化,必须要对基础资产进行成功的重组以组成资产池,并实现资产池和其他资产的风险隔离,同时,还必须对资产池进行信用增级。实体资产证券化如此,证券资产证券化和信贷资产证券化也同样如此。

随着资产证券化形式的不断发展,这三个原理的重要性和基础性更为明显,尤其是在狭义资产证券化中得到了最充分的体现。

三、资产证券化的四大类业务

广义的资产证券化包括实体资产的证券化、信贷资产的证券化、证券资产的证券化和现金资产的证券化四大类业务。

实体资产的证券化是以实物资产和无形资产为基础发行证券并上市的过程,它主要有以下几种方式:(1) 股票发行与上市,包括直接上市、间接上市、买壳上市、借壳上市等;(2) 债券的发行与上市,按融资主体的不同,债券的发行分为政府债券的发行、金融债券的发行、公司债券的发行和国际机构债券的发行;(3) 不动产证券的发行与上市,即以某一项房产和地产的未来的现金流为基础发行证券;(4) 产业投资基金的发行与上市,指以投资于一个产业的未来收入为基础发行证券以募集资金组成基金。

信贷资产的证券化,就是把缺乏流动性但具有未来现金流收入的信贷资产(如银行的贷款、企业的应收账款)经过重组形成资产池,并以此为基础发行证券。它是狭义资产证券化的最主要内容,也是我们一般意义上所说的资产证券化。在典型的资产证券化流程中,通常由发起人将预期可获取稳定现金收入的资产,组成一个规模可观的“资产池”,然后将这一“资产池”出售给专业操作资产证券化的“特殊目的载体”(SPV),由 SPV 以预期现金收入为保证,经过担保机构的担保和评级机构的信用评级,向投资者发行证券、筹集资金,并将日后收到

的现金流偿付给投资者,从而实现发起人筹到资金、投资人取得回报的目的。

证券资产的证券化,就是将证券作为基础资产,再以该证券的现金流或与现金流相关的变量为基础发行证券。证券资产证券化最重要的形式是证券投资基金,即通过对现有证券资产组合的未来收益为基础发行新的证券。证券资产证券化的一个变异形式就是某些衍生金融产品,如期货、期权等。

现金资产的证券化是指现金的持有者通过证券投资将现金转换成证券的过程,包括投资者在证券发行市场上买入证券,但它更主要的则是指投资者在二级市场上进行的证券交易。证券交易有以下几种方式:(1) 证券交易所交易;(2) 柜台交易;(3) 第三市场交易 ;(4) 第四市场交易 。

第三节 资产证券化的核心原理

资产证券化是以被证券化资产可预见的未来现金流为支撑在金融市场上发行证券的过程,从本质上来说,是被证券化资产未来现金流的分割和重组过程。被证券化的资产可以采取多种形式,如实体资产、证券资产、信贷资产等,但这些资产必须具备一个先决条件——能产生可预见的未来现金流。所以,从表面上看资产证券化是以资产为支撑,但实际上却是以资产所产生的现金流为支撑的,这是资产证券化的本质和精髓。换句话说,资产证券化所“ 证券化 ”的不是资产本身,而是资产所产生的现金流。因此,资产的现金流分析就成为资产证券化的核心原理。

具体来说,“ 资产的现金流分析 ”这一资产证券化核心原理,主要解决如下两个问题:资产的估价和资产的风险/ 收益分析。

一、资产的估价

金融理论认为,现金流由资产产生,而资产的价值却是由它所产生的现金流决定的。因此,资产的价值问题也就可以通过资产的现金流分析来解决,或者说资产的价值分析就成为现金流分析的一项重要内容。由此,我们就可以得出资产估价的基本观点——资产的价值就是它未来产生的现金流的现值。在这个基本观点的基础上,不同的资产可以有不同的估价方法。

总的来说,资产估价可以归为三类。第一,现金流贴现估价法,这种方法认

第三市场是指非交易所会员的经纪人,通过其他渠道大量经营交易所上市证券所形成的特殊市场。

第四市场是指一些机构投资者出于自营的目的,通过种种方式和渠道直接进行大宗证券交易的市场。

为一项资产的价值应等于该资产预期在未来所产生的全部现金流的现值总和；第二，相对估价法，这种方法根据某一变量，如收益、现金流、账面价值或销售额等，考察同类“可比”资产的价值，借以对一项新资产进行估价；第三，期权估价法，它使用期权定价模型来估计有期权特性的资产的价值。使用的估价方法不同，得出的结果可能会有显著差异，所以，选择合适的资产估计方式是问题的关键。

接下来我们将具体分析上面提到的三种估价方法及其适用性和局限性，并以此来确定被证券化资产的估价方法。

1. 现金流贴现估价法。这种方法的基石是“现值规律”，即任何资产的价值等于其预期未来现金流的现值总和。即

$$V = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

其中：V = 资产的价值

n = 资产的寿命

CF_t = 资产在 t 时刻产生的现金流

r = 反映预期现金流风险的贴现率

在上述公式中，现金流因所估价资产的不同而各异。对实体资产而言，现金流是税后净现金流；对证券资产而言，则股票的现金流是红利，债券的现金流是利息和本金；对信贷资产而言，现金流就是利息和本金。贴现率将取决于所预期的现金流的风险程度，风险越高，贴现率就越高；反之，风险越低，贴现率就越低。

现金流贴现估价法是基于预期未来现金流和贴现率的估价方法。如果被估价资产当前的现金流为正，并且可以比较可靠地估计未来现金流的发生时间，同时，根据现金流的风险特性又能确定出恰当的贴现率，那么就适合采用现金流贴现方法。我们认为信贷资产证券化和部分的证券资产证券化，可以采取这种估价方法。

信贷资产证券化对被证券化的信贷资产要求很高，一般来说包括如下内容：能在未来产生可预测的稳定的现金流；资产的相关历史数据容易获得；资产的历史记录良好，即违约率和损失率较低。这毫无疑问地说明信贷资产证券化过程可以采用现金流贴现估价法。另外，一些投资风格稳健的证券投资基金，由于其投资一般都是那些收益比较稳定的证券，所以未来的现金流也相对比较稳定，所以也适合用现金流贴现估价法。

请注意这里的“预期”二字，也正是因为这两个字使得现值规律和资产估价的基本观点区分开来。

证券投资基金是证券资产证券化最重要的形式。

但是实体资产证券化一般来说并不适合用这个方法,我们以企业上市来说明这一点。首先,企业上市前作为一个非上市公司,其股票并不在公开市场上进行交易,所以很难得到企业关于价值评估的历史数据。另外,即使有历史数据,也存在问题,因为企业上市前要进行资产重组,通常会出售一些已有的资产,购买新的资产,并且改变资本结构甚至是所有权结构,这些变化无疑使得企业未来现金流的预测变得更加困难,并且会影响公司的风险特性,进而影响贴现率。在这种情况下,历史数据不但对现金流的分析没什么帮助,反而会产生误导作用。

2. 相对估价法

在相对估价法中,资产的价值通过参考“可比”资产的价值与某一变量,如收益、现金流、账面价值或收入等比率而得到。其中应用最广泛的三个比率是:行业的平均市盈率、价格/账面值比率和价格/销售额比率。另外,价格/现金流比率、价格/现金红利比率和市场价值/重置价值比率(又称托宾 Q 值)等也是在实际中经常用到的。

相对估价法的魅力在于简单且易于使用。应用该方法可以迅速获得被估价资产的价值,尤其是当市场上有大量“可比”资产进行交易,并且市场在平均水平上对这些资产的定价是正确的时候。但相对估价法也容易被误用和操纵,这一点在利用“可比”资产确定比率数值时尤为突出。世界上没有在风险和收益方面完全相同的两种资产,因此,“可比”资产的定义在更大的程度上是一个主观概念。

尽管如此,相对估价法还是应用相当广的,尤其是在实体资产证券化中。应该说,绝大部分实体资产在证券化前都是通过相对估价法来确定价值的。同时,由于相对估价法简单易行,也常常被用来作为辅助的估价方法。

3. 期权估价法

期权是指仅在一定情况下——期权标的资产的价值超过了看涨期权的执行价格或低于看跌期权的执行价格时,才产生收益的资产。在过去的 20 年里,期权定价模型获得了迅速的发展,这些期权定价模型可以用于评估具有期权特性的任何资产的价值。

如果一种资产的收益是某一标的资产价值的函数,则该资产可以被看做是期权。如果标的资产价值超过某一预定水平,则被估价资产的价值为超过的部分,如果没有超过,则被估价资产毫无价值,那么该资产可以被视作是看涨期权。如果标的资产的价值在预定水平以下,则被估价资产有价值,如果超过了预定水平,则被估价资产毫无价值,那么该资产可被视为是看跌期权。

很多证券资产本身就是期权产品,所以可以直接用期权的定价模型来估价。还有一些资产通常不被看做是期权,但具有期权的某些特性。例如公司股票可

以看做是以公司整体为标的资产的看涨期权,公司债务面值代表其执行价格,债务期限为期权的寿命。专利权可被认为是产品的看涨期权,用于获取专利的投资支出为执行价格,专利失效日为期权的到期时间。对具有期权特性的资产进行证券化时,期权估价法无疑是一个最为重要也最为常用的方法。

当然,上面的三种方法不应该被看做是相互排斥的,而是互相补充。应该说,每种股价方法都有其用武之地,而且在很多情况下,对某一资产进行估价时,几种方法可能同时会用到。

总之,对资产进行正确估价,是资产证券化的一个重要步骤。如果没有正确的资产估价,就不可能进行成功的资产证券化。

二、资产的风险和收益分析

怎样度量风险,怎样确定风险补偿以及风险承受能力有多大等问题也是资产证券化面临的基本问题。资产的风险和收益理论始终是金融研究的核心,并有各种模型试图来解决这个问题。自从 20 世纪 50 年代初现代分散投资组合理论提出以来,风险/收益模型取得了长足的进步:模型更加定量化;预测更加具体化;模型的接受程度也更为广泛。这里我们将简单讨论几个最常见的模型,这些名字对每一个学金融的人来说都是耳熟能详的:CAPM、APT 和多因素模型。这些模型无疑是众多模型中的“佼佼者”,当然,它们也不是十全十美,甚至与十全十美差得很远,关于它们的争论也将一直存在下去。但是有一点是肯定的,那就是尽管这些模型是从证券资产的风险和收益角度提出来的,但这些模型完全可以应用于所有资产的风险和收益分析,而不仅是证券化资产。另外,我们还将介绍违约风险模型,它在信贷资产的估价模型中应用相当广泛。

1. 资本资产定价模型(CAPM)

CAPM 可以用下面这个简单的公式来表达 :

$$E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f]$$

其中: $E(R_i)$ 是资产 i 的期望收益

R_f 是无风险利率

$E(R_m)$ 是市场投资组合的期望收益

β_i 是资产 i 的 β 值

尽管这个模型是在很强的假设条件下得出的,但它确实提供了相当强的可检验的结论:首先,所有的投资者都将在两种资产中分配他们的财富——即以市

关于这个模型以及后面的 APT 和多因素模型的详细推导和论述,在任何一本现代的投资学和金融经济学的教材中都能找到,这里不再详细阐述。

场价值为比例持有无风险资产和包括所有资产在内的市场投资组合;其次,任何资产的风险都可以通过测定它给市场投资组合增加的风险来度量,而这一加入风险则是通过估算该资产的收益与市场投资组合收益的协方差来取得的——获得的协方差除以市场方差,进行标准化,我们可以得到该资产的 β 值;再次,任何资产的期望收益都与其 β 值成线性关系,即 β 值越高,期望收益越高。

CAPM 是否行之有效? β 值是否是风险的最好近似?它是否与期望收益相关?对于这些问题的争论从 CAPM 提出以来一直没有停止过,但是这个模型从提出以来,一直受到理论界的推崇和实务界的应用也是事实。

2. 套利定价理论(APT)

CAPM 无法用 β 值完全解释不同资产收益的不同,从而为其他资产定价模型打开了大门,其中最有竞争力的是套利定价模型(APT)。APT 背后的逻辑基础与 CAPM 类似,即投资者只有在承担不可分散的风险时才能获得补偿。在 CAPM 中,一个因素(对市场投资组合的敏感性)决定了这种不可分散的风险,而在 APT 中,这种风险的度量不再是单一因素决定,而是由多个因素决定。这些决定因素的个数和它们的确认有赖于历史收益数据。

我们可以用下面这个公式来表述 APT:

$$E(R) = R_f + \beta_1 [E(R_1) - R_f] + \beta_2 [E(R_2) - R_f] + \dots + \beta_n [E(R_n) - R_f]$$

其中: R_f 是零 β 因子投资组合的期望收益

$E(R_j)$ 是第 j 种因素的 β 值为 1 而其他因素的 β 值为 0 的投资组合的期望收益

公式里括号中的每一项可以理解为模型中每一项因素的风险补偿。

这里,我们可以认为 CAPM 是 APT 的一种特例,即当只有一种经济因素驱动市场收益时,市场投资组合就是这种惟一的因素。

$$E(R) = R_f + \beta_m [E(R_m) - R_f]$$

3. 风险收益的多因素模型

套利定价模型没有确认具体的因素,这从统计学的角度来看可能是一个优势,但从直观的角度看,却是一个实实在在的缺点。解决这一问题的办法很简单:用具体的经济因素替换不可确认的统计因素。这样就可保留 APT 优势的基础上,使模型的应用更加直观,这也是为什么引入多因素模型的原因。

但是从 APT 到多因素模型的转换也有代价:确认模型因素时可能会出现错误。模型中的因素可能会随着时间而发生变化,同样,这个经济因素的风险补偿亦会发生变化。

多因素模型通常不是建立在严密的经济学理论上,而是根据数据得出

的。一旦 APT 中因素的个数得以确认,一段时期内各因素的表现是可以从历史数据中抽取的。我们将这些因素的时序数据同宏观经济变量的时序数据作一比较,就可以看出这些变量是否与那些因素吻合。

例如,Chen、Roll 和 Ross 认为如下宏观经济变量与因素分析中得出的因素高度相关:工业产值、破产补偿的变动、期限结构的变动、未预知的通货膨胀以及实际收益率的变化。根据这些变量与收益的关系,我们就可以得到一个期望收益率和每个变量 因子的关系模型。

$$E(R) = R_f + \beta_{\text{GNP}} [E(R_{\text{GNP}}) - R_f] + \beta_i [E(R_i) - R_f] + \dots + \beta_n [E(R_n) - R_f]$$

其中: β_{GNP} 是国民生产总值的 因子

$E(R_{\text{GNP}})$ 是国民生产总值 因子为 1 而其他因素 因子为 0 时投资组合的期望收益

β_i 是通货膨胀率的 因子

$E(R_i)$ 是通货膨胀率 因子为 1 而其他因素 因子为 0 时投资组合的期望收益

4. 风险/收益模型的比较分析

以上讨论的所有风险/收益模型都存在共同的特征,即它们都假设市场风险可以获得补偿,并将期望收益定义为风险度量的函数。CAPM 的假设条件最多,但得到的结果最简单,即只有一个因素决定风险并需要估计。APT 假设条件较少,但是模型相对复杂,至少就其所需要估计的参数来说是这样。CAPM 可以看做是 APT 的特例,即只存在一个决定因素,并且这个因素可以完全由市场指数度量。一般而言,CAPM 简单易用,但当资产对经济变量较为敏感,而且这一点不能在市场指数中很好地表现时,就不如使用 APT 有效。

APT 直观上最大的问题是无法精确地确认决定期望收益的各个因素。尽管这样可以保持模型的灵活性,并减少检验中的统计问题,但它使得我们很难理解 APT 中 因子对于资产的实际意义以及当资产情况发生变动时,它们将如何变动。

多因素模型在解释历史收益方面要强于 CAPM,但是这种比较是有点不公平的,因为 CAPM 模型在解释收益不同时将自己限定在一个因素,而多因素却可以随意选择因素。当我们用模型来预测未来期望收益时,这种比较的结果就显得模糊不定了。因为多因素模型使用多个因素的好处可能会被估算因素和因子时发生的错误所抵消。CAPM 的应用得益于它的直观性和简单性。

5. 风险/收益模型在资产证券化中的作用

风险/收益模型从风险需得到补偿的角度出发,来计算一种资产或资产组合

的收益率,而这个收益率,从资产估价的角度来说,就是资产未来现金流的贴现率。因此我们说,资产的风险/收益模型在证券化中的作用是用来确定证券化资产未来现金流的贴现率。

在资产估价中,风险/收益模型主要是用在现金流贴现估价法中,同时,在对比估价法和期权估价法中也可以起到一定的参考作用。在现金流估价法中,如果不能进行正确的风险/收益分析,就不可能对证券进行正确的定价。换句话说,如果不能对资产的风险/收益进行分析,就无法用现金流贴现法来估价。

6. 违约风险模型

与前面讨论的一般风险/收益模型相比,违约风险模型主要是考察资产违约风险对预期收益的影响,而一般的模型只注重研究市场风险。分散投资的原理可以用来解释为什么资产的特有风险不决定期望收益,但是同样的道理却无法应用到那些价格具有有限上涨空间而下跌空间巨大的资产。比如银行的贷款,只可能从借款者处取得有限的收益(利息),却可能承担本息无归的巨大风险。所以,这种性质的资产的期望收益就倾向于反映发行公司的特有违约风险。

笼统地讲,资产的违约风险是一个具有两个变量的函数,这两个变量是从资产产生现金流能力的角度说的。设其他条件相同:(1)如果资产产生现金流的能力越强,资产的违约风险就越低。(2)现金流越稳定,违约风险越少。

最广泛使用的资产违约风险的度量方法是资产评级,这项工作通常由独立的评级公司完成。评级已经成为资产证券化中一项重要的内容,在本书的后面部分我们将具体讲述信用评级的内容。

第四节 资产证券化的基本原理

资产证券化的三大基本原理分别是“资产重组原理”、“风险隔离原理”和“信用增级原理”,这三个基本原理其实是对基础资产现金流的进一步分析,是资产证券化核心原理的深入。资产重组原理的核心思想是通过资产的重新组合实现资产收益的重新分割和重组,着重从资产收益的角度来进一步分析现金流;而风险隔离原理却着重从资产风险的角度来进一步分析现金流,是关于资产风险重新分割和重组的原理;信用增级原理则是从信用的角度来考察现金流,即如何通过各种信用增级方式来保证和提高整个证券资产的信用级别。

本节的主要任务就是对这三个原理进行详细分析。

一、三大基本原理的概述

任何一项成功的资产证券化,必须要对基础资产进行成功的重组以组成资

产池,并实现资产池和其他资产的风险隔离,同时,还必须对资产池进行信用增级。实体资产证券化如此,证券资产证券化和信贷资产证券化也同样如此。因此,“资产重组原理”、“风险隔离原理”和“信用增级原理”就成为资产证券化的三大基本原理。随着资产证券化的不断发展,这三个原理的重要性和基础性越来越明显,尤其是在狭义资产证券化中得到了最充分的体现。

资产重组是资产的所有者或支配者为实现发行证券的目标,根据资产重组原理,运用一定的方式与手段,对其资产进行重新配置与组合的行为。在资产证券化中,资产重组原理的核心思想是通过资产的重新组合来实现资产收益的重新分割和重组,它是从资产收益的角度来进一步对现金流进行分析。

资产重组原理一般包括如下内容:(1)最佳化原理。通过资产重组使基础资产的收益达到最佳水平,从而使以资产为基础发行的证券价值达到最佳化。(2)均衡原理。资产重组应将资产的原始所有人、策略投资者以及将来的证券持有人的利益进行协调,以有利于证券的发行和未来的表现,并至少应该保持原有的均衡不被破坏。(3)成本最低原理。在资产重组过程中,必须坚持“低成本”的战略,也就是说必须降低资产重组的操作成本。(4)优化配置原理。按照“边际收益递减”理论,在某种资产连续追加投入的过程中,边际投入所能带来的边际收益总是递减的,当边际收益与边际成本趋于一致时,资产投入的效益就达到最优化状态。在产出不变的情况下,各种资产相互组合或替代已经不能导致成本进一步降低的状态就是最优的资产组合状态。因此,资产重组的目标不仅是要一般地提高资产的利用效率,更重要的是要通过不断调整与再组合来实现社会资源配置最优化,促进经济协调、稳定和可持续发展。

当然,资产的收益和风险总是“捆绑”在一起的。当资产收益通过资产运营转移时,资产风险也必定转移,收益的转移过程同时也就是风险的转移过程。例如,当银行的住房抵押贷款实行证券化后,资产的收益转移给了证券的投资者,而风险也同时转移给了证券的投资者。因此,在一项资产运营的具体业务中,就可以以收益的转移为主要出发点,并同时考虑风险的转移,例如投资业务;另外也可以以风险的转移为主要出发点,并同时考虑收益的转移,比如风险管理。

如果说资产重组原理是以资产收益为出发点来考察资产证券化的话,那么风险隔离原理就是以资产的风险为出发点来考察资产证券化业务,即着重从风险的角度来进一步分析现金流,是关于资产风险重新分割和重组的原理。

风险隔离原理的核心内容是在资产证券化中,如何通过基础资产的风险和其他资产(主要是基础资产原始所有人的其他资产)风险的隔离来提高资本运营的效率,从而给资产证券化参与各方带来收益。我们认为,风险隔离从两方面提高了资产运营的效率:首先,通过风险隔离,把基础资产原始所有人不愿或不能

承担的风险转移到愿意而且能够承担的人那里去;其次,证券的投资者能够只承担他们所愿意承担的风险,而不必是资产原始所有人面临的所有风险。

正是通过这种资产收益和风险的重新分割和重组,证券化才能够创造更具吸引力的风险和预期收益组合的资产池,并以此为基础发行证券。但一项成功的资产证券化业务,在发行证券前往往还有一个重要的步骤——运用信用增级原理对将要发行的证券进行整体的信用增级。从直观上来讲,信用增级会增加金融资产组合的市场价值,在资产证券化的实际运作中,几乎所有的资产证券化都包括某种形式的信用增级。如果资产证券化不进行信用增级,证券投资者就可能要承担一种流动性的风险,即由于基础资产的收益流在预期时间内没有达到目标金额使得证券的收益流也没有在预期时间内达到目标金额,于是,就需要对此风险进行补偿,这无疑将会提高证券发行者的成本。如果通过信用增级来获得信用和流动性的支持,就能降低成本。从某种意义上来说,上面提到的资产组合和风险隔离也包含了信用增级的内容。

资产重组原理、风险隔离原理和信用增级原理在各种资产证券化形式中都有不同程度的体现和应用。下面我们以实体资产证券化中的企业上市、信贷资产证券化、以及证券资产证券化中的证券投资基金为例,来进一步说明这三大原理在资产证券化中的作用。

二、企业上市中的运用

企业上市重组,是指一个企业为达到其上市的目的,对现有的资产进行重组,它是企业发行证券并上市的重要过程。如果没有一个成功的重组,就不可能达到成功上市的目的。根据资产重组原理,企业上市重组应主要解决重组需遵循的原则和重组的方式问题。

企业上市重组应遵循:最佳原则、均衡原则、不竞争原则以及减少关联原则。所谓最佳原则,是指企业进行资产重组后的资产配置能使上市公司的效益达到最佳水平。所谓均衡原则,是指不论股份公司是改组设立还是发起设立,资产重组后应对重组的各方更加有利,或者至少使各方原有生产经营的均衡状态不被破坏。所谓不竞争原则,是指资产重组后应避免各关联企业之间产生同业竞争。所谓减少关联原则,是指资产重组应减少关联企业之间的关联交易。

各个国家由于企业制度和法律制度的不同,上市重组有不同的模式,下面我们以中国企业上市重组为例来分析上市重组的模式。

(1) 整体重组模式。所谓整体重组模式,是指原企业以整体资产进行重组,改组设立新的股份有限公司,同时原企业解散。这一模式主要适用于企业办社会现象比较轻的企业,即原企业非经营性资产较少且有一定的经济效益;各项经

济指标较好,完全能够满足上市要求;改组后不会使国有资产流失;企业内部隐性失业率小。其优点是有助于减少政府的干预,明晰产权归属主体,操作简便;但由于非生产性经营资产未经剥离,因而容易对进一步提高劳动生产率产生负面效应。

(2)“一分为二”重组模式。所谓“一分为二”重组模式,是指原企业以整体资产进行重组,将专业性的生产经营系统和非专业性的生产经营系统分离,重新设立两个法人实体,原企业解散或保留,再将专业性的生产经营系统重组为股份有限公司。“一分为二”重组模式是这几年国有企业改组为上市公司最为常见的一种模式,它又可分为两种形式:

第一,原企业解散。原企业经过重组后已经分为两个法人,原法人消亡,但新法人仍属于原所有者。这种重组模式主要适用于那些“大而全”、“小而全”的企业,即非生产经营系统数量较多,而且赢利水平较低、甚至亏损的企业;企业办社会现象严重的企业。这种模式有利于国有资产的保值与增值,有利于建立新的高效率的运行机制,提高企业的竞争能力;不足之处是需要许多政策上的配套。

第二,原企业保留型。这一类型是从原有企业中拿出专业性生产经营资产进行股份制改组,原企业变成控股公司,被改组部分变成上市公司。这一类型适用于企业集团、地方性大企业、定向募集股份有限公司等。原企业保留型除具备上述原企业解散型的优点外,还因保留了原企业享有的各种政策而较容易受到地方政府的支持,所以操作起来较为顺利。

(3)部分分立重组模式。所谓部分分立重组模式,是指原企业以一定比例的优质资产业务进行重组,设立股份有限公司,而原企业的其他资产仍保留在原企业中。这一模式主要适用于生产性企业 and 非生产性企业界限比较清楚的集团企业。其优点是有助于调整企业内部的运行机制,提高各企业的生产率和竞争力。但是把主要赢利企业划出原企业集团后,留在原企业的主要为非赢利企业,容易造成两极分化,给原企业的管理带来不便。

(4)共同重组模式。共同重组模式是指多个企业以其部分资产、业务、资金或债权,共同设立一个新的股份有限公司,其中的一个或两个企业在新股份公司中占有较大份额。这种模式一般表现为共同发起人中一个或若干个企业(其中包含其他发起人的债务)进行重组,其他发起人(债权人)往往以债权转为股本,或以资金、业务、无形资产投入参股。共同重组模式的优点是有助于理顺各企业之间的产权关系,强化企业内部管理,使企业尽快走上规模经营和专业化的道路。

对于企业上市,有一条任何一个国家都是一样的,那就是上市企业必须是

“公司制”(corporation)的,是一个独立的法人。与个体业主制(sole proprietorship)和合伙制(partnership)企业相比,公司制企业有以下优点:(1) 有限责任,股东的责任仅限于其投资于所有权的股份数。例如,假设股东购买 1000 元的股份,其潜在的损失就是 1000 元;而在合伙制企业中,每个一般合伙人出资 1000 元,其可能损失将会是 1000 元加上合伙制企业的负债。(2) 永续经营。因为公司与它的所有者相分离,所以某一所有者死亡或撤出不影响它的存在,即使所有的所有者撤出,公司仍然继续经营。(3) 易于产权转让。公司的产权表现为股份,所以产权可以随时转让给新的投资者,公司的存在与持股者无关,所以股份转让不像合伙制那样受到限制。

有限责任、永续经营和易于产权转让是公司制这种企业组织形式的主要优点,也正是这些优点保证了企业证券化过程中的风险隔离,提高了企业上市能力。尤其是公司制的“有限责任”和“永续经营”的优点,使得投资者的风险并不影响上市公司的风险。而“易于产权转让”的优点正是证明了风险隔离的实施效果,一般来说,产权越易于转让,上市公司的风险隔离效果就越强。

在企业上市时,会计师和律师事务所出具的报告、投资银行作为它的保荐人,这些都是信用增级的手段。另外,信用评级机构对上市公司进行信用评级也是信用增级的手段之一。

三、信贷资产证券化中的运用

资产的原始权益人在分析自身融资需求的基础上,根据需求确定资产证券化目标;然后对自己所拥有的能够产生未来现金流的信贷资产根据资产重组原理进行组合,形成资产池。资产重组原理的一个最重要内容是资产的选择,因为并不是所有的资产都适合于证券化,总结多年来资产证券化融资的经验可以发现,具有下列特征的资产比较容易实现证券化:

- (1) 资产可以产生稳定的、可预测的现金流收入;
- (2) 原始权益人持有该资产已有一段时间,且信用表现记录良好;
- (3) 资产应具有标准化的合约文件,即资产具有很高的同质性;
- (4) 资产抵押物易于变现,且变现价值较高;
- (5) 债务人的地域和人口统计分布广泛;
- (6) 资产的历史记录良好,即违约率和损失率较低;
- (7) 资产的相关数据容易获得。

一般来说,那些现金流不稳定、同质性低、信用质量较差且很难获得相关统计数据的资产一般不宜于被直接证券化。当然,在各个具体交易中,并不需要基础资产满足全部条件——往往也很难满足全部条件。一般来说,具体的一项资

产证券化业务要求基础资产重点满足其中几项的要求,而放松其他几项的要求。

在资产重组原理应用方面,信贷资产证券化和其他证券化业务一个最突出的个性,表现在基础资产的范围上。例如企业上市前发行证券,它是以资产所有者的整体信用为担保的。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单个企业的资产为支撑。然而,资产证券化的基础资产却与此截然不同,它不是以某个企业的整体资产为支撑的,而是将其中适于证券化的某部分资产“剥离”出来(注意,这种剥离与现在一般所说的企业重组的资产剥离是不同的),然后将其真实销售给一家特殊目的机构,由该机构来进行证券化。而且,基础资产的范围也不仅限于一家企业的资产,而是可以将许多不同地域、不同企业的资产组合为一个证券化资产池。这种基础资产范围上的区别是非常重要的,它会直接影响到资产产生的现金流的风险和收益,进而影响到证券化交易结构的架构以及后面将会讲到的破产隔离和信用增级等一系列重要问题。

在信贷资产证券化中,通过风险隔离原理的应用来实现破产隔离,因此,这一原理也得到了充分体现。在设立特殊目的机构(SPV)后,原始权益人把基础资产出售给 SPV,这种出售必须是“真实出售”,即资产在出售以后原始权益人即使遭到破产清算,已出售资产也不会被列入清算资产的范围。通过这种安排,基础资产与原始权益人之间就实现了破产隔离。破产隔离是“风险隔离”的一种形式,是证券化交易的重要特征之一,也是交易是否成功的主要因素之一。实现破产隔离取决于两个主要因素:证券化资产的真实出售和在交易结构中设立 SPV。

破产隔离是指将基础资产原始所有人的破产风险与证券化交易隔离开来。这是资产证券化交易所特有的技术,也是区别于其他融资方式的一个非常重要的方面。在股票、债券等融资方式中,由于基础资产不是从企业的整体资产中“剥离”出来并真实出售给一家具有破产隔离功能的特殊目的机构,而是与企业的其他资产“混”在一起的,因而如果该企业经营效益不好或破产,这些风险就将直接影响到股票、债券这些凭证持有人的收益,甚至会血本无归。换句话说,凭证持有人的风险和收益是与某个企业整体的运作风险联系在一起的。而资产证券化则不同,由于它已经将证券化的基础资产真实出售给特殊目的机构,而该机构一般是不易破产的,所以即使资产的原始所有人出了问题,其风险也不会“传染”给证券持有者,即资产的卖方对已出售资产没有追索权,这就好像是在卖方与证券发行人和投资者之间构筑了一道坚实的“防火墙”一样。证券化交易的风险与资产原始所有者的风险无关,而只与证券化资产本身相关。

利用“信用增级原理”来提高资产支撑证券的信用等级是资产证券化的一个

重要特征。为了吸引更多的投资者并降低发行成本,SPV 必须对整个资产证券化交易进行信用增级,以提高所发行证券的信用级别。通过信用增级,可以缩小发行人限制与投资者需求之间的差异,使证券的信用质量和现金流的时间性与确定性能更好地满足投资者的需要,同时满足发行人在会计、监管和融资目标方面的需求。信用增级的手段有很多种,主要可以分为内部增级和外部增级。

从直观上来讲,信用增级都会增加金融资产组合的市场价值,从而使其成为资产证券化这个点金术的关键所在。几乎毫无例外,非政府信用的资产证券化都包括某种形式的信用增级。信用增级或者包含一个由第三方提供的信用担保(外部增级)或者利用基础资产产生的部分现金流来实现自我担保(内部增级)。但大多数交易都利用了内部和外部信用增级相结合的方式,至于选择哪种增级工具将取决于在融资成本的约束下最小化增级成本。

外部增级的方式主要包括专业保险公司提供的保险、企业担保、信用证和现金抵押账户。大多数外部信用增级工具的主要缺点是容易受信用增级提供者信用等级下降风险的影响。像前三种增级方式都受到信用增级提供者自身信用等级的限制,不可能达到比自身信用等级高的信用评级,因此证券的信用评级直接受信用增级提供者信用品质的影响。但是,现金抵押账户与它们不同,因为对证券提供担保的是现金账户,所以证券的信用评级不受担保人的影响。

内部信用增级则避免了该类风险,其信用增级是由基础资产中所产生的部分现金流来提供的。内部信用增级的方式有建立次级档、超额抵押,以及利差账户。

在信贷资产证券化的实践中,大多数发行人都是使用内部或外部信用增级手段相结合来实现信用增级。例如,超额抵押和利差账户都可以使现金流获得投资级的信用评级,然后再利用专业保险公司提供的保险就可获得 AAA 的信用评级。

四、证券投资基金中的运用

资产重组原理在证券投资基金中的运用,主要体现在基金投资组合的选择上。基金投资组合的选择必须遵循收益性、安全性和流动性原则,基金发起人在这三个原则的指导下确定投资组合,即确定投资对象、投资收益和投资风险。不同性质的基金具有不同的投资目标,如收益性基金追求稳定的当期收入,而成长型基金则注重资产的长期增值。

现代金融理论证明,风险包括系统风险和非系统风险两类。系统风险无法通过组合投资来消除,但从收益与风险的关系来看,由于系统风险可以获得收益补偿,所以投资者关注的是如何消除非系统风险。全市场资产组合在理论上可

以消除所有的非系统风险,但在实践中,完全的全市场资产组合是不存在的,因此只能通过增加资产组合中的资产种类来尽量减少非系统风险。这就为证券投资基金的存在提供了理论依据。

另外,基金还可以通过多市场投资来分散单一市场系统风险,这相当于市场间的组合投资,单一市场系统风险为整个市场体系的非系统风险的组成部分。

证券投资基金的投资组合选择一般有三个层次,自上而下依次为政策性选择、策略性选择和个别性选择。

(1) 政策性选择。政策性选择的核心是投资目标市场的选择,该市场风险收益特征应符合基金的投资目标。基金的资产组合应该包括何种资产要视基金的目标而定。一般来说,追求高收益、高风险的基金其投资组合中包括股票、不动产等高风险资产,甚至是衍生证券;而要求收益稳定的养老基金,则只能选择风险小、有平稳收入流的债券类资产作为投资对象。

除了目标市场的选择,政策性选择还应确定基金资产的分散程度和基金充分投资的程度。资产分散程度由基金持有的资产种类数以及基金资产在不同资产中的分配比重衡量,一般情况下都要求有较大的分散度,以降低基金风险。

(2) 策略性选择。策略性选择是指在政策性选择确立的投资原则和范围内,利用市场暂时的非均衡造成的错误定价,调整各类资产的比重,来获得收益。策略性选择必须符合政策性选择的总原则。如果策略性选择超越权限,就会改变政策性选择的性质,使基金的目标和风险/收益特征发生偏离,违背对投资者的承诺。

策略性选择的关键是识别能够取得收益的投资机会,即发现市场中资产的错误定价。由于市场并非完全高效,信息的不完全、经济周期、投资大众的心理因素以及对投资机会利用的非等同性,都可能导致某一类资产在某一市场过高和过低的定价,从而就为策略性选择创造了机会。

(3) 个别资产选择。这是基金资产选择的第三个层次,也是最具体、最具有操作性的层次。它是在政策性选择确定的范围内,在策略性选择的指导下,利用各种信息与模型对目标市场的资产进行评估,分析具体资产的风险与收益,寻找有投资价值的资产,以达到获得最大收益的最终目标。

从组织形态来看,证券投资基金可以分为两类:公司型基金(*corporate fund*)和契约型基金(*contract fund*)。但在风险隔离方面,公司型基金与契约型却是完全相同的,因为我们可以看到公司型基金除了基金投资人多了一个层次之外,即包括基金公司和基金公司股东,其余方面均与契约型基金相同。从本质上来说,基金管理人和基金托管人都是信托资产的受托人,前者负责基金资产的日常投资决策及其管理,后者专司基金资产账户以及监督职能。基金管理公司在接受

信托进行投资决策的同时,在某种意义上充当了 SPV 的角色,它所筹集起来的信托财产也可以说是一个新的资产池。以股票基金为例,由于投资基金分散投资于各种股票,因此这一股票池的收益与其中的每一种股票收益的相关度趋向于零——对于这一过程我们就可以说是实现了一次风险隔离,这一股票池的风险与其他的同种股票的风险被隔离开来了。

而证券投资基金的专家理财无疑是信用增级的一种重要手段。由于这些专业管理人员都经过专门训练,具有丰富的证券投资和其他项目投资经验,善于利用基金与金融市场的密切联系,能够运用先进的技术手段来分析各种信息资料,对金融市场各种品种的价格变动趋势作出比较正确的预测,从而最大限度地避免投资决策的失误,提高投资成功率,并能够把握最佳的投资机会,获得较好的投资回报,因此,投资基金的理财专家能力越高、名气越大,该资金的信用也就越高。

第五节 资产证券化趋势的理论分析

资产采取证券这种价值形态(即资产证券化),是人类配置资源实践的产物。资产证券化趋势是指这样一种内在必然性:资产越来越多地采取证券这种价值形态,经济日益以证券为媒介进行运行。这种趋势表现为资产证券化发展的广度和深度:广度指资产证券化在外延上的发展,具体包括证券的总量规模的扩大,市场的多元化、多层次的拓展,证券品种的创新,证券经济参与主体的增加以及中介服务机构的发展等。深度是指资产证券化对整个经济运行的影响程度,从宏观上看,它表现为证券总值占国民经济生产总值的比重越来越大;从微观上看,它体现为居民持有的证券占有资产的比重越来越大,以及证券化产品结构的高级化、证券化技术的提升和证券业中介机构专业化程度的提高。

资产证券化趋势的出现主要是由资产证券化能够提高资产运营的效率,从而优化整个经济资源配置的优势决定的。这种优势表现在微观和宏观两个层次:从微观层次上来看,资产证券化的发展来自证券化参与各方的利益驱动以及政府的金融监管和推动;从宏观层次上来看,资产证券化得以发展,主要是由于它提高了经济中资产运营的分配效率和操作效率。

一、资产证券化发展的微观动因

从投、融资双方来看。资产证券化过程实质上是对被证券化资产的特性(期限、流动性、收益和风险)进行重新分割和组合的过程,也是金融工具由初级向高级进行深加工的过程。各种资产通过采取证券资产的价值形态,使得其期限、流

动性、收益和风险的重新分割和组合变得更为容易。通过资产证券化,市场为筹资者和投资者提供了大量不同期限、不同流动性、不同风险收益率并且可分性强的金融产品和组合,从而满足了各种不同市场主体的偏好和需求。从资产的选择可行集角度来看,通过资产证券化,使得本来不可能或者很难进行的资产收益—风险空间细分成为可能,使原来间断的收益—风险分布逐渐连续起来,筹资者和投资者在投资空间中所能选择的资产组合点或集合大大增加,从而提高了投资者和融资者的效用。

从金融中介机构的角度来看。面对日益激化的市场竞争,获得更多的金融资源与更好地满足融资者和投资者不断变化的金融服务需求,就成为金融中介机构竞争取胜的关键。而资产证券化作为一种有效的融资渠道和专业化金融服务手段也就成为金融中介间竞争的焦点。创新意识强烈、创新技术雄厚的竞争者通过证券产品的创新,证券化技术的提升打破竞争僵局,市场竞争的被动接受者又会通过模仿、改进与新的创新挽回颓势。这样证券化的广度和深度就在市场竞争中得到了不断推进。

从政府监管的角度来看。证券化各方的利益驱动是推动证券化进程乃至整个金融市场发展的重要力量,但是各方的利益膨胀又会导致金融秩序的混乱,带来社会经济效率的损失,因此各国政府都通过一方面严格监管,另一方面,对有利于经济发展的资产证券化积极推动,协调各方利益驱动,以使其有效发挥对金融市场发展的推动作用。施加严格的监管,虽然减少了金融体系的风险并可使经济更平稳地运行,但同时监管本身又增加了市场上融资者融资的难度,以及金融机构开展传统金融业务的成本,因而,监管的压力促使证券化参与各方为了规避管制,不得不突破传统方式,进一步寻求新的证券化方式,而政府的推动则使资产证券化能突破制度、法律上的约束,从而两方面共同促进了证券化的发展。

二、资产证券化的宏观动因

首先,资产证券化促进了资产运营的分配效率。所谓资产运营的分配效率是指通过价格调节对资源进行有效配置的能力。因此,评判资产运营是否具有分配效率的关键是看能否对各种金融工具(产品)作出基于潜在风险/收益基础上的准确定价,从而引导资金向经风险调整后收益最高的项目或部门流动。

具体说来,资产证券化在如下几个方面促进了资产运营的分配效率。

1. 资产证券化提供了一种将资产的收益和风险有效识别和细分的机制,在此基础上,对资产的定价将更趋准确,而准确的价格信号能更有效地引导资源向高收益的部门流动。

2. 资产证券化为资产运营主体根据不同的需求分散和有效转移风险提供

了条件。证券资产的可分性,使投资者尤其是中小投资者的分散化投资成为可能,证券投资基金的出现更进一步增强了这种优势。而金融衍生证券的出现,大大提高了风险转移的效率。

3. 资产证券化一方面通过扩大投资者的资产选择集,充分动员储蓄、发掘资金来源,加快储蓄向投资转化速度、降低转化成本;另一方面,适应了融资者的日益多样、复杂的融资需要,从而使融投资双方的交易地位都得以改善,交易者的满足程度和福利水平得以提高。

4. 资产证券化通过对政府监管的规避,打破了金融市场之间的界限,促进了金融资源的自由流动;同时还引起了新的金融机构的大量出现,模糊了传统商业银行和非银行金融机构之间的界限,增进了金融业的竞争,因此逐渐推动了市场化、自由化的金融交易制度的形成,而这种自由竞争的市场机制将有利于改善资源分配状况,实现资源配置的最优。

其次,资产证券化促进了资产运营的操作效率。所谓资产运营的操作效率是指资产运营能通过最小成本达到资产配置的最优状态。从整个社会的角度来看,资产运营的成本就是金融中介的运作成本。中介成本越小,利用资产的中间耗费就越小,资产运营的效率就越高,反之,则存在效率损失。而资产证券化则通过以下两个方面降低了金融中介的运作成本。

1. 资产证券化的发展改变了传统的不适应资产运营趋势的金融组织、金融机构和金融制度,有利于金融产业的结构调整和快速成长,促进了金融中介机构间的竞争,从而必然带来金融中介运作成本的降低。

2. 资产证券化的发展有效地改善了金融交易的信息条件,实际上证券化本身就是“信息”,通过证券化可以获得成百上千项单独资产以及它们在一个资产池中的表现和变化规律的精确信息。这些信息逐步消除了市场上的“信息不完全”和“信息不对称”现象,加快了信息传递的速度和覆盖范围,从而为金融中介更快更准确地获取市场信息提供了可能,并有效地降低了其信息成本。

第二章 实体资产证券化

实体资产证券化是指在资产运营中,实体资产向证券资产转换的过程。所谓实体资产是指实物资产和无形资产,以及由实物资产和无形资产二者结合在一起共同组成的经营实体,如企业与各种非赢利性组织。实体资产证券化的形式包括:以某种实物资产或无形资产为担保发行有价证券,此时该证券的收益与风险仅由该种资产经营状况决定;或者某一经营实体以其整体信用为担保发行证券进行融资,此时为融资提供支撑的是该实体的所有资产,不仅包括实物资产(厂房、机器等),还包括无形资产,而不是特定的某部分资产,证券持有人的风险和收益是与这个经营实体整体的运作风险联系在一起的。

实体资产的证券化主要有以下几种方式:(1) 股票发行与上市,包括直接上市、间接上市、买壳上市、借壳上市等;(2) 债券的发行与上市,按不同的融资方,债券的发行分为政府债券的发行、金融债券的发行、公司债券的发行和国际机构债券的发行;(3) 不动产证券的发行与上市,即以投资于某一项房产和地产的未来的现金流为基础发行证券;(4) 产业投资基金的发行与上市,指以投资于一个产业的未来收入为基础发行证券以募集资金组成基金。

在股票的发行和上市、债券的发行和上市、产业投资基金的发行和上市、地产投资券的发行中,前三种都是以经营实体的整体信用为担保发行证券的,而地产投资券则是以某一项房产或者地产的未来现金流为支撑发行证券的。

实体资产证券化从最初的萌芽发展至今已经历了几百年的发展过程,怎样看待这个历史过程历来说法不一,在本书中我们将其分为三个阶段:

第一个阶段,从 16 世纪实体资产证券化的萌芽至 20 世纪 30 年代大危机之前,是实体资产证券化的自由发展时期。在这个阶段,经济自由主义思潮盛行,推动实体资产证券化的主要力量是证券化参与各方的利益驱动,政府的监管与推动在该过程中的作用居于次要地位。实体资产证券化经历了萌芽、形成与比较自由的发展。

第二个阶段,从 20 世纪 30 年代的大危机之后到 70 年代,是政府监管下的规范化发展阶段。这个阶段,经历了 1929—1933 年的大危机,监管方充分认识到了实体资产证券化带来的相应的风险,国家干预主义取代了经济自由主义占据了官方经济学宝座,国家开始实施积极的规范和监督,从而使实体资产证券化

得到了规范平稳发展。

第三个阶段,从 20 世纪 70 年代至今,是现代信息技术带动下的深入发展阶段。这个阶段,经济自由主义思潮再次盛行,现代信息产业的大发展,使实体资产证券化进入了现代化的深入发展阶段。

第一节 自由发展时期 (16 世纪—20 世纪 30 年代大危机之前)

实体资产证券化是资本主义商品经济发展的必然产物,它是在资本主义发展较早的西方国家,经历了一个自然的孕育阶段,才逐步萌芽、发展、成熟和规范化的。追根溯源,证券化源于中世纪后期意大利威尼斯、热那亚等城市发行的军事公债。这种为筹集军饷而发行的军事公债可以说是实体资产证券化的萌芽,但真正意义上的实体资产证券化则是随着以下几个方面的发展和产生而发展的。

一、股份制的形成和发展为实体资产证券化的产生提供了现实的物质基础

股份制是通过发行股票筹集社会资本建立股份公司进行生产经营的企业经营制度,它最初是在资本主义海外贸易中产生的。世界上第一个真正以股份制原则建立的股份公司,是 1581 年在英国成立的“力凡特公司”又称“土耳其公司”。到了 17 世纪末,股份制开始在银行、交通运输及一些公用事业部门得到发展,如 1694 年,英格兰银行成为最早的一家股份制银行,1730—1790 年间英国开筑运河所需资本也是通过股份公司筹集资金完成的。

股份制被广泛接受则始于 18—19 世纪西方国家工业革命的爆发。工业革命以科技创新为主要动力,使社会生产中的工业化和社会化程度迅速提高。工业革命带来的社会化大生产以规模经济为基本特征,因此要求一种比单个所有者或合伙制形式能够负担的费用更大、组织更为复杂的企业形式。这种大规模的企业不仅需要大额短期流动资金供周转使用,还需要大量的长期资金用于固定资产投资,对资本在数量和结构上的需求已远远超出企业自身内部融资的限度,资金短缺和融资困难已经成为制约资本主义企业发展的瓶颈;与此同时,随着资本主义经济的发展,居民的货币收入总量有了快速增长,大量的闲置货币要寻找收益较高的投资机会,企业再生产循环周转中的暂时闲置资本也要寻求出路;此时由于银行的间接融资已不能满足双方的投融资需求,由企业发行股票和债券进行融资,即实体资产的证券化就成为了投融资双方在利益驱动下的必然趋势。

同时政府的立法推动也进一步顺应了这一趋势。1825年,英国议会首先废除了禁止创办民间股份公司的“泡沫法案”,1834年又授权君主向股份公司发放特许证书,从而正式确立了股份公司的法人地位。1837年,美国康涅狄格州颁布了第一部一般公司法,这项法律规定了标准的公司注册程序,随后美国其他各州也相继采取了康州的一般公司法。到1844年,英国也通过了国内公司法,这标志着股份制公司在英美两国的地位得到正式确立。之后,踏着工业革命的步伐,资本主义工商业迅速发展,而股份制的筹资功能及经营特点日益显示出其生命力,被广泛接受。例如美国在18世纪中后期出现了现代股份公司的雏形,到第一次世界大战结束时,美国工业制品产值已有90%是由股份公司制造的。随着股份制公司的普及,企业以其整体信用为担保进行融资的实体资产证券化也得以兴起和发展。

二、现代信用制度的建立为实体资产证券化的产生和发展提供了制度保证

信用是一种以偿还为条件的借贷关系。从本质上来看,信用是一种价值运动,它主要体现在货币的借贷和商品的赊销和预付上。从形式上看,信用是信用当事人之间的一种债权与债务的契约关系,提供货币或商品的一方为债权人,以偿还和支付利息为条件贷出货币或赊销商品;接受货币或商品的一方为债务人,按约定事项偿还款项并支付利息。信用是商品经济的产物,它随着商品生产和商品交换的发展不断完善和发展,实体资产证券化就是在这个过程中逐渐产生和发展起来的。

私有制产生之后,实体资产的剩余者和短缺者之间的借贷无论从逻辑上还是历史上来讲都是非常自然和必然的,这也就是最初的信用形式——实物借贷。出现了货币之后,由于以货币为对象进行借贷较实物更有优越性,货币借贷的形式也就自然而然地被创造了出来。从此以后,信用关系随着货币关系和货币形式的发展有了广阔的扩展空间和普遍的适应性。具体表现在:

其一,信用的形式从口头走向书面。由于信用凭证的出现,信用关系的转移成为现实,到期前债权人若急需收回所贷之物,就可将此凭证以一定的价格转让给他人,这个行动使得一般的信用凭证转化成信用流通工具,成为有价证券。

其二,信用形式的不断丰富发展。最古老的信用形式是商业信用,在商业信用的发展过程中,逐步形成了一套汇票、期票的转让、贴现及到期付款制度和法规,逐渐使货币证券的流通正常化,这为以后资本证券的流通、转让即实体资产证券化的发生、发展提供了必要的制度保证。同时,新的信用形式不断出现和发展,其中,最重要的是银行信用和国家信用。

银行信用的发展使金融机构集中了大量的社会资本,从而有条件也有能力

从单一银行金融服务转向提供多种金融服务,而向证券市场发展则是其主要方向。与此同时,随着竞争的加剧,银行原先建立的稳定的客户关系受到了威胁,银行不得不改变其传统的业务方式,从直接提供贷款转向开拓新的业务,如短期拆借、商业票据的发行、包销、承兑和贴现,还有发行债券等,各金融机构均以这种形式进入证券市场,它们不仅是票据、债券发行的安排者和管理者,而且还成为这些票据、债券的主要发行者和购买者。金融机构成为金融市场形成的基础和主要支柱。

国家信用的发展则和实体资产证券化的发展更为密切相关,因为它本身就是实体资产证券化的一种形式。以美国为例,其实体资产证券化就是从国家信用发展而来的。美国国债的最早发行可追溯到独立战争时期,但因当时人民也没有形成证券投资的观念,公债的发行并不顺利。为了维护政府债券的信誉,1787年5月,美国宪法规定,在宪法通过前签订的一切债务均由政府承担,并且把发行和偿还公债写进了宪法规定的政府职权。1790年美国国会也制定基金条例,允许旧国债和旧州债的持有者把债券换成新的联邦债券,这是美国国债的第一次整理,它有力地提高了国债在人们心目中的信用度。此后美国公债大量发行,19世纪60年代中期发生的南北战争造成公债的进一步扩大,1863年美国通过了国民银行法,使国民银行制度初步建立起来,大大促进了政府债券发行和流通市场的进一步扩大,有力地推动了这一形式的实体资产证券化的发展。

三、证券业的兴起和发展为实体资产证券化提供了主体基础

证券业是指专门从事证券投资、发行、流通、管理、咨询等活动的各种行业的统称。证券业与证券的产生和发展是相并行的,两者相辅相成,相互促进。

首先,从融资者的角度来看,随着工业革命的深入发展,一方面,新兴的股份公司对长期的投资需求越来越大,而当时一般银行只发放短期流动性贷款,并且很少承做证券业务。在新形势和实业界的需求驱动下,投资银行应运而生。另一方面,股份制企业的普遍设立与发展,还迫切要求能享受各种中介性或技术性的服务,信托公司、信托投资公司、财务公司等便因此而创立起来。

其次,从投资者的角度来看,证券在当时作为一种新的资产形态,相比以往的资产运作方式,虽然风险大,但相应的收益也高,在追求物质利益本性的驱使下,证券很快就被人们所接受。但同时,与证券投资相关的技术要求较强。证券的承兑、转移和保管、证券价格的支付、清算与交割,都必须委托专门的机构和人来进行,这样,各种相应的专业性证券投资机构和服务机构也就发展起来,如信托投资公司、证券信息传输公司、证券投资咨询公司等。

最后,从证券业自身来看,在其产生之初,面对投融资双方对证券发行与交

易的蓬勃需求,它们所提供的金融产品和金融服务几乎完全处于卖方市场,其行业利润率高其他产业,使市场资金自发向该产业集结;同时在 20 世纪 30 年代以前,政府对证券业基本上都采取了自由放任的政策,以利于其发展。

在以上三方面的共同作用下,证券业迅速地兴起。到 19 世纪末,主要资本主义国家的金融机构种类已呈现多样化,当时金融最发达的英国开业金融机构已达 16 种;德国 15 种;瑞典 12 种;美国、荷兰 10 种;法国 9 种。证券业的兴起和迅速发展,为实体资产证券化的发展,提供了充足的市场主体,通过各主体的专业化分工,提高了操作效率,使实体资产证券化得以顺利发展。

与实体资产证券化蓬勃发展相伴随的是各种股票、债券大量发行,于是证券的流动性就成为实体资产证券化继续发展的必然要求,证券交易市场就在这种需求的压力下发展了起来。

四、证券交易市场的形成与发展

证券交易市场相对股票发行市场来说产生较晚,其发展经历了两个阶段。

第一个阶段是自然形成的店头市场。最早的证券交易是一种私下的、分散的、没有固定场所的交易,最早的证券交易市场多是以店头市场形式出现的场外交易市场。当时的交易具有以下特点:其一,证券交易的自由性。证券的买卖不受时间、地点的限制,无论对证券的发行方,还是投资者,都无严格交易规则的限制,并且小额的零星交易也可成交。其二,证券交易的手续简单,一般不需要中间人来撮合成交,由交易双方通过讨价还价,达成协议价格。其三,证券流通范围狭小,证券交易的品种、数量都很小,而且交易的区域范围也很小,跨地区的乃至全国性流通的证券品种很少。

第二个阶段是以证券交易所为中心的集中交易市场的形成。随着工业革命的进行和股份公司的建立,股票和公司债券等有偿证券的发行数量激增,仅靠场外交易市场来满足已发行证券的流通转让要求面临信息成本过高、市场交换不能保持连续性、市场缺乏监督机制等许多困难,这时证券交易所便应运而生。1773 年,第一家真正意义上的证券交易所——伦敦证券交易所,在英国伦敦柴思胡同的乔纳森咖啡馆开业;美国的第一个证券交易所——费城证券交易所于 1790 年组建。交易所机制为证券交易市场制度带来了巨大的变化:一是证券交易的连续性,提高了市场制度的运作效率;二是信息处理与收集更加迅速、便捷,降低了市场信息成本;三是避免了市场制度的地区分割,方便了证券交易的完成,保证了证券交易公平实现的可能性;四是交易所机制提供了一个市场监督渠道,有利于投资者利益的保护。由于交易所机制在以上四个方面表现出来的优势,世界各国相继颁布了“证券交易法”,鼓励和刺激以证券交易所为中心的集中

交易市场的发展,同时限制和排斥场外交易市场。但场外交易市场特有的自由性和简便性,又使其继续得以生存,并且作为集中交易市场的补充进一步发展。

在这一时期,对证券交易市场的研究也走上正轨,股票指数开始出现,如美国的道·琼斯股票价格平均指数和标准·普尔股票价格指数。

五、这一阶段实体资产证券化的特点及其经济影响

从上述历史过程我们不难看出,在实体资产证券化的产生与早期发展阶段,对其发展起到决定性作用的是实体资产证券化参与各方的利益驱动,政府的推动和监督则始终处于从属地位。从证券出现到 20 世纪 30 年代初,各国一直没有形成一个较为完整的、并能对市场参与者给予有效约束的证券法律体系及监管体系。

实体资产证券化趋势的形成和发展,对于社会经济的发展产生了巨大的作用与影响。一方面,形成了大规模的直接融资,确立了现代意义上的直接融资与间接融资并存的市场融资机制,极大地便利了筹资和投资,有力地促进了社会生产力的发展。第一,融资者通过将实体资产向证券资产转换,发行有价证券,在短期内把社会上分散的货币资源聚集起来,达到社会化大生产、大规模经营所需的巨额资本量,它筹集资金的规模和速度是自身积累和依靠银行贷款所无法比拟的;与此同时,通过发行证券筹集资金,融资者实际上是将其经营风险部分地转移和分散给了投资者。第二,证券发行后其投资者购买有价证券,直接促进了流通的需求,从而促使了现金资产证券化的产生和发展。第三,融资者和投资者之间的证券买卖,开辟了储蓄直接向投资转化的渠道,实现了资金的有效融通,在收益的资本化作用下,形成了独特的价格机制调节资金的供求关系,而这种价格机制则会使资金自发地向优秀企业和朝阳产业集结,从而发挥出强烈的优化资源配置的功能,即提高了全社会的资产运营的分配效率,从而推动一国的产业结构的调整和经济发展。第四,实体资产证券化的产生和发展,直接促成了证券业的形成和发展,机构的增设和业务扩展使证券业逐渐上升到可以与银行业相提并论的重要地位。不仅如此,在宽松的管制环境中,证券业在自由竞争的市场氛围中,其运作成本很快降低,从而提高了整个社会资源配置的操作效率。

另一个极为重要的方面是,实体资产证券化在发挥其积极作用的同时,也伴随着风险的出现并制造出较大的投机空间。当时证券交易市场内部机制不健全,各种规章制度不兼备,证券交易所的组织形式也不完善,所以证券市场上的欺诈、操纵和投机行为大量存在。这些行为影响面很广,经常造成连锁反应,酿成整个证券市场的动荡和危机。例如,英国 18 世纪初发生的“南海泡沫”事件,南海公司先以低价把股票卖给自己,然后抬高股价转让以从中渔利,大批公司乘

机竞相哄抬股价,最终导致股价暴跌。鉴于此,政府于1720年6月颁布了《泡沫法》,企图阻止投机活动,但收效并不明显。此后投机事件仍然不断,如1791—1794年运河热中的股票投机风潮、19世纪40年代在铁路热潮中的股票投机事件等,都曾引发了金融危机。其中最严重的是1821—1825年间,矿业、棉纺等公司的股票价格飞涨,终于在1825年夏爆发了交易所危机,股票行市下跌了70%,接踵而来的是存款挤提,银行流动性不足,贷款被迫冻结,信用中断,银行大量破产,不到一年时间就倒闭了140家银行,引起了经济的动荡和危机。这些事件表明,实体资产证券化形成的大规模直接融资以及特殊的价格机制,本身就孕育着投机包含着风险,若无规范的市场运作和有效的内外监管,危机是难以避免的。

第二节 规范化发展阶段 (20世纪30年代大危机—70年代)

一、30年代大危机

20世纪20年代至30年代,美国经济持续繁荣,盲目扩张的工业生产,极大地刺激了信用膨胀和证券商的股票投机活动,造成资本虚拟和股市泡沫,最终以1929年“黑色星期四”为导火索,爆发了1929—1933年全面而深刻的大危机。1929年10月之前,以纽约股市为代表的西方各国股市大幅度上涨已持续1年之久。10月份,纽约股市转跌,24日和29日两天行情暴跌,三个月之内,纽约证券交易所上市股票价值从897亿美元猛跌至156亿美元,道·琼斯股价指数从1929年10月11日的最高点358点,直跌到1932年的最低点41点。同时,股票交易量也呈大幅度下降的趋势。从整体上看,从1929年9月到1933年7月,美国股票市场股价总共损失了740亿美元,即损失了 $\frac{5}{6}$ 。纽约股市暴跌风潮很快波及欧美各国,深重的金融危机导致的经济危机席卷了资本主义世界的所有领域,致使其经济长达60个月之久不能复苏。

这次空前严重的经济大危机打破了经济自由主义理论上的美妙说教,而政策上又一筹莫展,政府在长达5年之久的危机中奉行自由放任政策,危机却愈演愈烈,经济自由主义在深重的危机现实面前败下阵来。危机过后,人们痛定思痛,认识到实体资产证券化在便利投融资、促进储蓄向投资转化的同时,本身也具有一定的内在风险,如果对此没有正确的监管和引导,往往会触发金融危机甚至触发全面的经济危机。因此,政府的金融管理思想发生了根本性的转变:从主张自由竞争和政府不干预,转向限制金融业过度竞争,保证金融业的稳健经营。

西方各国对证券业都以法规、条例、章程和规则等形式从法律上加以规范,形成了大陆法系、美国法系和英国法系三个不同的证券法律体系。这三大证券法律体系在证券管理上各有特色,但都是通过立法并设置专门机构对证券实行监督与管理,使投资者的利益得到了不同程度的保护,投资欺诈等行为受到了扼制,保证了证券业健康稳定发展。这种对证券业的法制化管理,使证券制度更加规范和成熟。本书以美国为例来阐述政府规范证券业发展的具体措施。

二、大危机后美国实体资产证券化的规范体制的建立

(一) 实体资产证券化法律体系的建立

20 世纪 30 年代大危机之后,美国政府颁布了一系列涉及证券发行与交易的法令,用以规范实体资产证券化的健康发展。

1. 1933 年的《格拉斯—斯蒂格尔法》,划分了商业银行和投资银行的业务经营界限,确定了严格的银证分离制度,并授权联邦储备银行限定储蓄存款和定期存款的利率上限,即《Q 条例》。

2. 《1933 年证券法》,作为美国第一部较为系统的证券法案,该法以发行制度作为切入点来规范市场。它的基本原则是通过充分的信息披露来增加市场的透明度,从而保护投资人的利益。为了确保发行人向市场发布准确的信息,该法案对信息披露的责任、内容、方式和标准等作了明确的规定。

3. 《1934 年证券交易法》,是对《1933 年证券法》的直接延伸。该法新建了证券交易委员会以取代联邦贸易委员会管理证券市场的职能,授权证券交易委员会管理证券交易所,对证券经纪商和自营商进行注册登记管理;并规定证券在全国性证券交易所上市交易的公司,必须实行连续的信息公开制度,让证券投资者得到充分的信息。这个法案在《1964 年证券法案修正案》中又进一步得到了完善,后者扩大了信息披露的范围,要求所有拟在市场(包括柜台市场)上流通的证券都必须向市场公布信息。通过这一修正和一系列配套法案,信息披露的规范化从一级市场推延到了二级市场,形成了一个更为完备的体系。

4. 1935 年的《公共持股公司法》和 1939 年的《信托契约法》以及 1940 年的《投资公司法》、《投资顾问法》等都在不同程度上涉及到了实体资产证券化的发行管理体制。

上述一系列法令形成了迄今为止美国实体资产证券化体制的法律基础。

(二) 实体资产证券化监管机构体系的建立

通过上述法律的颁布,一个较为完善的证券监管的机构体系也同时建立了起来。这个体系主要由两级组成,第一级是证券交易委员会;第二级是联邦级的证券交易所和全国证券交易商协会。

1. 证券交易委员会,它是根据《1934 年证券交易法》建立起来的。作为美国管理证券市场活动的最高机构,它拥有一定的立法权和司法权,专门行使管理、监督全国证券发行和证券交易活动的职能,检查投资银行、证券发行公司和大股东的经营活动。

2. 联邦证券交易所,它是证券交易委员会下属的一个半管理半经营的机构。首先,它是一个管理机构,因为它要执行证券交易委员会的部分管理职能,它管理的主要对象是全国各证券交易所。另外,它作为有形证券市场,要维持、组织证券市场活动,实行独立核算,自主经营,所以它又是一个以股份企业存在的经营机构。

3. 全国证券交易商协会,它是根据《1938 年马尼罗法》建立起来的,属于半官方半民间的非营利组织,全权管理全国场外交易市场的所有证券交易活动。它作为一个自律性的团体,吸收了场外交易者,包括证券公司、投资机构或个体证券经纪人、证券交易商作为协会会员。它不仅制定了若干其成员必须遵守的业务规程,也负有调查其成员之间及其成员和公众之间的问题与矛盾的职责。

以上证券监管法律与机构体系的设立,基本形成了一个完整的实体资产证券化规范体制。在这个体制中,法律的约束力在于它规定了实体资产证券化的基本游戏规则,强调通过充分的信息披露达到公平、公正的市场运作目标。另一方面,法律不对实体资产证券化发起人(即融资者)本身的资格和质量作任何限定,而是由市场去选择。

三、严格监管下的规范性发展

(一) 30 年代严格规范下的发展

《格拉斯—斯蒂格尔法案》的通过有效地创造了美国的投资银行群体。根据该法规定,过去混业经营的银行必须申报它是继续经营证券还是接受存款发放贷款。承诺继续经营的机构便构成了一个独立自主的新产业——美国投资银行业。

30 年代危机过后的大萧条时期,整个社会的实体资产证券化处于萎缩、停滞状态,全美公司股票的新发行额在 1929 年时为 59.24 亿美元,在 1933 年时下跌到 1.2 亿美元,到 1940 年时仍只有 1.35 亿美元,整个新证券发行市场几乎门可罗雀。经济缺乏活力所造成的低利率推动了许多公司以较低的利率换发债券,债券换新在一些年头占到整个资本市场成交额的 50%—70%。大萧条年代实体资产证券化的另一个显著特点就是机构债券市场的诞生,代表着联邦政府铁腕政策的政府机构的新证券发行在危机过后的几个年份中都占到了新债发行总额的 10%—20%。

(二) 40—70 年代实体资产证券化的新发展

40 年代初实体资产证券化的低迷开始有所改观,并且证券市场逐渐走上了战争轨道,政府成为证券市场尤其是债券市场的主导。国库证券是占支配地位的投资热点,因为战争机器需要资金来润滑,这些融资活动得到了一场大规模的政府宣传运动的支持。这样,国库证券开始排挤公司证券,1940 年国库券在整个新债券发行总额中占 43%,到 1945 年时这一比例已经达到了 96%。

战后初期制造业股票的神奇魅力给了整个证券市场以新的希望,股市逐渐回升,但由于联邦政府过分严格的管制,投资银行业依旧低迷不振。从朝鲜战争结束到布雷顿森林体系解体,这段时间里美国证券市场出现牛市,以其创纪录的证券发行量和强劲的二级市场表现高歌猛进,实体资产证券化无论从广度上还是深度上都得到了新的发展。1955 年时公司债券的发行额为 74.2 亿美元,到 1966 年时其发行额增至 137.2 亿美元,1970 年更达到了 303.15 亿美元;与此同时,公用事业同时成为了股票市场和债券市场的主要发行人。由于这一时期是美国城市居民向郊区迁居的高潮,因而许多市政当局需要借款来发展基础设施,以满足社区服务的需要。于是市政债券开始以创纪录的数量上市,1955 年时其发行额为 59.76 亿美元,1970 年时则增至 181.64 亿美元。

这一时期由于追求资产多样化理念的流行,在证券市场上共同基金得以兴起,从而进一步便利了实体资产证券化的发展。投资者与储户开始通过投资公司注入资金,以求得资产的多样化,避免某只股票的特定风险,而互助基金作为一个新的机构投资者也使投资银行在推出新的上市公司时,可以向互助基金而不必向个人投资者出售首次公开发行的证券。公司也基于同样原因,热衷于资产多样化,通过收购其他公司(其中一些是属于完全不同行业的公司),来有效地保护其经营状况不受经济滑坡或消费者口味改变的影响。而发生在国内公司之间的并购浪潮则刺激了传统业务——风险套利的发展,许多交易导向型公司通过对收购公司及被收购公司股票进行买入与卖空赚取了巨额利润。

70 年代初期新债券的发行额开始呈指数级增长。60 年代晚期股市消退以后,越来越多的公司开始转向债务市场筹集资金。公司的债务股本比率在 60 年代中期开始稳步增长,主要公司的股利支付比例(股利占净收益的百分比)开始下降,在这段时间里,公司也使用股本资金但通常是内部产生的(未分配)利润而不是新筹的股本。固定利息收入的债券生意在此期间昂头挺进,很多发行机构积极响应,投身债券领域。

四、30—70 年代实体资产证券化的特点及其经济影响

这一阶段,经济自由主义在现实中遭遇了重重阻力,与此同时,国家干预主

义思潮在西方经济学界逐渐占据主导地位,并逐渐占据了官方经济学宝座。这一阶段实体资产证券化的发展以政府的参与为主要特征,一方面,政府由于实施凯恩斯主义的经济政策,推行扩张的财政政策,不断增加政府支出,导致财政入不敷出,赤字加大,发行国债成为弥补财政赤字的首选办法——国债的大量发行,有力地推动了西方各国有价证券市场的迅速发展;另一方面,在国家干预主义思潮的影响下,政府通过一系列立法,对实体资产证券化实施了严格的监管,使证券市场的证券发行与交易规范化,没有出现大的证券市场危机。这两个方面共同推动了实体资产证券化的规范化发展,同时也使证券业走向了法制化方向。

对实体资产证券化的严格监管和规范化形成了相当稳定的金融体系,良好的金融秩序保障了社会资金融通的顺利进行,增加了对投资者的投资安全的保护,也便利了融资者的融资,从而提高了社会资源的配置效率;证券业的法制化和专业化发展则促进了社会资源配置的操作效率,西方资本主义国家因此经历了一个经济高速增长的“黄金时期”,各主要工业国家的国民生产总值年平均增长速度一般都在7%—10%。

但是严格监管带来的僵化性也不容忽视:严格的分业经营规定和固定利率束缚了金融机构的手脚,使它们不能通过实现资产多样化经营来降低风险和成本,从而影响了金融业的效率;同时也妨碍了金融业的竞争,影响了整个金融体系的效率。

第三节 放松管制下的深入发展阶段 (70年代至今)

一、经济背景

进入70年代以后,西方工业国家强劲的经济增长势头逐渐放缓,经济发展中的各种矛盾日益激化,其经济、金融环境发生了新的变化。首先,西方经济的“成熟化”使得其经济增长速度明显放慢,同时由于长期在国家干预主义影响下,推行温和通货膨胀政策,造成了长期的、制度性的通货膨胀,从而形成了“滞胀”的局面,导致了“脱媒”危机的屡屡发生:非银行储蓄机构“短借长贷”的资产负债结构使其面对市场高利率损失惨重;政府对银行业严格管制的同时却对金融市场放松管制,造成了不平等竞争,传统的业务分割受到了严重的挑战,金融机构竞争加剧,业务分工不断被突破。其次,二战结束后,尤其是进入70年代之后,随着资本主义各国经济的发展和生产社会化程度的提高,各国间在经济、技术、

资金上的联系不断加强,生产的国际化和资本的国际化都得到了很大发展,这使得西方各国金融市场尤其是证券市场之间的竞争更加激烈。最后,战后主要资本主义国家先后发生了以电子工业为核心的新技术革命,从而强有力地改变了生产要素和整个经济结构,推动了社会经济的迅速发展。

经济现实的改变也引起了经济学界主流思潮的变化。面对 70 年代初以“滞胀”为特征的经济危机,国家干预主义在理论上难以自圆其说,在政策上进退维谷;这时经济自由主义思潮又开始日渐强盛,以 70 年代末、80 年代初英美大选新型自由经营论的政党执政为标志,至 90 年代初经济自由主义又走红西方经济学界,而国家干预主义则陷入低潮。在这样的现实和理论背景下,实体资产证券化进入了放松管制下的深入发展阶段。

二、政府管制放松下实体资产证券化的发展

《1975 年证券法修正案》取消了证券商的固定佣金制,采取协定佣金制,佣金的收取由经纪人和投资机构共同协商而定,通常比固定佣金制下便宜。这一转变降低了机构投资者的交易成本,刺激了证券市场交易的活跃,提高了交易效率,促进了实体资产证券化的发展。

《1980 年存款机构放松管制和货币控制法》、1982 年《存款机构法》取消了《Q 条例》所制定的利率上限,而 1989 年《金融机构重组、复兴和货币控制法》则允许众多有偿债能力的储蓄机构换领了从事全面银行业务的许可。1999 年 11 月 4 日通过了《金融服务现代化法案》,开辟了美国金融服务业的混业经营的新时代。这些改革在为各类金融机构提供一个公平合理的竞争环境的同时,也导致各类金融机构职能的区别迅速消失,使职能相同的各类金融机构之间的竞争日趋激烈。激烈的竞争一方面导致金融业总体成本的下降,提高了社会资源配置的操作效率;另一方面也引起了金融机构的金融创新,使得金融工程在 70 年代兴起,实体资产证券化因此在深度上获得了极大发展,而信贷资产证券化、证券资产证券化等其他证券化形式也在其基础上发展起来。

同时,这些放松监管的举措也适应了八、九十年代一级市场新证券发行额的剧增以及二级市场交易量的持续增长。从 1984 年到 1986 年,新发行的普通股的数量由大约 180 亿美元增长到 500 亿美元,直至 1987 年 10 月的市场暴跌。在新股发行市场上占据主导地位的是从 70 年代后期起一直股本资本短缺的工业部门,其中购买优先股的热情有了较大的提高,此时优先股的注册股息利率与普通股不相上下,道·琼斯工业平均指数与其他主要市场指数在 1987 年中期前连创历史最高水平。1987 年 10 月的股市暴跌使得市场指数下跌了约 20%,打击了投资者的投资热情,也降低了投资银行的利润,市场活动的萎缩直到 1991

年中期最严重的衰退阶段过去后才有所改善。但就在 1992 年的 6 个月内,股票和债券的一级市场都创下了融资活动的纪录,直到 1993 年才被刷新。二级市场交易方面,纽约股票交易所的二级市场交易额从 70 年代晚期到 90 年代初期增加了两倍,而同期各种不同债券的交易额则分别增加了两倍到三倍。在这一过程中管制人员并没有相应增加,90 年代初的证券市场向着比 1933 年以来任何时候都更加自律的方向发展。

三、新兴证券市场的发展

1. 垃圾债券市场的兴起

随着 1980—1982 年经济衰退结束而到来的融资活动大爆炸把经营状况不太好的公司推向了融资市场。由于这些公司的传统资金来源——商业银行依旧把利率定得很高,因此一个为资信等级低下的公司融资的债券发行市场就变得令人向往了。一方面它可以为发行人提供用于扩张的资金,另一方面它可以为那些愿意承受更大风险的投资者提供一个投资的场所,于是从 80 年代早期德鲁克斯·伯恩哈姆·朗波特公司开始牵头承销大宗的垃圾债券起,垃圾债券市场兴起,并成为以后 10 年中证券市场中最成功的一个市场。

2. 欧洲债券市场和欧洲股票市场的兴起和发展

1964 年,英国商人银行华宝公司承销了意大利高速公路机构——奥托斯塔塔的美元债券。这一期限为 15 年的债券向美国国外的投资者发售,避开了扬基债券市场和证券交易委员会的注册手续。一个崭新的离岸市场就这样诞生了。作为许多与之争夺发行业务的各国国内市场的混合物,欧洲债券市场发展出了一些特有的性质,这些性质为投资银行与债务发行人双方加以利用。欧洲债券市场上交易的证券类型,除了常规债券与浮动利率票据外,又逐渐设计出了一系列债券。比如:可转换为外国货币的债券、模仿英国政府债券(金边债券)的部分支付债券、永久债券、多元货币债券、附加早兑条款债券、大额发行并可在二级市场中追加其他发行人的可替换债券、原始发行零息票债券等。同时,欧洲债券市场上的信息披露方式更多的是欧洲式的而不采用证券交易委员会的方法。这样,一旦发行人与牵头经理人达成协议,证券就可以很快上市了。并且,在这里信息披露并不是一个迫切的问题,因为通常来说,发行人都是著名的公司或政府实体,其资信评级都是投资级的。而自由的费用制使承销商可以给投资者打折扣,同时自己仍可获得一些利润。因此,在很多情况下,欧洲债券市场上的新债券会令某一特定国内市场上的新债券黯然失色。到 80 年代中期,欧洲债券市场已经突飞猛进,在新债发行数量上已经超过了美国国内公司债券市场。

80 年代中期,欧洲股票市场出现。虽然它在许多方面都和欧洲债券市场很

相似,但它实际上只不过是国内的一流承销商将国内的股票在国际市场上进行分销的场所,一般不涉及首次公开发行。欧洲股票市场被证明是向国际投资者推销股票的可行办法,尤其是当发行数量异常巨大的时候。

欧洲债券市场和欧洲股票市场的兴起顺应了资本主义经济发展的国际化趋势,促进了实体资产证券化的国际化发展。

3. 现代场外交易市场的发展

六七十年代,电子计算机技术的引进,打破了传统的场外交易市场的交易方式,第三、第四市场开始出现并发展起来。第三市场主要是指上市公司证券在场外交易市场的交易,其市场参与者为机构投资者。第四市场是一种利用电子计算机网络进行大宗股票交易的场外交易市场。这两个市场出现的直接动因都是为了节约交易成本。电子计算机的应用对于第三、第四市场的发展起了至关重要的作用,如股票自动交易系统(ABASRX)、自动执行系统(AUTEX)、机构网络系统(WSTINET)、全球证券交易执行系统(GLOBEX)等的使用给证券场外交易市场带来了一场革命。

随着第三、第四市场的发展,1971年为提高场外交易市场的效率,美国建立了全美证券交易商协会自动报价系统,即NASDAQ系统,这是现代场外交易市场形成的标志。NASDAQ市场采用了“统一报价、分散交易、集中管理”的方式,使传统的场外交易中信息披露不畅的问题从根本上得到了解决;作为第二板市场,NASDAQ上市标准较低,为处于创业阶段的企业提供了发展的特殊机遇,很多无法在纽约证券交易所上市的企业纷纷转向NASDAQ。NASDAQ的小规模资本市场上市标准比全国市场更低,因此这个市场很快成为高新技术企业寻求发展机会的乐园。同时,由于NASDAQ独特的吸引力:不断拓展的全球网络;快速增加的投资者;不断推出的交易产品;全球同业中最先进和完善的技术和信息服务等,一些早已具备了在主板市场上市的超一流企业,也一直留在NASDAQ上市。自1971年建立以来,NASDAQ一直是美国乃至世界发展速度最快的股票市场。今天,在90%的交易日中,NASDAQ的交易量都要高于纽约证券交易所。

四、这一阶段实体资产证券化的特点

在实体资产证券化深入发展的这一阶段中,新兴证券市场迅速产生,原有证券市场不断发展,各种证券市场共同组成了一个多样化、多层次的市场结构,从而形成了整个社会分层次的风险社会化体系:一级市场上的投资者承担的是投资选择风险,二级市场上的投资者承担的是市场价格风险,不同层次的风险承担者会在不同的市场上进行不同的选择,从而使企业的股票发行和上市过程成为

充满竞争的过程。在这个竞争体系中,任何一个发行证券的融资者都可以找到适合自己的空间:适应发行但不能上市的企业可以在柜台市场上流通;好一些的企业,可以考虑在地区性的市场流通;最好的企业可以在发行后到全国性市场上流通。

这一阶段实体资产证券化得到了前所未有的大发展,以银行为中介的间接融资处于绝对优势的时代已经成为历史,直接融资(主要即实体资产证券化)成为 80 年代以来的主要融资方式。推动其发展的一方面是随着金融发展的层次提高,各方参与者对金融需求水平的不断提高的利益驱动,另一方面是政府更为灵活、更富有弹性的监管方式,在减少管制的同时,加强而不是减少监督,以缓和效率性和安全性的冲突。

第三章 信贷资产证券化

信贷资产证券化即本书中所说的狭义资产证券化,是指将缺乏流动性,但能够产生可预见的稳定现金流的资产经过一定的结构安排,对资产中的风险与收益要素进行分割与重组,进而转换成在金融市场上可以出售和流通的证券的过程。它是在已有的信用关系基础上发展起来的,基本上属于存量资产的证券化,其实质是融资者将被证券化的信贷资产的未来现金流收益权转让给投资者——信贷资产的所有权可以转让也可以不转让。

信贷资产证券化作为一种新的融资工具,最早起源于美国的居民住房抵押贷款证券化,其发展过程中经历了两个比较重要的阶段:

1. 1970—1985 年是信贷资产证券化的兴起和繁荣时期。在这一时期,资产证券化有两个特点:

(1) 被证券化的基础资产仅限于居民住宅抵押贷款;

(2) 证券化技术还是一种美国本土化的金融创新技术,在国际金融界尚未引起足够的重视,但它在美国发展迅速,并收到了良好的效果。

2. 1985 年至今是信贷资产证券化广泛深入发展及国际化发展时期。这个阶段资产证券化的主要特征是:

(1) 基础资产的广泛化。在居民住宅抵押贷款证券化继续扩大规模的同时,证券化技术逐渐向其他各类信贷资产领域发展,如:汽车贷款融资、信用卡融资、贸易应收款等都相继采取这种技术。

(2) 证券化技术的成熟与深入。在政府通过制定法律法规来扫除证券化制度上的障碍、信息技术的发展传播以及金融机构的激烈竞争几方面力量的共同作用下,证券化技术得以不断地提升,对现金流和信用风险的剥离和重组技术更加成熟,使得现金流的可预测性增强,并给证券化产品附着了一系列相应优先权,从而使证券化产品更能适应投资者特别是大型投资机构的需求。

(3) 信贷资产证券化的国际化发展。鉴于信贷资产证券化的优点和应用的广泛性,这一时期,越来越多的国家相继研究和开展了这项金融技术在不同领域和不同国家、不同制度下的应用。如欧洲,作为除美国之外世界上最大最发达的证券化市场,信贷资产证券化也起步较早;而亚洲的信贷资产证券化则是以亚洲金融危机为契机迅速发展起来的。信贷资产证券化作为 20 世纪 90 年代以来最

领先的融资技术之一,在全球范围内都得到了广泛的发展。

第一节 信贷资产证券化的兴起和繁荣时期

20 世纪 70 年代以前美国的住房金融是以存贷机构为主体的单一住房融资体系。早在 1831 年,美国就有了第一笔住房抵押贷款,20 世纪初美国已形成了以储贷机构为主、商业银行为辅的间接融资体制。30 年代大危机中存贷机构大量倒闭,从而使住宅金融问题成了关系社会稳定和经济发展的一件大事,迫使政府采取了一系列“救急”措施:一方面通过规范抵押贷款的信贷行为,促进了抵押贷款证券合约的标准化,为以后在二级市场上出售抵押贷款,实现资产证券化奠定了技术基础;另一方面,政府的多项政策,极大地促进了美国抵押贷款一级市场的发展,以联邦监管的储贷机构为例,1940 年其资产规模为 29.26 亿美元,到 1960 年已达到 674.30 亿美元。其中对一家一栋居民住宅的抵押贷款也从 1940 年的 23.24 亿美元增至 1960 年的 568.17 亿美元,住宅信贷资金的充裕也大大改善了居民的借款条件,住宅信贷从过去的短期逐渐延长为 25—30 年,贷款房产价值比也提高到 80%。在 60 年代美国经济的“黄金时代”,良好的经济环境、稳定的利率、优惠的经营条件和廉价的资金来源,使抵押贷款的一级市场获得了难得的扩张机遇,但二级市场并未得到相应的发展。虽然 1934 年美国成立联邦国民抵押协会时就已开始了二级市场,但到 1968 年联邦国民抵押协会持有的按揭资产组合却只有 70 亿美元,只占当时住宅抵押贷款市场总额的 3%。

然而,传统住房抵押贷款融资体系的平稳发展并不能掩盖其固有缺陷。首先,信贷链条短(储蓄者——中介机构——借款人),抗风险能力不足。中介机构既是贷款提供者又是抵押贷款持有者和服务者(负责收回贷款),且住宅抵押贷款多为长期固定利率贷款,在长达 20—30 年的贷款偿还期间,任何与抵押贷款相关的风险,如信用风险、利率风险、流动性风险及提前还款的风险都将由中介机构独自承担。其次,抵押贷款业务中的资金来源和资金运用“不匹配”问题非常突出。从资金来源上看,短期存款是最主要的资金来源;从资金运用上来看,抵押贷款多是长期、固定利率的贷款;这种“短存长贷”的资金结构,在市场竞争激烈、利率波动巨大而且资金来源有限的情况下,不仅会出现资产/负债不匹配问题,而且会出现资产/负债的利率不匹配问题,使中介机构面临极大的流动性风险。这些固有的缺陷使得传统住宅融资体系无法抵御大的经济和金融环境变化所带来的冲击。

另一方面,60年代末城市郊区化和住宅郊区化的浪潮,以及人数众多的战后新生代(baby boom)步入购房年龄,使得传统住宅融资体系已无法配合住房融资需求的上升速度,人们开始考虑通过资本市场,寻求另外一个支持购房融资的资金来源。运用的主要方法是存贷机构以其所发放的抵押贷款作担保来发行长期债券,即所谓的“抵押支撑债券”,但这种金融工具的效率却不尽如人意——最主要的一个缺陷是发行这种债券要求储蓄机构提供超额担保,一般充作担保品的抵押贷款的价值往往是所发行债券面值的两至三倍。这种担保品的低效率使用大大限制了抵押支撑债券的融资能力,资本市场需要创造出更有效的融资工具。

信贷资产证券化的真正契机来自70年代美国的储贷危机及其后的金融自由化。进入60年代后期美国经济陷入了战后最严重的衰退,通货膨胀日益加剧。金融市场上各种金融产品的利率随之急剧上升,波动幅度达到10%—17%,大量存贷机构因受到《Q条例》对存款利率上限的制约,陷入“脱媒”的困境中,美国传统的住宅金融体系固有的弊端暴露无遗,濒于崩溃。在此情况下,美国住宅金融体系进入了以抵押贷款证券为主体的二级市场融资体系,住宅抵押贷款证券化开始兴起。

一、住房抵押贷款证券化的兴起

60年代后期开始的储贷危机迫使政府和金融机构寻找新的住房融资机制,转向证券化融资方式;70年代以来,金融自由化的发展和政府对金融管制的放松,客观上为抵押贷款证券化的创新和发展提供了较为宽松的环境;大量非存款金融机构(如抵押银行、养老基金、保险公司、共同基金等)的崛起以及金融创新和电子信息技术的发展,为美国住房金融日趋证券化、市场化和全球化提供了新的发展机遇。因此,抵押贷款证券化是以市场经济体制为基础的美国构建住房融资体制的一种自然选择。

在美国的抵押市场上主要有三家政府信用机构:联邦国民抵押贷款协会(Federal National Mortgage Association,简称FNMA或Fannie Mae)、联邦住宅抵押贷款公司(Federal Home Loan Mortgage Corporation,简称FHLMC或Freddie Mac)和政府抵押贷款协会(Government National Mortgage Association,简称GNMA或Ginnie Mae)。政府信用机构的参与使抵押贷款的证券化绕开了法律障碍变为现实。1970年,FNMA推出了全美第一张住宅抵押贷款证券(MBS)。此后,FHLMC和GNMA也争相效仿,从而形成了70年代初期的抵押证券市场。

住房抵押贷款证券化的出现分散了住宅抵押贷款的风险,使长期债权得以

流动,从而在根本上解决了短存长贷的矛盾,并且增强了资本市场的实力,降低了资本市场的系统风险,避免了传统住宅融资体系的彻底崩溃。但是由于最初的 MBS 产品多为过手证券,它仍有许多缺陷有待进一步改进:

1. 期限过长,最初发行的过手证券的期限均为 30 年,这种特性大大缩小了投资者的范围;

2. 定价问题,由于该证券是 30 年期,但其基础资产却可能在 30 年内的任何时点上产生早偿或违约风险,这种到期日的不确定性使证券定价问题变得异常困难;

3. 资产池变化,基础资产的不确定性不仅使其所支撑的证券难以定价,更严重的是它使过手证券的性质变得非常复杂,威胁到投资者的信心,进而影响过手证券的发售;

4. 会计上的不便,由于抵押贷款按月支付利息,因而过手证券也是按月支付利息,这在会计上给投资者带来诸多不便,甚至也阻碍了抵押支撑证券市场的进一步扩大。

二、重大创新——CMO

为了解决上述 MBS 过手证券存在的弊端,20 世纪 80 年代初期,资产证券化发展历程上的一个重大创新品种——抵押担保债务证券(collateralized mortgage obligation,简称 CMO)出现了。与以往的抵押支撑债券不同,在 CMO 的运作中,抵押贷款池也被看做一组单一的 30 年期抵押贷款,通过实施现金流的剥离重组等技术,抵押贷款池被看做由一系列每年均出现的单独的现金流组成,在贷款发放后的最初几年,现金流的数量较大,随着贷款到期日的临近,资产池的现金流逐渐减少。基于这种观点,抵押贷款所支撑的证券可以分成不同的几档,每一档具有不同的期限、利率和价格,从而可以满足不同投资者的偏好。1983 年, FNMA 发行了首批 CMO,此次发行取得了巨大的成功。从此,CMO 形式的抵押支撑证券在市场上迅速发展起来。

CMO 出现早期,一般使用一种简单的顺序支付结构(sequential payment structure),分为 A、B、C、Z 四档证券,所有的现金流先支付给 A 档证券的持有者,而后依次支付给 B、C 档证券的持有者,只有当前三档证券已经被支付完毕,Z 档证券才开始获得支付。根据这种支付结构,A 档证券的预期平均期限一般为 1 到 3 年而 Z 档证券的预期平均期限为 15 到 25 年。随着 CMO 的不断完善与发展,上述这种简单的顺序支付结构在很多情况下已不再适用,取而代之的是计划摊还结构(planned amortization class structure)。这种结构的特点是只要早偿率的波动控制在一定的范围内,计划摊还的证券的现金流就能得到保证。为

了实现这一点,在发行计划摊还证券的同时要发行一种所谓的“ 伴侣证券 ” (companion bond)。伴侣证券的作用是通过仅获取计划摊还证券的剩余支付来吸收由早偿带来的现金流的波动,因此伴侣证券的收益波动幅度较大,其价格也会作相应的调整。

1986 年,CMO 又被施以“ 剥离手术 ”,衍生出两种新的金融工具,即纯利息债券(IO)和纯本金债券(PO)。IO 的投资者只能收到源于抵押贷款组合的利息收入。而 PO 的投资者则只能收到源于抵押贷款组合的本金收入,IO 与 PO 均受预付行为的影响,前者在利率下降时收益减少,价格下降;后者则因利率下降而提前支付导致收益上升。IO 与普通债券截然不同的特征,使之在套期保值中被广泛使用,而 PO 则能有效地抵御提前支付的风险。

CMO 的出现解决了早期证券化产品的一些问题。首先,通过实施证券分档,抵押贷款支撑证券的品种在期限上实现了多样化,不再仅限于原来的 30 年期的证券,同时对于优先档证券的持有者来说,早偿的风险也得到了有效的控制。多样化的证券化产品必然吸引多样化的投资群体:优先档证券的购买者一般是商业银行、公司的财务部门和共同基金,而靠后档次的证券则由保险公司、退休金基金以及银行的信托部门购买。CMO 的出现大大拓宽了参与证券化市场的投资者范围。其次,早期过手证券带来的会计问题也得到了解决。由于实施了现金流的重组技术,原来按月支付的现金流即可以转换为每半年支付一次的现金流,事实上,1983 年所发行的首批 CMO 即是每半年支付一次利息。

但同时 CMO 的出现也带来了税收方面的新问题。最初,财政部允许在发行抵押贷款支撑证券过程中使用让与人信托形式,但这是以该信托完全被动为前提的。而 CMO 则要求投资银行对资产池中的抵押贷款进行分割与重组以实现证券分档,这显然违背了财政部的要求。因此,在 CMO 出现之初,财政部要求 CMO 只能分为三档,这大大限制了 CMO 的发展空间。

三、私人信用型证券化的发展

几乎在政府参与的抵押支撑证券市场兴起的同时,无政府信用机构参与的抵押贷款证券化也开始发展起来。由于缺乏政府担保,控制信用风险便成为常规(convention)抵押贷款证券化所面临的最大问题。为此,在美国私人信用型的 CMO 市场上发展出了两套技术:一套是极大地扩大评级机构在资产证券化运作中的作用。在非政府担保型的抵押贷款证券化过程中,一般至少需要两家评级机构的参与评级。为确定抵押支撑的信用级别,评级机构需要对从组成资产池开始的每一个运作细节进行详细检查和评定。另一套是所谓的“ 信用增级 ” 技术。信用增级也是非政府担保型资产证券化必须使用的一种技术,其具体手段

主要有:划分优先/次级结构,实施超额抵押,设立备付金账户以及办理金融担保等。信用增级技术的不断完善和发展大大促进了无政府背景的资产证券化的发展。

第二节 信贷资产证券化的广泛深入发展阶段

随着制度障碍的逐渐解决,证券化技术不断走向成熟,美国的金融机构开始将它运用于各种各样的与住房抵押贷款一样有着适合于证券化的特点的信贷资产上。这些特点主要包括以下八点:(1)资产可以产生稳定的、可预测的现金流入;(2)原始权益人持有该资产已有一段时间,且信用表现良好;(3)资产具有很高的同质性;(4)资产抵押物的变现价值较高;(5)债务人的地域和人口分布广泛;(6)资产的历史记录良好,即违约率和损失率较低;(7)资产的相关数据容易获得;(8)资产池中的资产应达到一定规模,从而实现证券化交易的规模经济。具有以上特点的资产除了住房抵押贷款外,最主要的有汽车贷款、信用卡应收款、商用房产抵押贷款等。

1985年3月,美国一家佩斯里金融租赁公司(Sperry Lease Finance Corporation,现改称 Unisys),为了融通资金、改善经营,以1.92亿美元的租赁票据为担保,发行了世界上第一只资产支撑证券。1985年5月,美国马林·米德兰银行(Marine Midland)紧随其后,发行了全世界第一笔以汽车贷款担保的资产证券,也被称为“汽车应收款票据”(certificate for automobile receivables, CAR)。汽车应收款票据,汽车贷款资产证券的现金流主要来自借款人的还贷。在美国,汽车贷款是最大的消费者信贷之一,一直占消费者信贷的33%左右,汽车贷款的期限通常为3—5年,借款人可以按月或按季度支付贷款本金和利息,并且在实际生活中汽车贷款不仅提前还贷的风险较小,而且坏账的比率比较低,仅为2.2%,大大低于住宅贷款的4.3%和其他个人消费贷款的3.2%。

汽车贷款支撑资产证券获得了广大投资者的认可和追捧,引发了西方国家资产证券化的汹涌浪潮,其势一发不可收。在美国,信用卡同样具有普及率高、违约率低、收入流稳定的特点。到1997年美国各类信用卡的发行量达到13.87亿张,持卡人达到1.49亿人。信用卡的消费支出和未清偿债务也分别达到1.1万亿美元和5600亿美元。信用卡支付的违约率在2.5%—3.7%之间,仍低于住宅抵押贷款的4.3%。以规模如此之大且违约率较低的信贷资产发行证券,显然也具有极强的信用基础。1987年1月特拉华州的共和银行首次推出了信

用卡资产证券,该银行以其 22.7 万个“万事通卡”和“维萨卡”持卡人存入的 2 亿美元 3 个月期存款为担保,发行信用卡支撑证券来融通资金。一个月后,美国美洲银行发行的信用卡资产证券比共和银行的规模还大,它以 84 万个“维萨卡”账户的 4 亿美元存款为担保发行,该证券也称为“分期支付循环债务票据”(certificate of amortizing revolving debts, CARDS)。在信用卡应收款证券化中,信用卡的持有者按月支付所欠款项,信用卡证券发行者便可用之保证信用卡应收款支撑证券的投资者按月得到利息收入,并在约定的期限得到本金收入。影响信用卡资产证券现金流稳定性的潜在威胁主要是早偿,鉴于此,美国许多证券发行商在证券设计中,采用了“提前还贷模式”,努力将加速分期付款和提前还贷等经营风险因素考虑在内,借此来提高已发行资产支撑证券的抗风险能力。

在信用卡应收款证券化后不久,美国几家最大的百货零售商,如著名的希尔斯(Sears)、莫托美尼(Montgomery)、沃德(Ward)和 J.C.潘尼(J.C. Penney)等公司,又推出了非信用卡账户担保的分期支付循环债务票据。此后,各种资产担保证券相继问世并流入海外,其中最主要的资产支撑证券和首次发行时间详见表 3.1。

表 3.1 美国资产证券化种类和首次发行时间

按担保品划分的资产证券种类	首次发行日期	发行金额(百万美元)
计算机租赁票据	1985 年 3 月	1847.8
汽车贷款 CARS	1985 年 5 月	76363.6
联营公司票据 CARDS	1986 年 7 月	638.0
轻型卡车贷款	1986 年 7 月	187.4
信用卡应收款	1987 年 1 月	80238.4
标准卡车贷款	1987 年 7 月	478.6
贸易应收款	1987 年 9 月	311.5
汽车租赁	1987 年 10 月	470.0
消费者贷款	1987 年 11 月	1092.5
游艇贷款	1988 年 9 月	1202.5
机械制造住宅贷款	1988 年 9 月	7653.7
设备租赁	1988 年 10 月	214.6
RV 贷款	1988 年 12 月	1525.8
住宅权益贷款 HELS	1989 年 1 月	24718.0
摩托车贷款	1989 年 7 月	86.1
时间分享应收款	1989 年 8 月	115.5
批发商汽车贷款	1990 年 8 月	5900.0
批发商卡车贷款	1990 年 12 月	300.0

(续表)

按担保品划分的资产证券种类	首次发行日期	发行金额(百万美元)
小企业贷款	1992 年 1 月	349 .8
铁路车辆租赁	1992 年 5 月	998 .4
活动房屋贷款	1992 年 6 月	249 .9
农机设备贷款	1992 年 9 月	1052 .4
累计发行额		205990 .5

资料来源: Frank J .Fabozzi and Franco Modigliani, *Capital Market*, Prentice Hall, Inc ., 1995。

从市场规模来看,ABS 的发展速度也非常惊人。1985 年,ABS 问世之初,其年发行额不过几十亿美元,而到了 1997 年其资产担保证券发行额已达到了 2146 亿美元。其中,发行额最大的三种资产分别为:汽车贷款支撑资产证券、信用卡应收款支撑证券和住宅权益担保资产证券。1997 年,这三种资产证券的发行额分别达到 456 .8 亿美元、476 亿美元和 638 亿美元,分别占当年资产证券总额的 21%、22% 和 30%。

信贷资产证券化在广度上不断扩展的同时,在深度上也取得了明显进展。在美国超过半数的抵押贷款都进入了二级市场,根据雷曼兄弟公司提供的数据,抵押贷款证券享有的市场份额为 33 .44%,略低于国债的 34 .69%,高于公司类债券的市场份额 20 .81%;住房抵押贷款证券余额在 3 万亿美元左右,高于全美股票市场的价值。并且由于近几年来 MBS 发行数量越来越庞大,而国债发行量却由于美国财政赤字的减少而逐步萎缩,因此 MBS 形成的收益曲线越来越为市场所看重,很可能会取代国债收益曲线成为市场新的基准。

同时,在这一阶段,金融公司凭借其业务范围广泛的特点,取代银行占据了 ABS 发行市场的最大份额,1997 年它占有当时发行额的 26%,银行和储贷机构为第二占 20%,汽车财务公司占 16%,居第三。从 ABS 二级市场的持有人构成来看,共同基金经理持有 39%,商业银行持有 18%,中央银行持有 13%,州和地方政府持有 9%,保险公司和养老基金各持有 8%,其他 10%,零售只占 3%,共同组成了一个成熟的机构投资者市场。

在证券化技术上,经过多年的实战经验的磨练,美国的信用评级公司如标准·普尔和穆迪等,已对各类资产担保证券的评定形成了完善的评估体系,而且信息技术的发展使得评级机构的技术更加先进,更能准确地把握各种内在风险;信

Inside MBS&ABS, Jan . 9, 1998 .
Frank J .Fabozzi and Franco Modigliani, *Capital Market*, Prentice Hall, Inc ., 1995 .

用增级方面也形成了第三方担保、建立备用金账户、超额抵押等多种较为成熟的手段来满足不同的证券化要求;同时为了更好地满足投资者的需求,投资银行还设计出了循环证券化交易。在这类交易中,未清偿证券被重组为新证券,来自债务工具成熟资产池的现金流以新的形式提供给投资者,商用房产证券化即产生于这一过程。在这一阶段,重组现金流的技术更为成熟,对信用质量较低档级证券的利差要求更高。

第三节 信贷资产证券化在国际金融市场上的发展

美国信贷资产证券化所取得的成功及其给经济带来的积极影响,引起了国际金融市场对这一新的融资工具的瞩目。各国分别采取不同的资产证券化手段来解决自身发展中的融资、结构匹配等问题,并根据各国国情与针对问题的不同而将资产证券化个性化发展。

一、欧洲的信贷资产证券化发展

欧洲是除了美国以外世界上最大的资产证券化市场,由于在金融体制等方面欧洲各国与美国以及欧洲各国之间均存在差异,因而证券化在欧洲的发展呈现出各种不同的发展态势。按各国资产证券化发展的程度,可以将欧洲各国分为三个层次:第一个层次是英法两国,信贷资产证券化在这两个国家中的发展程度较高,代表了欧洲资产证券化发展的最高水平;第二个层次中有德国、瑞典、西班牙以及意大利等国,这些国家的资产证券化有一定程度的发展;第三个层次包括丹麦、挪威、芬兰、奥地利以及荷兰等国,这类国家中表内融资盛行,从而阻碍了资产证券化的发展,因而其资产证券化基本上仍处于酝酿阶段。本节我们以英国为例来介绍信贷资产证券化在欧洲的发展。

1985年和1986年,英国抵押贷款市场建立了三家大型的贷款机构:全国住宅贷款协会(National Home Loans)、英国抵押公司(The Mortgage Corporation)和家庭抵押公司(Household Mortgage Corporation),它们是住宅抵押贷款的主要发起人。1987年3月,英国抵押公司发行了第一笔住宅抵押贷款支撑证券,到1995年末住宅抵押贷款市场的余额已接近4000亿英镑,占英国证券化市场发行额的80%。但MBS在英国的发展也并非一帆风顺:其发行额在1989年达到高峰,此后逐渐呈现波动下降的趋势。1993年证券化市场上的发行速度开始加快,但仍低于1988—1991年的水平。至1995年英国的证券化又重新陷于低谷:全年只有七笔证券化交易,市场余额下降了10%,直到1996年,证券化市场的不断萎缩态势才得到扭转。90年代阻碍证券化发展的主要原因首先是房地产

抵押贷款市场的衰退使贷款发放人有机会以 2%—5% 的溢价出售其账面上的贷款并退出市场,使得证券化丧失了一个巨大的基础资产的来源,同时银行和其他抵押贷款发放机构由于面临的融资和资产负债管理方面的压力较小,因而也就缺乏动力参与证券化市场;第二是来自银行的竞争,由于英国银行资本充足,持有资产的需求很旺,其他方式融资的利润也就下降了很多;第三,过去所完成的一些证券化交易性质较为复杂,花费的时间和成本较多,使证券化不易为市场参与各方接受。

从证券化产品结构来看,英国以住宅抵押贷款作支撑的证券发行额的比重最大,从 1987 年到 1995 年总发行额的 81% 是这类产品,其他资产的证券化发行比重都较小:如商用房产证券化的发行额仅占这一时期的 7%,个人贷款证券化发行比重为 8%,信用卡贷款为 1%。除了个别交易外,英国的证券化产品一般都是浮动利率证券,尽管有时基础资产所产生的是固定利率的现金流。90 年代初,英国资产证券化交易中流行的信用增级方式是第三者担保,为减少触发事件对证券化交易的影响,第三者担保的信用增级方式逐渐为超额抵押方式所代替。90 年代中期,英国的证券化交易中一般都采用优先/次级结构,以保护优先档证券持有人不受损失,同时越来越多的交易中通过设立第一损失备付金来保护次级证券,从而使得次级证券也能获得较好的信用评级,通常次级证券的信用评级是 A。由于优先档的投资收益降低,越来越多的投资者开始对获得信用评级的次级证券发生兴趣。在英国的资产证券化市场上,已评级的资产支撑证券从未发生过违约,但英国的很多证券化交易由于提供信用增级的第三方遭到了信用降级,而遭到信用降级。

总的来讲,英国在经济不景气特别是房地产市场萧条的形势下仍然保持了证券化不断发展的势头。鉴于英国具有的发展证券化市场的各种有利条件——发起人规模的壮大及类型的多样化,证券化资产的多样化,健全的监管体系,完备的专业知识以及庞大的投资群体——其证券化仍将保持良好的发展势头,并将在可预见的将来继续保持世界第二大市场的地位。

二、信贷资产证券化在亚洲的发展

尽管信贷资产证券化在美国和欧洲已经有了较长时间的发展历史,但直到 1997 年亚洲金融危机爆发之前,亚洲的资产证券化业务基本上处于萌芽状态,主要原因是受到了市场需求因素的制约。众所周知,在亚洲金融危机以前,该地区的经济一直呈良好的增长态势,国际投资者也因看好亚洲的经济发展前景而大量地向该地区投入资金,因而,在金融危机以前,亚洲的借款人在国际资本和货币市场上面临很优惠的条件,没有必要再引入资产证券化作为筹集资金的手

段。另外一个原因是亚洲地区国家的市场制度与欧美相比仍然差距很大,引入资产证券化需要对原有制度框架作大量的修改和创新,其成本之高、难度之大也令亚洲国家的发起人望而却步。总之,金融危机以前亚洲的资产证券化发展态势不令人看好。

(一) 日本的信贷资产证券化发展历程

80年代随着证券化在全球范围内的不断发展,某些与证券化相关的活动也在日本出现。1990年日本的第一个证券化项目开始启动,即把来自川崎钢铁公司的贸易应收款出售给一家美国SPV,而后以此为基础向美国投资者发行以美元计价的商业票据。1990年末,花旗银行以日本一家主要的消费者金融公司——大荣金融公司的消费者应收款为基础发行了资产支撑商业票据。此外,日本的主要商业银行也在美国发起过多卖方资产支撑商业票据计划交易。总体来说,亚洲金融危机以前日本的资产证券化发展非常缓慢,虽然其投资群体规模非常庞大,对理想投资工具的需求十分强烈,而且日本的金融机构在国外证券化市场上的运作经验也相当丰富。阻碍日本证券化发展的原因主要有两个:其一,金融机构态度保守。日本的金融机构特别是银行担心开展证券化交易会损害与其他银行以及公司客户之间的传统紧密联系,因此重要的金融机构在开展证券化交易方面往往持相当保守的态度。其二,缺乏有利的制度框架。从日本传统法律角度来讲,资产支撑证券和抵押支撑证券不被认定为“证券”。在这种情况下,金融机构虽也可以获得大藏省的特许开展这类证券的交易,但由于关于投资者的条款较少,因而有可能缩小这类投资工具的市场规模。另一个问题是根据日本民法通则的规定,确认资产的转移必须通知每个借款者。因此在大规模地转移借款人的抵押贷款和消费者贷款时,通知借款人的工作量十分巨大,从而增大了证券化交易的成本。

面对全球金融自由化浪潮的冲击,日本金融当局也越来越意识到需要修正传统的法律制度框架以允许金融机构扩展其业务范围。1990年3月,大藏省发布命令允许银行以整笔贷款的形式出售贷款;1992年,日本国会同意对法律作出一定程度的修改,特别是扩大“证券”的定义范围;在证券交易法修正案通过不久,日本还通过了关于与商业相联的特定索取权监管的法律;1993年6月,日本取消了公司债券发行额的上限并为净资产规模较小的公司发行债务提供了便利;1994年9月大藏省和通产省发布了一项关于特别索取权法的新规定,同时对《证券交易法》、《外国证券公司法》和《外汇法》进行了修改。总的来说,这些法律的出台有利于证券化在日本的发展,但日本金融市场上的参与人是否愿意开展大规模的证券化仍然是一个未知数。

1997年7月,以泰铢遭受对冲基金的狙击为开端的亚洲金融危机,在打碎

了“东亚奇迹”神话的同时,也严重损害了国际投资者对亚洲地区经济发展的预期,该地区的借款人面临着前所未有的严峻形势。在这种大背景下,资产证券化却“因祸得福”,作为一项新型的融资技术开始越来越多地为亚洲的借款人所青睐,从而得到了较为迅速的发展。

一般来说,资产证券化适用于拥有优质资产却很难进入资本市场融资的借款人,但日本的情况却与此有所不同。虽然日本也受到了金融危机的冲击,但由于日本的经济基本面良好,而且日元经历了大幅度的贬值,日本的实际经济情况并不像人们想像的那样糟糕。一直以来困扰日本经济发展的一个问题是泡沫经济崩溃以后,日本的金融体系中沉淀了大量的不良资产。亚洲金融危机以后,解决不良资产问题的紧迫性更加显著,因此这一时期日本的金融机构之所以看重资产证券化,是因为希望仿照美国 RTC 解决储贷会危机的方式通过实施证券化来解决银行不良资产这一顽疾。同时由于日本的银行体系中沉淀的不止是房地产贷款,所以发起证券化交易的银行较多采用担保贷款支撑证券(CLO)。包括东京三菱银行、三和银行在内的一些著名的日本银行都发起了此类证券化交易,其交易规模都相当大。1998年3月,日本的第一笔商用房地产证券化交易完成,此外,汽车贷款的证券化交易在日本也有所发展。总的来看,尽管日本在制度框架方面仍有一些不利于资产证券化发展的因素,但资产证券化在日本的发展前景依旧令人看好。

(二) 香港的信贷资产证券化

在香港的金融体系中,住房抵押贷款一直是银行业务的重头戏。尽管香港住房抵押贷款的质量一直很高,但是金融机构也面临两大风险。第一,信贷过于集中的风险。1997年香港与房地产有关的贷款占商业银行总贷款的47%,而住房抵押贷款则占总贷款的25%。第二,流动性风险。抵押贷款的平均合同期限为15.2年,而银行的资金来源的平均期限约为3个月,短存长贷的资金结构性错位也使金融机构面临较大的流动性风险,因此香港市场本身存在着开展资产证券化的需求。在金融危机爆发以前,1994到1995年,香港的市场上也曾出现过一个资产证券化交易的小高潮:在国际性大投资银行的参与下,不到两年的时间里香港市场上发起了多宗形式多样的证券化交易。然而尽管香港的市场制度比较完善,但由于当时使用的证券化技术不够先进,而且投资者对此类以港币计价且信用评级相对较低的资产抵押支撑债券缺乏兴趣,此后,香港资产证券化的发展重又陷于停滞状态。

1997年3月,香港按揭证券公司(Hong Kong Mortgage Corporation, HKMC)成立,其目的在于增强香港金融机构持有的住房抵押贷款的流动性,增加可用于住房抵押贷款的资金,并促进按揭二级市场的发展。HKMC类似于美

国的三大政府信用机构,专门购买银行发起的住宅抵押贷款,并准备在条件成熟时发行以贷款作支撑的证券,这一举措大大促进了资产证券化特别是住宅抵押贷款证券化在香港的发展。因此,亚洲金融危机爆发以后,香港的资产证券化交易集中在住宅抵押贷款证券化方面。其他一些亚洲国家在金融危机以后也加快了资产证券化的发展。

(三) 金融危机后亚洲资产证券化得以发展的主要原因

亚洲金融危机以后,资产证券化得到了前所未有的重视,原来未曾发起过证券化交易的国家积极地引入证券化,日本等原本陷于停滞状态的证券化市场也都重又展现了活力。不仅如此,这一阶段,亚洲证券化的发展还呈现出形式多样的特点,MBS和ABS交易同时发展起来,基础资产的种类也多种多样,包括贸易应收款、汽车贷款、以及租赁费等等。多样化证券化交易的发起又为以后证券化的发展开辟了道路,积累了经验。因此市场参与各方都对今后亚洲资产证券化的发展持乐观态度。

金融危机后亚洲资产证券化得以发展的主要原因如下:

首先是市场需求的推动。危机爆发后亚洲国家金融体系原本隐藏着的脆弱性暴露无疑,各国国内的银行已无力也不愿再向偿还能力可疑的亚洲借款人提供资金支持,而国际金融机构除了消减对亚洲企业的贷款外,外资银行还大幅度地提高了贷款利率;亚洲的借款人为了能更有效地筹集到资金,不得不开始寻求新的融资方式,而资产证券化的优势恰可以满足此时亚洲借款人的需要——证券化可以将资产的信用质量与借款人的信用质量分离开来,从而可以有效地降低因信用评级而造成的融资高成本。

其次是制度环境的改善。危机以后,随着证券化对本国企业的融资所起到的作用日渐重要,各国纷纷着手制定法律法规以及采取其他一些措施来对本国的制度环境进行创新和完善,从而为资产证券化的发展提供了宽松的制度环境。

最后是对美国等国先进的资产证券化经验的借鉴。在资产证券化方面亚洲国家具有后发优势,可以大量地借鉴美国等发达国家资产证券化的经验而少走弯路。同时,国际性的投资银行凭借自身在证券化领域的经验与实力积极参与发起亚洲的证券化交易,并把亚洲与国际证券市场结合起来,促进了亚洲资产证券化的发展。

客观地讲,亚洲资产证券化虽然有了长足的发展,但其发展水平仍不能与美国等发达国家的资产证券化发展水平同日而语。同时还要看到亚洲还存在某些不利于证券化发展的因素,比如制度框架有待完善,市场参与各方对资产证券化的认识有待提高等等。但亚洲的新兴市场国家已经不可逆转地融入了全球范围内的证券化大潮,在不远的将来,亚洲的资产证券化将会呈现出一个更为繁荣的

局面。

第四节 信贷资产证券化的经济影响分析及经验总结

信贷资产证券化作为一种重要的金融创新,其出现和发展在经济中带来了深刻影响。从微观上来讲,它对证券化参与各方都带来了收益,以住宅抵押贷款证券化为例:

首先,对住宅抵押贷款发起人,即持有住宅抵押贷款的金融机构来说:第一,证券化使原本由其单独承担的利率风险、信用风险和流动性风险得以分散和转移,由发起人和信贷资产证券化证券的投资者共同承担,避免了风险的过于集中;第二,证券化有利于金融机构的信用创造,早期创造信用的动机与提高资产流动性是密不可分的,但在1989年美联储根据《巴塞尔协议》实行了风险资本管理规则后,金融机构创造信用的动机就有了新的含义。银行资本对风险加权资产的比例应达8%以上,而住房抵押贷款风险权重为50%,相比较之下,GNMA发行的MBS(住房抵押贷款证券)风险权重为0,FHLMC及FNMA发行的MBS风险权重为20%,风险权重差异意味着持有MBS使得金融机构所要求的自有资本金大大降低。对于抵押贷款发起人而言,资产出售后,可用现金冲减负债,在调整负债结构的同时,相对提高银行资本充足率,或者通过资产负债表外会计处理,将表内资产转化为表外资产,改善资本充足率。如果将现金收入用于发起其他优质资产,虽然资产规模不变,但却调整了资产、利率和收益结构,降低了银行风险资产比重,减少了资本充足率的制约。以上这些都可能实现金融机构的信用扩张。

其次,住宅抵押贷款证券化对借款人的好处在于:第一,降低了融资成本。据估算,美国由于实施住宅抵押贷款资产证券化,住宅抵押贷款的市场利率下降了2%;第二,增加了获取按揭贷款的可能性,一方面由于银行及时地把一部分资产变现,获取了新的资金,另一方面由于证券化,分散了风险,降低了集中度,银行也乐于提供按揭贷款。

最后,住宅抵押贷款证券化为投资者提供了高信用、高收益、高流动性的证券。住宅抵押贷款证券因期限长,利率高于一般债券。在美国,国债年收益为5%—6%,而同期住宅证券年收益为10%左右。同时,该种证券因其债务的现金流量可以预测,且有住宅作实在的抵押和保险公司提供的担保,信用等级比较高,而被称为“银边债券”。而且,通过住房抵押贷款证券化,在原有单一的资产组合基础上,产生了种类、等级、期限和收益各异的投资品种,为投资意愿、资金实力及风险承受能力不同的投资者提供了不同的选择。

另外从宏观的角度来看,首先,住房抵押贷款证券化的兴起和发展形成了一级市场和二级市场相结合的较为完善的住房金融体系,以政府支持作为杠杆,政策性和商业性机构各司其职、各尽所能,完整的市场化运作,极大地促进了房地产业的发展。

其次,住房抵押贷款证券化加深了金融服务业的分工,使各金融机构可以发挥其相对优势,从而提高了整个金融体系的操作效率。通常发放贷款可分为三个步骤:寻找贷款对象,发放贷款;管理贷款,如收回本利,考察新的借款需求等;提供资金,持有金融资产。在传统的金融体制下,这三个步骤由一个金融机构来完成;抵押债权证券化后,三个步骤可分别由不同的金融机构来完成。例如:美国储蓄机构和商业银行在发放和管理贷款上具有相对优势,因此在抵押证券化中,其业务主要集中在前两个步骤;而各种基金等非银行金融机构则在长期资金的来源上具有相对优势,它们往往购买并持有抵押证券。

最后,住房抵押贷款证券化将风险和收益在全社会范围内重新配置,提高了社会经济资源的配置效率。实际经济中的不同部门对风险流动性和收益的偏好是多种多样的,风险厌恶者与风险中立者乃至风险偏好者同时存在,抵押贷款持有者回避风险的同时,风险控制和风险承担能力较高的机构投资者则愿意以一定的风险报酬来承担风险,而且这种风险承担的能力和意愿也存在着很大的差别,这样就为风险的重新配置创造了动力。20世纪60年代末70年代初以来,美国大批养老金、保险金、共同基金等机构投资者的涌现,客观上也产生了对创造多样化资产的需求。如保险公司和退休基金等一类的金融机构,因其负债稳定而期限长,倾向于在市场上寻找安全、稳定和收益高的金融资产。住房抵押贷款证券的安全性仅次于国库券,而收益则远高于它,使得保险基金成为持有抵押证券较多的机构。住房抵押贷款证券化把抵押贷款风险部分地转移到更能承担长期债权风险的机构,不仅分散了风险,而且增加了整个金融体系的安全性。

通过对以上不同国家信贷资产证券化发展历程的回顾,我们不难发现其成功之处的共同点:第一,各国的信贷资产证券化大多从住宅抵押贷款证券化开始,这是因为传统固定利率房地产抵押贷款最易于证券化,因其贷款条件较为标准化,若再加上政府担保机构的信用担保,证券化成本会很低。浮动利率房地产抵押贷款则因各项贷款之间的结构、期限、利率及资金流量不确定而不易证券化,但尽管如此,房地产抵押贷款与其他资产相比,仍是最易证券化的典型,因为房地产抵押贷款已有较悠久的历史,金融机构已积累了大量数据,掌握了抵押贷款的特点。虽从单个房地产抵押贷款来看,条件各不相同,但是一组抵押贷款在违约率的高低、平均还款期限等方面还是能显出极强的规律性。因此对于评估一组条件相仿的抵押贷款来说就较为容易,成本较低,故也就易于证券化。第

二,证券化是建立在住房抵押贷款一级市场发展较为充分的基础上的,一级市场呼唤二级市场的配合以提高竞争力和防范风险。譬如,美国在 20 世纪 60 年代末 70 年代初的抵押贷款余额接近 3000 亿美元,香港从 1997 年开始开辟政府信用证券化市场,此时香港抵押贷款的规模在 3600 亿港币左右,而资本市场的发达则毋庸置疑。第三,政府成功地运用其干预作用,支持了资产证券化的发展。政府的支持主要体现在立法和组建机构方面,以美国为例来说明:其一,立法支持。美国国会相继通过了一系列有关住房金融的法律,如《不动产投资信托法》、《金融机构改革复兴和强化法案》、《金融资产证券化投资信托法》等,为证券化的发展创造了条件。其二,机构组建。美国二级市场的主要操作机构 GNMA、FHLMC 及 FNMA,香港按揭证券公司都是政府性公司或者是具有政府背景。这使它们的信用等级很高,从而得以以较低的成本在资本市场融资,增加了证券化的成功因素。

从上述信贷资产证券化的历史进程及其经济影响来看,推行信贷资产证券化是有益的、必要的,同时作为一种金融创新其带来的可能风险也不可忽略。因此,我国应该借鉴国外信贷资产证券化的成功经验,发挥后发优势,积极寻找适合我国国情的模式,开展信贷资产证券化(有关中国开展信贷资产证券化的建议见本书建议模式一章)。

第四章 证券资产证券化

证券资产证券化主要是指以证券资产或其组合的未来现金流为支撑发行证券。证券投资者直接投资于后一种证券资产获得证券投资收益。从这个定义出发,当今证券资产证券化的代表是证券投资基金(investment funds)。证券投资基金的运作流程是:通过发起和设立基金,发行基金份额,投资者凭持有的基金份额可以获得基金的利润分配;而基金的资产即为它所持有的证券资产组合,基金资产运营的收益直接来自于持有的证券资产组合所带来的收益。由此可见,基金份额本身就是一种证券,基金份额的未来现金流建筑在基金资产池——证券资产组合的未来现金流之上。因此,基金份额是一种由证券资产证券化产生的证券。本书基于对证券投资基金的分析,来阐述证券资产证券化的实质。

第一节 证券资产证券化理论分析

证券投资基金按一般理解可以定义为通过信托、契约或公司的形式,通过发行基金份额(又称为基金证券、基金股份、基金单位、基金券、基金收益凭证等等)将众多的、不确定的社会闲置资金募集起来,形成一定规模的资产,交由专门机构的专业人员按照资产组合原理对证券资产进行分散投资,获得收益后由投资者按出资比例分享的一种证券投资工具。这是从投资者的投资需求角度给出的定义,还不能很好地反映证券投资基金作为一个资产实体的特性,它本质上是指由许多单一的证券资产按一定类型、比例和方式聚合成的大规模资产。这项资产产生的未来现金流来自于被聚合的众多单一证券资产的未来现金流,通过发行基于整个资产未来现金流的证券——基金份额,将整个资产产生的收益作为投资收益分配给基金投资者,从而吸引投资者对基金的投资。以下我们将从供给、需求和经济的现实性这几个角度来分析证券资产证券化的动因。

一、从供给角度分析

从供给角度分析是指从证券投资基金本身具有的特性出发来说明基金的存在优势。

1. 证券投资基金具有组合投资优势

组合投资原理最早在 1952 年美国经济学家、纽约市立大学的哈里·马科威茨(Harry M. Markowitz)教授发表的《有价证券选择:有效的转移》一文中提出,他认为分散投资是维持稳定报酬的主要方法。从此,在金融领域发生了一场真正的革命,证券投资组合理论风靡金融投资界。现在,许多投资者都知道,通过组合投资可以降低投资风险。投资基金本身是证券资产证券化的产物。单一证券资产本身具有它所特有的风险—收益结构,具有特定的未来现金流结构。证券市场的交易基础就是这一个个单一证券资产。这些单一证券资产收益之间的相关程度或高或低,但一般总不会是完全相关的,这就给证券组合投资创造了前提:通过将各个不同的单一证券资产按一定的数量、比例和方式聚合为一个资产池,这个资产池未来现金流的终极来源是这些单一证券资产,但是,资产池的收益—风险结构并不等同于这些单一证券资产收益—风险结构的简单线性组合。也就是说,通过资产池的构造,投资者能够主动地改变证券市场的收益—风险分布状况,拓展投资空间,提高投资活动带来的经济效用。一般说来,资产池的构造总是服务于投资者特定的投资目的。基金可以根据投资目标设计不同的资产组合,并且基金的资产实力使之有能力设计出满足需要的资产组合,因为资产池的规模越大,组合中包含的单一证券资产的种类、数量就越多,寻觅到符合投资目的的资产结构的可能性就越大,因此就越可能接近甚至达到投资者的投资目的,充分满足投资者的投资需要。

个人投资者在理论上可以进行证券组合投资,但在现实中由于证券资产本身并不是无限可分的,个人投资者也存在资金规模的限制和投资能力(包括投资分析能力、投资决策能力和风险承受能力等)的差异,他们往往难以从证券市场上挑选并构造出有效的证券组合,或者说即使作出组合投资,也只是一种较为简单的组合,比如两只股票的组合,这样仍然不能有效地分散投资以达到分散风险的目的。为了突破个人投资者资金规模的限制,将数量众多的个人投资者的资金集中起来不失为一个扩大投资规模的可行之道。这种投资资金的集中方式在最初采取契约形式,集中起来的资金形成一个单一资产,其规模远远超过了个人投资的规模,有可能能够按照有效资产组合原理在证券市场上挑选出适合的资产组合,形成较为有效的分散投资,达到降低资产非系统风险的目的。

投资基金发行基金份额,基金份额所基于资产实体的正是一个具体的证券资产组合。对于投资者而言,基金份额本身是一张证券,投资于基金份额所需要的投资能力相当于他们投资某种单一证券。投资者通过购买基金份额实现了针对基金资产的投资,相当于投资在上述证券资产组合上,因此不需要直接面对如何构造资产组合的难题。投资基金的存在既满足了投资者的投资需要,又极大地降低了投资难度,后者从某种意义上说相当于节约了投资成本,有利于证券市

场的进一步发展。

2. 证券投资基金具有专家投资优势

随着经济的发展,相应地证券市场上的证券品种日益繁多,投资手段日益多样,投资者进行证券投资的一个关键步骤——筛选证券(尤其是筛选股票)变得越来越困难。不仅如此,信息量爆炸的同时,信息供给的完全性、充分性和有效性降低,信息获得与处理的难度加大。一些高水平的投资分析方法和技术,比如构造有效证券组合、进行证券市场技术分析等等,都建立在专业知识的基础上,一般的投资者尚不具备这些专业知识和经验。即使中小投资者能够很专业地进行证券分析,计算证券组合的风险大小,从中选出最优的证券组合,他的投资边际成本也将非常高昂。这对于中小投资者的证券投资活动来说是不明智的。另外,一般的中小投资者所投资金只是日常收入中的一部分,他们不可能放弃自己的工作,全身心投入证券市场中,以投资收益作为自己的惟一收入来源,毕竟证券投资风险较高,中小投资者抗风险能力弱,因而他们往往更追求一种稳定的收入。总之,当今的证券投资活动不仅是资金密集型行业,更是发展为知识、经验、精力、脑力高度密集型的行业,对投资者的投资能力要求很高。中小投资者在这方面受到的约束很大。相比之下,专家投资者所具有的知识、经验、精力、脑力的禀赋使得证券投资活动成功的可能性更高。投资基金作为一个大规模的组合资产,有能力聘请专家进行投资,由专家投资者完成有关证券组合投资的各种活动。因此投资基金恰好为中小投资者提供了一条便捷的投资途径,只要投资者购买基金份额,他就完成了对证券组合资产的选择、对投资市场的研究以及对投资时机的把握等等重要的决策,他对证券市场投资的把握在于对所购买基金的关注,这就大大减少了精力的分散。因此,专家投资的优势有助于中小投资者参与相对而言较高风险、较高收益的证券资产投资,突破个人投资的局限性。正因为如此,专家投资者的费用也为广大投资者所接受,进一步地,如果由专家代理证券投资,那么大规模的证券资产的规模经济效应就会使单个具体投资人所负担的专家费用大为降低。因此,投资基金作为一个大规模的组合资产,有能力聘请专家进行投资,不仅能获得规模经济效应,而且更重要的是使基金资产的运营更有效率,投资者投资于基金更有保障。

另外,基金作为一个资产实体,它的经营管理激励机制正服务于专家投资优势的更好发挥。基金具有不同于一般经营实体的经营目标,它具有特殊的效率机制,表现在基金目标单一,考核基金经营管理的业绩较为简单,基金经营者的收入可以真正做到与基金经营绩效挂钩,激励方式很直接,也较为简单,并且因为经营目标单一,基金经理人能够免除其他目标的干扰,能够较为容易地为基金收益最大化而努力,并且,基金运作不像实体资产运作那样需要考虑非常多环节

的问题,因此,基金对经营管理者的能力要求非常直接。基金经营管理上的这种效率机制使得基金本身表现得更像一个大投资者,这对于个人投资者的投资活动而言是一种秉承和延续,能直接服务于个人投资者证券投资的目标。因此,基金在其自身制度设计上也有利于投资效率的提高。

二、从需求角度分析

从需求角度分析是指从投资者对证券投资基金的接受意愿性来进行分析。信用制度的完善以及信托关系的成熟是投资基金能够被接受的制度基础。

信托关系是这样产生的:在商品经济不断发展的条件下,人们为了有效地决策某种经济事务,以达到其预定的目的和经济效益,而自己又力所不能及,便将自己拥有的财产或资金委托给有能力和可信赖的机构去处理,于是便出现了专门从事信托业的机构。可以断言,在现今经济发展状况下,信托业更有理由生存和发展下去,其作用和地位将日益重要。从信托关系本身以及经济生活的发展可以看出,信托关系的不断成熟吸引着人们放弃过去的自行决策,转而利用他人决策(专家决策)。当然,人们改变传统的“宁信己,勿信人”,接受“可信人”的理财观念,还与一个社会的信用制度的成熟与完善分不开。在高度发达的信用制度下,人们获取金融资源的难易往往与自身的信用状况有关,人们不愿轻易毁坏自身良好的信用形象,因为这也类似于一种博弈,虽然可能在某次博弈中通过违约获得额外收益,但在一个信用制度完善的社会中,其他参与人将在以后阶段的博弈中改变对“破坏者”的信用评价,从而调整自身的行为。因此在一种完善的制度安排下,破坏者最终将遭受损失,并且,这种损失将在一个较大的程度上超过他在前一阶段获得的利益。同时,由于“信用”是一种特殊资源,一旦遭到破坏,将难以恢复到原有状况,或者要花费很长的时间和很大的努力,所以,越是信用制度发达的社会,人们越是尽力维护自身良好的信用形象,从而使信用制度能够得到良好的维护和正常的运转。

证券投资基金作为一种资产实体,与投资人的关系最根本的是一种所有关系,投资基金在发展初期直接表现为一种信托资产。在当今证券市场上,证券法规的充实、完善,证券市场监管体系、行业自律的约束,规范着市场中的各个参与者,其行为符合游戏规则。强制性信息披露制度要求参与人公布其重要的相关信息,使得信息获取难度降低,人们可以随时根据新的信息调整自己的资产组合;证券市场结构的明晰,品种的丰富,市场容量的不断扩大,相适应的交易制度的采纳与仿效,金融市场资金融通能力的提高等等,都客观地保证了证券市场交易的流动性。信用制度的完善,使得作为受托人的基金管理人和经营者不会轻易破坏自身良好的信用形象,从而其信用状况也就越值得信赖。所以,随着信用

制度的发展和完善,投资者将越来越信赖委托投资方式,投资基金也将获得充分发展。

三、从经济的现实性分析

1. 证券市场存在入市限制

证券市场存在着种种金融限制,有的是显性的,有的是隐性的。这些金融限制对于个人投资者来说更为苛刻,表现在:证券市场入市门槛。入市门槛可以是显性的也可以是隐性的,显性的门槛对于所有的证券资产投资活动的要求是一致的,比如在股票交易上日本的证券交易所规定最低交易单位为 1000 股。而隐性的门槛是指投资者实际投资所遭遇的交易规模的要求,比如投资者如果计划投资日本丰田汽车公司的股票,该股票价格在 1996 年 1 月底是 2300 日元/股,那么按上述最低交易单位要求,投资者至少需要 230 万日元。另外,还表现在证券市场交易费用率的设置上,即使有些国家或地区不设最低交易单位,但交易的佣金是根据交易额由小到大逐步递减的。中小投资者不仅付出的佣金比例相对较高,而且还常常不受重视。相比中小投资者,证券投资基金的资产规模决定了证券市场的入市门槛对其约束较弱,投资基金能够较为顺畅地进入市场,有利于基金有效把握投资机会。

2. 证券市场存在金融资源供给的限制

在许多国家,个人证券投资难以在金融市场上筹集资金,个人不能针对自身发行有价证券,同时因为个人信用有限,获得银行信贷的总量也是有限的,所以个人面临的金融资源约束很大。另外,在经济一体化、金融全球化的趋势下,由于金融市场的有限,在经济往来频繁、金融流量巨大的情况下,证券市场大额交易日益增多,使得金融资源向大额交易者偏斜,必然造成中小额交易不受重视。证券投资基金作为一个经营实体,融资的难度大大低于个人投资者,并且大额交易使得每次投资活动的平均交易成本大大降低。基金如运作良好,信用等级将较高,融资的便利程度也将进一步提高。证券投资基金面临的金融资源限制较少,有利于基金资产的成功运作。

3. 证券市场存在垄断交易者

随着竞争的加剧,证券市场,尤其是发达的证券市场,早已超越了完全竞争阶段,进入垄断竞争甚至寡头垄断竞争时期。在美国,到 1992 年底,共同基金的 67% 的资产掌握在 25 家最大的基金集团手中。尤其是在容量偏小的证券市场中,稍微几家大型机构就能在市场上呼风唤雨。证券市场的价格制定者正是这些资金规模雄厚,运作效率高,占据金融资源、信息资源优势的垄断竞争者,而广大分散的中小投资者只能作为价格的接受者参与竞争。前者通过自身的行为极

大地影响和改变着证券市场的行情,后者则处于被动地位,容易因为前者的不利行为而遭受损失。证券投资基金在证券市场上作为机构投资者出现,规模较大的基金也能成为市场上的价格制定者。基金的竞争能力远远强于中小投资者,在证券市场上占据主动地位,基金资产的保值增值能有所保证,因此有利于证券投资基金资产运作获得相对较稳定的收益。

证券投资基金的特性使得其作为资产实体的存在有其必然性,而机构投资者的兴起则使得证券投资基金获得了更快的发展。1989年,美国各类机构投资人认购的资本市场基金资产分别是:信托机构 579.25 亿美元,商务机构总计 729.30 亿美元,其中工商企业 117.10 亿美元,退休计划 415.73 亿美元,保险等金融机构 191.40 亿美元,工会 5.10 亿美元,公益基金会总计 36.64 亿美元,其中宗教组织 11.01 亿美元,公益事业协会 9.00 亿美元,医疗保健机构 4.10 亿美元,学校 7.33 亿美元,基金会 5.20 亿美元,其他机构 94.43 亿美元,以上各项总计 1439.62 亿美元。到 1994 年底,各类机构投资人认购的资本市场基金资产分别上升到:信托机构 2008.95 亿美元,商务机构总计 3607.92 亿美元,其中工商企业 310.61 亿美元,退休计划 2130.14 亿美元,保险等金融机构 1158.16 亿美元,工会 9.01 亿美元,公益基金会总计 124.98 亿美元,其中宗教组织 40.87 亿美元,公益事业协会 26.54 亿美元,医疗保健机构 11.10 亿美元,学校 20.09 亿美元,基金会 26.38 亿美元,其他机构 329.40 亿美元,以上各项总计 6071.25 亿美元。在五年时间里,以上各项分别增长了 246.82%;394.71%;165.25%;412.39%;505.10%;76.67%;241.10%;271.21%;194.89%;170.73%;174.08%;407.30%;248.83%;321.73%。1989 年的美国资本市场基金的总资产为 5539 亿美元,其中机构投资人认购的资产比例为 25.99%;个人投资者为 74.01%。1994 年的美国资本市场基金的总资产为 15505 亿美元,其中机构投资者认购的资产比例为 57.79%;个人投资者为 42.21%。在五年时间里,机构投资人在资本市场基金中的市场份额增长了 31.8 个百分点。这说明投资基金随着机构投资者的兴起而获得快速发展,体现了投资基金的生命力和适应性。

第二节 证券投资基金的产生与发展

由于各国的历史习惯不同,证券投资基金的具体称谓也不尽相同。在美国,人们通常把它称作“共同基金”(mutual fund)、“互助基金”或投资公司。在英国和香港地区,通常称作“单位信托基金”(unite trust)。在日本和台湾地区,通常称作“证券投资信托基金”。在中国一般就简称为“投资基金”(investment fund)。

一、投资基金的起源

我们今天所说的现代意义上的投资基金,是由 100 多年前的欧洲的投资信托发展而来的。18 世纪末,信托业在欧洲已经由原始的土地转让信托发展到对其他财产的信托,一些达官贵人为妥善保管自己的私有财产,专门聘请有管理钱财能力的律师或会计师管理和运用他们的财产。他们除了支付给经营者一定的报酬外,自己坐享投资收益。投资基金的历史可以追溯到 18 世纪的荷兰。经荷兰学者斯特华纳·帕热达考证,早在 18 世纪荷兰就存在两种基金,即由荷兰人亚伯尔罕·冯·凯特维希分别于 1774 年和 1776 年创设的“联合就是力量”(unity is strength)和“偏好和谨慎”(favorable and cautious)。这两种基金都投资于债券,而且后一种基金可以投资于前一种基金。1822 年,荷兰国王威廉一世创立了第一个私人投资基金,集中一批投资者的资金并委托专人运作,投资于市场上的有价证券,并从事欧洲和美洲之间的商品和货币投资事业,这可以看做是早期的投资基金。尽管那时还没有管理公司、托管公司的形式,但从性质上看已经与现在的投资基金基本相同,都是为了达到分散投资、降低风险的目的。

最早形态的投资基金之所以能在荷兰孕育,与荷兰当时在欧洲金融、贸易领域中所处的领先地位有关。从股票和股票投资的产生、发展来看,早在 15 世纪,意大利和德国就已经存在发行可转让股票的合伙组织,到 1550 年后,它在英国和尼德兰(荷兰的旧称)首次成为一种企业组织形式。荷兰的东印度公司于 1612 年规定,兑现该公司的股票须在交易所内公开出售,英国的公司在 1623 年也开始仿效,这就导致了公开证券市场的产生。由于 16、17 世纪期间,阿姆斯特丹是世界上第一个多边支付体系的中心,荷兰本国投资者不可避免地涉及外国证券的投资。1700 年荷兰曾发布公告,不允许荷兰人涉及与外国皇亲贵族有关的贷款事宜,但该公告事实上未能生效。阿姆斯特丹的商人通过其在英国伦敦的代理人买卖英国的股票,代理人可以全权处置交易,领取股利和登记股份。由于贸易发达和资金充裕,加上“代理人”制的推广,荷兰人纷纷向外进行贸易扩张和资本输出。荷兰的富人们通过其在伦敦的代理人购买证券,必然会涉及信托契约问题,1720 年“南海事件”的发生加剧了人们对证券投资所持的谨慎心理,这些都为投资基金的产生奠定了社会基础。

二、投资基金成为一种社会化的理财工具

19 世纪中叶,英国历经产业革命,中产阶级财富大增,他们将资金大量投资于新兴的证券市场。但是由于许多“泡沫公司”鼓励投资者购买其股票后便宣告破产,以此骗取钱财,结果使得大量投资者因缺乏必要的行业知识和经验、信息

而遭受了极大的损失。这时,追逐高利润的投资者开始把资金投向欧洲和美洲大陆。然而,大多数投资者对国外的情况不了解,个人搜寻信息的成本过高,再加上美国铁路建设热潮以及南美的矿业热潮均产生了反作用,导致后来的铁路恐慌和矿业恐慌。在这种背景下,有人想出利用信托对美国进行投资的方法,即把众多投资者的小额资金汇集起来,对美国铁路公司的企业债券和其他证券进行投资,这就需要委托专家负责运作。1864年,英国成立了第一家投资信托公司——TR北美投资信托公司。1868年11月,英国又成立了“国外和殖民地政府信托基金”(Foreign and Colonial Government Trust),其设立宗旨声明:“运用共同基金,分散投资于国外及殖民地证券,借以分散投资风险,以使中小投资者能与大投资者一样享受投资利益为目的。”当时的操作是这样的:该机构在伦敦的《泰晤士报》上刊登招股说明书,公开向社会和个人发售认股凭证,固定利率为6%,信托期限为24年,投资者实际可得年收益率超过7%,这比当时的政府债券利率要高出一倍。该机构成立时募集了100万英镑,并投资于伦敦交易所上市的17种政府债券,包括埃及、波斯、美国、俄国等国的国债券。虽然该基金类似于股票,不能退股,也不能将基金单位兑现,认购者的权益仅限于分红派息,但还是获得了成功。1868年3月28日出版的英国《经济学家》杂志评论说:“货币市场已经很久没有推出具有真实利益的新产品,所以‘国外和殖民地信托’的成立将创造更多的收益,并促使市场更加活跃。该机构的形式有点奇异,它不是一家公司,也不像一家公司,它许诺有丰厚的回报,同时没有任何风险,这一概念以前从来没有过。”此后,又有一些类似于“国外和殖民地政府信托基金”的投资基金诞生。

这一时期的投资基金以债券为主要投资对象,并且,如上所述,有的基金还规定了固定的收益率,在今天看来这是不符合规范的操作,但在当时,这种投资策略的产生是有其原因的:当时股份有限公司的信用还很薄弱,可以作为安全投资对象的股票还没有;伦敦证券交易所上市的证券以国内外债券为主;伦敦证券市场与生俱有的国际证券市场的色彩;对外债券投资比对内债券投资相对更有利。

三、现代投资基金的发展

1. 基金管理公司开始设立。英国早期的基金管理采取合作方式,一些投资人通过签订契约,推举出代表大家管理资金的人,代理人接受委托,但非专职地管理和运用这些基金的资产。直到1873年,罗伯特·佛莱明在投资信托的发祥地——丹地市(Dundee)开办了“苏格兰美洲信托”(Scottish American Trust),聘请专门的管理人对基金进行专门管理,投资基金才成为一种专门的盈利业务。

2. 公司型基金的产生。19 世纪 70 年代,美国爆发了经济危机,一些债券发行机构不能履行还本付息义务,致使英国的基金保管公司无法向投资者支付股息,于是基金管理人就将契约型基金改为支付股息而非固定利息的股份公司。1879 年英国颁布了《股份有限公司法》之后,公司型投资基金取得合法地位,并开始迅速发展。基金由原来的契约形态发展成为股份有限公司组织,这是信托投资历史上的一次大飞跃。

3. 开放式基金的产生。1931 年,英国出现了世界第一只以净资产价值向投资者买回基金单位的基金,它成为开放式投资基金的雏形。1943 年,英国成立了“海外政府信托契约”组织,该基金除规定基金公司应以净资产价值赎回基金单位外,还在信托契约中明确了基金灵活的投资组合方式,标志着开放式基金的发端。1924 年 3 月 21 日波士顿的马萨诸塞金融服务公司(Massachusetts Financial Services)设立了“马萨诸塞州投资信托公司”(Massachusetts Investment Trust)——它规定基金公司必须按基金的资产净值持续地出售股份给投资者或随时准备赎回它发行在外的股份——现代意义上的开放式基金正式产生。

到 20 世纪 20 年代末期,所有的封闭式基金总资产已达 28 亿美元,而开放式基金的总资产则只有 1.4 亿美元。这一阶段投资基金的主要特点是:数量少、规模小、投资对象与领域单一,以封闭式基金为主。这一时期之所以以封闭式基金为主,是因为大多数基金为获得运行稳定性,采取封闭式对初创时期的基金投资者较为有利。从投资目标上看,当时的投资基金以收入型为主,这一方面适合广大投资者追求稳定收入的心理,另一方面也是为了降低基金业的经营风险和实现长期稳定发展。从投资基金设立的目的看,主要是帮助本国居民寻求更多的海外投资机会,以获取资本投资收益,尤其是帮助广大中小投资者获取与大投资者相对同等的利润。就投资对象而言,基金主要投资于海外证券,以公债为主。由于当时股份有限公司处于初步发展阶段,并且缺乏足够多的上市公司,具有安全性的股票更少,这在很大程度上是由于当时的证券市场以债券市场为主,而伦敦历史上就是一个国际性证券市场,这些都决定了投资基金以海外债券为主要投资对象。从基金来源上看,投资基金主要或全部由中小投资者构成。虽然这段时期封闭式基金比之开放式基金占主导地位,但后者在数量上和资产总值上的增长率都高于前者。值得指出的是:在股价下跌时,由于两种类型的证券基金价格建立在不同的基础上——封闭式基金份额的价格由市场供求和资产净值共同决定,而开放式基金份额的价格总保持资产净值的水平不变,因此前者的价格下跌幅度较大,而后者即使其资产净值在股市行情不好时因所持股票价格下跌而受到间接影响,也会比封闭式基金的股份随股市涨跌的价格变动小得多。

四、投资基金快速发展阶段

开放式基金产生以后,证券市场经历巨大起伏,证券投资基金的发展也不是一帆风顺的。

1. 投资基金业法律体系的奠定

在 1929 年 10 月全球股市大崩盘中,刚刚兴起的美国基金业遭受了沉重的打击。1940 年左右美国进入经济变革时期,一系列新法令相继出台,包括 1933 年《联邦证券法》,1934 年《联邦证券交易法》,以及 1940 年《联邦投资公司法》和《投资顾问法》。这些法令都详细规范了共同基金的组织和管理,包括有关财务公开、董事和监事的任命、管理公司的选择,以及销售与宣传方式等方面的规定。这不仅为美国的投资者提供了完整的法律保护,也为今后美国基金业的发展奠定了法律基础,同时为世界各国制定基金业法规提供了参照系。

2. 投资基金快速发展时期

(1) 投资基金的投资对象从债券转向股票。60 年代后期美国证券市场开始恢复快速发展,这一阶段投资基金的主要特点是:从投资对象看,投资基金转向了国内市场,以股票证券为主,随着股份有限公司的发展和股票上市量的增加,股份公司的筹资活动变得日益活跃,因此促进了股票基金的发展。从投资来源看仍以中小投资者为主,机构投资者不多。从基金类型看,投资基金开始从封闭式向开放式转变,投资目标从收入型向成长型转变。投资基金数量与资产规模都有较快增长,其投资领域不断扩大,投资对象日趋多样化,基金运作形式也呈现多样性,并更趋规范化。

(2) 投资基金品种极大丰富。从 70 年代开始,美国基金业突破了半个多世纪内仅投资于普通股和公司债券的局限,于 1971 年 11 月推出货币市场基金和联储基金;1977 年开始出现市政债券基金和长期债券基金;1979 年首次出现免税货币基金;1986 年推出国际债券基金。投资基金这段时期的另一个重要特点是投资者结构的变化,从过去以中小投资者为主,开始向机构投资者和中小投资者并重方向发展。基金投资人队伍日益机构化。

投资基金投资品种的丰富和这段时期西方经济的发展变化有关。70 年代的石油危机导致美国宏观经济出现“滞胀”局面,高通货膨胀降低了实际利率,商业银行因受联邦储备法案(《Q 条例》)规定储蓄和存款的利率上限的管制,难以通过提高存款利率来吸引储户,银行存款的实际收益率大大降低,甚至出现了零利率或负利率的情况。为了绕开管制,货币市场基金设计出来了,这种基金属于开放式的,投资者可以像开立支票账户一样开立自由支取款账户,同时基金的收益率不像银行存款那样既低又固定不变,所以货币市场基金在当时一举成功,并

将基金的投资对象从资本市场引导到货币市场上来,扩大了基金的投资范围。据统计,到 80 年代初,美国货币市场基金占基金总资产的四分之三左右,约 1850 亿美元,达到了历史最高峰。

80 年代国际债券的推出与当时拉美经济发展迅速有关,拉美国国家债券倍受国际投资者欢迎,因此,投资基金在当时投资于此类国际债券是理所当然的事。但是,1987 年的股市危机的导火索正是拉美国国家宣布债务延期偿还,所以,投资于国际债券的共同基金首当其冲受到最大的打击。经历了 1987 年的股市动荡,美国共同基金的资产总数没有什么减少,反而在数目上有所增加。进入 90 年代以后,投资基金又开始了新一轮的发展。

第三节 证券投资基金的方方面面

一、证券投资基金类型分析

1. 契约型基金和公司型基金

根据组织形态的不同,投资基金可分为契约型基金(contract fund)和公司型基金(corporate fund)。

契约型基金也称信托型基金,是指把投资者、管理人、托管人三者作为基金的当事人,通过签订基金契约的形式发行收益凭证而设立的一种基金。契约型基金是基于契约原理而组织起来的代理投资行为,通过基金契约来规范三方当事人的行为。基金管理人依据法律、法规和基金契约负责基金的管理;基金托管人负责基金资产的保管,执行管理人的有关指令,办理基金名下的资金往来;投资者通过购买基金单位,享有基金投资收益。英国、日本和我国香港、台湾地区多是契约型基金。

公司型投资基金,是具有共同投资目标的投资者依据公司法组成以盈利为目的、投资于特定对象的股份制投资公司。这种基金通过发行股份的方式筹集资金,是具有法人资格的经济实体。基金持有人既是基金投资者又是公司股东,按照公司章程的规定,享受权利、履行义务。公司型基金成立后,通常委托特定的基金管理公司运用基金资产进行投资并管理基金资产。基金资产的保管则委托另一个金融机构,该机构的主要职责是保管基金资产并执行基金管理人指令,二者权责分明。基金资产独立于基金管理人和托管人的资产之外,即使受托的金融保管机构破产,受托保管的基金资产也不在清算之列。美国的基金多为公司型基金。

契约型基金与公司型基金的主要区别有以下几点:

(1) 资金的性质不同。契约型基金的资金是信托财产,公司型基金的资金为公司法人的资本。

(2) 投资者的地位不同。契约型基金的投资者作为信托契约中规定的受益人,对基金如何运用所作的重要投资决策通常不具有发言权;公司型基金的投资者作为公司的股东有权对公司的重大决策进行审批,发表自己的意见。

(3) 基金的营运依据不同。契约型基金依据基金契约营运基金,公司型基金依据基金公司章程营运基金。

2. 开放式基金和封闭式基金

根据基金单位是否可增加或赎回,投资基金可分为开放式基金(open_end fund)和封闭式基金(closed_end fund)。封闭式基金的持有人在基金存续期内,可以在规定的场所转让其所持基金份额,但不得请求基金管理人赎回。开放式基金的持有人可以依据基金份额的资产净值,在规定的的时间和场所申购或者赎回其所持基金份额。

封闭式基金的发起人在设立基金时,限定了基金单位的发行总额,筹集到这个总额后,基金即宣告成立,并进行封闭,在一定时期内不再接受新的投资。基金单位的流通采取在证券交易所上市的办法,投资者日后买卖基金单位,都必须通过证券经纪商在二级市场上进行竞价交易。

封闭式基金的期限是指基金的存续期,即基金从成立起到终止之间的时间。基金期限届满即为基金终止,管理人应组织清算小组对基金资产进行清产核资,并将清产核资后的基金净资产按照投资者的出资比例进行公正合理的分配。

如果基金在运行过程中,因为某些特殊的情况,使得基金的运作无法进行,报经主管部门批准,可以提前终止。

开放式基金的基金发起人在设立基金时,基金单位的总数是不固定的,可视投资者的需求追加发行。投资者可根据市场状况和各自的投资决策,或者要求发行机构按现期净资产值扣除手续费后赎回基金份额,或者再买入基金份额,增持基金份额。为了满足投资者中途抽回资金,进行变现的要求,开放式基金一般在基金资产中保持一定比例的现金。这虽然会影响基金的盈利水平,但对开放式基金来说,却是必需的。

封闭式基金和开放式基金主要有以下区别:

(1) 期限不同。封闭式基金有固定的存续期限,通常在 5 年以上,一般为 10 年和 15 年,经持有人大会通过并经主管机关同意,可以适当延长期限。而开放式基金没有固定期限,投资者可随时向基金管理人赎回基金单位。

(2) 发行规模限制不同。封闭式基金在招募说明书中列明其基金规模,在存续期限内未经法定程序认可,不能再增加发行。开放式基金没有规模限制,投

资者可随时提出认购或赎回申请,基金规模也随之而增加或减少。

(3) 基金单位的交易方式不同。封闭式基金的基金单位在存续期限内不能赎回,持有人只能寻求在证券交易场所出售给第三者。开放式基金的投资者则可以在首次发行结束一段时间(一般为 3 个月)后,随时向基金管理人或中介机构提出购买或赎回申请,买卖方式灵活,除极少数开放式基金在交易所名义上市外,通常不上市交易。

(4) 基金单位交易价格的计算标准不同。封闭式基金与开放式基金的基金单位除了首次发行价都是按面值加一定百分比的销售费计算外,以后的交易计价方式就不同了。封闭式基金的买卖价格受市场供求关系的影响,常出现溢价或折价现象,并不必然反映基金的净资产值。开放式基金的交易价格则取决于基金每单位净资产值的大小,其申购价一般是基金单位净资产值加一定的申购费,赎回价是基金单位净资产值减一定的赎回费,不直接受市场供求的影响。

(5) 基金买卖费用的缴纳方式不同。投资者在买卖封闭式基金时与买卖股票一样,也要在价格之外付出一定比例的证券交易税和手续费。而开放式基金的投资者需缴纳的相关费用(如首次认购费、赎回费)则包含于基金价格之中。一般而言,买卖封闭式基金的费用要高于开放式基金。

(6) 基金的投资策略不同。由于封闭式基金不能随时被赎回,其募集得到的资金可全部用于投资,这样,基金管理公司便可据以制定长期的投资策略,取得长期经营绩效。而开放式基金则必须保留一部分现金,以便投资者随时赎回,而不能尽数用于长期投资,一般投资于变现能力强的资产。

上面两种分类得出了四种基本的基金形式:封闭契约型基金、封闭式投资公司(封闭公司型基金)、单位信托基金、共同基金。其组合方式如表 4 .1 所示。

表 4 .1 四种组合形态的投资基金

	封闭式	开放式
契约型	封闭契约型基金	单位信托基金
公司型	封闭式投资公司	共同基金

从国际基金市场发展动向看,虽然共同基金和单位信托基金同时并存,但由于共同基金更能体现保护投资者权益的精神,因此共同基金有逐步取代单位信托基金的趋势。

3 . 其他类别

除了上面两种主要的分类方式,还有以下几种分类:

(1) 根据投资对象的不同,投资基金可分为股票基金(equity fund)、债券基金(bond fund)、货币市场基金(money market fund)、期权基金(option fund)、指

数基金(index fund)和认股权证基金(warrant fund)等。股票基金是指以股票为投资对象的投资基金;债券基金是指以债券为投资对象的投资基金;货币市场基金是指以国库券、大额银行可转让存单、商业票据、公司债券等货币市场短期有价证券为投资对象的投资基金;期货基金是指以各种期货品种为主要投资对象的投资基金;期权基金是指以能分配股利的股票期权为投资对象的投资基金;指数基金是指以某种证券市场的价格指数为投资对象的投资基金;认股权证基金是指以认股权证为投资对象的投资基金。

(2) 根据投资风险与收益的不同,投资基金可分为成长型投资基金、收入型投资基金和平衡型投资基金。成长型投资基金是指把追求资金的长期成长作为其投资目的的投资基金;收入型投资基金是指以能为投资者带来高水平的当期收入为目的的投资基金;平衡型投资基金是指以支付当期收入和追求资金的长期成长为目的的投资基金。

表 4.2 各类基金特点比较

基金类型	目标	优点	缺点
成长型基金	追求资金的长期成长	获利能力高,资本利得增加快	当期收益很少甚至没有,损失本金的风险高
平衡型基金	支付当期收入兼追求资金的长期成长	具有双重投资目标,损失本金风险很低	资本成长的潜力不高
收入型基金	为投资者带来高水平的当期收入	损失本金的风险很低	资本成长的潜力较小

(3) 根据资金来源和运用地域的不同,投资基金可以分为国际基金(global fund)、离岸基金(off_shore fund)、国内基金(domestic fund)、国家基金(country fund)等。国际基金是指资金来源于国内,并投资于国外市场的投资基金;离岸基金也称海外基金,是指资金来源于国外,并投资于国外市场的投资基金;国内基金是指资金来源于国内,并投资于国内市场的投资基金;国家基金是指资本来源于国外,并投资于国内的投资基金。

表 4.3 四类基金比较

基金类型	资金来源	资金运用
国内基金	内	内
国际基金	内	外
离岸基金	外	外
国家基金	外	内

(4) 根据投资货币种类的不同,投资基金可分为美元基金、日元基金和欧元基金等。美元基金是指投资于美元市场的投资基金;日元基金是指投资于日元市场的投资基金;欧元基金是指投资于欧元市场的投资基金。

表 4.4 总结了基金的分类。

表 4.4 投资基金的分类

分类依据	基金类型
基金单位是否可增加或赎回	开放式基金和封闭式基金
组织形态	公司型投资基金和契约型投资基金
投资对象	股票基金、债券基金、货币市场基金、期权基金、指数基金和认股权证基金
投资风险与收益	成长型投资基金、收入型投资基金和平衡型投资基金
资金来源和运用地域	国际基金、海外基金、国内基金、国家基金和区域基金
投资货币种类	美元基金、日元基金和欧元基金

(5) 雨伞基金(umbrella fund)和基金中基金(fund of funds)。雨伞基金通常是在一个母基金之下再设立若干个基金,基金的各个子基金独立进行投资决策,其最大特点是在基金内部可以为投资者提供多种投资选择,方便投资者转换基金以吸引投资者。基金中基金是一种以其他基金证券为投资对象的投资基金,特点是具有双重保护功能,不利之处是加大了投资者投资成本。两类基金的不同之处在于:雨伞基金不是基金,基金中基金是一种基金;另外,基金中基金是否转换基金由基金经理决定,而雨伞基金则完全由投资者决定。

(6) 对冲基金(hedge fund)。对冲基金的操作宗旨,在于利用期货、期权等金融衍生产品以及相关关联的不同股票进行实买空买、风险对冲的操作技巧,在一定程度上可规避和化解证券投资风险。经过几十年的演变,对冲基金已失去其初始的风险对冲的内涵,成为一种新的投资模式的代名词,即基于最新的投资理论和复杂的金融市场操作技巧,充分利用各种金融衍生产品的杠杆效用,承担高风险、追求高收益的投资模式。

二、证券投资基金的当事人

(一) 基金持有人与基金持有人大会

1. 基金持有人

基金持有人是指持有基金份额或基金单位的自然人和法人,也就是基金的投资者——他们是基金的实际所有者。无论哪一种基金,只要投资者买入某种基金单位,就成为该基金的持有人。

一般来说,基金持有人享有如下权利:

- (1) 分享基金收益;
- (2) 参与基金剩余财产的分配;
- (3) 赎回或者转让其持有的基金份额;
- (4) 出席基金持有人大会,并对审议事项行使表决权;
- (5) 查询或者获取公开的基金业务和财务状况资料;
- (6) 基金合同或者基金章程规定的其他权利。

基金持有人在享有上述权力的同时,还有履行基金合同或者基金章程规定的义务。

2. 基金持有人大会

基金持有人权益通过基金持有人大会的表决权来行使。基金持有人大会是基金最高权力机构,需要决定下列事项之一的,应当及时召开基金持有人大会:

- (1) 提前终止基金;
- (2) 封闭式基金扩募、续期或者转为开放式基金;
- (3) 提高基金管理人或者基金托管人的费用标准;
- (4) 修改基金合同或者基金章程;
- (5) 基金合同或者章程规定的其他事项。

(二) 基金管理人

1. 基金管理人的概念

基金管理人负责基金的具体投资操作和日常管理的机构。基金管理人由基金管理公司或者法律、行政法规规定可以从事基金管理业务并取得基金管理资格的其他机构(简称基金管理机构)担任。基金管理机构通常由投资银行、信托投资公司发起设立,具有独立法人地位。

2. 基金管理人的资格

基金管理人的主要业务是发起设立基金和管理基金。由于基金的持有人通常是人数众多的中小投资者,为了保护这些投资者的利益,必须对基金管理人的资格作出严格规定,使基金管理人更好地负起管理基金的责任。

对基金管理人需要具备的条件,各个国家和地区有不同的规定。但一般来说,基金管理人须符合以下条件:

- (1) 符合公司法的有关规定;
- (2) 实收资本不低于规定的数额;
- (3) 有合格的基金管理人才;
- (4) 有完善的内部控制制度;
- (5) 法律、行政法规和相关监管机构规定的其他条件。

3. 基金管理人的职责

基金管理人的主要职责有以下几个方面：

- (1) 负责基金发售、申购与赎回；
- (2) 运用基金资产进行投资；
- (3) 及时、足额向基金持有人分配基金收益；
- (4) 负责编制基金财务会计报告；
- (5) 计算基金份额净值；
- (6) 办理应当由基金管理人负责的与基金有关的信息披露事项；
- (7) 负责基金份额的注册登记；
- (8) 代表基金处理与第三人的法律纠纷；
- (9) 召集基金持有人大会；

(10) 确保应当向基金投资者提供的各项文件或者资料在规定时间内发出，保证投资者能够按照基金合同或者基金章程规定的时间和方式，查阅、复制与基金有关的公开资料；

- (11) 保存基金业务活动的记录、账册、报表和其他相关业务资料；
- (12) 代表基金行使基金所投资公司股东大会的表决权；

契约型基金的管理人除应当履行上述职责外，还应当履行以下职责：

- (1) 拟订基金合同修改方案；
- (2) 为基金聘请注册会计师和律师；
- (3) 根据基金合同制定基金收益的具体分配方案。

(三) 基金托管人

为了充分保障基金投资者的权益，防止基金资产被挪作他用，各国的证券投资信托法规都规定：基金都要由某一托管机构，即基金托管人来对基金管理机构的投资操作进行监督和保管基金资产。如美国 1940 年《投资公司法》规定，投资公司（即基金公司）应将基金的证券、资产及现金存放于托管公司，托管公司应为基金设立独立账户，分别管理，定期检查。

1. 基金托管人的概念

基金托管人是依据基金运行中“管理与保管分开”的原则对基金管理人进行监督和保管基金资产的机构，是基金持有人权益的代表，通常由有实力的商业银行或信托投资公司担任。基金托管人与基金管理人签定托管协议，在托管协议规定的范围内履行自己的职责并收取一定的报酬。基金托管人在基金的运行中起着不可或缺的作用。

2. 基金托管人的资格

基金托管人的作用决定了它对托管的基金承担着重要的法律及行政责任，因此，有必要对托管人的资格作出明确规定。概括地说，基金托管人应该是完全

独立于基金管理机构、具有一定的经济实力、实收资本达到相当规模、具有行业信誉的金融机构。

具体来说,申请基金托管资格,应当具备下列条件:

- (1) 净资产和资本充足率符合有关规定;
- (2) 有独立的基金托管部门;
- (3) 有合格的基金托管业务人员;
- (4) 有安全保管基金资产的条件;
- (5) 有安全高效的清算、交割系统;
- (6) 有符合要求的营业场所、安全防范设施和与基金业务有关的其他设施;
- (7) 法律、行政法规规定的其他条件。

三、基金的设立、发行和交易

(一) 基金的设立

基金发起人是指发起设立基金的机构。发起人在基金设立过程中的行为成为发起行为,发起人是完成筹办基金法定程序的执行者和代表者,发起人行为构成基金的设立行为。如果基金设立成功,因发起人行为而产生的权利和义务转由基金持有人承担;如果基金未设立成功,发起人行为所引起的权利和义务则由自己承担。一般来说,基金发起人由基金管理人担任。

设立基金,应当具备下列条件:

- (1) 有明确的组织形式和运作方式;
- (2) 有合法的投资方向和明确的投资策略;
- (3) 有合格的基金管理人和基金托管人;
- (4) 法律、行政法规和监管机构规定的其他条件。

申请设立基金,一般要完成以下工作:

(1) 基金发起人准备各种法律文件,包括申请报告;基金合同或者基金章程;招募说明书等。

(2) 基金发起人准备好各种文件后,上报到监管机构。监管机构对这些文件进行审核,如果符合有关标准,则批准基金发起人公开发行基金。

(3) 基金发起人在收到监管机构批准后,于发行前公布招募说明书,并公告具体的发行方案。

(二) 基金的发行与交易

基金的发行也叫基金的募集,它是指基金发起人在其设立或扩募基金的申请获得监管机构批准之后,向投资者推销基金单位、募集资金的行为。

常见的基金发行方式有四种:第一,直接销售发行,基金不通过任何专门的

销售部门直接销售给投资者的销售办法;第二,包销方式,基金由经纪人按基金的资产净值买入,然后再以公开销售价格转卖给投资人;第三,销售集团方式,由包销人牵头组成几个销售集团,基金由各销售集团的基金人代销;第四,计划公司方式,在基金销售过程中,有一公司在基金销售集团和投资人之间充当中间销售人,以使基金能以分期付款的方式销售出去。

基金的交易是在基金成立之后进行的买卖活动。封闭式基金一般是在证券交易所挂牌上市交易,开放式基金一般不到证券交易所挂牌上市交易,而是通过指定的销售网点进行申购或赎回。

四、投资者如何选择基金投资

我们在前面曾介绍了通过证券投资基金投资的优势,但是市场上存在不同类型的证券投资基金,而且在每一类型中又有不同的基金管理人管理的基金,投资者如何在众多的证券投资基金中挑选适合自己的基金品种进行投资呢?

一般来说,投资者的决策过程应分为以下几个步骤:第一步是衡量自身的风险承受能力;第二步是确定自己的投资目标,挑选适合的基金类型;第三步是对同一类型的基金进行评估,选择出最佳的投资基金品种;最后是根据市场情况的变化和自身条件的变化,对自己的投资品种进行调整。我们下面就这几个步骤进行详细的阐述。

(一) 风险承受能力的确定

任何投资都是有风险的,高收益伴随着高风险,证券投资基金也不例外。投资者在投资之前,必须对自身的风险承受能力有较为正确的认识。投资者的风险承受能力主要受以下因素的影响:

(1) 投资者的风险偏好。按照对市场风险的态度,投资者可以分为风险偏好型、风险中立型和风险回避型。风险偏好型的投资者愿意承担较大的市场风险,力图获得较高的回报,因此风险承受能力也较高;而风险回避者对于同样的收益水平所愿意承担的风险水平较低,所以风险的承受能力也较弱。

(2) 收入和支出状况。投资者的收入越高、越稳定,风险承受能力也越强。另外,投资者的投资金额由其收入和支出的差额决定,这个差额越大,风险的承受力也就越强。

(3) 投资收益的目标年限。一般来说,投资收益的目标年限越长,投资者的灵活性越大,从而风险的承受能力也就越强。

投资者根据自身以上三个方面的情况,便能大概地了解自己的风险承受能力。

(二) 确定投资目标,选择基金类型

一般来说,投资目标可分为以下几种:

(1) 收入型:有的投资者是希望通过投资基金能够在每年都有稳定的收入来支付日常的支出,我们可将该类投资者的投资目标定为收入型;

(2) 稳健成长型:有的投资者是希望通过投资基金在较远的将来获得较高的回报,这类投资者的投资目标可以称作稳健成长型;

(3) 积极成长型:有的投资者是希望通过参与基金投资,在较短的时间内能获得较高的回报,我们可以说这类投资者的投资目标是积极成长型;

(4) 避税型:还有的投资者是希望通过投资基金获得税收方面的优惠,即其投资目标是避税。

同时,各种证券投资基金的投资目标也有很大的区别。如有的基金是以获得稳定的利息收入为目标的收入型基金,有的基金是以追求资本的稳定增值为目标的成长型基金。不同基金的投资目标在基金的招募说明书中都有说明,并且一般是通过投资范围的不同来实现的。

投资者对自己的风险承受能力有较为准确的认识,并确定自己的投资目标后,就可以在不同投资目标的基金类型中大致地选择,确定适合自己投资目标的基金类型。

(三) 评估并挑选最佳的基金品种

在同一类型的证券投资基金中仍有许多的基金品种供投资者进行挑选,而且所有的投资基金在销售的时候,都会在法律允许的范围内对自己进行宣传。投资者如何在众多的候选基金中选择出真正的表现优良而且适合自己的品种呢?投资者主要应从以下方面对备选的投资基金进行评估:

1. 基金以往的业绩

投资者的最终目标是获取投资收益,所以,投资者评估基金的首要指标是基金的获利能力。但是,对基金将来的业绩准确地预测是不切实际的,我们只能根据基金以往的表现大致评估基金的获利能力或基金管理人的管理水平。评估基金的经营业绩时,应当在进行风险调整的基础上分析。不但要关注它在市场上涨时期的表现,还要考察它在市场下跌时的业绩。并且投资者还应注意基金在销售宣传时公布的收益率的计算方法和计算区间,同时考察同类型的基金的表现,来客观地评价基金以往的表现,从中选择优异的基金进行投资。

2. 基金的费用和税收

投资者在选择基金时,还应当将基金的费用考虑进去。这些费用包括基金管理费用、基金托管费用和基金的销售费用等。投资者认购基金时的认购费用,会使得投资者实际投资金额减少;赎回基金时的赎回费,使投资者不能全部取回自己的投资所得。基金的托管费和管理费则是在基金运作期内每天计提,不断

侵蚀投资者的投资利润。同时,基金的表现和基金的费用高低并没有任何必然的联系,所以投资者一定要在考虑费用的基础上对基金的业绩进行必要的调整。投资者还应注意不同的基金在税收方面的政策可能不一样,因而在对不同基金进行比较时应当计算投资基金税后的收益率。

3. 基金的服务

各个基金会提供不同的服务,以方便基金投资者。这些服务包括基金收益的自动再投资服务、自动投资计划服务、电话交易和询价服务、在同一基金家族内转移服务以及定期的交易和纳税资料服务等。一般来说,基金向投资者提供的服务越多,对投资者越有利。虽然目前我国的证券投资基金尚处于发展初期,提供的服务较少,但随着基金市场的发展,为了竞争的需要,证券投资基金所提供的服务也会越来越多,所以投资者在选择基金时也应当将其考虑进去。

(四) 调整投资决策

投资者在选择适合自己的证券投资基金品种进行投资后,应当不断地关注市场整体情况的变化以及基金本身状况的改变来调整自己的投资决策。

1. 市场状况的变化

在同样的市场情况下,不同类型基金的表现是不一样的。如在股票市场下跌的情况下,股票基金的业绩会较差,而债券基金的业绩一般来说比较稳定,或者净资产值下降较少,因此投资者应根据市场情况的变化,适时地调整投资品种,以获得最佳的投资收益。

2. 注意基金净资产值和投资组合的变动

无论是开放式基金还是封闭式基金都会定期公布自己的净资产值和投资组合的变动。基金的投资者应当密切关注基金净资产值的变动情况,并与市场的整体状况及其他同类型基金的表现来进行比较,看自己选择的基金是否表现较好。同时,投资者也应从基金公布的投资组合来判断基金在投资范围和比例方面是否符合基金事先的承诺,以保证基金的投资风险得到控制和基金的资产得到充分运用。

3. 注意基金投资政策的变化

基金投资者是根据自己的投资目标和基金在公开说明书中载明的投资目标来选择适宜的基金进行投资的。但是由于基金有可能在某些时候通过法定程序改变基金的投资政策或通过改变基金的投资范围使基金的实际投资政策发生变化,所以基金投资者应密切关注这方面的变化,看是否和自己的投资目标仍然符合,并判断是否需要重新进行投资决策。

4. 注意基金管理人的变动

基金的业绩是由基金管理人的水平所决定的,我们可以说,基金品种的选择

从某种意义上来说就是对基金管理人的选择。基金管理公司和基金经理的变更会不可避免地影响基金的业绩,因此投资者应留心基金管理人的变动情况,对新的基金管理人以往的业绩进行评估,作出正确的投资决策。

总之,基金投资者在投资时,只有根据自己的风险承受能力和投资目标选择适宜的基金,并对投资的基金不断地跟踪和了解,才能真正地利用基金专家理财的优势,获得好的投资回报。

第四节 中国证券投资基金的产生与发展

中国证券投资基金的产生与发展依循着一条与西方国家不同的轨迹,在中国,最先出现的是以“中国”为投资概念的海外基金,而且先于全国性证券市场的建立。下面我们将对中国证券投资基金的起步、发展及其特色进行分析。

一、中国证券投资基金回顾

1. 1985—1990: 海外中国基金的初步探索。1985年12月,中国东方投资公司在香港、伦敦推出中国东方基金,推出时资产净值1700万美元。1989年5月,香港新宏基信托基金管理有限公司推出新宏基中华基金,投资在香港、台湾及新加坡上市的直接或间接投资在与中国大陆进行贸易的公司所发行的股票上。这一阶段,即从1985年第一个海外中国基金诞生,到1990年止,国内还没有设立一只基金,中国投资基金正开始从海外起步。

2. 1990—1992: 中国国内基金的初步发展。1990年底,新中国第一家全国性证券交易所——上海证券交易所成立,标志着我国证券业的发展进入了一个新的时期。进入90年代,国内基金市场和海外中国基金市场都取得迅速发展,前者的基金份额面向国内投资者销售,并以中国证券市场和实业投资为投资对象;后者的基金份额面向境外投资者销售,仍然是以中国市场为投资对象。其中最具代表性的有:

1990年11月9日,由法国汇理银行亚洲投资有限公司牵头设立的“上海基金”,12月初在伦敦上市,该基金属封闭型,期限10年,这是第一个完全以中国为投资对象的真正意义上的国家基金——一是进入中国证券市场购买中国的债券、股票等各种证券,二是向未上市的“三资”企业参股,三是组建新的合资企业。

1991年11月,中国第一只国内基金,即由深圳南方证券公司、交通银行深圳分行发起,南山区政府批准设立的“南山风险投资基金”成立,发行规模8000万元。

1992年5月,中农信推出半开放型的投资基金,发行额8000万元人民币。

1992 年 6 月,深圳人民政府公布了《深圳市投资信托基金管理暂行规定》,这是我国第一部地方性证券投资基金法规,并于同年 11 月批准成立深圳市投资基金管理公司,发行天骥基金 5.8 亿元。

1992 年 12 月,美国相继推出“中国基金”、“大中华基金”、“嘉泰 弗莱明中国地区基金”三大基金投资中国 B 股。

1992 年 12 月 28 日,“淄博乡镇企业投资基金”注册登记,注册资本为 1000 万元,并于 1993 年 8 月 20 日在上海证券交易所上市,成为国内第一家在全国性证券市场上公开上市的投资基金。

到 1992 年底,全国投资基金数量达 40 个,遍及 18 个省市。这一阶段的特点是:先从海外中国基金开始,然后引发了国内基金市场的迅速发展,两个市场相对独立和平行发展。国内成立的投资基金绝大部分是由地方政府或中国人民银行分行批准成立,初衷主要是为了集资。并且,由于地方性证券市场先于全国性证券市场存在,这段时期国内以地方性投资基金为主,基金的运作和设立带有明显的不规范性,同时,基金的投向也并不以证券为主,房地产、项目融资等等都是主要投资对象,所以这段时期的投资基金还不能完全称为“证券投资基金”。

3. 1993—1996:国内基金发展相对减缓。1993 年 5 月 19 日,中国人民银行发出紧急通知,要求省级分行立即制止不规范发行投资基金和信托受益债券的做法。《通知》指出,今后投资基金的发行和上市,投资基金管理公司的设立,以及中国金融机构在境外设立投资基金和投资基金管理公司,一律由中国人民银行省(市)以及分行审查,报总行批准;未经总行批准,任何部门一律不得越权审批。此后 3 年时间里,各级人民银行分行未再批准设立新基金,而是把主要精力放在已设立基金的规范化和已批准基金的发行工作上。

与国内基金市场的相对停滞相比,海外各大基金管理公司和资产管理公司纷纷表示出对中国市场的浓厚兴趣,组建中外合作基金的呼声越来越高。1994 年 7 月 29 日,中国证监会高层专家会议提出针对长达 16 个月的股市低迷的三大救市措施,一是大力发展投资基金,二是试办中外合资基金管理公司,引进外资进入 A 股市场,三是允许券商进行融资,其中两条涉及到基金——当然这两项提议要得到落实还有待时日。

4. 1997—现在:基金市场的规范和发展阶段。1997 年 11 月,我国的《证券投资基金管理暂行办法》正式出台,这对我国证券投资基金的进一步发展,规范基金市场和证券市场的运作具有重要意义。在投资者的培养上,注重培育机构投资者投资于证券投资基金,允许保险基金、社会保障基金入市。并且,基金正逐渐打破封闭形式。“华安创新”作为首只开放式基金,于 2001 年 9 月 20 日成功募满 50 亿元资金,并于 21 日正式宣告成立。华安基金管理公司已经开始管

理这只基金。由于首期募集目标业已达到,“华安创新”基金将在接下来三个月内进入闭锁期,暂时不接受新的申购和赎回,日常申购和赎回将从2001年12月21日起开始办理。另一只开放式基金——南方稳健成长证券投资基金首次募集35亿元资金,已经顺利结束,并于2001年9月28日宣告正式成立。南方基金管理有限公司已正式开始管理该基金。所募资金已于9月28日全部划入该基金的托管人——中国工商银行“南方稳健成长证券投资基金托管专户”。根据有关规定,南方稳健成长的日常申购可从基金成立后开始办理,具体时间由基金管理人决定;南方稳健成长的赎回从基金成立后满3个月开始办理。不久还将有8只开放式基金陆续推出。

二、中国证券投资基金产生与发展的特殊性

作为发展中国家的中国,由于金融市场的发育、发展均晚于西方发达国家,故在各方面均表现得不成熟、不完善,并在发展的过程中走出了一条与西方国家完全不同的轨迹。当然,作为一个后起的国家,发达国家的许多经验和教训都可供借鉴。

1. 证券投资基金与证券市场的发育几乎是同时起步的。而在西方国家,证券投资基金的产生和发展是市场经济发展到一定阶段的产物,是股份制发展到一定规模、证券市场发育到一定程度后,作为一种金融工具创新出现的。1990年以前,我国的证券市场以分散的、地方性市场为特征。1990年底上海证券交易所成立后,到1992年10月,在上交所上市的债券共37种,股票32种,股市面值28亿元,市价总额360亿元。每日交易量最高1.7万手,日交易额近5亿元。深圳证券交易所的上市品种、上市面值、市价总额及日交易情况都小于上海。当时,地方性的证券公司已经开始尝试发行基金证券。如最早的三家,珠信基金、武汉基金、南山风险基金发行日期分别是1991年8月、1991年10月和1991年10月。地方性证券投资基金法规是1992年6月颁布的《深圳市投资信托基金管理暂行规定》。虽然它只是地方性的法规,但对规范基金上市起了很大的作用。

2. 以“中国”为投资概念的海外基金在初期发展显著。在西方国家,从第二节的叙述可以看出,在最初时期,它们往往因为本国资本扩张,发起的基金都是针对海外政府债券和海外地区实业以及少量股票投资,是一个由内对外再由外而内的发展过程。中国的投资基金最早均由国外基金经理机构单独设立,其中证券的销售、外汇的兑换、经营方针的制定等均由这些机构负责,基金证券的上市交易或柜台转让也在境外进行,最普遍的投资策略是投资B股和在香港特区的中国企业。此后,有些基金由中国的基金经理公司与境外的有关投资基金经

理机构合作设立。虽然同时国内基金也开始发展,但有一段调整时期,这段时期海外基金发展势头不减。并且,这些海外基金的管理和运作更为规范,对于我国利用外资起到了积极作用。所以,我国证券投资基金主要是对内投资,并且内外投资基金共同对内。这还是与我国证券市场开放度小有关。

3. 投资基金的投资对象过于丰富。西方国家投资基金最初时的投资重点是海外政府债券,这些债券回报率高,同时也满足了流动性需求。我国国债投资比例相对较少,主要是为了取得流动性。基金不仅投资于证券,同时还投资于房地产和一些在建项目等等。这说明了投资基金的管理和运作缺乏明确的方向和目标,同时也从另一个方面说明了我国证券市场容量小、品种少;利率非市场化,国债价格风险小,不构成有利可图的投资对象;货币市场建设滞后,缺乏货币市场工具可供投资等等问题。

中国证券市场投资基金在短短的十年发展过程中,已经取得了很大的进步,但也的确存在着这样那样的问题,比如基金遍地开花,但规模小,资金实力不雄厚,相比较而言,无法与国外大型证券投资基金同日而语;基金管理不规范,包括缺乏健全的基金法规和权威的监管机构,基金在发起设立上以及组织结构上不规范;缺乏高素质的基金经理和专业的基金保管人,信息披露不规范,甚至还有“基金黑幕”。正因为如此,我们才更需要促进基金业的健康发展,而这又离不开其他环节的疏通、理顺与规范。

三、发展证券投资基金相关环节的建设

1. 信用制度的加强与完善

在中国,信用链条的脆弱一直是从根本上制约金融发展的瓶颈问题。由于信用的脆弱,信托业在中国一直没有得到很好的发展,人们更多地还是相信自己,不相信别人。这种“宁信己,勿信人”的理财观念也约束了作为金融信托业一支的投资基金业的发展。人们即使持有基金,也最多是将其作为证券投资组合中的一支资产,相当于投在一只股票上。一般投资者并不会将大部分可用于证券投资的资金都交由基金管理。

建立一个良好的信用制度涉及到很多相关层面的建设与改革。首先,个人信用制度的建立。在我国,个人信用一直都不被重视。实际上,中国的个人信用质量相对于企业信用质量还是较高的。商业银行中的个人贷款通常被认为是优良资产,尤其是个人住房抵押贷款更是倍受银行青睐。个人信用是整个社会的信用基础,个人信用的良好发展有助于整个社会加强对信用的重视,使信用制度在微观基础层面上建立起来。其次,企业信用制度的建立。“三角债”是困扰我国企业经营和发展的一个老大难问题,当然这不仅与整个社会信用低下有关,也

与我国企业产权制度不清晰有关,它尤其存在于国有企业之间、国有企业与银行之间。产权不清晰使得国家承担了几乎全部企业经营的风险,人们甚至认为国有企业之间、国有企业与银行之间的债权债务关系只是国家资金从一个口袋换到另一个口袋,因此就没有维护本企业信用质量的动力。所以,企业产权制度的改革和“现代企业制度”的建立,有助于企业作为一个独立的经营实体承担经营责任与风险,有助于信用制度在企业层面的深化。再次,对于金融市场而言,信用评级制度也是体现一只股票所属上市公司的经营质量,同时也体现了财务状况,尤其负债方面的表现。如果一家上市公司曾经有过信用不规范的记录,那么其信用级别将比较低,在证券市场上,会影响企业在股票市场发行股票的投资与投机级别的评价,也会影响在债券市场发行债券的风险评价,从而影响其筹资成本。因此,在客观的、公平的、完善的信用评级制度下,企业最好的行为选择是维护、提高自身的信用形象。所以,整个社会信用制度的建立需要实际经济中信用制度的建立与完善,以及在金融市场上信用评级制度的客观与有效的监督。

2. 证券市场资源可以进一步扩大

公开性证券市场在我国的建立最初是企业改制的配套措施,目的是保证股票的流动性,促进国有大型企业的股份制改造。加之审批制以及对上市公司性质的限定,证券市场的扩容能力有限。并且,这种限制并不能保证上市公司的质量。只有指导下市制度建立以后,竞争机制引导的优胜劣汰才可能发挥作用。实际上,人们越来越意识到上市公司素质的重要性。尤其在今天,国民生产总值贡献率以及企业利润率更多地归属于非国有企业,并且已经存在一些专门针对三资企业的实业性投资基金,也就是说,这些企业也需要筹资,与其让其筹资活动不公开,甚至不规范,还不如允许它们进入公开证券市场融资。如果说证券市场发展初期因担心金融资源约束而不敢发展太快以避免失序,那么在今天储蓄一再扩大,并不受利率降低的影响之时,这种金融资源约束已经不存在了,至少也大大减缓了。并且,我国证券市场容量确实太小,不仅占 GDP 的比重低,而且很容易被少数几家大型投资者操纵,造成投机活动过盛。这些事实都说明,证券市场资源还有待于进一步开发和扩大,以促使投资级股票的增加,促使证券市场质量的提高。

3. 发展货币市场,以此发展货币市场投资基金

中国的资本市场发展虽然起步较晚,但发展速度快,其成熟度已经远远超过了货币市场。由于货币市场发展缓慢并且存在许多市场限制,到目前为止货币市场投资基金还不存在。其实,根据我国居民的风险偏好,绝大多数都属于风险厌恶者,在未来收入预期不确定的形势下,他们倾向于低风险的投资,即使该项投资低收益也会义无反顾地选择“安全”的投资模式。这样,收入型基金就正好

符合我国大多数投资者的投资目标。在国外,收入型基金的主要投资对象恰好是国债以及货币市场工具,该基金因其高流动性以及收益高于银行存款而倍受广大投资者欢迎。因此,为了我国货币市场的建设,也为了我国居民投资渠道多样化、合理化,有效分流储蓄,发展货币市场,同时发展货币市场投资基金不失为一个合理选择。

当然,发展货币市场会涉及到一些非常重要的方面,那就是利率市场化、国债发行与交易的市场化、货币市场参与者的扩展。当前利率变化虽然有了较之以前更大的灵活性,但是,利率的浮动范围非常狭窄,基本上金融机构都在同一个起跑线上竞争,没有权力自行决定自身经营发展所适合的业务利率,比如在放贷困难的情况下,面对优质客户,也无法以更低的贷款利率将款项贷放出去,从而加重了银行存贷额和存贷利差的负担,不利于银行的稳健经营。其次,国债是货币市场交易的重要品种,由于利率没有市场化,国债票面利率的选择范围小,同时市场利率的变化可能性小,从而利率风险小,投资国债往往只能获得利息收益,这就减少了国债对于投资者,尤其是机构投资者的吸引力。再次,当前货币市场的参与者主要是中央银行和各大商业银行,主要进行的是公开市场业务以及银行间短期资金的拆放。工商企业不能通过发行商业票据等方式从货币市场筹集资金。因此,货币市场要发展,就必须拓宽货币市场上的投资与融资渠道,吸引更多的市场主体。

4. 机构投资者的不断成熟

在一般意义的机构投资者上,我国允许国有企业、国有控股公司以及上市公司适当进入证券市场,这就给予上市股票价格稳定的机制,尤其上市公司参与股票二级市场,可以通过股票交易干预本公司股票的走势,使本公司股票行情稳定在有利的位置,维护投资者信心以及公司的稳定经营。同时,在基金方面,我国已经允许保险基金、社会保障基金通过投资于证券投资基金进入证券市场。这与国外证券市场的三大机构投资者:保险基金、养老基金和共同基金的结构正好是对称的。机构投资者的不断成熟,以及保险基金、社会保障基金的最终投资目的都是资产的保值,在保值的基础上追求增值,这就决定了它们在证券市场上的交易更多地倾向于投资,恶性投机很少因它们而产生。并且,它们往往都会将资产分散投资于多个证券投资基金,以获得投资收益的双重保证。这样,证券投资基金就会获得更大的资金注入,有助于自身的发展。反过来,证券投资基金的发展与成熟也将有利于保险基金、社会保障基金投资活动的成功及其资产的增值。两方面良性互动,可以促进证券化的发展。

单从证券投资基金本身形式的发展就可以看出,开放式投资基金已经迈上了发展轨道。如前所述,封闭式基金由于基金单位不可赎回,只能在市面上转

让,故而其价格受到供求力量的极大影响。而开放式基金的基金单位能够赎回,故而其价格能在供求力量和净资产价格之间求得平衡。并且,正因为开放式基金能赎回,基金的收益与风险就有了双重保证。与封闭式基金不同——可以说,封闭式基金券可能更类似于一张股票——开放式基金对于基金经理的投资能力要求更高。不过同时,在这种经营压力下,基金可能更倾向于短期化行为。开放式基金的风险不可忽视,比如业绩风险,价格走势风险,成本风险、面临巨额赎回,资产严重缩水甚至清盘的风险等。因此,有必要加强证券业、基金业的监管,加强信息披露,完善证券法规。但是,对我国证券市场而言,开放式基金的进入,对改善入市资金面有积极作用,因为违规资金退出,合法资金进入,开放式基金正好填补了这个空白。可以合理预计,合法资金将会持续进入证券市场,这对有效改善资金供求总量和结构都有重大意义。

第五章 现金资产证券化

现金是货币的存在形式之一,在现代经济生活中,现金的实物表现形式是现钞和可开立支票账户的活期银行存款。现金资产指的是不用于消费获得消费性效用,而用于投资以获取未来经济收益的现金。现金资产证券化是指现金资产向证券资产的转换,即投资者将现金资产投资于证券,获得证券的未来现金流,实现预期的经济收益的过程。现金资产证券化是通过投资者在证券市场上购买证券而实现的,同时,它的逆过程——证券资产向现金资产转换是通过投资者在证券市场上售出证券而实现的。现金资产和证券资产的相互转换构成了证券市场的基本活动。因此,现金资产证券化同时又可以理解为现金资产在证券发行市场上购买新发行证券,在证券流通市场上购买已发行证券的投资行为。

第一节 现金资产证券化理论分析

现金资产证券化从证券需求角度体现了资产证券化的功能。实体资产证券化、信贷资产证券化和证券资产证券化三者都是供给证券的资产证券化形式,属于主动创造证券的过程。当人们分别以实体资产、信贷资产和证券资产的未来现金流为支撑发行证券的时候,证券就被创造出来了。以实体资产、信贷资产和证券资产为基础的证券在收益/风险属性上具有一定差异。然而,这些证券实质上是基于各种资产的现金流而非资产本身,因此通过必要的收益/风险技术处理,这些证券带有的基础资产特性已有所淡化。实体资产、信贷资产和证券资产证券化技术在理论上被归纳为资产组合原理、风险隔离原理和信用增加原理。证券的供给必然要求证券的需求加以配备,因为没有证券需求,以三种资产的未来现金流为支撑发行的证券不为人们所接受,证券就不具价值,从而证券本身代表的对未来收益的索取权也将没有现实基础,证券也就不能形成真正意义上的证券资产。现金资产证券化就是创造证券需求的资产证券化。

1. 现金资产需要获得增值

现金资产本身具有完全的流动性,但不具有收益性。现金资产只有在向其他形式资产转换的过程中才能获得增值,只有投资于其他资产才能获得收益。资产证券化的产生和发展给现金资产提供了又一条投资途径。从投资需求角度

讲,投资市场资产品种越丰富,投资的选择空间就越大,投资者也就越可能寻找到最优投资组合,从而最大限度地获得投资效用。资产证券化将证券资产注入原来的经济中,扩大了投资者可选择的资产形式,多样化了投资对象,证券资产也因此成为某些投资者的投资对象。现金资产证券化就是投资者投资于证券资产的途径。

2. 现金资产证券化是投资者的必然选择

实体资产、信贷资产证券化,赋予了证券资产不同于基础资产的性质,证券资产成为投资者的投资对象之一。这具体指的是:

(1) 证券资产很好地解决了投融资在数量上不匹配的问题。投融资在数量上的不匹配是指投资者意愿在某种资产形式、某个资产项目上投入的资金与该资产形式、该资产项目所要求的资金规模上的不一致。投融资是否能够达到数量一致,关键在于投融资活动的载体——金融工具能否在预定的时间内调动所需要的全部资金。这也就是金融工具的效率,金融工具的可分性是决定金融工具效率的重要因素。在四种资产中,实体资产的可分性最弱。实体资产投资活动的演变体现了人们对金融工具效率要求的提高。

首先,在经济发展的早期阶段,实体资产的形成是由现金资产直接转换而来的。这时实体资产规模小,具有一定资金实力的个人能够成功地实现实体资产投资。随着经济的发展、经营复杂度的提高,实体资产形成所要求的最低规模越来越高。由于实体资产的可分性弱,只有达到最低规模要求才能发挥实际效能,现金资产投资于实体资产就需要投资于实体资产整体,因此现金资产直接转换为实体资产的难度也就越来越高。

其次,实体资产退回到现金资产的形式也很困难。实体资产的变现一方面难免会影响整体效能的发挥;另一方面,随着经济复杂度增加,实体资产的行业类别越来越丰富,不同行业所需的实体资产特性不同,专用性很强。实体资产的专用性决定了在实体资产市场上难以寻到合适的交易对手,造成流动性弱,转让极可能付出较高贴水,也增加了实体资产投资的风险和成本。

再次,实体资产的专用性也必然要求投资者对其特性有较好的了解与把握,要求投资者在某一领域具有专门的投资分析能力和决策能力。对分析能力和决策能力的要求是随经济复杂度和不确定性的增加而增加的。另外,投资的高风险性对投资者资金实力和抗风险能力的要求也越来越高,大多数投资者难以达到,这就极大地影响了实体资产的形成。

总之,实体资产以自身整体充当融资工具来吸引投资者的投资,是一种初级融资方式。实体资产融资与投资在数量上的不匹配是制约现金资产直接向实体资产转换的重要因素。经济中未能利用的闲置资金促使融资者尽力发掘新的融

资方式,融资方式的创新带动投资方式的创新,闲置资金才能经由新的投资渠道更多地转化为投资,获得利用。证券化促使融资方式,证券就是一种创新的融资工具,它成为沟通融资者与投资者的新的融投资手段。证券的强可分性、标准化、高流动性从而低风险性对投资者投资能力的要求相对降低,拓展了现金资产投资的渠道,使得融资与投资在数量上更容易匹配。证券化提高了资金融通效率,闲置资金能更多地转化为投资。因此,实体资产证券化的同时催生了现金资产证券化。

(2) 证券资产很好地解决了投融资在时间上的不匹配问题。投融资在时间上的不匹配是指投资者意愿将其资产以某种资产形式、某个投资项目持有的期间跨度与该资产形式、该投资项目存续期的不一致。

首先,投资者为了在预定的投资期限内获得收益,时间性的要求非常突出,其深层原因是投资的风险性。投资在时间上的不一致表现为投资者不能按自己的意愿和需要适时地转换投资形式。投资者转换投资形式主要有两种情况:一种是投资者遭遇流动性不足的情况,需要退回到现金资产的形式,以获得流动性,但往往因为市场上缺乏交易对手而付出很大贴水,这种为获得流动性而付出的过高代价是一种投资风险;另一种是投资者观察到新的、更好的投资机会,需要调整投资形式,将过去所投资的某种资产转换成新的、获利能力更高的资产上去,但又往往因为市场出清能力和出清速度的限制造成转换投资的风险。如果一种融资方式不能为投资者提供所需要的风险保护,投资风险难以转嫁,就会限制投资。

其次,不同投资者的风险承受能力不同。一般而言,财富量较大的投资者风险承受能力较强,他们能够将财富相对分散地投在不同的资产形式和投资项目上,单项投资的风险对整体财富的影响较小。但是,经济生活中更多地存在的是小规模财富的投资者,他们的风险承受能力较弱,因此,投资在时间上不匹配的问题极大地困扰着广大投资者,也极大地约束了投资,尤其是实体资产投资的形成和经济的发展。

证券产生后,共生的是证券市场。证券市场由发行的市场和流动的市场构成,后者提供证券资产的流动性,极大地方便了投资者转让证券资产。证券资产投资具有较高的便利性是由证券资产本身的特性决定的。一方面,强可分性、标准化意味着证券资产具有较高流动性的可能。另一方面,证券市场的存在和良好运行,使得证券资产的高流动性成为现实,从而降低了证券投资的流动性风险,投资者能够较为顺利地进退证券市场,因此证券资产投资很好地解决了时间上不匹配的问题,使得现金资产的投资活动大大增加。现金资产证券化是投资者必然选择的投资途径之一。

3. 现金资产证券化在一定意义上促进了信贷资产证券化的产生

现金资产证券化首先服务于实体资产证券化,融投资双方通过证券资产联系在一起,融投资方式超越了以信贷资产为中介的“间接”融资方式,形成一种“直接”融资方式。一方面,“脱媒”现象使得信贷中介(如商业银行)的竞争对手增加,经营压力增大,进而产生了突破原有资产经营方式的需要。信贷资产证券化无疑是信贷中介经营模式的突破途径之一,尤其是在现金资产证券化发展的成熟阶段,信贷资产证券化能获得投资者投资支持,能够获得成功。另一方面,现金资产证券化使得信贷中介反思自身在融通资金过程中的角色定位。信贷中介赖以存在的根本原因在于它能够以负债的方式集中资金,以资产形式发放贷款,以中介的身份沟通资金的实际需求者与供给者。按照比较优势理论,信贷中介的资产运营优势在于它们具有较强的投资能力,由它们发现合适的投资机会并进行投资,再将一部分投资收益以存款利息的形式返回给社会投资者。与此相反,实体资产证券化为社会投资者提供了更多的投资机会,现金资产证券化则使投资成为现实。在这种情况下,信贷中介的作用就逐渐弱化。信贷资产证券化便是信贷中介角色的重新定位:信贷中介仍然保留自身的比较优势——发现合适的投资机会,抓住机会先行投资,然后将投资机会转移给社会投资者,从而收回投资以进行新一轮资产运作。信贷资产证券化加强了信贷中介的竞争能力,加速了投资的转化过程和融资需求的满足,调动了更多的投资资源,这无疑极大地提高了资金融通效率。

总之,实体资产、信贷资产和证券资产的证券化是证券资产供给的源泉和手段,现金资产证券化创造证券资产的需求,它们之间相互支持,相互促进。如何吸引现金资产证券化是其他三类资产证券化的目的,也是证券化成功或失败的关键。而如何获得资产的最大增值则是现金资产证券化的最终目标。所以,三类资产证券化的具体形式将向着更好地满足投资者需求的方向发展演进,现金资产证券化的空间也将日益拓展。

第二节 现金资产证券化的类别分析

一、按现金资产证券化的场所分

1. 证券发行市场交易

证券发行市场又叫证券一级市场,是发行、推销新证券的市场。证券发行市场为新创造出来的证券提供销售场所,使资金需求方通过发行证券向资金供给方筹集资金。在证券发行市场上,融资者发行基于某项资产的证券,由证券承销

人部分或全部地承销,目的是将证券销售给进行证券资产投资的投资者。现金资产证券化的功能如下:(1)提供证券需求,满足融资需要,实现其他资产的证券化,从而使得证券化联系的资金融通被导通,证券作为一种融资工具的作用,以及基础资产代表的身份得以确定。(2)实现证券定价,赋予证券以价值,使之形成证券资产,这就为发行市场之外的证券交易奠定了基础。

现金资产在证券一级市场上迈出了证券化的第一步,在实际经济中注入了证券资产,因此,在现金资产的投资领域中导入证券资产,是此后在其他证券市场上投资者相互转让证券的交易基础。在证券一级市场上就现金资产和证券资产而言,这只是一个单项的转换过程,即现金资产单向地转换为证券资产,证券发行成功;证券发行失败也只是现金资产没有转换为某种证券,或者没有按预定数量进行转换。在一级市场上,不存在证券资产向现金资金的转换,这个过程在证券流通市场上发生。一级市场建立的是现金资产、证券资产以及证券资产发行所基于的基础资产之间的关系,并且是单向的,即现金资产通过证券资产的环节从投资者手中转移到融资者手中。

2. 证券流通市场交易

证券流通市场也称证券二级市场,是证券投资者相互之间买卖证券的场所。

(1) 证券二级市场交易是只涉及现金资产和证券资产两种资产的市场。虽然一级市场交易行为也只发生于现金资产和证券资产之间,并且是由现金资产到证券资产的单向转换,但是一级市场的最终目的是为其他资产的证券化寻找需求力量,如果一级市场证券发行不成功,将直接影响到其他资产证券化的实现,其他资产的证券化融资也将失败。所以,一级市场最终还是以证券为媒介,导通现金资产与基础资产的投向关系。一级市场的重要性也正在于此,它关乎了三方资产的联系。二级市场的直接作用就是建立现金资产到证券资产的双向关系,提供现金资产证券化的逆过程——证券资产向现金资产的转换,从而使现金资产和证券资产之间能够相互转换,保证现金资产和证券资产相互关系的完整性。二级市场的作用是为证券提供流动性,某只证券资产流动性越高,投资者就越容易在市场上发现交易对手,在必要的时候也能以较低的损失或没有损失地将证券资产转让出去。二级市场降低了证券投资的风险性,有助于减少投资者的投资顾虑,从而有助于一级市场功能的发挥。二级市场是一级市场的必要补充,进而是资产证券化顺利完成所不可缺少的重要部分。

(2) 二级市场为广大投资者提供了证券投资机会。新发行的证券无论数量多么巨大都是有限的,能在一级市场上进行证券资产投资的投资者也是有限的。二级市场上投资者之间能相互买卖证券,那些从一级市场获得证券资产的投资者可以将证券资产转让给那些未曾在一级市场上进行证券投资的投资者。这

样,二级市场就扩大了现金资产证券化的范围,使现金资产证券化成为所有投资者都能选择的一条投资途径。这对证券资产在经济发展中的深度和广度上的扩展奠定了基础。

证券流通市场主要由场内交易市场(证券交易所市场)和场外交易市场构成。此外,还有第三市场和第四市场等。

证券交易所市场。证券交易所是依据国家有关法律,经政府证券主管机构批准设立的证券集中竞价交易的有形场所。各种有价证券,凡符合规定能在证券交易所交易的,由证券经纪商进场买卖,这些证券约定俗成为“上市证券”。证券交易所为证券投资者提供了一个稳定的、公开交易的高效率市场。证交所就组织形式的不同可划分为会员制和公司制证交所,其中前者又可分为法人和非法人两种。具有法人地位的会员制证交所是非盈利的,非法人的会员制证交所是由会员自愿结合成的非法人团体,带有纯粹自治权利,但到1934年美国证券交易法制定后,纯粹自治权利已被接受监督的自治制度所取代。公司制证交所则是以盈利为目的的公司法人。

场外交易市场。场外交易是指证券商在证券交易所以外,与客户直接进行证券买卖的行为。这个市场并非特指一个有形的市场,而是指在证券交易所之外证券商与客户直接通过讨价还价而促使成交的市场。最初的场外交易市场亦称店头交易或柜台交易市场(over_the_counter market)。这是因为在早期由于证券交易所尚未建立或完善,许多有价证券的买卖都是通过银行进行的,投资人买进证券或卖出证券直接在银行柜台上进行。随着通讯技术发展,客户与证券公司通过电话和电传进行业务接洽,故又称为电话交易市场(over_the_telephone market),后又因进行了电脑联网,因此又称为自动报价交易系统。现代场外交易市场与场内交易市场的界限已经越来越模糊。

场外交易市场与场内交易市场的关系:场外市场比证券交易所市场出现得早。早在股票、债券等证券产生时,就有了供其流通转让的广泛市场,那时的市场,从组织形态、交易程序等等方面看都是场外交易市场。而在证券交易所产生和发展之后,场外市场之所以能够存在并且进一步发展是因为:首先,证券交易所市场容量有限,对证券的可上市资格要求较高。那些不能进入交易所交易的证券也需要流动性,这就要求场外市场作为证券交易所的一种补充而存在。其次,场外市场交易程序简单,投资者可以随时在众多的证券交易柜台网点进行证券交易,这在很大程度上弥补了证券交易所交易的不足,满足了投资者的需要。最后,随着通讯技术以及交易方式的发展,场外市场的交易效率亦可以与证券交易所相媲美。所以,场外市场就成为证券流通市场不可缺少的重要组成部分。

第三市场。严格地说,第三市场和第四市场都是场外市场的一部分。第三

市场是“已上市证券的场外交易市场”，指已在正式的证券交易所上市却在证券交易所外进行交易的证券流通市场。由于在第三市场经纪人收取的佣金费用一般低于交易所费用，因此引起广大投资者的兴趣，尤其适合大宗交易的投资者。所以第三市场的交易主要发生在证券经纪人和机构投资者之间，比如银行的信托部、养老基金、互助基金和保险基金等。由于第三市场的存在和竞争，已经促使证券交易的固定佣金制发生变化，从而降低了证券交易的成本，减少了投资的总费用。

第四市场。第四市场是指投资者和现金资产持有人绕开通常的证券经纪人，彼此之间直接利用电脑联网交易系统进行大宗证券交易的场外市场。第四市场的好处是交易不会暴露目标，因此参与第四市场的投资者都是一些大企业、大公司。在公司股票收购和护市上，第四市场作用较大。

二级市场的层次丰富，适合不同的投资者参与，这些市场作用相互补充，较全面充分地发挥着为证券资产提供流动性的功能。

二、按现金资产证券化的投资主体分

证券资产的购买人是现金资产的供给者——投资人。证券市场的参与者主要有：（1）社会公众。社会公众是经济中的资金净供给者，是证券资产的最终投资人。社会公众在此是指以个人投资者身份出现的证券资产持有人。（2）各种企业法人单位，包括股份公司本身。它们是经济中的资金净需求者。在存在暂时的现金资产闲置时，如果投资条件适当，企业将会把手中闲置的资金融通出去，避免机会损失。当然这种融通一般是短期的，此时证券资产投资就是一个较好的选择。另外，股份公司不仅是股票和公司债券的发行者，也是购买者，比如在兼并重组时通过证券市场进行证券交易达到控制或吞并目的。（3）证券公司和信托投资公司等法定证券经营机构。它们有自有资本金、营运资金以及其他可用于证券投资的资金。当然它们的现金资产证券化的行为要分为两个部分：一部分是自营业务，另一部分是经纪业务。自营业务是主动的、自我决策的证券投资行为。经纪业务主要是代客买卖，是被动的服务性行为。（4）各类金融机构，包括商业银行、储蓄银行、保险公司、信托公司等，都从投资证券资产中获取利润、规避风险、进行资产负债管理以及获得保值增值。这其中涉及到证券业与其他金融业是分业还是混业经营的纷争。其他金融机构投资证券的自由度——能投什么、以什么方式投都受制于该国金融法规。（5）各种非盈利团体。主要包括基金会、教会、慈善机构、公益团体等。虽然这些团体是非盈利的，但不排斥通过证券投资达到保值增值目的，否则这些团体也就不会成为证券市场的投资者。（6）证券投资基金。又称共同基金。投资基金发行针对自身的基金份额，

基金份额的持有人可以获得基金利润分配。基金本身参与证券市场投资。与其他机构投资者不同的是,证券投资基金目标单一,就是筹集资金并将这些资金直接用于证券投资以获得最大的资产增值。基金经理的业绩评价也是以基金收益为标准的。并且,证券投资基金份额本身就是一种证券,它可以看做基于基金所投证券组合的未来现金流而发行的证券。(7) 中央银行。中央银行是金融机构的监管者,同时又是货币政策的制定人和执行人。中央银行制定的货币政策之一就是“公开市场操作”,通过买入或卖出国债达到注入或收回货币的目标。公开市场操作是一个常规性的、微调的货币政策,货币量的改变通过传导机制影响利率变化,进而影响整个经济。央行的公开市场操作有一部分是以现金资产进行的。中央银行的现金资产证券化或者证券资产向现金资产的转换不同于其他市场参与者的交易目的,起到了调节经济的作用,而不是为了投资获益、保值增值或风险管理。当然,证券资产的买卖总是与收益—风险相结合的,证券投资总会涉及到投资收益的归属。

三、按现金资产证券化的证券类别分

本书按基础资产的不同进行划分:

1. 以实体资产现金流为支撑发行的证券。这主要包括公司股票、公司债券、国债和市政债券、产业投资基金、地产投资券、项目投资基金等等。现金资产投资于这些证券资产,最终使得实体资产获得融资。

2. 以信贷资产现金流为支撑发行的证券。信贷资产证券化产品主要是住房抵押贷款证券、贸易应收款证券等等。信贷资产证券化的目的是转让信贷资产,使贷方收回贷出资金,获得流动性,以进行新的投资或其他经营业务。信贷资产证券化就是以发行债券的形式将信贷资产或资产池所产生的收益的获取权让渡给债券投资人。现金资产投资于这些证券就实现了债券转让。在这一过程中,信贷资产的证券化在保护投资人方面所作的努力很突出,表现在:资产充足(比如建立适当的资产池),风险隔离(比如真实销售、破产隔离)以及信用增级(比如政府担保)。信贷资产证券化产品在不断向更高级、更结构化的方向发展,比如从最初的过手证券(pass_through)发展到转付证券(pay_through)。这将吸引更多的投资者参与投资,现金资产证券化作为一个需求力量极大地促进了信贷资产证券化的成功发展。

3. 以证券资产现金流为支撑发行的证券。这主要是指证券投资对基金份额进行的投资,因为基金份额是证券投资基金根据所投证券的未来现金流为支撑发行的证券,属于证券资产证券化的产品。按基金的组织形式可分为契约型基金和公司型基金。契约型基金发行的是基金受益凭证,受益凭证的持有人有

权获得基金负责的“信托资产”的投资收益。公司型基金发行针对自身的股票以筹集资金进行证券投资,并将所得投资收益部分或全部地以股票红利的方式回报给投资者——这在中国证券法中被称为基金份额。现金资产投资于基金份额也使得投资者可以投资于证券组合,能突破个人证券投资的不足,投资机会因此扩大,投资效用也因此增加。

四、按现金资产证券化所持续的时间分

1. 短期证券投资。金融市场上的短期一般指的是一年期以内。短期证券投资一方面是指投资于存续期不满一年的证券资产,比如国库券、商业票据、离最后到期日一年以内的国债、公司债券等等;另一方面也是指证券投资行为持续时间在一年以内,比如投资者持有一家公司股票的时间只有几个月就将其转让出去。证券市场的短期投资行为可以用“换手率”和证券平均持有期作为度量指标,换手率越高、平均持有期越短的市场上,证券投资的短期化倾向越明显。后一种短期投资又被称为“投机”。

2. 长期证券投资。与短期相反,长期一般指的是一年期以上。长期证券投资有两个前提:一方面要求证券本身具有长期持续存在的特性,如股票、中长期国债、中长期公司债券、抵押贷款债券的一年期以上收入组债券、证券投资基金等等;另一方面要求投资于某种证券的持续期限较长,在一年以上。长期证券投资与上述“投机”相对应,则可被称为“投资”。

正是证券资产品种的繁多、期限的多样以及具有较强的流动性赋予了现金资产证券化灵活的特性。

五、按现金资产证券化单次交易规模分

1. 零散交易。又称零售交易、小额交易。个人投资者的现金资产规模较小,单次的证券投资数量较少。

2. 批发交易。又称大宗交易、大额交易。只有现金资产达到一定规模,才可能进行证券批发交易。批发交易者主要是各类机构投资者,如证券投资基金、养老基金、保险基金以及商业银行、中央银行,证券经营机构如投资银行、证券公司等等。

在证券市场上,批发交易者往往是以价格制定者的身份出现的。零散交易

短期证券投资中有的属于货币市场投资,长期证券投资中有的属于资本市场投资,当然都不完全是,本书不准备就货币市场与资本市场进行论述,因为证券资产只是货币市场、资本市场交易的资产的一支。

者则是价格接受者、跟随者。现金资产证券化作为证券资产的需求与证券资产的供给相结合,就形成了证券资产的价格。现金资产证券化在数量上极大地影响着证券定价,这种数量机制还体现在投与不投、投资什么、投资时间的决定,从而影响证券定价。

第三节 现金资产证券化的行为分析

现金资产证券化是投资者用现金购买证券的行为,证券资产的购入、证券资产向现金资产的转换则是投资者放弃手中持有的证券,将其转让出售从而获得现金资产的行为。现金资产和证券资产之间的转换受投资者所作出的是否进行证券投资的决策所决定,因此,要对投资者的证券投资行为进行分析。由于如前文所述参与现金资产证券化的交易主体各自的行为目的不同,从而影响证券化决策的因素也不同,对他们行为的分析需要涉及货币银行学、商业银行资产—负债管理,宏观经济学等方面的理论知识,故而在此不作进一步分析。本书主要针对现金资产证券化是将现金资产转换为证券资产以获得证券资产未来现金流从而得到证券投资收益的证券投资行为作出分析。证券投资行为也是现金资产证券化中最主要的一种经济行为。

一、证券资产的价值分析

1. 证券价值的度量

价值度量方法主要分为现值法、期权定价法和市值法。现值法是将证券资产的预期现金流价值以一个特定的贴现率折现到现期的方法,它基于证券资产整个存续时期内的现金流产生能力来评价证券资产的价值。现值法适合于预期现金流比较稳定的证券资产,比如债券、优先股、蓝筹股、收益性证券投资基金——它们派发的利息或红利及其增长比较稳定。期权定价法是指运用期权定价理论与技术计算某一期权合约的价值,从而决定获取这一期权所需支付的费用。在证券价值度量方法中,期权定价法适用于那些包含期权属性的证券价值评估。比如可转换公司债券、可赎回债券、可售回债券等等。这些证券由于既包含了普通证券的特性又包含了期权属性,因此要从两个方面结合起来进行估值。市值法是指根据证券在证券市场上的价格表现或者预期价格变化来判断证券的投资价值——基于的理念是证券的受追捧程度直接决定证券投资的资本收益高低。市值法适用于未来现金流很不稳定、波动可能性较大、难以预测的证券资产,比如成长型公司股票、垃圾债券、成长型或高成长型投资基金、风险投资基金份额等等。这些证券的投资者往往是高风险—高收益理念的信奉者,他们的目的是

获得较高的资本收入,即获得未来较大的增值。市值法恰好是服务于这些证券投资者的价值分析方法。

2. 价值度量公式

(1) 运用现值法的基本公式

债券价值度量:

$$\begin{aligned} P &= \sum_{t=1}^n \frac{i \cdot D}{(1+r)^t} + \frac{D}{(1+r)^n} \\ &= \frac{1}{r} \left[1 - \frac{1}{(1+r)^n} \right] iD + \frac{D}{(1+r)^n} \end{aligned} \quad (1)$$

式中: D 为债券面值, i 为债券票面利率, r 为市场利率, n 为债券的期限或剩余期限, $\sum_{t=1}^n \frac{1}{(1+r)^t} = \frac{1}{r} \left[1 - \frac{1}{(1+r)^n} \right]$ 为复利现值系数, 可以从复利现值表中查得。

如果投资者中途转让债券, 则公式变为:

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{i \cdot D}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n} \quad (2)$$

式中: n 为债券持有期, P_n 为转让价格。

股票价值度量:

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{E_t}{(1+r_t)^t} + \frac{P_n}{(1+r_n)^n} \quad (3)$$

式中: E_t 为 t 时期股票红利, r_t 为 t 时期市场利率, n 为股票持有时间, P_n 为转让价格, r_n 为转让时的市场利率。

为简化起见, 假定市场利率在持有期固定不变, 投资者预计股票红利每年以一个固定比例 g 增长, 公式变为:

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{E(1+g)^{t-1}}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n} \quad (4)$$

当投资者打算长期持有股票而不转让, 假设 n 趋近于无穷, 则上式变为:

$$P = \frac{E}{r-g} \quad (5)$$

(2) 期权定价公式

期权内在价值

一个执行价值为 K , 标的资产的市场价格为 S 的看涨期权在执行日的价值为:

$$P_c^* = \begin{cases} S - K & S > K \\ 0 & S \leq K \end{cases} \quad \text{或} \quad P_c^* = \max(0, S - K) \quad (6)$$

一个执行价为 K , 标的资产市场价格为 S 的看跌期权在执行日的价值为:

$$P_p^* = \begin{cases} 0 & S \geq K \\ K - S & S < K \end{cases} \quad \text{或} \quad P_p^* = \max(0, K - S) \tag{7}$$

在此我们讨论大家熟知的布莱克—斯科尔斯(Black_Scholes) 公式。

Black_Scholes 公式

$$P_c = SN(d_1) Ke^{-r_f T} N(d_2) \tag{8}$$

式中: P_c ——看涨期权价值

S ——当前股票市价

K ——执行价格

T ——距到期日时间长度, 以年为单位

e ——自然对数的底, $e = 2.7183.....$

r_f ——年无风险利率

$N(d_1), N(d_2)$ 是参数 d_1, d_2 标准正态分布的概率, 即

$$N(d_i) = \int_{-\infty}^{d_i} f(z) dz$$
$$d_1 = \frac{\ln(S/K) + (r_f + 0.5\sigma^2) T}{\sigma \sqrt{T}}$$
$$d_2 = d_1 - \sigma \sqrt{T}$$

其中: σ ——股票收益的标准差

σ^2 ——股票收益的方差

由看涨期权与看跌期权的平价公式:

$$P_p = P_c + Ke^{-r_f T} - S \tag{9}$$

可以从 B_S 公式计算看跌期权价值。

(3) 证券组合价值分析

证券组合虽然是多个单项证券资产的线性组合, 但是组合的收益却不是投资于单项证券资产收益的同样比例与权重的线性组合, 这是因为证券组合的风险分散功能已经使组合本身具有了特殊的、不同于单项资产的收益—风险特征。证券组合价值理论最早由 Markowitz 创立。证券组合理论可参见任何一本证券投资学教材, 故在本书中不作叙述。

证券的投资价值分析实际上是对证券资产进行的收益和风险的分析。风险分析往往是根据证券的历史表现来分析其价格波动的方差, 这适用于单项证券的风险分析, 要用到相关统计原理及方法。另外, 在资产组合理论中涉及的风险分析同样适用于证券投资组合的风险分析。

二、证券资产定价理论

证券资产具有投资价值,但要进行证券资产投资,首先证券资产必须具有一定的价格。证券资产定价是否合理是证券发行人,更是广大证券投资者所关心的最重要的因素。证券资产定价理论分为:

1. 价值定价法。价值定价法基于的理念是价格应当反映价值,价格高于价值或价格低于价值都会引起投机活动,最后价格趋向于价值。价值定价法适用范围小,一般在新证券发行时作为参考价格,或者运用于开放式基金份额按净资产价值定价。

2. 资本资产定价法 (CAPM, capital_asset pricing model)。威廉 夏普 (William F .Sharpe)于 1964 年 9 月在《金融杂志》(*Journal of Finance*)上发表了题为“ 资本资产价格: 风险条件下的市场均衡理论 ”(Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk)。这篇文章与 Lintner 和 Mossin 分别发表于 1965、1966 年的文章共同建立了资本资产定价模型。资本资产定价理论的出发点是,对于想要预测资本市场行为的投资者而言,存在着一个难点,这就是缺少处理在风险条件下的明确的微观经济理论。由于缺少这样的理论,所以很难描述单项资产的价格与风险的关系。投资组合理论使人们确信一种资产中的某些风险可以消除,因此并不是单项资产的总风险影响其价格,但还不能说明到底是资产风险的哪个部分可以影响甚至决定该资产的价格。在 CAPM 之前,马克威茨的资产组合理论以及托宾模型等都没有形成在风险条件下的资产价格的市场均衡理论。正是 CAPM 特别说明了单个资产的价格与其总风险各个组成部分之间的关系。

资本资产定价基本公式:

(1) 当存在市场组合 M 时,单个资产 i 的收益率 R_i 与其系统风险存在着线性关系。

$$R_i = R_f + (R_m - R_f) \frac{COV_{im}}{\sigma_m^2}$$

(10)

令

$$\beta_i = \frac{COV_{im}}{\sigma_m^2}$$

则

$$R_i = R_f + \beta_i (R_m - R_f)$$

(11)

(10)、(11)式给出的就是资本资产定价模型 (capital assets pricing model, CAPM), 又称为证券市场线(security market line, SML)。

市场组合 M 的收益率为:

$$R_m = R_f + (R_m - R_f) \frac{COV_{mm}}{\sigma_m^2} \quad (12)$$

市场收益率与自身的协方差 COV_{mm} 等于其方差 σ_m^2 , 因此 $R_m = R_m$ 。

如果将某一特别的单个资产 i 换成市场组合, 无风险资产与市场组合再一次组合, 则新组合的收益与风险关系为:

$$R_p = R_f + (R_m - R_f) \rho_p / \sigma_m \quad (13)$$

式中: R_p 为无风险资产与市场组合构成的新组合的收益, ρ_p 为新组合的风险, R_f 为无风险收益率, σ_m 为市场组合的风险。

在风险资产可以卖空的情况下, 效率边界不再是马克威茨效率边界曲线, 而是一条直线, 这条直线称为资本市场线 (capital market line, CML)。

资本市场线实际上是证券市场线的一个特例: 当一个证券或一个证券组合是有效率的时候, 该证券或证券组合与市场组合的相关系数等于 1, 此时证券市场线与资本市场就是相同的。这是因为:

$$\begin{aligned} R_p &= R_f + (R_m - R_f) \frac{C_{pm}}{\sigma_m^2} \\ &= R_f + (R_m - R_f) \frac{\rho_{pm} \sigma_p \sigma_m}{\sigma_m^2} \\ &= R_f + (R_m - R_f) \frac{\rho_{pm} \sigma_p}{\sigma_m} \\ &= R_f + (R_m - R_f) \frac{\rho}{\sigma_m} \\ R_i &= a_i + b_i F + \epsilon_i \end{aligned} \quad (14)$$

而 $R_p = R_f + (R_m - R_f) \frac{\rho}{\sigma_m}$ 就是资本市场线。

这里 R_i 为证券 i 的实际收益率, F 为影响证券收益的共同因素的数值, ϵ_i 为残差。

3. 因素模型与套利定价理论

(1) 单因素模型

如果每一个证券的收益都与一个共同的因素相关, 就可以用这一共同的因素解释每个证券的收益。

用期望值来表示上述单因素模型为:

$$E(R_i) = a_i + b_i F \quad (15)$$

式中: $E(R_i)$ 为证券 i 的收益的期望值, F 为共同因素的期望值, 证券 i 的风险

为：

$$\sigma_i^2 = b_i^2 \sigma_F^2 + \sigma_{\epsilon_i}^2 \tag{16}$$

即证券 i 的风险分为两部分：一个是要素相关风险，也是系统风险 $b_i^2 \sigma_F^2$ ；另一个是非要素相关风险，也叫非系统风险 $\sigma_{\epsilon_i}^2$ 。

在单因素模型中，如果我们用证券市场的股票价格指数作为宏观共同因素的代表，则这种单因素模型又可称为单指数模型。可以写为：

$$R_i - R_f = a_i + b_i (R_m - R_f) + e_i \tag{17}$$

式中： $R_i - R_f$ 为证券 i 的风险收益；

a_i 为当市场风险报酬 $R_m - R_f = 0$ 时证券 i 的期望收益；

$R_m - R_f$ 为市场组合的风险报酬；

e_i 为与证券 i 个别因素有关的收益。

单指数模型将证券 i 的风险报酬分为两部分：一部分是与市场大势(股价指数)相关联的市场风险(系统风险)报酬，它与市场组合的风险报酬 $R_m - R_f$ 及系数 b_i 有关；另一部分是仅与证券 i 自身特有的某些风险因素相关联的报酬。

另外还有双因素模型和多因素模型——在此不作进一步说明，感兴趣的读者可以在证券投资学书籍中找到相关部分进行阅读。

(2) 套利定价理论(arbitrage pricing theory,APT)

套利定价理论是由 Ross 于 1976 年提出的。与 CAPM 类似,APT 也讨论了证券的期望收益与风险之间的关系,但所用的假设与技术与 CAPM 不同。

这里简单介绍一下单因素 APT 模型(因为 Ross 在提出 APT 模型时首先考察的是单因素模型)。与上述单因素模型相同,股票收益受到两类风险因素影响：一类是共同因素(或称为宏观因素)，一类是公司特有因素(或称为微观因素)。股票的收益可写成下列形式：

$$R_i = E(R_i) + b_i F + e_i \tag{18}$$

式中： R_i 为公司 i 的股票收益率；

$E(R_i)$ 为公司 i 的股票期望收益率；

F 为共同因素对期望值的偏离,它的期望值(即偏离的期望值)为零；

e_i 为公司特有因素对收益的影响,其期望值亦为零,且与共同因素和其他公司的特有因素(e_j)完全独立(不相关)；

b_i 为公司 i 股票收益率相对于共同因素下 F_i 的敏感系数。

多因素套利定价模型基于的思想是：影响股票价格的共同因素可能有多种，如 GNP 的增长率、通货膨胀率、利率变化……等等。可以表达为：

$$R_i = E(R_i) + b_{i1} F_1 + b_{i2} F_2 + \dots + b_{in} F_n + e_i \tag{19}$$

式中: R_i 、 $E(R_i)$ 、 e_i 的定义与上述单因素模型一致;

$F_j: j = 1, 2, \dots, n$ 表示第 j 个共同因素对其期望值的偏离, 其本身的期望值为零;

$b_{ij}: j = 1, 2, \dots, n$ 表示公司 i 的股票对第 j 个共同因素变化的敏感系数。

对于证券市场上形成的证券价格是否已经包含了关于该证券资产的所有信息, Harry Roberts 将市场效率分为三类: 弱有效率(weak form)市场, 次强有效率(semi-strong form)市场和强有效率(strong form)市场。后来, Eugene Fama 又对这三种效率市场作出阐述。弱有效率市场是说证券价格已经反映了所有历史信息, 如市场价格的变化状况、交易量变化状况、短期利率变化状况等等。次强有效率市场市值证券价格反映了所有公开发布的信息, 不仅包含证券交易的历史数据, 而且包含诸如公司的财务报告、管理水平、产品特点、盈利预测、国家经济政策等等各种用于基本分析的信息。强有效率市场假说是说证券价格反映了所有有关信息, 不仅包括历史信息和所有公开发布的信息, 而且包括仅为公司内部人掌握的内幕信息。然而, 根据很多实证分析的检验, 强有效率市场从来都没有存在过。在否定效率市场假说的实证研究结果不断出现之时, 人们希望提出新的利率对证券市场价格形成机制来进行解释。行为金融理论就是其中一个重要的流派。

根据博弈理论, 资产价格的形成不仅与资产的供给与需求有关, 不仅与该资产的属性有关, 而且更与行为人之间的博弈行为有关, 这就引出了行为金融理论(behavior finance)。赞成行为金融理论的学者认为, 效率市场假说建立在经典的现代金融(财务)理论基础上, 而这些经典的现代金融理论的某些基本假设与投资者在证券市场上的实际投资决策行为是不相符合的。主要表现在:

第一, 经典的现代金融理论认为人们的决策是建立在理性预期(rational expectation)、风险回避(risk aversion)、效用函数最大化以及不断更新自己的决策知识等假设之上。但事实上, 人们的投资决策并非如此, 故其总体决策也就会偏离经典的现代金融理论的假设。

第二, 经典现代金融理论和效率市场假说是建立在有效的市场竞争基础之上的。现代经典金融理论认为, 在市场竞争过程中, 理性的投资者总是能抓住每一个由非理性的投资者创造的套利机会, 使得非理性的行为人在市场竞争中不断丧失财富, 并最终被市场所淘汰。因此, 能够在市场竞争中生存下来的只剩理性的投资者, 证券市场的投资行为是由理性的投资者主宰的。实证分析揭示, 在某些情况下, 非理性投资者实际上可以获得比理性投资者更高的收益。由于淘汰过程本身较为缓慢, 因此, 即使非理性的投资者得到的期望收益确实较低, 但他们仍然可以影响证券资产的价格。而且, 如果把“理性”看做一个选择过程的

话,则不论人们如何作出决策,投资者能够生存下来本身就证明了他们的决策是“理性”的。现给出两个较为有名的行为金融理论模型:

Barberis, Shleifer 和 Vishny 模型(简称 BSV 模型)。BSV 模型是从人们进行投资决策时的两种心理判断偏差出发解释投资者的决策模式如何导致证券的市场价格变化偏离效率市场假说的。这两种偏差是选择性偏差(representative bias)和保守性偏差(conservatism bias)。由 BSV 模型导出的两种价格反应机制——判断 A 可以较好地解释股票价格对公司收益公告的反应迟缓的现象;判断 B 可以较好地解释反向投资策略、长期投资收益反转、以及增发新股和新股上市使股票价格变化等现象。

Daniel, Hirshleifer 和 Subramanyam 模型(DHS 模型)。该模型将投资者分为有信息的和无信息的两类,其中无信息的投资者不存在判断偏差,有信息的投资者存在着过度自信 and 对自己掌握的信息过分偏爱这两种判断偏差。DHS 模型较好地解释了股票价格过度反应的问题,同时还对证券价格和企业融资方面的其他一些实证研究结果(如 Opler 和 Titman 提出的“资本结构之谜”major capital structure puzzle)作出了自己的解释。

三、证券资产投资的因素分析

根据证券价格决定模型得出的证券价格只是证券的理论价格,它是在高度简化的严格不变条件下的结果。证券价格变动往往不能由纯粹的价格理论所解释,这是因为实际的证券市场状态受多重因素的影响和作用,而这些因素也常常处于变动之中。影响证券市场价格的因素主要有以下几方面:

1. 宏观因素

包括对证券市场价格可能产生影响的社会、政治、经济、文化等方面因素。宏观经济因素与其他宏观因素相比,对证券市场及各个证券资产的表现有系统性影响,其他宏观因素也是通过影响宏观经济来影响证券市场及证券资产价格的。宏观经济因素主要通过两个途径对证券市场产生影响:一是宏观经济的周期性运行,二是宏观经济政策的调整。宏观经济运行总是呈现出周期变化,一般经历四个阶段即萧条、复苏、繁荣、衰退。如何判断目前经济处在经济周期的哪一阶段?目前主要的分析方法有经济指标分析、计量经济模型和概率预测。(1) 经济指标分析是一种较早使用的方法,第一类是先行指标,第二类是同步指标,第三类是滞后指标。在上述三类指标中,先行指标可以用来预测,同步指标和滞后指标可以用来检验。(2) 计量经济模型是表示经济变量之间数量关系的方程式,主要有经济变量、参数和随机误差三大要素。用计量经济模型进行预测的一般过程是,首先,预测者要按照一定的经济理论来建立数学模型;然后,根据现实

的材料,使用计量经济学的方法来估计模型参数,进行模型检验;最后,利用通过检验的模型进行预测。(3) 概率预测是用概率论的方法对宏观经济活动进行的预测。概率预测比较适合于宏观经济运行的短周期阶段性判断。从证券市场的情况来看,证券价格的变动大体上与经济周期相一致:一般是经济繁荣,证券价格上涨;经济衰退,证券价格下跌。证券市场价格的变动周期虽然大体上与经济周期一致,但在时间上并不与经济周期相同。证券市场的“晴雨表”功能就是就其中长期趋势而言的。

2. 产业和区域因素

(1) 产业周期对证券市场的影响

从证券市场角度所进行的产业分类是:成长型产业、周期型产业、防御型产业和成长周期型产业。产业的生命周期可分为四个阶段,即初创阶段(又称为幼稚期)、成长阶段、成熟阶段和衰退阶段。基于不同生命周期阶段的产业的证券资产的表现是不相同的,这是由于不同周期阶段的产业业绩是不同的,按照证券价值决定理论,证券的价格主要取决于其业绩,但由以上可知,产业生命周期各阶段的市场表现与其业绩状况并非一一对应。最典型的就是初创期的产业虽然业绩不佳,但其证券二级市场价格大幅飙升,其中一个重要的影响因素就是投资者的预期。因此,要进行证券投资,在产业选择上应当遵循以下原则:顺应产业结构演进的趋势,选择有潜力的产业进行投资;对处在生命周期不同阶段的产业、不同的投资者、不同性质的资金应有不同的处理;正确理解国家的产业政策,把握投资机会。

(2) 区域因素对证券市场的影响

在区域方面,由于区域经济发展状况,区域对外交通与信息沟通的便利程度,区域内的投资活动程度等的不同,分属于各区域的证券的价格自然也会存在差异,即便是相同产业的证券也是如此。经济发展较快、交通便利、信息化程度高的地区,投资活跃,证券投资有较好的预期;相反,经济发展迟缓、交通不便、信息闭塞的地区,其证券总体上呈向淡趋势。

3. 公司因素

(1) 公司基本素质分析。基本素质分析主要是定性的分析,重点在公司的竞争战略分析上。竞争战略分析是对公司的潜在获利能力的分析,目的是明确公司最重要的利润产出点和最主要的业务风险所在,它包括公司行业选择和公司竞争地位分析。一个公司的价值取决于它的获利能力同资本成本的比较:获利能力越高,资本成本越低,公司的净值就增长得越快,从而这个公司的价值就越大,投资者愿意为之付出的价格就越高。

(2) 会计数据分析。会计数据是外部投资者根据上市公司财务报表对上市

公司进行分析的数据基础。进行会计数据分析的步骤大致有:第一步,弄清哪些会计政策对企业经营的影响最大;第二步,重点检查容易出现数据不真实的会计科目;第三步,对不真实的会计数据进行“恢复”。

竞争战略分析和会计数据分析为后面的工作提供了清晰的分析思路和干净的会计数据,是对上市公司报表进行财务分析和业绩预测必不可少的准备工作。

(3) 公司财务分析。财务分析的目的是从财务数据的角度评估上市公司在何种程度上执行了既定的战略,是否达到了既定的目标。公司财务分析的基础是公司三大报表——资产负债表、损益表和现金流量表,运用这三大报表的数据可进行比率分析。比率(ratio)是财务分析中应用最广泛的一项分析工具,常用于反映企业财务状况和经营业绩的比率可以归纳为五大类,即安定力测验、活动力测验、生产力测验、收益力(或获利力)测验和成长力测验。比如每股盈余、市盈率、本利比、普通股权益报酬率、现金收益率;毛利率、总资产报酬率;流动比率、速动比率、营运资金;股东权益对负债比率、负债比率与权益比率;总资产周转率、应收账款周转率;股东权益增长率、每股净资产增长率;附加价值率、人均产值等等不同的指标。

4. 市场因素分析

在诸多影响证券资产价格的因素中,宏观因素、产业和区域因素及公司因素主要是通过影响证券发行主体及公司的经营状况和发展前景来影响证券市场价格,它们处在证券市场之外,因而被称为基本因素。市场因素则主要是通过投资者的买卖操作来影响证券资产价格,它存在于证券市场内部,与基本因素没有直接关联,因而被称为技术因素。技术因素是技术分析的对象。技术分析是通过分析证券市场的市场行为,对市场未来的价格变化趋势进行预测的研究活动,其目的就是预测市场价格未来的趋势,为达到这个目的所使用的手段是分析股票市场过去和现在的市场行为。市场行为包括三个方面:(1) 价格的高低和价格的变化;(2) 发生这些变化所伴随的成交量;(3) 完成这些变化所经过的时间。简单地说,就是价、量、时。在这三方面中,价格的变化是最重要的。技术分析建立在三大假设的理论基础上:假设一:市场行为包括一切信息;假设二:价格沿趋势波动,并保持趋势;假设三:历史会重演。按照当前市场流行的说法,技术分析大致可以分为以下六类:指标法、切线法、形态法、K线法、波浪法、周期法。相应的主要技术指标有:市场趋势指标(移动平均线, moving average, 简称 MA), 平滑异同移动平均线(MACD);市场动量指标,如相对强弱指标 RSI(relative strength index),平衡成交量指标 OBV(on balance volume);市场大盘指标,如腾落指数 ADL(advance_decline line),涨跌比 ADR(advance_decline ratio);市场人气指标,如乖离率 BIAS、心理线 PSY(psychological line)等等(各类方法都有具体

的技术系统,在此不再作进一步叙述)。这六类方法考虑的方式不同,导致具体操作也不同:有的注重长期,有的相对短一些;有的注重相对的位置,有的注重绝对的位置;有的注重时间,有的注重价格。每种技术分析方法都有其局限性,没有完美的技术分析方法。

证券定价理论与价格影响因素分析从理论上和操作实务上对证券资产投资的决策过程作出了方法性的描述,成为指导证券投资者进行证券投资的依据。

第四节 证券市场发展的历史回顾

证券市场产生于何年何月?这无论在经济理论学家那里,还是在历史学家那里都同样难以找到可靠的佐证。但是可以肯定的是,证券市场是伴随着证券的产生而产生的,自从有了证券资产买卖就自然而然地形成了证券市场——这个市场在一开始是无形的——而股份公司的产生则直接促进了证券市场的萌芽和发展。证券市场的一个重要的物质前提是股票等有偿证券的诞生,更重要的是证券的发行与流通。本书在前面的实体资产证券化中已经述及了股份公司和股票的产生,在此不作赘述。股份公司的兴起和发展对证券市场提出了两方面的要求:一是需要建立股票的发行市场,推销各公司发行的股票,筹集创办企业所需的资本;二是需要建立股票的转让市场,增强股票的流动性,这样既能为投资者提供充分的选择余地和灵活性,又不影响企业经营的稳定性。因此,股份公司的的发展也离不开证券市场,证券市场对股份公司和现代化大工业的发展起到了巨大的推动作用。

一、证券市场的发展

从 19 世纪末到 20 世纪初,欧美资本主义各国相继进入了垄断阶段。英国股份公司的发展尤为迅速,在 20 世纪第一个十年建立股份企业 5 万家,第二个十年建立股份企业 6.4 万家,第三个十年建立 8.6 万家,到 1930 年英国有 90% 的资本均处于股份公司的控制之下。在这一时期,对证券市场发展影响最大的是银行资本的大量介入。另外,持股公司于 20 世纪首先出现在美国。它通过发行和销售自己的股票和债券,筹集社会上的闲散资金和零星货币用于购买其他公司的股票。由于银行的垄断,有偿证券的交易大部分集中在少数大银行的手中。大银行不仅直接在自己的客户中处理大量的有偿证券,而且还成为证券交易所的垄断者。

在 1921—1930 年阶段,由于银行资本的介入,使这一时期有偿证券的总额骤增。其中英国发行了 1420 亿,美国发行了 1320 亿,法国发行了 1100 亿,德国

发行了 950 亿(以上均以法国法郎计量):这四个国家垄断了证券市场。这一时期,有价证券的结构也发生了变化,在有价证券中占主导地位的已不是政府发行的公债券和国库券,而是企业股票和公司债券。据 1900—1913 年世界发行的有价证券统计资料,政府公债券发行额占总发行额的 40%,企业发行的股票和公司债券占 60%。在这种情况下,证券市场就对整个金融市场具有决定意义了。

证券市场在整个 20 世纪虽多有起伏,但还是获得发展壮大,并得到了逐步的完善。主要表现在:

(1) 证券品种多样化,筹资技术多样化。第二次世界大战前,有价证券主要是企业债券、企业股票和政府公债券,股票也只分为普通股票、优先股票等少数几种。二战后则先后出现了可分期付款的“分期股票”,可定期调整利率的“浮动利率债券”,可兑换为股票的“可转换债券”,可在规定期限内以固定价格买入一定股票的“附加认股权债券”,可分期付款的“分期债券”,浮动利率债券,可变息债券,自变息债券和零息债券等等,以及各种衍生证券产品。融资技术与证券种类的日益增多和日臻完善,反映了资产证券化范围的拓展、程度的深入和结构的日益精化,体现了证券市场的活力和融资能力,提高了对投资者的吸引力,同时也加速了证券市场的进一步发展。

(2) 证券市场的国际化。伴随现代科学技术发展,证券市场的设施、交易过程与发展发生了巨大变化。1970 年英国伦敦证券交易所配置了“市场价格显示装置”(market price display service);1975 年,美国开始筹建了“全国证券市场体系”,与此相适应,纽约证券交易所采用了一种叫做“designed order turn around system”的系统,简称 DOT 系统;1978 年纽约证券交易所又进一步创设了一套“市场间交易系统”,经纪人和投资者能够在任何一个证券交易市场与场外市场直接进行证券买卖。证券交易的现代化与信息化使证券交易规模大大增加,交易速度加快,交易成本大幅减少。证券市场交易的现代化为证券市场的国际化创造了条件,而巨大的融资需求也直接推动了证券市场的国际化。1963 年出现的欧洲债券市场是一个不受任何国家金融法规管辖的国际证券市场,其发展速度之快由最初的 20 年就可以看出:1963 年发行总额为 9000 万美元,1977 年发展到 180 多亿美元,1985 年发行总额已接近 1400 亿美元。另外,在一些国家国内的证券市场上市的外国公司和它们发行的股票债券总额也在不断增加。证券市场的国际化使得证券市场作为资金融通的场所发挥着更大的效能,它的地域分割正逐渐淡化。作为一个大范围的资源配置场所,证券市场越来越体现出它的优势。

不同国家的证券市场在不同的历史阶段产生,这些市场的特征与发展历程各不相同。世界主要证券市场如英国证券市场和美国证券市场已在本书实体资

产证券化一章中有所介绍,在此不再赘述。本节主要介绍中国改革开放以来证券市场的产生与发展。

二、中国证券市场

新中国成立之后,建立了计划经济体制和高度集中的金融体制,证券市场失去了存在的基础从而解体。改革开放之后,中国由过去单一的计划经济体制向社会主义市场经济体制过渡,这样客观上要求社会资源的合理配置将主要依靠市场机制。经济体制改革与金融体制改革的不断深化促使我国市场体系不断发展和完善,这时作为金融市场一个重要组成部分的证券市场开始应运而生。中国证券市场的发展可分为三个阶段:

1. 1983—1992 年:证券市场的初步建成与试点阶段

我国从 1981 年开始恢复国库券发行工作,并采用行政分配的发行方式。虽然这还不是市场行为,但证券市场从此开始了它的不断发展。1982 年 1 月,中国国际信托投资公司以私募方式在日本东京发行了 100 亿日元的武士债券,标志着中国进入国际证券市场。1983 年 7 月,第一支股票发行,即深圳宝安县联合投资公司作为第一家股份制企业深圳首次发行股份证。1984 年 9 月,北京天桥股份有限公司成立并首次面向社会发行股票。1985 年 1 月,规范化的股票出现,即由上海爱使电子设备公司发行的 30 万元股票。1987 年 5 月,深圳发展银行首次以公募方式发行股票 79.5 万股。股票发行市场开始向规范化方向发展。1986 年 9 月,中国工商银行上海信托投资公司静安业务部开办代理股票买卖业务。与此同时,全国各地逐步建立了 30 多家证券公司,有近 400 家信托投资公司设立了证券交易柜台,从事证券业务的中介机构形成专营、兼营和代理三个层次。此时证券市场交易品种以债券为主。

1990 年 3 月,国务院确定上海、深圳作为股份制改革和公开发行股票的试点城市,我国两个区域性证券市场开始逐步形成。1990 年 12 月 19 日上海证券交易所成立,1991 年 7 月 3 日深圳证券交易所成立,标志着中国证劵交易由场外分散交易阶段进入场内集中交易阶段。1990 年 12 月 5 日,我国第一个全国性证劵交易报价系统投入运营,从而使得深沪两地的交易在一定意义上得到融合,全国性证劵市场开始形成——证劵市场交易品种也从过去以债券为主转为以股票为主。

总体说来,这一阶段中国证劵市场规模较小。截至 1992 年底,股票发行额仅为 116.59 亿元,交易也相对清淡。但中国证劵市场已迈上了良好的发展轨道。

2. 1993—1998 年:证劵市场的迅速发展阶段

从 1992 年开始,中国的改革开放进入了一个新的发展阶段。这一时期股票的一级市场发行规模不断变化,总体趋势稳中有升。发行方式不断改善,由“申购抽签”到“存款预缴、比例配售”、“上网竞价”和“上网定价”。股票种类逐渐丰富,从 A 股、B 股到 H 股、N 股和 ADR(美国股票存托凭证)。发行市场走向国际化。同时,二级市场也迅速发展。1992—1998 年,上海、深圳股票交易所的上市公司市价总值从 1648 亿元增加到 19506 亿元,增长了 17 倍。两市上市公司数达 851 家,总股本达 2345 亿股,筹资总额达 3557.98 亿元。

证券投资基金、可转换公司债券在这一阶段获得新的发展。随着《证券投资基金管理暂行办法》出台,六家大型证券投资基金——金泰、开元、兴华、安信、裕阳和普惠发行上市,总规模达 120 亿元。可转换公司债券吸取了 90 年代初一些可转换公司债券的经验教训,获得再次推出,南宁化工 1.5 亿元和吴江丝绸 2 亿元的可转换公司债券分别在上交所和深交所发行。

国债发行大幅增长,二级市场成交活跃。为提高国有商业银行资本充足率,针对四大商业银行发行特别国债 2700 亿元,加上 1998 年 3891 亿元一般性国债(一般性国债比 1997 年多发 1396.7 亿元,增长 57.9%,年末国债余额达 7765.7 亿元,比 1997 年同期增长 40%),使得当年沪深两市国债成交 21600.8 亿元,201510 万手。

政策性金融债券开始市场化发行。政策性金融债券从 1998 年三季度开始市场化发行,发行范围由原来的商业银行扩大到保险公司和商业银行。全年共发行政策性金融债券 1950.2 亿元,比 1997 年增加 514.5 亿元,增长 35.8%。年末政策性金融债券余额达 5121.1 亿元,增长 46.65%。此外,1998 年还发行了特别金融债券 9 亿元,企业债券(含短期融资券)146.9 亿元。

中介机构稳步发展。1998 年底,证券公司已有 90 家,兼营证券业务的信托公司 237 家,从事证券业的会计师事务所 103 家,律师事务所 322 家,资产评估机构 116 家,证券评级机构 2 家。

这一阶段,中国股票市场几次出现大幅波动并造成了重大影响,说明中国证券市场仍然是一个新兴的不成熟市场,整个市场投机盛行,并且市场监管也还处于初步发展阶段。

3. 1999 年至今:股市的规范发展阶段

1999 年 7 月 1 日,《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)实施,证券市场规范发展有了根本性的法规可依。1998 年,国务院正式明确中国证监会为全国证券期货市场的主管部门。一方面,地方政府对地方证管机构的领导权上交给了证监会,另一方面,中国人民银行对证券机构的设立审批职能也移交给了证监会。在以《证券法》为核心的证券法律法规体系,以及证监会垂直监管体

系的作用下,中国证券市场发展出现质的飞跃,市场规模不断扩大,仅 1999 年一年通过沪深交易所 A 股市场筹资的公司就达 200 余家,累计筹资总额超过 600 亿元。海外上市也获得进一步发展。1999 年证券投资基金从数量上和规模上都取得较大发展,全年先后发行了 18 只“新基金”,包括“老基金”改制上市,使得“新基金”总数达到 23 家,总规模从 1998 年的 100 亿元增加到 507 亿元。市场建设也进一步完善,一级市场股票发行由审批制改为核准制,建立了股票特别转让制度;为激活 B 股市场放宽了投资人的限制等等。

我国现行的证券类型按我国证券市场特色可划分如下:(1) 股票类型。按投资主体的不同分为国有股、法人股、公众股和外资股;按发行及上市地点不同分为 A 股、B 股、H 股和 N 股;按可否自由买卖分为流通股与非流通股,后者一般包括国有股和非流通的法人股、公众股。(2) 债券类型。按发行人不同分为国家债券、国家代理机构债券、金融债券和企业债券、国际债券。(3) 证券投资基金类型。最重要的在于封闭式基金与开放式基金的划分,目前我国已成功发行开放式基金——华安创新与南方稳健成长,未来一段时期内还将会有更多的开放式基金设立发行。

三、中国证券市场的未来发展

1 . 中国证券市场总量将继续以较快的速度增长

根据 1993 年到 2000 年度的统计数据可以看出,中国证券市场总量还将进一步增大。

年份	上市股票数 (只)	市价总值 (亿元)	流通市值 (亿元)	股票总市值 / GDP(%)	上市公司数 (家)
1993	217	3541 .0	423 .9	10 .23	183
1994	345	3690 .6	859 .8	7 .89	291
1995	381	3474 .2	937 .9	5 .94	323
1996	599	9842 .3	2867 .0	14 .35	530
1997	821	17569 .2	5177 .7	23 .40	745
1998	931	19878 .8	5847 .7	24 .46	852
1999	1029	26471 .1	8213 .9	28 .86	976
2000	1174	48091 .0	16088 .0	53 .79	1088

资料来源:根据《中国统计年鉴》、《中国金融年鉴》有关各期得到本表。

截至 2001 年 3 月 21 日,沪深两市共有上市公司 1200 家,其中 B 股上市公司 112 家,市价总值 50908 .44 亿元,流通市值 17510 .44 亿元,证券投资基金 36 只,总规模为 561 亿元。与国外成熟证券市场相比,我国证券市场市值占 GDP

的比例还是很低的(国外已经超过 100%)。按目前的发展速度,中国证券市场规模还将有更大的增加,证券市场作为融资场所的作用还将进一步加强,因此,证券市场在整个经济中的地位和作用也将加强。

2. 证券市场结构的发展

从市场层次角度看,证券市场是一个集中与分散相统一,全国性和区域性相协调,全国性证券交易所、区域性股权交易中心、柜台交易市场相结合的分层次市场结构体系;从市场证券交易的性质和特点看,它包括一级市场,即有价证券的发行市场和二级市场,即已发行证券的转让交易市场,并要求一、二级市场有效衔接;从股票交易的地域范围看,它包括国内股票市场和国外股票市场,就我国目前情况而言,主要是要妥善处理好 A 股、B 股、H 股和 N 股等市场之间的关系。

(1) 地方性股权交易市场继续规范发展

即使是证券市场高度发达的美国,真正能够到证券交易所挂牌上市的股份公司也只是少数,大多数股份公司都无法在要求严格的证券交易所上市交易。我国经济改革与发展对多层次股票市场的内在需求推动了地方性股权交易市场的发展。

地方性股权交易市场是国有企业和乡镇企业股份制改革的直接产物。截至 1997 年底,全国已有此类市场 20 余家。1997 年底,为防范和化解金融风险,地方性股权交易市场被清理和关闭。地方性股权交易市场产生的原因是多方面的,主要有:经过不同程度股份制改造的企业,大多是中小企业,出于种种原因,这些企业难以到沪深市场上市,同时也难以从银行获取贷款资金,因而通过地方性股权交易市场获取企业生存发展所需的资金就成为一条可能的融资途径。这些股份制公司经过一段时期的经营,公司内的投资人(包括法人和自然人)的持股愿望发生变化,产生了交易公司股权的现实需求,于是在各地相继发生了股票黑市交易。我国居民和机构持有巨额金融资产,又有向企业直接投资的现实需要,而目前沪深两市难以完全满足这种需要,加之地方性股权交易市场中相当一部分企业具有较强的盈利能力和竞争能力,股票价位相对较低(市盈率在 5 倍左右),具有良好的投资价值,吸引了许多居民和机构的资金投入。而地方政府为了增强本地财政,更多地吸收本地资本、引进外地资本,必然会支持和保护地方性股权交易市场的发展。因此,可以说地方性股权交易市场是基于融资者、投资者和地方政府三方利益的现实需要而产生的。它为我国中小企业开辟了直接融资渠道,实现了中小企业股权的交易流通,同时增加了我国居民和机构投资人的投资途径。当然,地方性股权交易市场在其发展过程中也的确暴露出许多问题,监管当局难以对其实施有效监管,以致地方性股权交易市场的违规、违法活动屡

有发生,这就导致了地方性股权交易市场被清盘整顿,暂告终结。然而,这不是正确对待问题的长久之计。地方性股权交易市场只要仍然具有存在的动力,就需要对其加以有效疏导和规范。这方面可以借鉴山东省淄博市建立淄博证券交易自动报价系统(ZBSTAQ)的经验。ZBSTAQ于1993年9月正式开通,其先导是1992年11月发起设立的“淄博乡镇企业投资基金”——我国第一家公司型、封闭式乡镇企业投资基金。基金直接购买淄博市一批实行股份制改造的企业发行的股权凭证,而ZBSTAQ则发展了二级市场,有效地支持了淄博股票一级市场。可见,地方性股权交易市场只要能够有效地支持一定范围内的股权交易,就应当能找到适合自身发展的道路。

(2) 主板市场与二板市场共同发展

二板市场又称创业板市场、高风险板市场,它可以单独组建,如NASDAQ;也可以成为主板市场的一个分部,如东京证券交易所的二板板块。二板市场建设的关键在于明确市场定位,建立合适的交易制度。虽然高风险企业股票市值一度高昂,也一度低迷,但这都不能否认二板市场的存在价值。二板市场的作用是为风险资本提供退出场所,从制度上促进风险资本投资的发展。只要我国有高风险企业股票的流通需要,那么,建立二板市场就是必需的。根据我国证券市场现阶段特征,我国二板市场发展初期的交易制度很可能会采用场内做市商制度,建成为场外市场的可能性不大,并且将更多地借鉴香港创业板市场的发展经验。

(3) B股市场的活跃,打通人为分割的A、B股市场,涉及到证券市场逐步的、渐进的开放

2001年2月19日,经国务院批准允许境内居民以合法持有的外汇开立B股账户交易股票。这一举措标志着中国证券市场内部分割的局面开始化解。虽然离证券市场的全面开放还有很大距离,但是这一举措立即活跃了B股市场,正说明我国证券市场的一体化改革是一条必经之路。

(4) 一级市场与二级市场的规范协调发展

我国股票市场一、二级市场结构扭曲,难以有效对接:一级市场中的每一环节都体现了浓厚的计划控制色彩,市场机制在其中作用微弱,以至于寻租盛行,腐败滋生;二级市场则具有典型的“政策市”、“消息市”特征,投机风气强烈。一、二级市场结构扭曲的原因有多方面,主要在于人为分割的股权结构和不合理的上市发行制度。人为分割的股权结构使得股票市场沦为“圈钱”的场所;同股不同权、同股不同价,流通股比例过低,获得投机价差成为投资者的惟一目的,以致二级市场过度投机;不合理的上市发行制度不能保证上市企业质量,并且使发行与上市相捆绑,不存在一个市场筛选机制,企业争取到发行指标就万事大吉了,

同时上市又必定有溢价,投资者购买新股的热情高涨,目的就是坐享这块丰厚的升水收益,所以每当新股发行时,二级市场就出现“失血”,资金入市严重不足,行情大跌。所以,无论一级市场还是二级市场,都未能有效发挥证券市场合理配置资源的功能。因此,一、二级市场的规范协调发展将是我国证券市场未来发展的必经之路。当前所做的努力主要有:

二级市场引入下市制度。2001年2月22日签署,2月24日发布了《亏损上市公司暂停上市和停止上市实施办法》,正式启动了酝酿已久的股市退出制度,为中国股市合理运营提供了法规基础。

发行制度的改进。2001年3月,启动股票发行的核准制,结束了历来已久的审批制。虽然核准制离注册制还有一段距离,但是向着注册制发展的趋势已很明显。

规范上市行为。这是针对承销机构所作的约束。2001年3月17日,签署了《证券公司从事股票发行主承销业务有关问题的指导意见》。

最终的目标在于:优化上市公司股权结构,根除一、二级市场结构扭曲的制度基础;废止企业上市的计划额度分配,实行透明的资格审查制度;彻底改革新股发行的计划定价,逐步推行竞价发行机制;抑制过度投机,减轻二级市场剧烈波动对一级市场新股发行的负面影响。

3. 证券市场投资主体的发展

中国股票市场以分散的个人投资者为主体,机构投资主体发育明显不足。广义上的机构投资者是指公共和私人养老基金、人寿和其他保险公司、共同(开放型)基金、封闭基金、对冲基金、信托基金、基金会、退休基金以及进行投资交易的投资银行、商业银行和证券公司。投资主体机构化已成为国际证券市场发展的潮流和趋势,这突出地表现在:

(1) 机构投资者的资产总额迅猛增长,占GDP的比重迅速提高。据经济合作与发展组织(OECD)金融事务部统计,在1981—1995年的15年间,经合组织成员国家机构投资者的资产总额已从3.2万亿美元骤增至24.3万亿美元,扩大了近8倍。其中美国的机构投资者拥有的资产总额高达11.8万亿美元,相比之下同期全球股市总值为18万亿美元,主要发达国家的外汇储备仅为7000亿美元。1981年,主要发达国家的机构投资者资产总额占GDP的比重为38%,而1995年这一比重已增至106.5%,机构投资者的扩张速度远远高于各国的经济增长率。

(2) 机构投资者逐渐成为金融市场的主导力量。在美国,机构投资者已持有50%以上的股票,执行着纽约证券交易所3/4的交易额,而在场外交易市场,机构投资主体更是占据绝对主导地位。在各类机构投资者中,保险公司和养老

基金拥有的资产总额最大,所占比例分别高达 30% 和 25%,投资基金占 23%,其他类型基金占 16%。各类投资基金中,对冲基金(hedge fund)的资产规模增长极为迅速,而且,由于对冲基金可以运用高比率的财务杠杆,其实际运用资金量要远大于其资产额。

由于市场投资主体的结构分布及其行为取向对上市公司结构治理和股票市场运作发挥着重要影响,这突出表现在“积极股东”与“消极股东”的区别上,以及投资与投机的区别上,其实后者也是受前者影响的,所以在我国,企业股权改造要获得成功,很大一部分需要机构投资者的参与——而且也只有相对较高比例的股权下,企业的决策和管理层才能形成制衡,从改变公司行为到改良股票性质,最终改变股票市场投机盛行的局面。然而,机构投资者的培育首先应当是一个市场过程,而不应当是政府行为。政府能做的只是培育一个适合机构投资者生存与发展的市场环境,比如允许社会保障基金、保险基金入市,从法规上认可它们作为机构投资者的角色参与证券市场投资。因此,机构投资者的培育应当与证券市场的发展状况相适应,与融资者和投资者的融资、投资需求相适应,并适当地由政府促进其发展。

4. 证券市场监管的发展

我国证券监管体制经历了以下四个发展阶段:

(1) 1981—1985 年,无实体监管部门阶段。这一时期,我国证券市场处于萌芽阶段,除国债发行外,基本上不存在股票市场和企业债券市场。据《中华人民共和国国库券条例》,由财政部管理为弥补财政赤字而以行政摊派形式发行的国库券,且不存在国债二级市场。在证券市场意义上,该阶段并不存在真正的监管体制或明确的管理主体。

(2) 1986—1992 年 10 月,监管体系雏形阶段。相对应地,证券市场发展经历了形成期和重组期两个时期,以柜台交易形式存在的股票市场和企业债券市场开始起步。1990 年和 1991 年初,沪深证交所成立,股票公开发行和上市试点逐步增加并延伸至沪深两地之外的企业。与这一阶段市场发展规模相对应,在政府管理层面上出现了若干监管上述证券市场领域的部门主体,但未形成统一、有序、顺畅的集中管理体系。中国人民银行、地方政府、证券交易所自律管理都有相应的监管权力,从而初步形成以中央银行为主要管制部门、按证券品种划分部门分工的监管格局。

(3) 1992 年 10 月—1998 年 8 月,初级集中性监管体制阶段。以 1992 年 10 月专职型的中央政府证券监管机关——国务院证券委员会和中国证券监督管理委员会的成立为标志,中国证券市场步入了集中性监管体制阶段。在此期间颁布的重大法律法规(《公司法》、《国务院关于加强证券市场宏观管理的通

知》、《股票发行与交易管理暂行条例》)确立了以证券委为主管,证监会为执行机构,国务院各部门和地方政府共同参与的多元管理体制。这是与体制过渡期的证券市场状况相适应的监管体系。

(4) 1998年10月至今,集中型监管体制定型阶段。新的证券监管体制架构于1998年10月正式成立。1998年12月29日,《证券法》获得通过并于1999年7月1日起实施,确立了中国证券市场法律规范的总体框架,明确实行集中统一的管理体系:证监会突破以往的角色束缚,成为惟一的独立的最高监管机构,权力高度集中于中央政府,而非中央和地方双重领导的分散管理。

中国证券业监管的发展目标如下:

(1) 监管目标的明确。中国证券市场监管的目标就是使证券市场做到公平、公正、公开,最终目的是提高证券市场效率。借用香港证监会前主席梁定邦先生的话,证券市场监管的目标可以概括为:FELT,即公平的(fair)、有效率的(efficient)、有足够流动性的(liquid)和透明的(transparent)四个方面。具体又可分解为以下任务:保护投资者,减少系统风险,确保公正、有效和透明的市场。

(2) 监管模式的优化。世界证券市场中的监管模式主要有三种类型:法定机构监管模式、政府监管模式和自律模式。这三种监管模式虽各具特色,但它们的共同点都是为了有效控制风险,保护投资者合法权益,保持证券市场健康发展。如上所述,我国已经建立了集中统一的政府监管体系,但是自律组织的补充还应当引起人们重视,因为这是优化我国证券监管的重要方面。

(3) 监管内容的充实。从国际范围考察,证券市场监管内容主要集中在证券发行监管、证券交易监管、上市公司监管、证券经营机构和专业服务机构监管,以及对投资者的监管五大方面。我国证券发行监管的基本法律依据是《公司法》和《股票发行与交易管理暂行条例》,证券交易监管主要是针对证券交易场所的监督管理,基本法律依据是《股票发行与交易管理暂行条例》和《证券交易所管理办法》。对于上市公司、证券经营机构和专业服务机构、投资者的监管则属于对证券市场行为人的监管,比如信息披露制度的完善、对违规交易活动的控制、维护市场的正常秩序等等,最终都是为了实现监管目标。

第六章 狭义的资产证券化理论

从狭义上来讲,资产证券化是指近三十年来国际金融市场上一项重要的金融创新。实际上,狭义的资产证券化是资产证券化在广度上和深度上的进一步发展:广度上主要表现为从实体资产证券化和证券资产证券化扩展到信贷资产证券化,例如 MBS、应收款证券化等;深度上主要是进一步发展实体资产证券化和证券资产证券化,开发了许多新的证券化产品,例如基础设施收费证券化、知识产权证券化等。由于其中的主要内容是信贷资产证券化,所以狭义资产证券化有时又专指信贷资产证券化。按照资产种类的不同,狭义资产证券化可以分为住房抵押贷款证券化 (mortgage-backed securitization, MBS) 和资产支撑证券化 (asset-backed securitization, ABS)。另外, MBS 和 ABS 也分别指住房抵押贷款证券化和资产支撑证券化的产物——住房抵押贷款支撑证券 (mortgage-backed securities) 和资产支撑证券 (asset-backed securities)。

自从资产证券化在美国问世以来,在二十多年的时间里,其发展非常迅猛。1998 年,全球新发行的住房抵押贷款支撑证券总额大约为 7269 亿美元,比 1997 年的 3680 亿美元几乎增加了一倍;同年,全球新发行的资产支撑证券为 1976 亿美元,比 1997 年增加了 22.5%。欧洲的资产证券化在 1980 年后得到了较大发展。1985 年,美洲银行英国金融有限公司 (Bank of America Finance Limited UK) 在伦敦国际金融市场安排发行了总额为 5000 万美元的住房抵押贷款支撑证券,这被认为是欧洲进行的第一次证券化交易。截止到 1999 年初,欧洲新发行的资产支撑证券为 363 亿美元,住房抵押贷款支撑证券为 217 亿美元。

为叙述方便,从本章开始如无特别说明,资产证券化专指狭义的资产证券化。

数据来源: Mortgage-Related Securities Market Reports Record Year in 1998, MBS Issuance Tops \$ 700 Billion, http://www.europeansecuritisation.com/html/resources_index.html。

数据来源: The Asst-Backed Market in 1998 and the Outlook for 1999, http://www.europeansecuritisation.com/html/resources_index.html。

参见 Joseph Norton and Paul Spellman (edited), *Asset Securitization*, Basil Blackwell, Inc., 1991, p. 52。

数据来源: <http://www.bondmarkets.com/research/euroabsiss.html>。

数据来源: <http://www.bondmarkets.com/research/euombsiss.html>。

此外,资产证券化在亚洲和拉美等国家和地区也得到了广泛运用。除了证券发行数量和运用地域迅速增加和扩大外,资产证券化还被广泛运用到各种可证券化的资产上。在证券化发展之初,用来进行证券化交易的基础资产(underlying assets)主要是住房抵押贷款(residential mortgage)。MBS 交易的成功,推动了证券化技术在其他资产上的运用。目前,可证券化的基础资产已经扩展到商用房产抵押贷款(commercial mortgage)、汽车消费贷款(auto loan)、信用卡应收款(credit card receivables)、贸易应收款(trade receivables)以及基础设施收费、设备租赁费等能产生稳定可预期现金流的多种资产上。从某种意义上说,证券化已经成为了当今全球金融发展的潮流之一。

本章中,首先分析了是什么原因如此强大有力地推动着资产证券化的发展,然后在第二节介绍了资产证券化的基本运作流程,第三节阐述了资产证券化的核心原理和基本原理,第四节对资产证券化的不同分类进行了考察,最后,我们在第五节对中国资产证券化的理论和实践的情况作了一个简单介绍,并对中国实行资产证券化的突破口提出了一个思路。

第一节 资产证券化的魅力

从金融工程学的角度分析,一项金融创新之所以会被参与各方迅速而广泛地接受,其根本原因在于能给参与各方带来好处,在这方面资产证券化自然也不例外。本节重点介绍资产证券化给发起人和投资者带来的益处。

一、资产证券化对发起人的益处

开展资产证券化能为发起人带来很多好处,最主要的好处包括:(1)降低资金成本;(2)改善资本结构;(3)有利于资产—负债管理;(4)优化财务状况。资产证券化的发起人之所以发起资产证券化,往往就是出于上述好处中的一个或几个原因。

(一)降低资金成本

菲律宾于 1991 年 3 月 25 日制定了“资产支撑证券注册和销售规则”;泰国于 1997 年 6 月 27 日颁布了“有关证券化中特别目的法人的皇家法令”;香港政府于 1997 年 3 月成立了香港按揭证券公司,其主要业务就是购买住房抵押贷款(香港称为住房按揭贷款)并将其证券化。关于资产证券化在拉美的发展,请参见 Diego Cesar Bunge, Current Status and Perspectives of Development of Securitization in Argentina, in *International Asset Securitisation*, edited by J.J.Norton etc., London: Lloyd's of London Press Ltd., 1995.

最新的发展是将知识产权产生的版税收入、保险公司的保费收入、不良贷款、政府的税收收入等现金流(或资产)进行证券化。

传统融资方式一般均是以借款方的综合信用为担保,与此不同,资产证券化则是一种收入导向型的融资方式。它一般要求被证券化的基础资产具有稳定的、可预测的现金流,且历史的信用记录良好,通过真实出售和破产隔离的证券化结构设计,再辅以信用增级等手段,使得要发行证券的信用级别大大提高——而信用级别的提高则必然会带来融资成本的降低。通过资产证券化,非投资级公司可以以投资级利率筹集资金。这一点对于难于直接进入资本市场发行证券筹资而拥有优质资产的中小企业来说,具有更为重要的意义。

(二) 改善资本结构

多数证券化都采用了表外融资的处理方法,发起人通过真实销售而不是担保融资的形式,将证券化资产和负债转移到资产负债表外,从而达到改善资产负债表结构的目的。证券化的这一优势对于银行等金融机构具有特殊意义。众所周知,自1988年以来,巴塞尔委员会关于银行监管的准则已为越来越多国家的金融管理当局所接受,银行等金融机构的资本充足状况成为各国金融监管的焦点,银行为达到资本充足率要求不得不保有与其所持资产相对应的资本。如果银行开展资产证券化交易,不但可以提前收回现金,从而可相应缩减负债,同时由于将证券化资产移到表外,银行可以释放相应的资本——资产证券化的这种双重释放功能是其越来越受到银行青睐的主要原因。

(三) 有利于资产负债管理

金融机构普遍面临的一个问题就是资产和负债在期限上的匹配失当,从而给资产—负债管理带来了很大困难。而资产证券化则可以有效地减少这种风险:通过资产证券化,金融机构所持有的长期资产提前变现,长期资产和短期负债匹配失当的问题得以化解;另外,原本要由金融机构承担的早偿风险也转移给了投资者。事实上,资产证券化在美国兴起的一个主要原因就是储贷协会为减少资产负债的不匹配带来的损失而纷纷将大量的长期住房抵押贷款证券化。

(四) 优化财务状况

由于资产在证券化后是以很高的信用级别出售的,所以成本较低。这样在基础资产的收益和资产支撑证券的收益之间就会有一个差额收益,而这个收益一般都是属发起人所得。无疑,既能获得收益,又能留住客户对发起人是一个很大的吸引。这种赚取差额收益的能力常常能够提高发行人在资产上的收益。另外,发起人还可以凭借其在资产管理方面具有的优势充当中介服务商的角色来赚取服务费。此外,资产证券化还可以使公司把未来的服务费收入流提前兑现为现期盈利,如果不进行证券化,通常这种收入就要在贷款的整个期限内才能逐步实现。总之,利用资产证券化的优势增加收益并最终优化财务状况,是实现股东价值最大化的战略性选择。

二、资产证券化对投资者的益处

资产证券化给投资者提供了一种崭新的投资选择。

(一) 为有些投资者提供了合规投资

一般地,由于组成资产池的是优质资产,且有完善的信用增级,因此所发行证券的风险通常很小(多数能获得 AA 以上的评级),而收益却相对比较高,并且在二级市场上具有很高的流动性,所以资产支撑证券越来越受到投资者的欢迎,尤其是那些在投资品种上受到诸多限制的机构投资者(如养老基金、保险公司、货币市场基金)的欢迎,成为它们投资组合中的合规投资。

(二) 扩大投资规模

一般而言,证券化产品的风险权重比基础资产的风险权重低得多。比如,在美国,住房抵押贷款的风险权重为 50%,而由联邦国民住房贷款协会发行的以住房抵押贷款为支撑的过手证券却只有 20% 的风险权重,金融机构持有这类投资工具可以大大节省为满足资本充足率要求所需要的资本金,从而可以扩大投资规模,提高资本收益率。我们再来看一个保险公司的例子:当一家保险公司购入一笔不动产,按照美国有关法规的规定,它必须保持相当于投资额 3% 的资本金来支撑这笔投资;但如果保险公司购入的是一笔信用等级不低于 BBB 级的抵押证券,则其对资本金可以用来支撑证券化资产的数额将 10 倍于支撑非证券化的不动产。资本金要求所造成的压力已成为对银行等金融机构对支撑证券进行投资的主要驱动力。

(三) 多样化的投资品种

现代证券化交易中的证券一般不是单一品种,而是通过对现金流的分割和组合,可以设计出具有不同档级的证券。不同档证券具有不同的优次偿付次序,以“熨平”现金流的波动。甚至可以将不同种类的证券组合在一起,形成合成证券,从而可以更好地满足不同投资者对期限、风险和利率的不同偏好。多样化的证券化品种吸引了越来越多投资者的参与,并推动着证券化市场不断向前发展。

第二节 资产证券化的基本运作流程

概括地讲,一次完整的证券化融资的基本流程是:发起人将证券化资产出售给一家特殊目的机构(special purpose vehicle, 简称 SPV),或者由 SPV 主动购买可证券化的资产,然后将这些资产汇集成资产池(assets pool),再以该资产池所产生的现金流为支撑在金融市场上发行有价值证券融资,最后用资产池产生的现金流来清偿所发行的有价值证券。

图 6.1 揭示了资产证券化融资的基本流程。

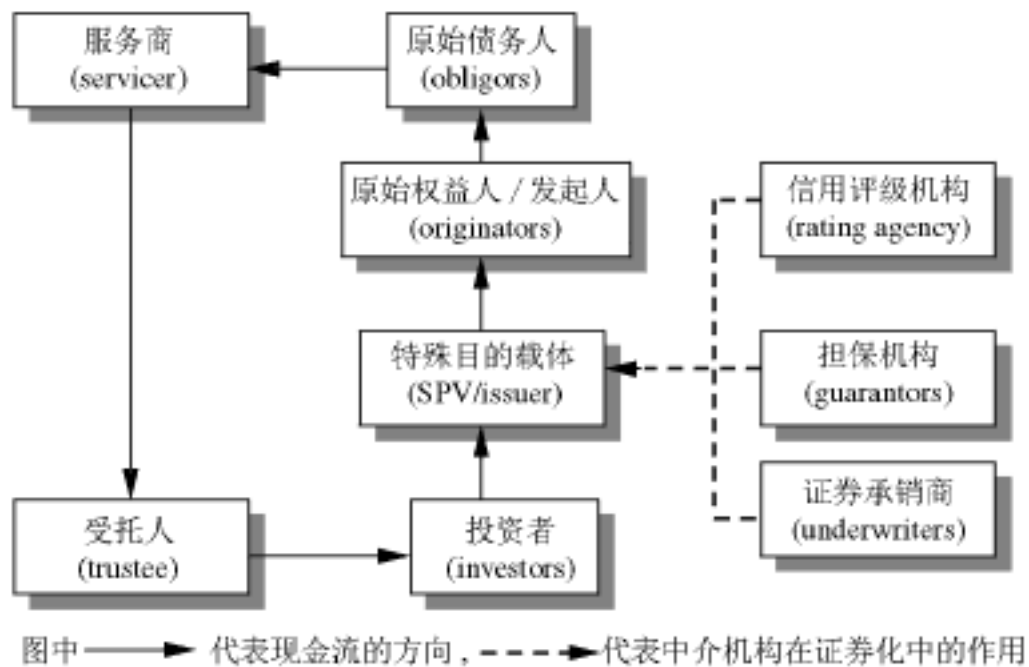


图 6.1 资产证券化的基本运作流程图

具体地,完成一次资产证券化交易通常需要以下几个步骤:

一、确定证券化资产并组建资产池

资产证券化的发起人(即资产的原始权益人)在分析自身融资需求的基础上,通过发起程序确定用来进行证券化的资产。尽管证券化是以资产所产生的现金流为基础,但并不是所有能产生现金流的资产都可以证券化。总结多年来资产证券化融资的经验可以发现,具有下列特征的资产比较容易实现证券化:

- (1) 资产可以产生稳定的、可预测的现金流收入;
- (2) 原始权益人持有该资产已有一段时间,且信用表现记录良好;
- (3) 资产应具有标准化的合约文件,即资产具有很高的同质性;
- (4) 资产抵押物易于变现,且变现价值较高;
- (5) 债务人的地域和人口统计分布广泛;
- (6) 资产的历史记录良好,即违约率和损失率较低;
- (7) 资产的相关数据容易获得。

一般来说,那些现金流不稳定、同质性低、信用质量较差、且很难获得相关统计数据的资产一般不宜于被直接证券化。

关于目前国内讨论较多的银行不良资产能否证券化的问题,将在后面加以详细讨论。

二、设立特殊目的机构(SPV)

特殊目的机构是专门为资产证券化设立的一个特殊实体,它是资产证券化运作的关键性主体。组建 SPV 的目的是为了最大限度地降低发行人的破产风险对证券化的影响,即实现被证券化资产与原始权益人(发起人)其他资产之间的“风险隔离”。SPV 被称为是没有破产风险的实体,对这一点可以从两个方面理解:一是指 SPV 本身的不易破产性;二是指将证券化资产从原始权益人那里真实出售给 SPV,从而实现了破产隔离。为了达到“破产隔离”的目的,在组建 SPV 时应该遵循以下要求:(1) 债务限制;(2) 设立独立董事;(3) 保持分立性;(4) 满足禁止性要求。

SPV 可以由证券化发起人设立的一个附属机构,也可以是一个长期存在的专门进行资产证券化的机构。设立的形式可以是信托投资公司、担保公司或其他独立法人实体。具体如何组建 SPV 要考虑一个具体国家或地区的法律制度和现实需要。从已有的证券化实践来看,为了逃避法律制度的制约,有很多 SPV 是在有“避税天堂”之称的百慕大群岛、开曼群岛等地方注册的。

三、资产的真实出售

证券化资产从原始权益人(如住房抵押贷款的发放银行)向 SPV 的转移是证券化运作流程中非常重要的一个环节。这个环节会涉及到众多法律、税收和会计处理问题,其中的一个关键问题是:一般都要求这种转移在性质上是“真实出售”(true sale),其目的是为了实现在证券化资产与原始权益人之间的破产隔离——即原始权益人的其他债权人在其破产时对已证券化资产没有追索权。

以真实出售的方式转移证券化资产要求做到以下两个方面:一方面,证券化资产必须完全转移到 SPV 手中,这既保证了原始权益人的债权人对已转移的证券化资产没有追索权,也保证了 SPV 的债权人(即投资者)对原始权益人的其他资产没有追索权;另一方面,由于资产控制权已经从原始权益人转移到了 SPV,因此应将这些资产从原始权益人的资产负债表上剔除,使资产证券化成为一种表外融资方式。

四、信用增级

为吸引投资者并降低融资成本,必须对资产证券化产品进行信用增级(credit enhancement),以提高所发行证券的信用级别。信用增级可以使证券在信用质量、偿付的时间性与确定性等方面能更好地满足投资者的需要,同时满足发行人在会计、监管和融资目标方面的需求。信用增级可以分为内部信用增级

和外部信用增级两类,具体手段有很多种,如内部信用增级的方式有:划分优先/次级结构(senior/ subordinate structure)、建立利差账户(spread account)、开立信用证、进行超额抵押等。外部信用增级主要通过金融担保来实现。

五、信用评级

在资产证券化交易中,信用评级机构通常要进行两次评级:初评与发行评级。初评的目的是确定为了达到所需要的信用级别必须进行的信用增级水平。在按评级机构的要求进行完信用增级之后,评级机构将进行正式的发行评级,并向投资者公布最终评级结果。信用评级机构通过审查各种合同和文件的合法性及有效性,给出评级结果。信用等级越高,表明证券的风险越低,从而使发行证券筹集资金的成本越低。

六、发售证券

信用评级完成并公布结果后,SPV 将经过信用评级的证券交给证券承销商去承销,可以采取公开发售或私募的方式来进行。由于这些证券一般都具有高收益、低风险的特征,所以主要由机构投资者(如保险公司、投资基金和银行机构等)来购买。这也从一个角度说明,一个健全发达的资产证券化市场必须要有一个成熟的、达到相当规模的机构投资者队伍。

七、向发起人支付资产购买价款

SPV 从证券承销商那里获得发行现金收入,然后按事先约定的价格向发起人支付购买证券化资产的价款,此时要优先向其聘请的各专业机构支付相关费用。

八、管理资产池

SPV 要聘请专门的服务商来对资产池进行管理。服务商的作用主要包括:(1)收取债务人每月偿还的本息;(2)将收集的现金存入 SPV 在受托人处设立的特定账户;(3)对债务人履行债权债务协议的情况进行监督;(4)管理相关的税务和保险事宜;(5)在债务人违约的情况下实施有关补救措施。

一般地,发起人会担任服务商,这种安排有很重要的实践意义。因为发起人已经比较熟悉基础资产的情况,并与每个债务人建立了联系。而且,发起人一般都有管理基础资产的专门技术和充足人力。当然,服务商也可以是独立于发起人的第三方。这时,发起人必须把与基础资产相关的全部文件移交给新服务商,以便新服务商掌握资产池的全部资料。

九、清偿证券

按照证券发行时说明书的约定,在证券偿付日,SPV 将委托受托人按时、足额地向投资者偿付本息。利息通常是定期支付的,而本金的偿还日期及顺序就要因基础资产和所发行证券的偿还安排的不同而异了。当证券全部被偿付完毕后,如果资产池产生的现金流还有剩余,那么这些剩余的现金流将被返还给交易发起人,资产证券化交易的全部过程也随即结束。

由上可见,整个资产证券化的运作流程都是围绕着 SPV 这个核心来展开的。SPV 进行证券化运作的目标是:在风险最小化、利润最大化的约束下,使基础资产所产生的现金流与投资者的需求最恰当地匹配。

需要特别说明的是,这里只阐述了资产证券化运作的最一般或者说最规范的流程,实践中每次运作都会不同。尤其是在制度框架不同的国家或地区,这种不同会更明显。因此,在设计和运作一个具体的证券化过程时,应以既存的制度框架为基础。

第三节 资产证券化的核心原理和基本原理

我们在前面广义资产证券化理论体系的论述中,曾提出广义资产证券化的一个核心原理、三大基本原理。作为广义资产证券化在广度上和深度上进一步发展的狭义资产证券化,其核心原理和基本原理当然与广义资产证券化的一样,只是这些核心原理和基本原理在狭义资产证券化中得到了更充分的体现和更深刻的应用。本节中,我们将对资产证券化的一个核心原理——“基础资产的现金流分析”和三个基本原理——“资产重组原理”、“风险隔离原理”、“信用增级原理”进行具体论述,重点放在这些原理在狭义资产证券化中的应用和在其他证券化方式中的应用的不同。

一、资产证券化的核心原理:基础资产的现金流分析

基础资产的现金流分析成为资产证券化的核心原理,是由现金流的基础作用决定的。资产证券化是以可预期的现金流为支持而发行证券进行融资的过程。可预期的现金流是进行证券化的先决条件,而不管这种现金流是由哪种资产产生的。基础资产所产生的现金流的这种可预见性是资产证券化的核心特征之一。因为只有基础资产的现金流是可预期的,由该资产支撑的证券的价值才能被确定,评级机构也只有通过对现金流量的确定性分析才可能进行信用评级。所以,证券化表面上是以资产为支持,但实际上却是以资产所产生的现金流为支

持的。可预期的现金流是资产证券化的基础。换句话说,资产证券化所“证券化”的不是资产本身,而是资产所产生的现金流。因此,基础资产的现金流分析成为资产证券化的核心原理。

基础资产的现金流分析主要分析三个问题:资产的估价;资产的风险与收益分析;资产的现金流结构分析。

一项资产要证券化,首先必须对此进行正确估价,如果没有对基础资产的正确估价,也就无法对证券进行正确定价,资产证券化也就无从谈起。正如我们上面提到的,资产的价值就是它未来产生的现金流的现值,在这个基本观点的基础上,有着不同的估价方法。概括来讲,主要有三种估价方法:第一,现金流贴现估价法,这种方法认为一项资产的价值应等于该资产预期在未来所产生的全部现金流的现值总和;第二,相对估价法,这种方法根据某一变量,如收益、现金流、账面价值或销售额等,考察同类“可比”资产的价值,借以对一项新资产进行估价;第三,期权估价法,它使用期权定价模型来估计有期权特性的资产的价值。使用的估价方法不同,得出的结果可能会有显著差异,所以,如何选择合适的方式对资产进行估价就成了一个关键的问题。

资产证券化是利用金融市场对资产的收益与风险进行分离和重组的过程。资产收益来源于资产所产生的现金流,为了获得收益,资产的所有者要承担相应的风险。对发放住房抵押贷款的银行来说,资产的收益是抵押贷款的本息,但是这种现金流要在较长的时间内才能实现,而用于发放贷款的资金大都来自于期限相对较短的存款。于是,“存短贷长”的矛盾使银行面临着资产的流动性风险、利率变动风险、贷款人信用风险等风险。解决这种问题的一个有效办法就是将期限较长、流动性较低的抵押贷款进行证券化,以尽快地收回贷款资金,提高资产的流动性,把风险转让出去——但同时也必须把相应的收益权让渡给参与证券化的其他机构或个人——从而实现收益和风险的分离和重组。由此可见,资产证券化是对既存资源的重新配置,使参与证券化的各方都从中受益。

现金流之于证券化的基础作用还体现在:证券清偿所需资金完全来源于证券化资产所产生的现金流,即资产证券化具有“自我清偿”(self_liquidating)特征。基础资产所产生的现金流在期限和流量上的不同特征会直接影响到以其为支撑的证券的期限和本息偿付特征。所以,在设计资产证券化产品时,必须首先对基础资产的现金流进行分析,在此基础上才能设计出既符合基础资产的现金流特征,又能满足市场投资者需求的产品。

二、资产重组原理

资产的原始权益人在分析自身融资需求的基础上,根据需求确定资产证券

化目标;然后对自己所拥有的能够产生未来现金流的信贷资产根据资产重组原理进行组合,形成一个资产池。资产重组原理的一个最重要内容是资产的选择,因为并不是所有的资产都适合于证券化,正如前面所提到的,一般来说,比较容易实现证券化的资产应该满足七个条件。当然,在各个具体交易中,并不需要基础资产满足全部条件,也很难满足全部条件,一般来说,具体的一项资产证券化业务要求基础资产重点满足其中几项的要求,而放松其他几项的要求。

在资产重组原理应用方面,狭义资产证券化和其他证券化业务一个最突出的个性,表现在基础资产的范围上。确如前面所说,资产证券化和股票、债券等这些融资方式都是以基础资产产生的现金流为支撑的,但它们的基础资产的范围是有区别的。一个企业发行股票或债券进行融资,它是以资产所有者的整体信用为担保的。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整个企业的资产为支撑。然而,资产证券化的基础资产却与此截然不同,它不是以某个企业的整体资产为支撑的,而是将其中适于证券化的某部分资产“剥离”出来(注意,这种剥离与现在一般所说的企业重组的资产剥离是不同的),然后将其真实销售给一家特殊目的机构,由该机构来进行证券化。而且,基础资产的范围也不仅限于一家企业的资产,而是可以将许多不同地域、不同企业的资产组合为一个证券化资产池。这种基础资产范围上的区别是非常重要的,它会直接影响到资产产生的现金流的风险和收益,进而影响到证券化交易结构的架构以及后面会讲到的破产隔离和信用增级等一系列重要问题。

三、风险隔离原理

在狭义资产证券化中,通过风险隔离原理的应用来实现破产隔离,因此,这一原理也得到了最充分体现。在设立特殊目的机构(SPV)后,原始权益人把基础资产出售给SPV,这种出售必须是“真实出售”,即资产在出售以后原始权益人即使被破产清算,已出售资产也不会被列入清算资产的范围。通过这种安排,基础资产与原始权益人之间就实现了破产隔离。破产隔离是“风险隔离”的一种较强形式,是证券化交易的重要特征之一,也是交易是否成功的主要因素之一。实现破产隔离取决于两个主要因素:证券化资产的真实出售和在交易结构中设立SPV。

破产隔离是指将基础资产原始所有人的破产风险与证券化交易隔离开来。这是资产证券化交易所特有的技术,也是区别于其他融资方式的一个非常重要

可参见本章第一节内容。

的方面。在股票、债券等融资方式中,由于基础资产不是从企业的整体资产中“剥离”出来并真实出售给一家具有破产隔离功能的特殊目的机构,而是与企业的其他资产“混”在一起的,因而如果该企业经营效益不好或破产,这些风险就会直接影响到股票、债券这些凭证持有人的收益,甚至会血本无归。换句话说,凭证持有人的风险和收益是与某个企业整体的运作风险联系在一起的。而资产证券化则不同,由于它已经将证券化的基础资产真实出售给特殊目的机构,而该机构一般是不易破产的,所以即使资产的原始所有人出了问题,其风险也不会“传染”给证券持有者,即资产的卖方对已出售资产没有追索权。这就好比是在卖方与证券发行人和投资者之间构筑了一道坚实的“防火墙”一样。证券化交易的风险与资产原始所有者的风险无关,而只与证券化资产本身相关。

四、信用增级原理

利用“信用增级原理”来提高资产支撑证券的信用等级是资产证券化的一个重要特征。为了吸引更多的投资者并降低发行成本,SPV 必须对整个资产证券化交易进行信用增级,以提高所发行证券的信用级别。通过信用增级,可以缩小发行人限制与投资者需求之间的差异,使得证券的信用质量和现金流的时间性与确定性能更好地满足投资者的需要,同时满足发行人在会计、监管和融资目标方面的需求。信用增级的手段有很多种,主要可以分为内部增级和外部增级。

从直观上来讲,信用增级都会增加金融资产组合的市场价值,成为资产证券化这个点金术的关键所在。几乎毫无例外,非政府信用的资产证券化都包括某种形式的信用增级。信用增级或者包含一个由第三方提供的信用担保(外部增级)或者利用基础资产产生的部分现金流来实现自我担保(内部增级)。但大多数交易都利用了内部和外部信用增级相结合的方式,至于选择哪种增级工具将取决于在融资成本的约束下最小化增级成本。

外部增级的方式主要包括专业保险公司提供的保险、企业担保、信用证和现金抵押账户。

在外部信用增级中,最简单的形式是专业保险公司所提供的保险。这类保险公司必须为每笔投保的交易保留一定的资本以保护投资者。对一个被保险的 AAA/ Aaa 信用等级的资产支撑证券来说,专业保险公司可以担保投资者及时地得到利息和最终偿还本金。但是,专业保险公司只为投资级,即信用等级为 BBB/ Bbb 之上的交易提供保险。

与专业保险相似,企业担保是企业保证使具有完全追索权的债券持有人免受损失。企业担保可以针对整个交易,也可以针对交易中的某个档级。在许多交易中,发行人自己为某些较低信用等级的档级提供担保。与专业保险不同,企

业担保可以向投资级以下的交易提供。

信用证(LOC)是由金融机构发行的保险单。在 LOC 的保护下,当损失发生时,金融机构必须弥补某一指定金额。

现金抵押账户(CCA)在信用卡应收款中是非常普通的信用增级形式。CCA 是向发行信托机构提供的再投资于某些短期合格投资的贷款,贷款金额可以通过从交易中获得的额外利差来偿还。所有由 CCA 担保的档级的损失将由账户中的收入来弥补。

大多数外部信用增级工具的主要缺点是容易受信用增级提供者信用等级下降风险的影响。像前三种增级方式就都受到信用增级提供者自身信用等级的限制,不可能达到比自身信用等级高的信用评级,因此证券的信用评级直接受信用增级提供者信用品质的影响。但是,CCA 与它们不同,因为对证券提供担保的是现金账户,所以证券的信用评级不受担保人的影响。

内部信用增级则避免了该类风险,其信用增级是由基础资产中所产生的部分现金流来提供的。内部信用增级的方式有建立次级档、超额抵押以及利差账户。

优先/次级结构是常用的内部信用增级手段。简单说来,优先/次级结构就是将资产支撑的证券分为不同信用品质的档级。不同档级的偿还顺序可以是按比例偿还,也可以是按将损失先分配给次级档的顺序偿还。最近则又出现了高档级的支持档,它也经常被称为夹层档。由于这种结构建立了对优先档的额外支持,所以被称为是超级优先/次级结构。

超额抵押是另一种常用的信用增级形式。超额抵押的信用增级结构利用了超额利差来支付债券本金,超额利差是在支付了所有费用和债券息票成本之后的金额。这种支付结构也被称为是涡轮结构,因为它加速了债券本金的偿还从而为损失建立了一个超额抵押的缓冲。

以超额抵押作为信用增级的一种替代方法是使用利差账户。与超额抵押的结构相似,通过交易中的额外利差,利差账户的金额会上升至由评级机构确定的预先决定的水平。与超额抵押结构不同,额外利差是以现金形式在账户中积累起来并且以某些短期合格投资的形式进行再投资。

在实践中,大多数发行人都是通过使用内部的或外部的信用增级手段相结合的方式来实现信用增级。例如,超额抵押和利差账户都可以使现金流获得投资级的信用评级,然后再利用专业保险公司提供的保险就可获得 AAA 的信用评级。

而股票、债券等融资方式则只能以该企业或项目本身的信用级别进行融资,而且一个企业要通过这些融资方式进行融资还需要具备一定的融资资格和经过

烦琐的审批程序。这极大地降低了融资效率并限制了参与融资的企业范围。由于信用级别得不到提升,其融资风险对出资方来说也是很高的。

第四节 资产证券化的类型

按照不同的标准,资产证券化可以划分为不同类型。表 6 .1 列出了到目前为止,资产证券化市场上可以见到的主要的资产证券化类型及其划分依据。

表 6 .1 资产证券化的类型

分类依据	类 型
基础资产	住房抵押贷款证券化与资产支撑证券化
现金流处理与偿付结构	过手型证券化与转付型证券化
借款人数	单一借款人型证券化与多借款人型证券化
金融资产的销售结构	单宗销售证券化与多宗销售证券化
发起人与 SPV 的关系以及由此引起的资产销售次数	单层销售证券化与双层销售证券化
贷款发起人与交易发起人的关系	发起型证券化与载体型证券化
证券化载体的性质	政府信用型证券化与私人信用型证券化
证券构成层次	基础证券与衍生证券
基础资产是否从发起人资产负债表中剥离	表内证券化与表外证券化

下面我们来具体阐述这几种不同的资产证券化分类 ,其中前面两种分类是最重要的、也是最常见的。

一、住房抵押贷款证券化与资产支撑证券化

根据产生现金流的证券化资产的类型不同,资产证券化可分为住房抵押贷款证券化和资产支撑证券化两大类。其区别在于:前者的基础资产是住房抵押贷款,而后者的基础资产则是除住房抵押贷款以外的其他资产。

MBS 是资产证券化发展史上最早出现的证券化类型。它是以住房抵押贷款这种信贷资产为基础,以借款人对贷款进行偿付所产生的现金流为支撑,通过金融市场发行证券(大多是债券)来进行融资的过程。

一方面,MBS 可以把银行等金融机构持有的流动性较低的长期住房抵押贷款转化为流动性较高的证券,这极大地改善了这些机构的资产流动性。而且,如

这里基本上是以美国的情况为例。

果 MBS 选择的是表外融资形式,就不但不会增加这些机构的负债率,还可以释放资本金。因此,这种证券化产品很受金融机构的青睐。另一方面,由于 MBS 的基础资产是违约率较低的抵押贷款,现金流量比较稳定且易于预测,因此市场投资者也很喜欢这种投资工具。

ABS 是以非住房抵押贷款资产为支撑的证券化融资方式,它实际上是 MBS 技术在其他资产上的推广和应运。由于证券化融资的基本条件之一是基础资产能够产生可预期的、稳定的现金流,而除了住房抵押贷款外,还有很多资产也具有这种特征,因此它们也可以证券化。随着证券化技术的不断发展和证券化市场的不断扩大,ABS 的种类也日趋繁多,具体可以细分为以下品种:(1) 汽车消费贷款、学生贷款证券化;(2) 商用、农用、医用房产抵押贷款证券化;(3) 信用卡应收款证券化;(4) 贸易应收款证券化;(4) 设备租赁费证券化;(5) 基础设施收费证券化;(6) 门票收入证券化;(7) 俱乐部会费收入证券化;(8) 保费收入证券化;(9) 中小企业贷款支撑证券化;(10) 知识产权证券化等等。而且随着资产证券化技术的不断发展,证券化资产的范围还在不断扩展。

二、过手型证券化与转付型证券化

根据对现金流的处理方式和证券偿付结构的不同,可以划分出过手型(pass-through)证券化与转付型(pay-through)证券化。过手型证券化可以以权益凭证和债权凭证两种形式向投资者融资:当过手型证券化发行权益凭证时,证券所有者按其购买份额享受相应权利,按月收取由发放者直接“过手”而来的本金和利息。对原始权益人而言,发行这种形式的过手证券有利于解决流动性问题和转移利率风险及违约风险;对投资者来说,他们可获得高于同期国债利率的收益(因为其风险高于国债)。但这些优点仍然不能使该种形式避免以下缺陷:由于这种交易结构不对基础资产产生的现金流进行任何处理,而是将其简单地“过手”给投资者,由投资者自行承担基础资产的早偿风险(prepayment risk),因此,这种权益凭证性质的过手证券只是将原始权益人的风险转移并细化到每个投资者身上而已。此时每个投资者都面临着相同的风险和同比例的本息支付,这种风险和收益的同质性妨碍了具有不同偏好的投资者的投资。

解决这个问题一个办法是由第三方对证券的偿付进行担保,这就产生了经过修正的权益凭证型过手证券:部分修正的过手证券(partially modified pass-through)和完全修正的过手证券(modified pass-through)。前者的特点是:不管

所谓早偿风险是指由于原始债务人的提前还款所引起的风险,主要表现为资金所有人的再投资风险,它是住房抵押贷款证券化中最主要的风险。

是否收到原始债务人的偿付资金,这种证券的投资者都可以获得一定偿付。后者的特点是:不管是否收到借款人的偿付资金,都保证按计划向投资者完全偿付。

解决上述问题的另一个办法是发行债权凭证形式的过手证券(如抵押贷款债券),它是以基础资产为担保向投资者发行债券。对投资者而言,它是一种债权凭证,这种债权凭证通常都进行超额担保,超额担保品由独立受托人管理,一旦出现违约,受托人可将担保品变现,对投资者进行偿付。因此,这种凭证可以降低投资者的风险。但它却存在着一个妨碍金融机构获利的致命缺陷:即由于存在超额担保,所以基础资产的利用效率不高,而且没有实现风险的转移。

从上述研究可以看出,转付型证券化虽然操作简单,但很难同时满足原始权益人和投资者的不同需要。因此,在客观上需要另外一种证券化产品,这就是转付型证券化。

转付型证券化是与过手型证券化相对应的另一种证券化类型,它兼有权益凭证型和债权凭证型过手证券的特点。它是发行人的债务,用于偿付证券本息的资金是来源于经过了重新安排的住房抵押贷款组合产生的现金流。它与过手型证券化的最大区别在于:前者根据投资者对风险、收益和期限等的不同偏好对基础资产组合产生的现金流进行了重新安排和分配,使本金与利息的偿付机制发生了变化;而后者则没有进行这种处理。

目前,广泛使用的转付型证券化产品有抵押担保债券(collateralized mortgage obligation,简称 CMO)、仅付本金债券(principal only,简称 PO)、仅付息债券(interest only,简称 IO)、计划摊还档债券(planned amortization class,简称 PAC)以及目标摊还档债券(targeted amortization class,简称 TAC)等,它们的一个重要特征就是采用了分档技术(tranching)。所谓分档是指根据投资者对期限、风险和收益的不同偏好,将债券设计成不同的档级。每档债券的特征各不相同,从而能够满足不同投资者的偏好。下面以 CMO、IO 和 PO 债券为例来作一简单介绍。

CMO 将本息支付设为几档,任何一档债券的投资者在其本金得到偿付之前定期获得利息,而本金的支付则逐档依次进行。因此,各档债券的偿付期限是不同的。期限越短,风险越小,收益也就越小;期限越长,风险越大,潜在收益也越大。所以,CMO 这种分档结构不仅充分利用了抵押品,提高了资产的使用效率,而且较好地解决了过手型证券化产品的同质性问题。CMO 的发展充分展示了金融创新是如何对风险和收益进行重新组合以满足不同参与方的不同需要的过程。

CMO 的本质是对基础资产产生的现金流进行重新安排。将这种重新安排

“极端化”,就衍生出了两种新的金融工具,即 IO 和 PO 债券。IO 债券的投资者只收到源于基础资产组合产生的利息收入,而 PO 债券的投资者只收到源于基础资产组合产生的本金收入。IO 与 PO 债券均受原始债务人早偿行为的影响。在利率下降时,前者的收入减少,价格下降,而后者则可以提前获得本金收入,价格上升。这两种债券截然相反的风险收益特性满足了投资者的不同偏好,因此它们经常被用作风险对冲的工具。

三、单一借款人型证券化与多借款人型证券化

根据基础资产卖方数量的多寡,可以将证券化结构分为单一借款人型与多借款人型。值得注意的是,这里的借款人是指基础资产的卖方,即证券化的融资方,也就是原始权益人,而不是指抵押贷款借款人(即原始债务人)。单一借款人和多借款人的指称是一种习惯用法,更确切的提法应该是单一卖方和多卖方。如果证券化的基础资产是来自单一卖方,这将增大集中度风险。进行这种划分的主要目的是要提醒投资者和评级机构应该对单一卖方情形下借款人的破产和解体风险加以特别关注。虽然真实销售已经使基础资产不被列入卖方的破产清算资产中,但一旦卖方和卖方的所有者发生破产,仍会在一定程度上影响到基础资产所产生的现金流的收集和分配。

四、单宗销售证券化与多宗销售证券化

根据基础资产销售结构的不同,可以将证券化交易分为单宗销售证券化和多宗销售证券化两种类型。在单宗销售证券化交易中,卖方一次性地将基础资产出售给卖方;而在多宗销售证券化交易中,随着原始债务人对债务本息的不不断偿付,基础资产池的未清偿余额也就不断下降,资产规模不断缩小。在这种情况下,买方将通过备用协议、可再投资的信托结构、主信托结构等向卖方进行基础资产的循环购买,以不断对资产池进行填充,使资产池的未清偿余额保持在一个合理的水平上。多宗销售这种交易结构更多地是被用来对信用卡应收款、贸易应收款等短期应收款进行证券化。使用多宗销售证券化结构可以通过循环购买过程来扩大证券化规模,摊薄前期费用,并将短期应收款组合成长期应收款。

五、单层销售证券化与双层销售证券化

根据发起人与 SPV 的关系以及由此引起的资产销售的次数,可以将证券化结构划分为单层销售结构与双层销售结构。单层销售结构由基础资产的卖方向与其有合并会计报表关系的子公司 SPV 转移资产,不论这种资产转移是一次完成还是循环进行的。由于这种资产销售结构是在母、子公司的层面上展开的,因

此被称为单层销售结构。按照严格的会计标准,需要被转移资产从母公司的资产负债表中剔除,这就要求将已销售给子公司 SPV 的资产再次转移给与母公司无合并关系的第三方 SPV。这种由子公司 SPV 再向无关的、独立第三方 SPV 销售的结构被称作双层销售结构。

六、发起型证券化与载体型证券化

在一项具体的资产证券化交易中,贷款发起人与交易发起人的角色可能重合也可能分离。当贷款发起人同时又是证券化交易的发起人时(即由原始权益人自己来构造交易结构、设立 SPV 并发行证券、完整地参与整个证券化过程),这种证券化结构就被称为发起型结构。

如果贷款发起人只发起贷款,然后就将这些资产销售给专门从事证券化交易的证券化载体,由后者架构证券化交易并发行证券化,这种证券化交易结构就是载体型证券化。

七、政府信用型证券化与私人信用型证券化

根据证券化载体在性质上的差异,可以将证券化交易分为政府信用型证券化与私人信用型证券化。私人信用型证券化载体是专门购买和收集基础资产,并以自己的名义将其以证券形式出售的融资中介,它们一般都是大银行、抵押贷款银行或证券公司的分支机构。

在美国,三家政府信用机构——Fannie Mae、Freddie Mac 和 Ginnie Mae 在住房市场上起着支撑和控制性作用。这三家机构是美国国会于 1968 年和 1970 年分别设立的。其中,Ginnie Mae 的职责是为政府信用型证券化载体发行的证券化提供担保,它并不是证券化发行载体。而 Fannie Mae 和 Freddie Mac 则直接购买合规抵押贷款,并以此为支撑发行证券——由这两家政府信用机构发行的证券被称为政府信用证券。但这两家企业只是国会特许成立的企业,并非政府机构,它们都是在纽约交易所上市的公众企业。

政府信用型载体在美国的抵押贷款证券化市场中占据着垄断地位,它们在享受最低注册资本金要求的同时,还控制着全部证券化交易的条件,包括分销标准、定价等。私人信用型证券化载体虽然近年来发展迅速,但也只占有 15% 左右的市场份额,还远远不能撼动政府信用型载体在抵押贷款证券化市场中的垄断地位。

八、基础证券与衍生证券

按照证券产生过程和层次的不同,我们还可以进行基础证券与衍生证券的

划分。以抵押贷款或应收款等基础资产为支撑发行的证券统称为基础证券,衍生证券则是指以这些基础证券组合为支撑所发行的证券。

衍生证券反映了证券化交易的未来发展趋势,即根据不同投资者的需求,不断进行产品创新,设计出满足特定投资者的个性化产品。投资银行为了吸引那些对由发起人创立的 SPV 所发的证券不感兴趣的投资者,创造出独立的 SPV,并以已发行的资产支撑证券等其他投资工具的组合为基础资产,再发行满足投资者需要的证券。新 SPV 所发行的证券将混合型基础资产的特征组合起来,使得以这种基础资产为支撑的证券对投资者有特别的吸引力,这种吸引力是成分相对单一的基础资产支撑证券所无法比拟的。

九、表内证券化与表外证券化

在证券化交易中,往往会有表外证券化与表内证券化的区分。这种区分是以基础资产是否从发起人的资产负债表中剔除为标准的。事实上,从 20 世纪 70 年代的美国发展起来的现代意义上的资产证券化均是表外证券化——基础资产因真实出售给发行人而从发起人的资产负债表中剥离。所谓的表内证券化主要是指长期以来欧洲大陆的银行等金融机构以其所持有的某些资产组合为担保,通过发行抵押关联债券(mortgage-related bond)或资产关联债券(asset-related bond)来筹集资金的行为。在表内证券化交易中,资产并不从发起人的资产负债表中剔除。在这种情况下,投资者不是对特定的资产组合拥有追索权,而是对整个发起机构拥有追索权。因此,决定证券信用质量的是发起机构的整体资信状况,而不是证券化资产的质量。由此可见,表内证券化与现代意义上的证券化(表外证券化)是有很大区别的。

上面我们对资产证券化的九种不同分类进行了详细介绍,最后要说明的一点是,这些分类都是为了研究问题的方便而进行的。有时候,为了特定的目的,可能会对上述的分类进行综合和重组。而在具体的证券化实践中也有这种情况,一个具体的资产证券化交易往往是以上各种类型的综合,例如,住房抵押贷款过手证券就是一种过手型的、具有表外证券化特点的 MBS 产品。

第五节 中国资产证券化突破模式的思考

本节从资产证券化的基本理论出发,得出选择突破模式时必须遵循的原则,并根据这些原则对现有的八大建议模式进行评述,从而找出在中国开展资产证

券化的突破口。当然,对于中国实行资产证券化的突破模式我们将在第五篇中作更为详细的论述,这里只提出一个思路。

一、我国在资产证券化方面的理论探索和个案实践

资产证券化这一即将在中国扩展的重大金融创新,已经经过了长期的酝酿阶段。

早在 1983 年我国就有人开始介绍西方的资产证券化技术,但直到 1998 年,资产证券化探索研究的热潮才开始在中国兴起。1998 年 1 月,张超英、翟祥辉出版了国内第一本系统介绍国外资产证券化理论和实务的专著《资产证券化——原理、实务、实例》;5 月,国务院总理朱 基对资产证券化问题的批示,极大地推动了资产证券化的探索和研究;6—7 月,北京(中国银行总行)、上海(市政府)、深圳(脑库)先后主持召开了有关房地产抵押贷款证券化的研讨会,国家金融部门和地方政府开始介入资产证券化。1998 年底,两次更大规模的国际研讨会先后在青岛、天津召开。会后,深圳市由两位副市长牵头,率先在国内成立了政府住房抵押贷款证券化课题组,着手制定深圳市住宅抵押贷款证券化试点方案;1999 年 3 月,深圳市政府召开了试点方案专家论证会。一些金融机构内部也纷纷成立课题组,研究资产证券化在国内的实践问题,其中南方证券在这方面走在了前面。

同时,国内著名高校和研究机构也纷纷加入到资产证券化研究的行列,尤其是北京大学何小锋教授带领一批包括教授、博士、硕士和本科生在内的资产证券化专业研究力量,取得了丰硕的研究成果,发表了 120 万字的巨著《资产证券化理论与实务全书》,先后发表此方面的论文约三十余篇,并建立了以资产证券化为主要内容的学术交流网站“投资银行大师”(www.ibmasters.com)。

国内对资产证券化的研究引起了国家金融主管部门的重视,国务院货币政策委员会开始讨论在中国推行资产证券化问题,人民银行总行先后在上海、深圳召开了住房抵押贷款证券化国际研讨会,邀请美国、加拿大和香港按揭证券公司的专家,介绍先进国家和地区资产证券化的成功经验,为在中国实施资产证券化,作前期准备工作。同时,建设银行和工商银行也早已着手住房抵押贷款证券化的前期准备。

到目前为止,我国已经进行过一些资产证券化方面的个案实践,尽管其中的某些案例还不完全具备资产证券化的特点。这里本文之所以将其称为“个案实践”,意在强调这些实践具有一定意义的同时,不可避免地存在其局限性。具体来说,这些实践主要有:

(1) 海南三亚地产投资券

1992 年,海南三亚开发建设总公司曾经通过发行地产投资券的形式融资开发三亚的丹州小区。这次融资过程以何小锋教授为总顾问,已经具备了资产证券化的某些基本特征,可以将其看做是我国资产证券化实践方面的一个早期案例。这个案例所凸现出来的一个思路是,可以从不动产证券化(有点类似于美国的房地产信托凭证 REIT)的角度来推动实物资产的证券化,而且也完全可以由国内的有关机构在国内市场进行运作。

(2) 珠海高速公路证券化

1996 年 8 月珠海市人民政府在开曼群岛注册了珠海高速公路有限公司,成功地根据美国证券法律的 144a 规则发行了资产担保债券。该债券的国内策划人为中国国际金融公司,承销商为世界知名投资银行摩根·斯坦利公司。珠海高速公路有限公司以当地机动车的管理费及外地过往机动车所缴纳的过路费作为担保,发行了总额为 2 亿美元的债券,所发行的债券通过内部信用增级的方法,将其分为两部分:其中一部分为年利率为 9.125% 的 10 年期优先级债券,发行量为 8500 万美元;另一部分为年利率为 11.5% 的 12 年期的次级债券,发行量为 11500 万美元。该债券发行收益被用于广州到珠海的铁路及高速公路建设,资金的筹集成本低于当时从商业银行贷款的成本。这次交易的特点是:国内资产境外证券化。也就是说,证券化的基础资产是位于国内的基础设施的收费,所有的证券化操作都是在境外通过富有证券化操作经验的著名投资银行来进行的。

(3) 中远应收款证券化

1997 年,中国远洋运输总公司(COSCO)通过私募形式在美国发行了总额为 3 亿美元的以其北美航运应收款为支撑的浮动利率票据。这次交易的特点在于:虽然 COSCO 是一家中资公司,但它所用来进行证券化的基础资产却是美元形式的应收款,实际上可以将其视为有中国概念的境外资产,其运作方式也是完全在境外操作的。

(4) 中集集团应收款证券化

2000 年 3 月 28 日,中国国际海运集装箱(集团)股份有限公司与荷兰银行在深圳签署了总金额为 8000 万美元的贸易应收账款证券化项目协议。此次协议的有效期限为 3 年。在 3 年内,凡是中集集团发生的应收账款都可以出售给由荷兰银行管理的资产购买公司,由该公司在国际商业票据市场上公开发行商业票据,总发行金额不超过 8000 万美元。在此期间,荷兰银行将发行票据所得资金支付给中集集团,中集集团的债务人则将应付款项交给约定的信托人,由该信托人履行收款人职责。而商业票据的投资者则可以获得高出伦敦同业拆借市场利息率 1% 的利息。此次中集集团应收账款资产评级获得了穆迪、标准普尔

在国际短期资金市场上的最高评级。这个案例是中国此类实践中最成功的典型案例。

除此之外,1999 年刚成立的四大金融资产管理公司已经将资产证券化列入了其解决银行不良资产的手段范围;与此同时,建设银行和工商银行关于开展住房抵押贷款的申请报告也已上报到人民银行。可以预见,在不久的将来,资产证券化这一 20 世纪最重要的金融创新之一,必将在中国取得大的发展。

二、资产证券化突破选择的原则

我们从前面关于资产证券化的核心原理和基本原理的分析中可以看出,一个成功的资产证券化,在满足核心原理的前提下,至少还必须满足资产重组原理、风险隔离原理、信用增级原理的要求,而我国在这三方面却都存在障碍。就“资产重组原理”而言,主要表现在基础资产本身属性的缺陷使得资产不能满足证券化的要求,我们可以将此归纳为技术障碍;“风险隔离原理”方面的障碍主要是指我国当前的法律、会计、税收等存在限制真实出售、SPV 设立等方面的规定,因此我们又可以称之为制度障碍;而“信用增级原理”方面,我国目前最大的障碍是没有相应的从事资产证券化担保业务的中介机构,所以在这方面主要是环境障碍。

而从前面的分析中又可以看到,证券化对于任何一个经济的发展而言都是非常重要的,这说明我国亟须开展资产证券化、尤其是找到其突破口,这已经成为摆在我们面前的一项迫切任务。因此,理论界和实务界也提出了不少在国内开展资产证券化的建议模式,我们把它们概括为八个模式:“不良资产模式”、“住房抵押贷款模式”、“基础设施收费模式”、“出口应收款模式”、“离岸模式”、“表外模式”、“表内模式”和“准表外模式”。其中前四个模式是按照基础资产的不同来分的,因此其理论分析的重点也就是着眼于“资产重组原理”(或者说是技术方面);而后四个模式则是从交易形式的角度来区分的,其重点也就是在于“风险隔离原理”和“信用增级原理”(或者说是制度和环境方面)。

我们认为,突破模式的选择必须遵循以下三个原则。第一个原则,突破模式中的基础资产必须满足“资产重组原理”的要求,这是必要前提。任何不满足这个条件的资产证券化,都是不可能成功的,如果强硬进行很容易失败并造成很坏的负面影响。第二个原则,并不是任何成功的案例都可以作为突破模式,突破模式不但要求提供一种新的投资工具,给交易双方带来好处,而且要为资产证券化在中国的进一步开展提供示范效应和经验。第三个原则,这个模式在制度和环境方面只能是两个选择,一个是选择与现行制度和环境冲突最小的交易形式,一个是最有条件突破现有制度和环境约束的交易形式。前一个选择有利于资产证

券化在基础资产选择、资产打包等“资产重组”方面的经验积累,但并不能为资产证券化的良好制度和环境创造条件;后一个选择的阻力大,但却能为资产证券化的发展提供良好的制度和环境条件。

下面我们首先运用第一个原则和第二个原则来考察前四种建议模式,以确定哪种资产的证券化适合于作突破模式。

(1)“不良资产模式”。这种“模式”认为,资产证券化可通过国有商业银行的资产管理公司,购买银行的不良资产,进行债务重组、超额担保和债转股等手段,发行以未来收益为支撑的债券,来解决银行不良资产的问题,并以此为突破口,在国内开展资产证券化业务。

但我们认为资产证券化的生命力在于能促进资产在获取资金方面的竞争,证券化的成功实现必然是以被证券化资产的稳定收益预期为前提的。对缺乏良好收益前景的资产所进行的证券化只能是无本之木、无水之源,这样的证券化产品不可能在市场畅销。因此,期望引入资产证券化技术来解决银行的不良资产中的呆滞账,是与资产证券化的内在逻辑相违背的,也是对资产证券化本质的一种误解。资产证券化只能盘活流动性较差的资产,但决不能盘活质量低劣的资产。

当然,不良资产中也并非都是呆滞账,因此,不良资产证券化的一条可行之路是把不良资产中的良好资产选出进行组合,打包成资产池。当然,从这个意义上来讲,不良资产证券化实质上还是优良资产的证券化,其关键之处在于如何对资产进行打折定价。

这一模式的另一个思路是先进行债转股,然后再进行股权的证券化。但是由于这些债转股的企业要实现扭亏增盈、现金流预期稳定,可能不是短期内就能实现的,从而离股权的证券化实现之日还比较远,作为我国开展证券化的突破口有点“时不我待”的感觉,由此也就很难起到示范作用和提供经验,所以并不满足第二个原则。

(2)“住房抵押贷款模式”。我国在住房抵押贷款证券化方面,一直处于研究阶段,这其中主要原因之一就是商业银行住房抵押贷款发放量太小,不能形成有效规模的资产组合。但随着经济的发展,特别是由于住房制度改革的深入和城镇化程度的加深,住房抵押贷款正在急剧扩大,从而为 MBS 在中国的引进创造了条件。可以说,住房抵押贷款证券化满足了第一个原则和第二个原则的要求。

当然,住房抵押贷款证券化还存在制度和环境方面的障碍,但我们认为通过合适的交易结构的安排以及随着制度和环境的不断改善,住房抵押贷款证券化作为开展证券化的突破口是可行的。我们将在后面详细阐述这一点。

(3)“基础设施收费模式”。中国属于发展中国家,基础设施的量相当大,加上基础设施收费具有现金流稳定的特点,因此,具有证券化的技术条件。

在这方面,中国已经有过尝试。1995 年铁道系统亏损,但却需要筹资。为解决这个矛盾,铁道部利用年收入超过 300 亿元现金流量的“铁路建设基金”为偿债担保,顺利实现了发行债券筹资。1996 年珠海高速公路有限公司以高速公路收费和交通工具注册费为支撑发行了 2 亿美元的债券。尤其是后者,通过在交易形式上采取资产离岸证券化的形式,规避了国内资产证券化在制度和环境方面的障碍,在程序及操作上都实现了规范化和完善化。

因此,我们认为“基础设施收费模式”(或基础设施收费质押贷款支撑的证券化)作为开展资产证券化的突破口的条件是比较成熟的。

(4)“出口应收款模式”。这种观点认为,我国是出口大国,出口应收款规模很大且现金流也较稳定,同时,因为进出口公司的资金周转要求较高,所以也有实行资产证券化的动力。

2000 年 3 月,深圳中集集团率先开展了出口应收账款证券化业务,其证券化的基础资产是中集集团今后 3 年内的应收账款,这些应收账款均来自国际知名的船运公司和租赁公司。首批向荷兰银行出售的应收账款获得了穆迪、标准普尔在国际短期资金市场上的最高信用评级。中集集团开展资产证券化的具体步骤是:先将应收账款出售给由荷兰银行管理的资产购买公司,由该公司在国际商业票据市场上多次公开发行不超过 8000 万美元的商业票据。荷兰银行将发行票据所得资金支付给中集集团,中集集团的债务人则将应付款项交给约定的信托人,该信托人承担特殊目的载体的职责。商业票据的投资者可以获得高出伦敦同业拆借市场利息率 1% 的利息回报。

中集集团的成功案例无疑为我国实行出口应收款证券化提供了宝贵的经验,但我们认为如果把应收款证券化作为我国实行资产证券化的突破口,存在如下的约束:首先,像中集集团这样规模的企业并且应收款质量良好的企业,在国内并不多见,因此,应收款证券化在规模上很难达到示范效应;其次,即使规模和资产质量都符合要求的企业,用这种形式的证券化来筹资其成本是否比其他筹资方式低,也是不一定的。因此,这个模式并不适合第二个原则。

由此可见,住房抵押贷款和基础设施收费适合于作突破模式的基础资产。

从交易形式来看,资产证券化主要分为两大类:国内化和离岸两种。上面提到的“表外模式”、“表内模式”和“准表外模式”属于国内化形式,而“离岸模式”就是采取离岸形式。接下来我们利用第三个原则来考察这四种模式。

(5)“离岸模式”。在中国开展资产证券化,即使在技术上可行,在法律、会计、税收等制度以及中介机构等环境方面也会遇到一系列障碍,而离岸资产证券

化以国内资产的未来现金流为基础,但通过在海外设立 SPV,在海外增级和海外筹资,所以能规避这些障碍。

国内在这方面也已经有成功案例,例如上面提到的珠海高速和中集集团都是采取“离岸模式”。另外,1997年,中国远洋运输总公司以北美航运收入为支撑,以私募形式在美国成功发行了3亿美元的浮息票据,采取的也是离岸资产证券化。

这种模式最大的障碍是外汇管理制度,因为通过“离岸模式”所筹集的外汇,还本付息也得是外汇,但资产的现金流是人民币,而目前中国尚未实行资本项目的自由兑换,因此如何把现金流从人民币换成外汇就成了一个大问题。此外,汇率的变化也使外汇现金流的稳定性受到影响。

另外,由于资产证券化的主要程序都在海外进行操作,投资者也是海外的,因此,对国内的证券化发展很难起到大的促进和试验作用。

(6)“表外模式”。在此种模式下,发起人把资产“真实出售”给 SPV,SPV 购买资产后,将它们重新组合建立资产池,以资产池为支持发行证券。真实出售意味着资产离开发起人的资产负债表,从而实现“破产隔离”。实现“真实出售”和“破产隔离”是表外证券化的关键,表外证券化是最完全的证券化。

(7)“表内模式”。在此模式下,发起人不需要将资产出售给 SPV,资产仍留在发起人的资产负债表上,由发起人自己发行证券。与表外证券化不同的是,首先,由于资产还在发起人的资产负债表上,风险没有转移。其次,在发起人破产时,资产池内的资产也属于破产资产,即表内证券化不能实现完全的破产隔离。虽然表内证券化不能完全实现完全破产隔离,但在发起人破产的情况下,通过法律安排可使资产池优先偿付证券持有人,因此,表内证券化证券是一种有保障的证券。

(8)“准表外模式”。在此模式下,发起人成立全资或控股子公司作为 SPV,然后把资产“真实出售”给子公司(SPV),同时,子公司不但购买母公司的资产,还购买其他的资产。子公司组成资产池并依此为支撑发行证券。由于子公司的利润要上缴给母公司,且报表都要并入母公司资产负债表,所以子公司(SPV)的资产最终还是要体现在母公司资产负债表上。但是,由于母公司将资产“真实出售”,进入子公司负债表,实现了“破产隔离”,所以这种模式的实质是发起人主导的表外证券化。

当然,在上述四种不同的交易模式中,表外模式是最完全意义上的资产证券化,具有交易结构清晰、效率高等优点,但这并不意味着所有国家、所有资产的证券化在任何时候都必须采取表外模式,而是应该结合一个经济不同的发展水平和证券化的技术、制度、环境等因素,采取适合实际情况的模式。

通过对中国经济发展尤其是金融发展程度的考察,结合资产证券化的技术、制度和环境因素,依据突破模式选择的三个原则,我们认为在中国开展资产证券化的突破模式有以下两个:

突破模式 “住房抵押贷款模式”+“准表外模式”。

突破模式 “基础设施收费模式”+“离岸模式”。

三、突破模式

(1) 国际经验

当前的住房抵押贷款证券化(MBS)主要存在三种模式:表外模式、表内模式和准表外模式。

表外 MBS 源于美国,然后陆续被其他国家和地区引进、利用。但总体而言,除美国以外,其他国家和地区的表外证券化发展都比较缓慢,这里主要的原因包括:发放贷款的银行没有积极性出售资产;缺乏政府信用机构向住房抵押贷款二级市场提供流动性;相关法律法规的欠缺。随着这些条件的逐渐改善,表外证券化这一完全意义上的证券化形式将在全球范围内继续发展。

欧洲的 MBS 的发展是以表内模式为主导,表内、表外两种模式同时存在、同时发展。有的国家只有表内 MBS,如丹麦;有的国家两种形式的 MBS 都存在,比如法国、德国和西班牙,并正在大力促进表内证券化业务;而英国只有表外 MBS,同时爱尔兰的表外 MBS 也在日益流行。

澳大利亚则对住房抵押贷款采取准表外模式,这种由子公司向母银行和其他银行购买贷款资产以发行 MBS 的模式在澳大利亚取得了极大的成功,目前,该国绝大部分的 MBS 都采取这种模式。

(2) 中国的 MBS

我们认为中国在实行 MBS 方面已经具备了一定的条件。第一,技术条件日益成熟,住房抵押贷款已经具备一定规模,随着我国经济的不断发展,特别是住房制度改革的全面推行和深化,住房抵押贷款规模急剧扩大。截止到 2000 年底,四大国有商业银行个人住房抵押贷款余额已达 3000 亿元,其中建设银行和工商银行都已超过千亿元,两家银行占有住房抵押贷款市场份额的 84%。第二,各种法律、税收、会计等制度日益向便利 MBS 开展的方向发展。比如,与资产证券化密切相关的《信托法》已获通过,并于 2001 年 10 月 1 日开始执行。第三,开展 MBS 的环境条件不断改善,经过我国资本市场的多年发展,机构投资者群体已经基本建立,各种中介公司也正朝着规范的方向发展。这些都为我国引

见马骏(2001)第 20 页。

进 MBS 创造了基本条件。

何小锋等曾对我国开展 MBS 提出了三种模式：表内模式、表外模式、离岸模式,通过对这三种模式特点和问题的分析,认为表内模式和离岸模式的共同特点是可以较多地规避我国现行法律制度对抵押贷款证券化的制约,但共同的问题是都不利于从制度的角度建立起我国住房抵押贷款二级市场和一级市场进行规范。表外模式的最大特点是可以得到政府的大力支持和推动并有利于建立抵押贷款二级市场和规范一级市场,从而健全我国的住房金融制度,但最大的困难在于现行的法律框架对这种模式的制约较多,要在现阶段迅速推广有一定的难度。所以,现阶段可以对表内模式和表外模式进行试点,等待条件具备后,再以表外模式为主来开展我国住房抵押贷款的证券化业务。

但我们认为准表外模式能够在 MBS 的规范化和规避现行制度制约方面达到最佳的均衡。由于国有商业银行在我国的特殊地位,要求金融管理机构给予设立子公司作为 SPV 的困难比较容易突破,而准表外模式又实现了破产隔离和真实销售,在规范化方面也达到了一定要求。

另外,更为重要的是,从银行开展 MBS 的动力来看,准表外模式也更为合适。欧洲实行表内 MBS 一个最重要的原因是欧洲的银行普遍资本都比较丰裕,并没有出售资产的积极性。但我国银行无疑存在严重的资本不足,如果实行表内 MBS 并不能得到高的信用等级,所以并不具有实行表内模式的条件。但另一方面,住房抵押贷款在我国银行属于违约率低的优良资产,实行表外模式意味着部分收益的让渡,因此,银行并没有动力出售住房抵押贷款资产。所以,实行表外模式也不太现实。

当然,这并不意味着准表外模式就是我们的最终目标,而应该是表外模式这一完全意义上的 MBS。

四、突破模式

正如上面所提到的,中国属于发展中国家,基础设施的量相当大,加上基础设施收费具有现金流稳定的特点,因此,具有证券化的技术条件,而且中国在这方面也已经有过尝试。

离岸模式由于资产证券化的主要程序都在海外进行操作,投资者也是海外的,因此,对国内的证券化发展很难起到大的促进和试验作用。但基础设施收费的证券化实行离岸模式,至少存在以下意义:首先,可以低成本地融到国外资金,解决基础设施资金不足问题,成为吸引外资的一种新方式;其次,尽管离岸模式

参见何小锋、张伟、史凯峰(1999)。

的操作绝大部分都在国外进行,但其成功无疑也在一定意义上为中国的证券化提供了经验,尤其是成功融资也极大地“刺激”了国人开展资产证券化的要求。

所以我们认为“基础设施收费模式”+“离岸模式”也可以作为中国开展资产证券化的突破模式之一。

对于突破模式更为详细的论述,可参见本书第五篇。

第二篇

资产证券化的风险与 收益模型

第七章 证券化的交易模型

根据基础资产池的期限长短、规模大小等因素构造合适的证券化交易结构,有利于扩大融资规模、提高证券的信用评级、降低融资成本、匹配资金成本收益和期限,更好地实现原始权益人的目标。

从国外证券化的发展情况来看,根据基础资产的转移方式不同,证券化交易结构可分为单宗销售和多宗销售;根据发起人与 SPV 的关系以及由此引起的基础资产的转移次数不同,证券化交易结构可分为单层销售与双层销售;为了能积累起规模更大的资产池以摊薄交易费用,近几年还兴起了循环型交易模式。本章将对以上交易模型进行详细论述。

第一节 单宗销售证券化交易结构

单宗销售是指卖方一次性将基础资产销售给买方,而多宗销售则是指基础资产的卖方向买方进行一系列资产销售。与多宗销售比较而言,单宗销售具有结构简单、期限确定等特点。此外,与资产的转移方式相对应,两者在证券发行结构上也不尽相同,多宗销售常常采用循环型证券化交易模式。

采取证券化的融资方式往往可以降低融资成本,但在单宗销售中,基础资产的卖方有时并不需要设立 SPV,并不需要采取证券化的方式,而是直接将一笔基础资产出售给愿意持有这笔资产的买方。采取直接出售的原因在于:基础资产的卖方只是为了将该笔资产从资产负债表中剥离,并不刻意要求较低的融资成本,因此不需要设立 SPV 发行证券来降低融资成本;或者是,待出售的资产本身的性质使其无法采取证券化的融资方式,比如,资产池中各资产相互之间差异太大,难以对其作出能被大众接受的信用评级,从而无法采取证券化的方式。如果待出售的资产适合采用证券化的融资方式,并且资产的卖方希望尽可能地降低融资成本,那么就可以采取设立 SPV,发行证券融资的单宗销售方式。在第一篇中我们已对资产证券化的基本原理和步骤进行了论述,这里主要讨论单宗销售中 SPV 的不同形式。按照形式的不同,SPV 可以采取信托、公司或者合伙的形式,下面将分别对其进行讨论。

一、信托型 SPV

信托的基本含义是指委托人将财产转移给受托人,受托人则为受益人的利益处置信托财产。以信托方式设立 SPV,指的是原始权益人将基础资产转让给 SPV,成立信托关系,由 SPV 作为证券的发行人,发行代表对基础资产享有按份权利的信托收益证书。在此信托关系中委托人为原始权益人,受托人为 SPV,信托财产为证券化资产组合,受益人则为信托收益证书的持有人。根据信托的法律关系,原始权益人将基础资产信托于 SPV 后,这一资产的所有权就属于 SPV,原始权益人的债权人就不再对这部分资产具有主张权利,从而实现了证券化资产与原始权益人的破产风险相隔离的要求。

在单宗销售中,信托可采取两种结构:授予人信托和所有者信托。

1. 授予人信托(granter trust)

授予人信托是根据 1988 年美国《国内税法》的第 671 条和 679 条设立的,其特点是主要以过手证券形式发行单一种类的不可分割的信托受益证书。信托证书的持有人按份额对信托资产(即资产池)享有权益。因此授予人信托发行的证券都是股权性质的证券,受托人对证券持有者的义务是偿付持有者的投资本金和收益,但是偿付额要以信托所收集到的资金(即资产池产生的现金流)为限。可见,授予人信托的缺陷在于发行的证券种类比较单一。

在税收方面,信托证书的持有人对其在信托资产中的受益权按比例纳税,对信托财产不再征税。另外,在授予人信托结构中,规定信托的资产组合应当是固定的,受托人只能作为信托财产的消极管理人,无权利用信托财产任意投资。当然,受托人可以将资产池产生的尚未配给证券持有者的资金投资于低风险的金融资产如国债。对授予人信托再投资的限制使得无法用授予人信托的形式来构造循环型交易模式(关于循环型交易模式的情况将在本章第四节详细介绍)。

2. 所有者信托(owner trust)

与授予人信托只能发行单一种类的证券相对比,所有者信托的优势在于可以发行两种不同类型的证券。它既可以发行股权性质的证券——信托证书,也可以发行债权性质的证券——转付证券。信托证书的持有人对信托资产享有所有权,而转付证券的持有人则对信托资产享有债权。

在税收方面,也同样是由信托证书的持有人纳税,对信托财产不再征税

所有者信托最大的好处在于可以将资产池的现金流进行任意组合发行多档证券,从而可以吸引对收益率、风险、期限等有不同偏好的投资者,扩大投资者的范围。

二、公司型 SPV

通常说来,公司指的是由法律赋予其存在,并与其发起人、董事和股东截然分开的法人团体。公司型 SPV 最大的特点是公司型 SPV 可以把一个或一组发起人的基础资产加以证券化,而不管这些资产是否彼此相关,并且这些证券化交易可以依次进行也可以同时进行。因此,公司型结构可以大大地扩大资产池的规模从而摊薄证券化交易较高的初始发行费用。在实践中,从交易的经济效率来看,人们很少只为了一次交易而使用公司型 SPV,公司型 SPV 在单宗销售中运用得较少,多用于多宗销售中。故公司型 SPV 的详细情况将在多宗销售这一节中介绍,这里就不作详细介绍了。

三、合伙型 SPV

一般而言,合伙指的是各合伙人订立合伙协议,共同出资经营、共享收益、共担风险,并对合伙企业债务承担无限连带责任的营利性组织。在合伙这种经营形式中,由合伙人分别按各自的所得纳税,合伙企业本身不交纳所得税,从而合伙型 SPV 可以轻松地避免双重征税的问题。合伙型 SPV 还有一个重要的特点是合伙由其成员所有并为其成员服务,合伙型 SPV 通常主要向其成员即合伙人购买基础资产,主要为其成员证券化融资服务——这也是合伙型 SPV 与公司型 SPV 的重要不同点,公司型 SPV 可四处购买基础资产。

通常每个合伙人都要对合伙企业的债务承担无限连带责任。“无限”指的是当合伙企业财产不足以清偿企业债务时合伙人要以个人财产清偿,“连带”指的是合伙人在以个人财产清偿企业债务时,债权人可以要求任何一个合伙人先行以其个人财产清偿全部债务。这些严厉的责任使得一些只想通过投资获得收益而不愿参加经营管理更不愿承担无限连带责任的投资者望而却步。为了解决这个问题,合伙型 SPV 通常采取的是有限合伙的形式。有限合伙由普通合伙人和有限合伙人组成,普通合伙人承担无限连带责任,而有限合伙人则不参与合伙事务的经营管理,只根据出资额享受利润承担责任,即承担有限责任。

为了实现破产隔离,合伙型 SPV 通常都要满足一些有关的条件。比如:有限合伙至少有一个普通合伙人为破产隔离的实体,通常这种普通合伙人是 SPV 公司;只要有一个普通合伙人尚有清偿能力,有限合伙就会继续存在而不会解体;有限合伙不能被合并等等。

第二节 多宗销售证券化交易结构

在单宗销售中,SPV 专为某个特定项目的证券化交易而设。由于这种交易结构仅仅是为了单一交易而设立,交易成本比较高。如果设立一个共享载体,用其来操作多项证券化交易,那么就可以节约交易成本,提高经济效率。多宗销售就是能够实现这一目标的交易结构。在多宗销售的结构中,SPV 可以采取主信托、公司型 SPV 和合伙 SPV 等形式,下面按 SPV 的不同形式对多宗销售交易结构进行介绍。

一、主信托

在主信托结构中,发行人以同一个资产池为支撑,通过同一个信托发行不同系列的资产支撑证券,本金和利息的收集和分配按照信托分配协议在不同系列的证券之间分摊,但所有的证券都由主信托资产池中所有的资产共同提供担保。

利用主信托这种结构,发行人可以灵活地将新增加的同类资产不断放入信托中,并不定期地发行新系列的证券。因此,主信托结构对发行人最大的好处是可以免去为每次发行新证券都必须进行的繁琐准备,使发行人在发行新证券时不必为每次发行都建立一个新的信托,从而可以大幅节省发行费用和时间,使发行更具有灵活性,并且还有利于进行持续管理。主信托的这些优点很适合于同类分批次的资产进行证券化融资,因此,主信托结构主要应用于信用卡和贸易应收款证券化。

具体来说,主信托结构有如下特点:

1. 资产池规模大

通过不断纳入同类的资产,发行不同系列的证券进行融资,主信托可以构造出规模相当大的资产池。扩大资产池规模除了能有效地摊销发行费用降低交易成本外,在主信托结构中还可以熨平每个系列证券的现金流,减少债务人提前摊还或延迟偿付对证券按时还本付息的影响。由于主信托结构中资产池所有的资产对所有的证券共同提供担保,在一个规模较大的资产池中,某部分基础资产延迟偿付本息可能正好和另一部分基础资产提前摊还相抵消,从而使得每个系列的证券都能按期获得本息的偿还,从而增加了现金流的可预测性,减小了证券的风险。

2. 灵活制定证券发行计划

主信托结构允许发起人分批将资产纳入资产池中并分批发行证券融资,这就赋予了发起人以很大的灵活性,可以根据自身的资产变化情况和市场的变化

作出反应,能够选择恰当的时机向主信托注入资产并发行证券。

3. 多种多样的本金偿还方式

由于主信托的基础资产池在不断地发生变化,为了适应这种变化,允许主信托发行的证券采取多种本金偿还方式,而不必都采取一旦收到原始债务人的偿还资金就直接将其过手给证券投资者的方式。在主信托结构中,主要有以下几种本金偿还方式:

(1) 快速摊还或非控制摊还:所有收集到的可使用的本金都将马上过手给投资者。

(2) 控制摊还:收集的本金在达到一定数量后全部偿还给投资者。

(3) 软性子弹型摊还:所有收集的本金被存入本金融资账户,在极端的情况下,所有本金将一次性偿还给投资者。

(4) 硬性子弹型摊还:由软性子弹型摊还再附加一个到期日的本金偿还担保。

4. 常常采用循环交易模式

主信托常常采用循环交易模式来不断扩大资产池的规模。比如采用先行融资账户的方式,发行的证券规模大于初始资产池的规模,先期富余的资金存入先行融资账户,投资于流动性强风险小的资产,比如国债,经过一段时间,原始权益人发起了新的资产后,主信托再用先行融资账户的资金向原始权益人购入新的资产,扩大资产池规模。除先行融资账户外,还有再循环结构、仓储型循环结构等。这些将在本章第四节详细介绍。

5. 对新发行证券会有限制

当主信托发行新的证券时,可能会损害已发行证券的信用质量。比如主信托可能会在新发行证券和已发行证券之间进行现金流的再分配,因此评级机构会审查新发行证券的交易文件,以确保新证券的发行不会降低已发行证券的信用等级。另外,在新纳入资产池的资产中,原始权益人可能会改变出售给信托的不同信用质量的基础资产之间的比例关系,使得信用质量较高的资产所占的比重可能会下降,为此,评级机构会要求对新发行证券的规模和质量进行限制并采取专门的信用增级手段。

二、公司型 SPV

在主信托结构中,纳入资产池的通常是同一类的资产,比如都是信用卡应收款或都是贸易应收款,而公司型 SPV 则在证券化资产的选择上更加灵活,它可以把一个或一组发起人的基础资产进行证券化,而不管这些资产是否彼此相关,而且这些交易可以依次进行也可以同时进行。

为了实现破产隔离,提高所发债券的信用等级,作为 SPV 的公司通常应满足如下条件:

(1) 公司在进行以下活动时,必须得到股东及独立董事的一致同意:提交破产申请;解体、清算、合并、兼并、出售全部或相当大数量的公司资产;从事任何其他业务活动;修改公司章程。

(2) 董事在作决定时应该考虑公司债权人的利益。

(3) 一般要求公司不能被合并。

(4) 如果公司采取的是有限责任公司的形式,那么至少应有一个股东是破产隔离的实体,通常为 SPV。

通常规定,只有作为管理者的股东破产时,有限责任公司才会解体。

三、合伙 SPV

与公司型 SPV 的差异在于,合伙 SPV 主要为其合伙人服务,合伙 SPV 主要向其合伙人购买资产发行证券,为其合伙人采取资产证券化融资提供便利。

与单宗销售结构中的合伙 SPV 相类似,多宗销售结构中的合伙 SPV 通常也采取有限合伙的形式,并也要满足一些符合破产隔离的条件。这里不再赘述。

第三节 单层销售结构与双层销售结构

单层销售是指基础资产的卖方向其子公司 SPV 转移资产的证券化销售结构。由于母公司与子公司具有合并会计报表的关系,因此单层销售无法使基础资产从母公司即证券化的原始权益人的资产负债表上剥离。为了满足一些原始权益人将基础资产从资产负债表上剥离的要求,可以采取双层销售的资产转移方式。双层销售指原始权益人将基础资产转移给子公司 SPV,再由子公司 SPV 将资产销售给与原始权益人无关的、独立的第三方 SPV。经过双层销售后,基础资产由与原始权益人无合并报表关系的第三方 SPV 持有,因此该资产得以从原始权益人的资产负债表上剔除。单层销售结构是证券化运作过程中比较基本、比较简单的资产转移方式,而双层销售结构则是在单层销售结构的基础上发展起来的,相对而言比较复杂。本节主要讨论双层销售结构相对于单层销售较为特殊的问题。

一、采取双层销售结构的好处

与其他融资方式相比,采取资产证券化的融资方式除了可以降低融资成本外,还有一个主要的好处就是可以将证券化的资产从原始权益人的资产负债表

上剥离。特别是对于商业银行来说,由于有资本充足率的要求,将资产(比如汽车消费贷款)从其资产负债表上剥离,可以释放出原先用来支持这部分风险资产的资本金,于是就可以利用释放出的资本金发放新的贷款,提高资金的利用效率,提高收益率。另外,从资产负债的期限匹配考虑,商业银行将期限过长的资产(比如住房抵押贷款)从其资产负债表上剥离,改而持有期限较短的资产,可以改善短存长贷的局面,减少因资产负债不匹配而可能引起的利率风险。对于其他的原始权益人来说,将证券化资产从资产负债表上剥离也有诸如改善资产负债结构等方面的好处。

为了降低融资成本,在资产证券化过程中原始权益人可以采取破产隔离的手段将基础资产与自己的信用风险相隔离。而为了将证券化的资产从资产负债表上剥离,资产最终的买方必须与原始权益人无合并会计报表关系。原始权益人如果将资产转让给子公司 SPV,由子公司发行债券,那么由于原始权益人与子公司有合并报表关系,这笔资产将无法从原始权益人的资产负债表上剥离。为了实现将资产从资产负债表上剥离的目标,可以由子公司 SPV 将资产再次销售给二级 SPV,该二级 SPV 的大部分所有权由无关联关系的第三方持有,通过这种双层销售的形式就可实现剥离出资产负债表的目标。双层销售中,第一次销售即资产由原始权益人转移到子公司称为垂直销售,第二次销售即资产由子公司转移到独立的第三方称为水平销售。

二、对二级 SPV 地位的争论

自 1989 年以来,在美国引发了一场关于双层销售结构中二级 SPV 地位问题的争论。这场争论是由美国证券交易委员会引发的。美国证券交易委员会的基本观点是,如果二级 SPV 只进行了“名义注资”(nominally capitalized),同时资产的卖方(即原始权益人)仍然承担与转移的资产相关的实际信用风险,那么就应该将二级 SPV 的资产负债表与卖方进行合并,因此仅仅为二级 SPV 进行名义注资是不够的。按照美国证券交易委员会的这种观点,并不是所有的双层销售都可以将资产从原始权益人的资产负债表上剥离,通过双层销售结构来把资产从资产负债表上剔除将遇到较为严格的限制。

针对美国证券交易委员会的这种观点,资产证券化参与机构采取了相应的对策。其中一个对策是让二级 SPV 成为向众多原始权益人服务的 SPV,二级 SPV 向多家卖方购买资产。由于这种二级 SPV 拥有多个原始权益人出售的资产,因此不会被要求将资产负债合并到某个原始权益人的资产负债表中。

三、子公司 SPV 向二级 SPV 提供的信用增级方式

由于发行证券的二级 SPV 所获得的基础资产是由原始权益人设立的子公司 SPV 出售的,因此在单层销售结构中原始权益人向 SPV 提供的信用增级方式现在就转而由子公司 SPV 向二级 SPV 提供。

子公司提供的信用增级方式的类型与单层销售结构中原始权益人提供的信用增级方式类似。信用增级方式包括:发行优先/次级结构的证券,由子公司在资产池中保留次级权益;子公司向二级 SPV 提供追索权;建立备付金账户;建立利差账户。提供何种信用增收方式需要考虑到基础资产的性质,例如,基础资产为具有较高利率的信用卡应收款时,利差账户就是一种较合适的方式,可以直接利用基础资产的利率与发行证券的利率之间的利差便利地提供一种信用增级方式。

第四节 循环交易模式

证券化交易程序复杂,涉及投资银行、评估机构、律师、信托人和担保机构等众多中介机构、服务机构,需要向这些机构支付高昂的费用。因此,只有交易规模足够大才能摊薄发行费用。否则,即使发行的证券的利率较低,加上较高的发行费用之后,证券化的融资成本也很可能会反而高于其他的融资方式,这样就失去了资产证券化的低融资成本的优势。对于拥有较大资产规模的原始权益人而言,由于庞大的资产规模可以摊薄发行费用,因此可以采取普通的证券化交易模式,即将其现有的基础资产组成资产池,将此资产池出售给 SPV,SPV 以此资产池为基础向投资者发行证券,该证券的期限与资产池的期限相关联。但对于目前只拥有较小资产规模的原始权益人来说,按通常的模式构造资产池发行证券会由于无法摊薄发行费用而行不通。为了解决这个问题,需要有新的证券化交易模式,这种新模式使用的结构应该能够在较长的一段时期内汇集起较大的资产池,从而以较大的融资规模摊薄先行支付的高昂的发行费用,这种新模式就是循环型交易模式。

目前出现的循环型交易模式主要有三种:再循环(或非摊还期)结构、先行融资账户结构和仓储型循环结构。这些循环交易模式为短期内无法积累起足够大的资产规模的原始权益人带来了希望,使得他们也可以采取资产证券化的融资方式。当然,另一方面,这些模式也有各自的缺陷。原始权益人在选择交易模式时应该全面考虑它们各自的优点和缺陷,根据自身的情况,对这些模式的利弊进行权衡,作出对于自己来说最优的选择。本节将对上面这三种循环型交易模式

进行较为详细的介绍,并且分析这三种模式各自的优点和缺点。

一、再循环结构

再循环结构指的是在证券的生命期内包含再循环期(也叫非摊还期)和摊还期。其中,在再循环期内资产池产生的现金流不用于证券本息的偿还,而是用于购买新发起的资产以扩大资产池的总体规模;在摊还期内,才对证券偿还本息。通过再循环期内不断购买资产的方式,资产池的规模得以不断扩大,从而解决了初始资产池规模不大的问题,摊薄了高昂的发行费用。

举一个简化的例子。原始权益人起初有 1 亿元的贷款资产,将这部分资产组成资产池卖给 SPV,SPV 以此发行 1 亿元的证券。发行的证券规定有 12 个月的再循环期,12 个月之后证券持有人才开始获得本息的偿还。因此,SPV 可以在这 12 个月的再循环期内用贷款资产池产生的现金流(借款人偿还贷款本息从而使资产池产生现金流)继续向原始权益人购买其新发起的贷款资产。如果在这 12 个月的非摊还期内原始权益人可以以与初始销售相同的条件再出售额外 30% 的贷款资产,那么资产池就可以扩充到 1.3 亿元的规模,在初始 1 亿元的资产规模基础上增加了 3000 万元的规模。

再循环交易结构通过增加一个再循环期延长了证券的存续期,从而使得证券持有人的投资期限也延长了。由于投资期限延长,在证券的本息偿还中,利息部分所占比重上升,另外,期限较长的证券通常利率也较高,因此虽然再循环交易结构可以摊薄发行费用但也增加了发起人的利息成本。原始权益人应该比较节约的发行费用与增加的利息成本,如果利息成本的提高小于发行费用的节约,那么采取再循环交易结构就是有利可图的。

二、先行融资账户结构

在先行融资账户结构中,原始权益人一开始就可以发行比他出售的初始基础资产池规模更大的证券,超额发行的收入存在一个特定的先行融资账户。在证券发行后一定时间内,原始权益人可以发起新的资产并将新的资产出售给 SPV,SPV 则以先行融资账户中的资金向原始权益人支付新的资产的购买价格。在动用先行融资账户之前,该账户中的资金主要投资于流动性高的无风险资产比如国债等,以避免资金的闲置。

同样以例子来说明。在前面所述的例子中,原始权益人将初始一亿元资产出售给 SPV,如果采用的是先行融资账户结构,那么 SPV 可以发行一亿三千万元的证券。其中超额发行的三千万元的发行收入存在一个生息的先行融资账户上。原始权益人被给予一段时间发起另外的三千万元资产,并将新发起的资产

出售给 SPV, SPV 则将先行融资账户的资金支付给原始权益人。

先行融资账户结构以较少的初始资产发行较多的证券, 同样也有摊薄发行费用的优点。但另一方面, 它也有自身的缺陷。由于在向原始权益人购买所发起的新的资产之前, 先行融资账户中的资金主要投向于风险低流动性高的资产, 低风险高流动性的资产所提供的投资收益率是较低的, 而 SPV 发行的证券支付给投资者的利息却相对较高, 因此便产生了先行融资账户的资金成本大于投资收益的问题。所以原始权益人应比较先行融资账户负利差造成的成本与扩大资产池规模所节约的发行费用, 作出是否采取先行融资账户结构的决策。

三、仓储型循环结构

在仓储型循环结构中, 原始权益人获得投资者在一个预先确定的时期内购买一定数额的基础资产的资金承诺。在这个期间内, 原始权益人不断发起并出售基础资产, 投资者将提供资金购买该预先确定的数额内的证券。与再循环结构和先行融资账户结构相比, 仓储型循环结构赋予原始权益人更大的灵活性。原始权益人可以根据实行情况的变化, 灵活地决定追加发起资产的时间安排和每次的规模。当然这种灵活性也是要受一定限制的, 通常会对追加融资的规模、时点和频率事先作出一定的限制。另外, 在仓储型循环结构中, 原始权益人在每次新发起基础资产时才向投资者追加融资, 因此不会像先行融资账户结构一样出现事先占用资金的使用效率问题。

仓储型循环结构给原始权益人带来了灵活性更大的好处, 但这个好处的另一面却是造成了最终资产池的不确定性。在承诺期内, 原先确定的追加发起资产的计划、规模都可能变动。事先确定的计划可能符合原始权益人在发行时的目标, 但在承诺期的后期却可能是不合适的, 因此计划很有可能会被改变。投资者、担保机构和评级机构都很看重由此造成的风险。所以, 在仓储型循环结构中, 对未来资产池的标准会有严格的要求, 要求确保后继资产池与初始资产池保持同质性, 信用增级的要求也比较高, 而且评级机构还会有额外的跟踪、集资、风险管理和报告的要求。

第八章 MBS 的价值评估分析

所有的抵押贷款支撑证券面临的一个主要风险就是基础抵押贷款提前偿还产生的不确定性。对于借款人来说,提前偿还的原因多种多样。例如,可能是因为住址搬迁,要购买更大或更小的住房,或者是由于抵押贷款利率降低而再融资更有好处,从而决定进行再融资等等。抵押贷款的提前偿还对投资者的现金流会产生极大的影响,常常使投资者面临着再投资风险。该证券现金流受其他一些因素影响而时常可能发生不确定的改动这一特性,使得对它的价值评估就要比其他证券更为复杂和困难,因为它同时具有债券和期权的特征。对于那些打算或已持有可赎回公司债券、MBS 一类金融产品的投资者来说,他们需要一些能够对它们进行评估分析的工具。

在所有的评估方法中,其核心问题就在于对早偿不确定性的处理上。许多金融工具提供具有不确定数量和时间安排的现金流,有时这种不确定性甚至与利率水平没有关系,这里我们来考察另一种现金流数量是精确的和时间安排是不确定的,但是与利率随时间的演化有关的现金流。其实大多数金融工具都有着以某种方式随利率波动而变动的现金流——利率敏感性现金流(interest-sensitive cash flows)——像可赎回公司债券、住宅抵押贷款等就是典型的利率敏感性证券——因为公司债券发行人是否会选择在债券到期前将其赎回,取决于利率水平和其他一系列因素;抵押贷款者在新的抵押贷款利率下降到他现有贷款利率水平的 2% 以下时,一般将会有对住宅进行再融资的动机,不过我们还是不能肯定一定会进行再融资。即使投资者运用可获得的最为复杂的技术来对不同利率环境下的现金流进行完全的分析,他们在现金流上仍会受到不确定性的影响。为了鼓励投资者持有这类工具,则必须调整它们的收益率以弥补在基础现金流中所包含的不确定性;简言之,即要将此类资产的收益率调高。但是应当高出多少?如何得出体现在此类金融工具市场利率上的收益率差额?这就是我们现在要进行探讨的问题。在本章里,我们将在介绍一些住宅抵押贷款支撑证券(MBS)的常用价值分析基础上,重点介绍现在被广泛使用的期权调整利差方法。希望通过本章的内容,能让读者掌握 MBS 估值分析的基本思想和方法。

现在对 MBS 的价值评估的一般思路是将未来可能的利率路径和证券产生的现金流联系在一起,同时考虑本金的偿还、利息的支付以及贷款早偿(即买入

期权的执行)的可能性。这种分析通常采用模拟的方法来产生未来利率路径,通常以月为时间间隔,考虑基础抵押贷款的整个成熟期,通常为 30 年。这个一般的分析框架包括以下三个步骤:

第一步:产生与通行的利率持续期结构相一致的无套利利率情景。

第二步:产生每个利率情景的现金流。这需要一个可以在一定的经济条件下预测早偿行为的模型。

第三步:用这些现金流和每个路径的短期利率来计算现金流的期望现值和常用的派生结果(如持续期、凸性等),或者计算国债收益曲线上的期权调整溢价。

第一节 MBS 价值分析的常用方法

市场利率与 MBS 早偿率之间的相互作用关系直接影响着 MBS 的定价。当利率大幅下降时,证券的价格—利率间关系出现负凸性。因为当利率下降时,抵押贷款组合中提前偿还的比例会上升,当然,不会是每个人都提前偿还,即使利率大幅下降到票面利率以下。当利率较高时,负凸性也很常见,或至少是比债券的正凸性小。原因在于此时打算提高居住水平或搬迁新居的人的念头被打消了,因为他们认识到搬迁新居的成本更高了。因此,当提前偿还的数量低于正常情况时,金融工具的有效持续期就延长了。如果利率持续期结构是向上倾斜的,它的价值下降幅度将会大于固定利率和持续期的债券。抵押贷款债券这种价格变动负凸性与具有正凸性的不可回兑的固定收入债券有很大的不同。在其他条件相同的情况下,当利率剧烈波动时,抵押贷款债券表现得更糟糕。早偿率随利率变化的特点不仅影响 MBS 的收益,而且还影响着其利率风险。修正后持续期(modified duration)是用来计算固定收益证券价格灵敏度的传统指标,它计算的是收益曲线每移动 100 点所引起的价格变化的百分比。对现金流固定的证券来说,修正持续期是一种合适的计算证券价格灵敏度的指标,但它却不太适用于 MBS,因为 MBS 的早偿率会随利率的改变而变化,进而导致现金流发生变动。

这些传统分析方法在分析 MBS 时的不足促使人们开发出了其他的分析工具。本节将分别介绍两种对 MBS 的收益和风险特征进行定量化分析的方法,下一节将重点介绍期权调整利差(OAS)方法。这两种方法是:

- (1) 静态现金流收益率分析法(static cash flow yield analysis, SCFY)
- (2) 总回报情景分析法(total rate of return scenario analysis, SA)

在分析过程中,每种方法都遵循这样的思路:前提假设、价值评估指标、利率风险指标、变量对早偿率变化的敏感度以及这种方法的小结。除非特别说明,本

节所采用的例子都是息票率分别为 8.0%、9.5% 和 11.0% 的 30 年期的单家住宅抵押贷款支撑的过手证券,目的是为了便于比较每种方法的计算结果。其中,9.5% 的抵押过手证券息票率代表当前的市场利率,8.0% 和 11.0% 则分别代表低于和高于当前利率的贴水和升水的 MBS 的息票率。

一、静态现金流收益率分析法(SCFY)

静态现金流收益率是指 MBS 未来现金流现值等于其当前市场价格时的贴现率。对证券未来的现金流的预测是以证券持续期内利率不变情况下的预期早偿率为基础的。

(一) 前提假设

计算 MBS 的静态现金流收益率惟一需要进行的假设是静态利率下的预期早偿率。通常,对早偿率的预期是以早偿率的历史数据统计分析为基础,在美国,一般用条件早偿率(conditional prepayment rates, CPR)或公共证券协会(Public Securities Association, PSA)的早偿模型的百分比指标来表示。必须注意的是,基于这种统计模型的早偿率预测是就一定的置信区间而言的,这意味着以此为基础的对 MBS 的价值评价也是在一定范围内的可能值。

(二) 价值评估指标

给定 MBS 的预期早偿率和市场价格,就可以计算出它的现金流收益率。习惯上通常把 MBS 的静态现金流收益率同平均生命期或持续期相似的国债收益率之间的利差作为 MBS 的一个价值评估指标。

解释 MBS 的静态现金流收益率利差的一个途径是在历史的环境中考察该利差。以当前收益差为基础,能够分析出 MBS 的收益率在历史上是高于还是低于国债的收益率。而且,通过比较贴水 MBS、当前息票率 MBS 和升水 MBS 与国债收益率之间收益率的差别能够判断出 MBS 市场内不同证券类型的相对价值。关于这个利差的具体应用,这里不作详细介绍,有兴趣的读者可以阅读相关的书籍。

(三) 利率风险指标

静态现金流模型可以得到两个利率风险指标:MBS 的加权平均生命期(weighted average life, WAL)和麦考莱持续期(Macauley duration)。

MBS 的加权平均生命期是收回证券本金的平均时间。它的计算方法是以每笔现金流中偿还的本金比例为权重,将未来现金流的时间加权平均。WAL 可以用作代替生命的成熟期(stated maturity)来对 MBS 有效的成熟期进行衡量。对 MBS 来说,生命的成熟期是一个不适于估计有效的成熟期的指标,因为在生命到期日之前,大多数本金都将被摊还或早偿完毕。尽管 MBS 的 WAL 与其价

格对利率的敏感度之间并不存在确切的关系,但一般来说,WAL 越长,MBS 的价格对利率的敏感度就越高。因此,WAL 可以用作衡量 MBS 的价格风险的一个指标。

静态现金流模型的另一个风险估计指标是麦考莱持续期。证券的麦考莱持续期是指收到现金流的加权平均时间,它以每次现金流的现值与证券价格的比例为权数将获得现金流的时间加权平均得到。对于真正的固定收益的投资工具,该指标和证券价格对利率的弹性是等价的,但对 MBS 来说,由于它的现金流是依赖于利率的,所以麦考莱持续期通常不太适用于估计 MBS 的价格利率敏感度。

(四) 参数敏感性分析

在静态现金流模型中,改变早偿率假设将对 MBS 的收益率、加权平均生命期和持续期产生很大的影响。下表通过比较三种不同息票率的 MBS 在价格不变和不同早偿率情况下的静态现金流收益率、加权平均生命期和麦考莱持续期这三项指标,来说明这些变量对早偿率变化的敏感度。

表 8.1 早偿率对静态现金流模型风险/ 收益估计参数的影响

息票率	价格	静态现金流 收益率(%)			加权平均 生命期(年)			麦考莱 持续期(年)		
		最小	平均	最大	最小	平均	最大	最小	平均	最大
8.0%	90—20	9.59	9.64	9.79	12.9	12.2	10.6	6.6	6.4	5.8
9.5%	99—10	9.74	9.75	9.75	12.8	10.9	9.2	6.5	5.9	5.3
11.0%	107—00	9.36	9.17	8.97	6.2	5.4	4.7	4.1	3.7	3.4

注:表中的“最小”、“平均”、“最大”都是针对早偿率而言。

从表 8.1 可以看出:

- 1. 随着早偿率的上升,息票率为 8% 的贴水 MBS 的静态现金流收益率上升了(从 9.59% 到 9.79%);而息票率为 11% 的升水 MBS 的收益率却下降了(从 9.36% 到 8.97%);息票率为 9.5% 的 MBS 由于其市场价格接近票面价值,所以其现金流收益率对早偿率的变化不敏感,基本保持不变。
- 2. 不管哪种 MBS,其加权平均生命期和麦考莱持续期都随早偿率的上升而缩短。因为 MBS 的持续期依赖于预期早偿率,所以它与持续期匹配的国债之间的收益率差也依赖于预期早偿率。这一点同样适用于那些息票率等于当前市场利率的 MBS,但对这种 MBS 来说,其静态现金流收益率几乎不依赖于预期收益率。

(五) 小结

静态现金流收益率方法是对 MBS 价值进行评估的最基本工具,其主要优点

是较简单,只需要对预期早偿率进行假设。当早偿率被确定后,根据 MBS 的市场价格就能够计算出证券未来现金流的收益率。但这种方法有很大的缺陷,它忽略了另外一些对评估 MBS 来说非常重要的因素,包括收益率曲线的形状、未来利率的分布和变动、以及利率与 MBS 早偿率之间的关系等。因此,依靠这种方法的投资者必须自己主观地判断需要多大的收益差来补偿这些缺陷所造成的不确定性。

尽管存在这些问题,但对静态现金流收益率利差的历史分析却有益于下面将要介绍的其他评估方法。特别地,对那些现金流几乎不受利率影响的高升水和深贴水 MBS 来说,这种方法是很有用的。

二、总回报率情景分析法(SA)

总回报率情景分析法是一种用来分析 MBS 的动态性质的方法,它可以对静态现金流收益率分析法进行补充。这种方法计算的是在各种可能的未来利率情景下 MBS 的持有期回报率。在每个未来的利率情景下,MBS 的现金流来自抵押贷款借款人支付的利息、按计划偿还的本金以及早偿的本金。在持有期到期之前产生的所有现金流都被用来再投资直到持有期末。在持有期末,剩余的本金余额的价值是可以计算出来的。考虑在整个持有期内初始投资额的收益状况,可以得到一个总的回报率,也就是使初始投资额等于再投资现金流总额和持有期末本金余额价值的总回报率。按照惯例,计算出来的总回报率还要转换为年率。

这里需要注意的是,这个持有期不是真正的投资者的持有期,而是价值评估者为估值的方便而使用的特定的投资时间水平(horizon),可以理解为一个投资期。对于初始投资来说,在这个投资期末的总收入由两部分构成:一部分是现金流再投资到投资期末的收入,另一部分是剩余本金的价值。为了获得这个剩余本金的价值,也就是在投资期该证券的价格(the security's horizon price),需要采用另外的估值模型,这也是 SA 方法不同于其他方法的地方。因此,这种方法可以与后面将要介绍的 OAS 模型结合在一起,用来评定这些评估 MBS 持有期收益率动态表现定价模型的含义。

(一) 前提假设

1. 持有期

持有期的长短会影响总回报率曲线的形状。如果收益率曲线是平行移动的,持有期内的现金流再投资的利率就将会抵消持有期末剩余本金余额价值变化的影响。利率越高,意味着再投资收入越大,而剩余本金的投资期价格(horizon price)越小,因为这个价格是用以后的现金流贴现的。当持有期较短时,价

格的变化将超过再投资效应,所以,当利率上升时,情景的总回报率将下降。反之,如果持有期足够长,再投资效应就将超过投资期价格变化的影响,因此,这种情况下的总回报率将会随利率的上升而增加。

采用 SA 方法时,通常采用的做法是以一年的持有期为基础来评估 MBS。在一年期内,大多数投资者通常都有机会来重新平衡其投资组合,而且一年的持有期可以限制再投资利率假设的影响。但是,较短的持有期却增大了投资期定价模型(horizon pricing model)在其中的作用。

2. 早偿率函数

在 SCFY 方法中,利率是不变的,因而不需要确定利率和早偿率之间的关系。在 SA 方法中,由于利率是变动的,所以确定利率与早偿率之间的关系非常关键。这一关系体现了 MBS 的嵌入期权,这一特征是 MBS 和真正固定收益证券的重要区别。我们在 SCFY 中已经提到,在静态利率下,早偿率预测的不确定性对 MBS 的评估结果有重大的影响。在假设未来利率不确定的情况下,预测早偿率的难度会更大,这也就意味着这种预测的置信区间更大。因此,对投资者来说,评估 SA 模型的风险和收益指标对早偿率函数的敏感性是很重要的。

3. 利率的概率分布和波动性

在 SA 方法中,利率的概率分布类型和变动程度决定了分配给每种利率情景的权重的大小。这对计算所有利率情景的均值和方差是很重要的。最常用的利率分布类型是标准正态分布和对数正态分布。在利率波动水平较小的情况下,这两种假设得出的结果是相似的。另外,在利率情景很少的情况下,投资者也可以主观地分配每种情景的概率。

一般来说,假设的利率波动性越低,或使用主观的概率分布,靠近中心情景的情景获得的权重就越大,预期的回报率就越大,方差就越小。预期回报率的增加是由 MBS 的负凸性造成的。

4. 中心情景

各种利率变化的情景必须以一种基础情况(中心情景)为中心。常用的中心情景是:不变的市场情景(unchanged market scenario)和隐含的远期利率情景(implied forward rate scenario)。在不变的市场情景中,整个持有期内的利率保持不变。在隐含的远期利率情景中,利率按照隐含的远期利率的路径来变化。一般来说,其他利率情景的选择都是假设收益曲线在中心情景周围平行移动。有些时候也可以假定收益曲线的旋转变化的,但这种情况处理起来十分复杂,从而限制了它的用处。在这两种中心情景中,隐含的远期利率情景在理论上被认为是更好的中心情景,而且它还具有简化不同持续期证券之间的比较的好处。比如,所有国债的预期回报率在这种情景下都是相等的,与其成熟期无关。

5. 投资期定价模型

投资期定价模型是 SA 方法中的另一个关键性假设,它决定着投资期 MBS 剩余本金余额的价值。持有期越短,则投资期价格对持有期总回报率的影响就越大。

6. 模拟的利率情景数目

模拟的利率情景数目也会影响到所计算的预期回报率及其方差。

7. 再投资利率

再投资利率对总回报率的影响是与持有期的长短成比例的。对持有期较短的 MBS 来说,再投资利率对总回报率的影响可以忽略不计。由于标准方法中通常是假设持有期为一年,所以再投资利率的假设相对而言也就不那么重要了。但对持有期越长的 MBS 来说,再投资利率对总回报率的影响就越大。因此,对持有期较长的 MBS 来说,再投资利率假设就非常重要了。

(二) 价值评估指标

SA 方法的价值评估指标是预期收益率,它是各种利率情景下总回报率的加权平均值,每个利率情景的权数是其概率,这个概率又取决于假设的利率变动水平和所采用的利率分布。更全面的价值评估工具是总回报率—利率情景图,它可将各种利率情景和对应的总回报率直观地表现在图形中,其优点是直观地表现了 MBS 的动态表现特征。但是,这种工具对于比较不同的证券可能较困难,因为一种证券在所有情景下都优于另一种证券的可能性极小。

(三) 利率风险指标

在 SA 方法中,收益率的风险衡量指标是方差和标准差。方差是统计上最常用的分散度指标,对于正态分布的数据尤为有用。方差或标准差越大,说明回报率的分散度越高,即证券的风险越大。

(四) 变量的敏感度分析

在变量敏感性分析中,主要考虑持有期和利率对 MBS 总回报率的影响,其核心问题是这些因素变动导致的再投资利率效应和投资期价格效应的比较。前面已经提到,如果收益率曲线是平行移动的,持有期内的现金流再投资的利率就将会抵消持有期末剩余本金余额价值变化的影响。利率越高,意味着再投资收入越大,而剩余本金的投资期末价格越小,因为这个价格是用以后的现金流贴现的。当持有期较短时,价格的变化将超过再投资效应,所以,当利率上升时,情景的总回报率将下降。如果持有期足够长,再投资效应将超过投资期价格变化的影响,因此,这种情况下的总回报率将随利率的上升而增加。

利率变化对不同息票率 MBS 的预期回报率均值及标准差的影响是不同的。下表说明了在利率变化呈对数正态分布的情况下,利率变动对息票率分别为 8%、

9.5%和11%这三种抵押过手证券的预期回报率的均值及标准差的影响。从表中可以看出:随着利率的增加,这三种过手证券预期回报率的均值都减小,而标准差都增大。如果利率变化呈标准正态分布,这种分布本身具有的对称性将导致这种分布下抵押过手证券的预期回报率要比对数正态分布下的稍微高一些。

表 8.2 利率变动对预期回报率及其标准差的影响

息票率	预期回报率的均值(%)			预期回报率的标准差(%)		
	低	中	高	低	中	高
8.0%	8.16	8.01	7.85	3.97	6.30	8.29
9.5%	8.32	7.95	7.47	3.55	5.39	6.88
11.0%	7.43	6.81	6.22	1.75	3.10	4.25

注:表中的“低”、“中”、“高”指的是利率变动水平。

(五) 小结

通过对 MBS 动态性质的考察,SA 方法扩展了 SCFY 的分析方法。它可以和 MBS 的其他定价模型一起使用,考察这些模型对在持有期收益的环境下 MBS 的动态表现的分析。如果本节介绍的基于利差的 SCFY 分析法已经被采用,那么,SA 方法可以考察已经存在的利差关系对 MBS 持有期回报率的影响。当 SA 方法与 SCFY 利差的历史分析一起使用时,SA 方法是很有用的。通过考察已经存在的利差水平,并评估这些利差水平对 MBS 的预期回报率及其方差的影响,可以估计出 MBS 市场中不同证券类型的相对价值。而且,采用相似的方法还可以估计出 MBS 相对于其他固定收益债券的价值。

从最理想的情况来看,投资者都喜欢预期回报率均值最高和方差最小的证券,但这通常是不可能的。在正常情况下,为了获得更高的预期回报率,投资者必须承受更大的风险。SA 方法的一个优点就是给出了在特定持有期内投资者可以获得的 MBS 的风险/收益组合。该方法的另一个优点是:由于它考虑的利率变动情景并不是很多,这使得投资者对每种利率变化情景的假设和结果的考查在操作上成为可能。但这种方法也有缺陷,它采用的利率路径较少,可能不足以用来模拟未来利率路径的分布对 MBS 价值的影响。

第二节 MBS 价值分析的 OAS 方法

MBS 交易中的一个重要问题是借款人可以在贷款期内的任何时候早偿贷款,因此,对早偿率的预期通常很难做到准确,而且借款人经常都是在对投资者不利的时候来行使其早偿期权。例如,当利率下降时,借款人通常很可能会早

偿,这对投资者不利,因为投资者只能按当前较低的利率进行再投资。从投资者的角度来看,这实际上意味着早偿期权所带来的成本会随利率的变化而改变。在 SCFY 和 SA 方法中都没有考虑早偿期权成本对 MBS 收益的影响,而且它们模拟的利率变化的路径数量也是有限的。

一般来说,投资者将对此类工具要求更高的预期收益率以作为对接受这个不确定性的补偿。为了估算这种由借款人早偿期权造成的风险或应给予的补偿,人们设计了许多期权模型,现在最广泛使用的是期权调整利差模型(OAS model)。通常用蒙特卡罗模型(Monte Carlo simulation)来计算期权调整利差,这种方法可以反映债券在许多不同情况下的表现。做模拟时,从以远期利率为中心的利率分布中选取许多利率路径。对于每一利率路径,都可以通过一个提前偿付模型来计算抵押支撑证券的现金流,这个模型给出了该利率路径上每一时点的提前偿付比率。期权调整利差可以通过重复这一寻找过程得到,也就是说,首先假设或猜测一个利差,在每一利率路径都使用这个数字,然后计算每个利率路径上现金流的现值,最后平均所有利率路径上的现金流现值并与证券的市场价格比较:如果相等,那么假设的利差就是期权调整利差;如果不相等,那么就再试别的利差值。

计算 OAS 的一般公式可以这样给出:用 s 表示利率路径, N 表示路径数,用 $CF(s, t)$ 表示路径 s 在时间 t 的现金流, $r(s, t)$ 表示路径 s 在时间 t 的单期利率, OAS 是使市场价格等于方程右项时的数值。

$$\text{市场价格} = \frac{1}{N} \sum_{s=1}^N \sum_{t=1}^m \frac{CF(s, t)}{[1 + r(s, t) + \text{OAS}]^t}$$

计算 MBS 未来现金流的现值需要考虑两个问题:一是考虑未来利率变化路径的模拟,二是经过期权调整后的利差水平。

传统的对固定收益债券的估值方法都是计算其收益率,包括到期收益率、可赎回债券到赎回时的收益率,以及 MBS 的现金流收益率,而 OAS 方法则是一种更高级的方法。本节的目的就是全面地介绍 OAS 方法,包括其理论基础、OAS 模型的假设、输入变量和输出变量。输出变量包含 OAS 的数值、期权调整的持续期(option_adjusted duration)和期权调整的凸性(option_adjusted convexity)。由于 OAS 方法是本章的重点内容,我们将循序渐进地将这种方法详细地介绍给读者。

一、OAS 模型的前提假设

1. 早偿率函数或提前偿付函数

现有证据表明提前偿付函数相当复杂,由许多不同因素确定,因为借款人提

前偿付抵押可能有许多社会原因。一个普遍采用的偿付函数(由 Richard 和 Roll 于 1989 年提出,后人经修改所得)包含了四个重要的经济影响因素:再融资动机、抵押期限或年龄、年度中的月份(季节性)以及组合解体效应(pool burnout effect)。

OAS 模型的两个关键假设之一是利率与早偿率之间的相关关系。如果利率和早偿率之间的函数关系不准确,以此为基础计算出来的 MBS 的价值和风险指标就会发生偏差。我们在后面关于模拟结果对早偿率变化的敏感度分析中,将具体阐述这个问题。

2. 利率过程

OAS 模型的另一个关键假设是利率过程的确定。利率路径通过隐含期权、现金流和各自的贴现值来影响资产,所以采用的利率动态过程必须与观察到的利率行为紧密一致。大多数模型都假设利率是按照以隐含的远期利率(implied forward rates)分布为中心,服从对数正态分布的随机游走方式变化的。如果收益曲线向上倾斜,隐含的远期利率将向上偏离而接近短期利率,这可能并不反映投资者对利率走势的预期。但是,具有正斜率收益曲线的隐含的远期利率的使用内在地要求持续期较长的证券的收益必须高于持续期较短的政券的收益,以实现公平定价。

大多数 OAS 模型模拟的是短期利率,如 CIR 模型、Rendleman_Bartter 模型、Vasicek 模型、Ho_Lee 模型、以及 Hull_White 模型等。单因素模型总是隐含地假设所有的即期利率变动是完全相关的,只侧重于分析利率期限中的一个点——或是短期利率、或是长期利率。在这些模型中,当前 MBS 的息票率被假设以短期利率变化为基础进行变动。然而此类模型却并不能很好地描述现实。为了与实际情况更吻合,通常采用其他多因素模型。与单因素模型相比,多因素模型通常能够更确切地描述利率行为。在多因素模型中,期限结构中的利率与两个或多个外生变量相关联。如果这些因素是长期利率和短期利率,那么所有其他利率的变动就是这两种利率变动的函数,也就是说,它们的变动是这两种利率变动的加权综合;如果还增加了额外因素,那么期限结构中利率的变动就是三个或多个因素变动的加权综合。因此,多因素模型试图确定为各种期限的利率差异提供最佳解释的因素。其中较为著名的两个模型为 Brennan_Schwartz 模型与 Longstaff_Schwartz 模型。前者是强调长期利率和短期利率的两因素模型,后者中的两因素则是短期利率和该利率变动的方差。有些 OAS 模型就是同时采用了短期和长期利率。考虑到收益曲线逆转的可能性,这种方法中的短期和长期利率之间没有完全的相关性。

3. 利率波动性

OAS 模型除了假设利率扩散过程外,还要假设利率的波动程度。假设利率的

波动性越大,模拟的利率路径就越发散,MBS 的期权成本就越大,期权调整后的利差就越小。这些结果对参数的敏感性将会在后面的敏感性分析中进行介绍。

4 . 模拟的利率路径的数目

OAS 模型是以随机产生的利率变化路径为基础进行分析的,这就使得模型的结果更不确定。这种额外增加的不确定性与模拟的利率路径的数目成反向变动,即模拟的利率路径的数目越多,模型的不确定性就越小。因此,OAS 模型内在地要求对利率变化路径进行大量模拟,以降低模拟数量对结果不确定性的影响。但因模拟利率路径的增加将会增加模型的复杂性,所以这里存在一个取舍问题。

5 . 平均化方法

OAS 的数值对用来加总单条利率路径信息的方法十分敏感,不同的方法计算出来的 OAS 值是不同的。比如,各条利率路径的现金流可以先进行平均,那么,计算出来的 OAS 值就可以定义为使该平均化的现金流的现值与 MBS 的市场价格相等时的利差。这种方法计算的利差和上文介绍的方法计算出来的利差是不同的——上文的方法是先算每条路径的现值,然后平均。美林公司(Merrill Lynch)的 OAS 模型用的方法就是这种平均化方法。这种方法下的 OAS 值可以理解为在所有可能的利率情景下,MBS 的预期收益超过国债收益的利差,而另一种方法就不能充分反映情景利率、早偿率和 MBS 价值之间的关系。

二、OAS 的计算

下面这个例子可以说明整个现金流预测过程。考虑一个成熟期为 360 个月的抵押贷款的过手证券。表一表示 N 个利率路径情景,每个情景包含 360 个模拟的未来的月利率。表二表示与表一中的利率路径情景相对应的抵押贷款再融资利率。表三表示在相应的再融资利率下每个利率路径情景的现金流。

表 8 3 模拟的未来每月利率路径

利率路径数目					
月份	1	2	3	n	N
1	$f_1(1)$	$f_1(2)$	$f_1(3)$	$f_1(n)$	$f_1(N)$
2	$f_2(1)$	$f_2(2)$	$f_2(3)$	$f_2(n)$	$f_2(N)$
3	$f_3(1)$	$f_3(2)$	$f_3(3)$	$f_3(n)$	$f_3(N)$
t	$f_t(1)$	$f_t(2)$	$f_t(3)$	$f_t(n)$	$f_t(N)$
359	$f_{359}(1)$	$f_{359}(2)$	$f_{359}(3)$	$f_{359}(n)$	$f_{359}(N)$
360	$f_{360}(1)$	$f_{360}(2)$	$f_{360}(3)$	$f_{360}(n)$	$f_{360}(N)$

$f_t(n)$ 表示第 n 条路径上月份 t 的利率
 N 表示利率路径的数目

表 8 4 模拟的抵押贷款再融资利率路径

利率路径数目					
月份	1	2	3	n	N
1	$r_1(1)$	$r_1(2)$	$r_1(3)$	$r_1(n)$	$r_1(N)$
2	$r_2(1)$	$r_2(2)$	$r_2(3)$	$r_2(n)$	$r_2(N)$
3	$r_3(1)$	$r_3(2)$	$r_3(3)$	$r_3(n)$	$r_3(N)$
t	$r_t(1)$	$r_t(2)$	$r_t(3)$	$r_t(n)$	$r_t(N)$
359	$r_{359}(1)$	$r_{359}(2)$	$r_{359}(3)$	$r_{359}(n)$	$r_{359}(N)$
360	$r_{360}(1)$	$r_{360}(2)$	$r_{360}(3)$	$r_{360}(n)$	$r_{360}(N)$

$r_i(n)$ 表示第 n 条路径上月份 t 的利率
 N 表示利率路径的数目

表 8 5 每个利率路径下的模拟现金流

利率路径数目					
月份	1	2	3	n	N
1	$C_1(1)$	$C_1(2)$	$C_1(3)$	$C_1(n)$	$C_1(N)$
2	$C_2(1)$	$C_2(2)$	$C_2(3)$	$C_2(n)$	$C_2(N)$
3	$C_3(1)$	$C_3(2)$	$C_3(3)$	$C_3(n)$	$C_3(N)$
t	$C_t(1)$	$C_t(2)$	$C_t(3)$	$C_t(n)$	$C_t(N)$
359	$C_{359}(1)$	$C_{359}(2)$	$C_{359}(3)$	$C_{359}(n)$	$C_{359}(N)$
360	$C_{360}(1)$	$C_{360}(2)$	$C_{360}(3)$	$C_{360}(n)$	$C_{360}(N)$

$C_i(n)$ 表示第 n 条路径上月份 t 的利率
 N 表示利率路径的数目

在 OAS 模型中,利率路径的数目决定了估计的“好坏程度”。这是相对于所用 OAS 模型而言的,而不是相对于现实而言,因为使用的路径多并不能说明贴近现实;但就模型而言,使用的路径越多,就可以得到一个越为平均的利差,这是一个统计的抽样问题。一般来说,一个典型的模型需要 256 到 1024 条利率路径。同时,大多数 OAS 模型采用方差约简(variance reduction)的办法来减少产生良好的统计抽样所需的路径数目。在完成现金流预测之后,就可以用上文介绍的计算方法计算出 OAS 的数值。

为了让大家对 OAS 计算获得更加清楚的认识,这里再举一个简单的例子

下图表示一个有内在期权债券的两期模型,该债券在下两个期末均可获得 57 美元的收入。在时点 0,一个时间阶段的国债利率为 8%。在时点 1,一个时间阶段的国债利率可能是 9%,也可能是 7%,两者概率相等:如果利率变为 9%,债券发行人不会执行早偿期权,投资者在第一个期末收到 57 美元,第二期

末预计收取 57 美元不变;若国债利率变为 7%,发行人会执行早偿期权,在这种情况下,投资者在第一个期末收到 108 美元,此后不再有收入。

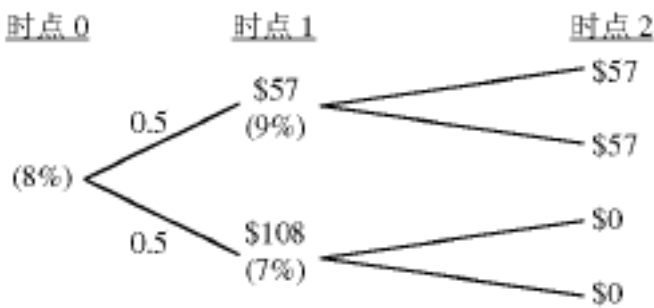


图 8.1 投资者现金流路径

该债券的理论现值由以下两个路径组成:

$$\begin{aligned} \text{TPV} &= 0.50 \times [57/1.08 + 57/(1.08 \times 1.09)] + 0.50 \times 108/1.08 \\ &= 100.60 \text{ 美元} \end{aligned}$$

但是,该债券的市场价格却是 99.50 美元。经过一番计算(使用试差法),我们可以确认,如果对所有的一个时间阶段利率加上固定利差 96 个基准点(basis point),那么,该债券的理论现值就将等于市场价格。因此,本例中的 OAS 为 96 个基准点。

$$\begin{aligned} \text{TPV} &= 0.50 \times [57/1.0896 + 57/(1.0896 \times 1.0996)] \\ &\quad + 0.50 \times 108/1.0896 \\ &= 100.60 \text{ 美元} \end{aligned}$$

在这个例子中,为了使问题简单化,只使用了两条利率路径,实际上,一般有 500 条,甚至更多的路径。

注意,对 MBS 进行估值的标准方法是计算其现金流收益率,即使证券未来的现金流的现值等于当前市场价格的贴现率,我们平常所说的收益率就是指这个概念。将 MBS 的现金流收益率与具有相等或相似的平均生命期或持续期的国债收益率相减,可以得到一个利差,这个利差通常被作为 MBS 的一个价值评估指标。但是,这种方法即使在没有利率波动的情况下,对于分期支付的债券也是不合适的。

另一个被用来估值的利差概念是静态利差(static spread)。它是指在静态情景下,即没有利率波动的情况下,投资者所获得的高于国债即期收益曲线的利差。其计算方法是在国债即期收益曲线上加上一个固定的利差,然后用这些即期收益率对预计的现金流进行折现:如果等于市场价格,则这个利差即为静态利差;如果不等,用不同的利差进行试差法测算,直到相等为止。静态利差也可以作为一个收益指标,但它的最大缺点在于没有考虑未来的利率波动。

由于静态利差没有考虑未来的利率波动——它建立在现期国债收益曲线的

基础上,以现期国债收益曲线作为未来一个时间阶段的利率的预期——它对MBS的早偿率的估计和传统的利差一样,以历史数据统计分析为基础,或者再进行一些早偿率的预测,但因没有体现利率与早偿行为之间的关系,实际上是一种零波动的期权调整利差(zero volatility OAS)。期权调整利差弥补了静态利差的这些不足,考虑了整个未来的利率波动,是一个动态的利差概念。所谓的动态,是指每期的现金流是路径依存的,即每期的现金流不仅与当期和未来的利率水平有关,而且与利率达到现有水平的路径有关。对于过手证券,早偿行为是路径依存的,因为当期的早偿率决定于自基础抵押证券发行以来在当期以前是否有再融资的机会。

正如上文提到的那样,像过手证券和 CMOs 这样的复杂证券,每期的现金流都是路径依存的,需要用动态模型进行模拟。用模拟的方法对过手证券进行估值在概念上很简单,但在实际应用中却很复杂,需要在模拟未来再融资利率,既而决定早偿率的基础上产生一系列的现金流。

在实际的应用中,经典的模型都是以现期的利率持续期结构和利率波动性假设为模型的输入变量来产生这些随机的利率路径。利率的波动性假设决定了模拟中未来利率的发散程度。每个 OAS 模型都有它自己的未来利率演变模型和利率波动性假设。对于不同的 OAS 模型,利率模型的差别不是很大,但波动性假设却可能大为不同。在 OAS 模型中,利率的随机路径必须由一个未来利率持续期结构的无套利模型产生,也就是说,模型复制了现期的持续期结构,并且对所有的未来时间,模型里不存在套利机会。

在 OAS 模型的模拟过程中,模型需要产生很多未来利率路径的情景。在情景中的每个月(这里用月来代表一个时间段),产生一个月利率和抵押贷款的再融资利率。这个月利率用来展现情景中预测的现金流,这个再融资利率用来确定现金流,因为它代表了抵押贷款者在那时的机会成本。如果再融资利率高于抵押贷款原始的息票率,贷款者就倾向于不早偿,甚至逃避早偿,比如,由于利率原因,为了逃避早偿而不想搬家。如果再融资利率低于抵押贷款原始的息票率,贷款者就会产生早偿的激励。

早偿行为是通过早偿模型来预测的,早偿模型考虑的变量主要是再融资利率和贷款的特征(比如年限)。早偿行为预测完成后,利率路径上的现金流就可以确定。

三、OAS 模型的价值评估指标

在 OAS 方法中,对 MBS 进行价值评估的指标主要有 OAS 和期权成本。

1. 期权调整利差(OAS)

OAS 是 OAS 模型的主要价值评估指标,大多数模型都将 OAS 定义为 MBS 的加权平均模拟价格对于其市场价格时的利差。这个方法的一个隐含的假设是公平的期权调整利率曲线是一条高于国债收益曲线一个固定利差的曲线。

当利率扩散过程以隐含的远期利率方案为中心时,OAS 已经嵌入了这样一个内在要求:为了公平定价,不同持续期的证券必须有不同的收益率。因此,不同持续期的 MBS 的 OAS 可以直接进行比较。

2. 期权成本

仅仅用 OAS 这个指标还不足以说明 MBS 的相对价值,这是因为各种不同的 MBS 的早偿期权成本是不同的。因此,为了比较各种 MBS 的相对价值,必须首先计算出各种 MBS 的早偿期权成本。早偿期权成本等于合适的利差水平减去 OAS 后的差额,用公式表示为:

$$\text{期权成本} = \text{收益率利差} - \text{OAS}$$

这里的收益率利差可以使用上文的 SCGY 利差,也可以使用静态利差。以静态利差为例:

$$\text{期权成本} = \text{静态利差} - \text{OAS}$$

上式之所以能表示期权成本,是因为在没有利率变动的情况下,投资者将获得静态利差。在未来利率不确定的情况下,由于借款人具有早偿期权,利差将会减少,OAS 反映的正是调整了这种期权后的利差。因此,期权的成本就是在静态利率环境下的利差减去期权调整后的利差。

四、OAS 的解释

在实际应用中,债券的发行人通过把具体债券的 OAS 披露给潜在的投资者来实现债券的市场化,这在 MBS 市场中使用得非常普遍,投资者根据这些债券的 OAS 作出投资选择。从直观上看,OAS 的价值在于它为投资者提供了一个在具有相同的其他特征而不同的嵌入期权的固定收益证券之间进行比较的工具。所以,它被用来分析很多金融工具,比如 MBS、带买入期权的债券等。从上述计算过程可以看出,OAS 方法通过很多利率路径来分析一种证券,不管是好的路径还是不好的路径。如果这些利率路径能代表未来的可能性,那么,OAS 确实提供了一个未来几乎所有可能情形的概括。对于一个投资者来说,他在购买一种证券的时候,都会获得 OAS 的信息,这些信息可以帮助他了解这种证券的收益情况。利差概念,最基本地,可以理解为一种风险补偿,投资者可以通过纵向和横向的比较来判断是否要投资于某种证券。

从上文的一般计算公式可以看出,OAS 实际上起到了协调证券的价值和市场价格的作用。等式左边是市场的描述:MBS 或其衍生产品的价格,而等式右

边是 OAS 模型产生的结果,即所有路径上的平均现值,我们称其为价值。对于一个资金管理者来说,需要做的事情就是购买价值高于价格的证券。上文提到的估价模型可以帮助资金管理者估计证券的价值,并决定是否购买一种证券。这里可能会让读者产生一些误解,因为我们上文介绍的 OAS 的计算是让价值和价格相等得出的。其实这里并没有矛盾的地方,有了估值模型后, OAS 就可以成为衡量价格高低的一个指标。如果我们按市场价格得出的 OAS 为 50 个基准点,而经验数据表明此类证券一般 OAS 为 48 个基准点,那么就可以说这个证券便宜了两个基准点。同样,在可比的证券之间,也可以用利差来作为价格的比较。很多市场的参与者已经发现,利差的衡量方法比价格差异使用起来更方便。

表 8.6 FNMA 价格一览表(1994 年 8 月 18 日)

息票率	价格(美元)	1/ 32s	预期息票加权	预期持续期(月)	OAS(基准点)
30 年期 FNMA					
6.0	87	28	6.65	350	46
6.5	90	27	7.05	353	45
7.0	93	23	7.55	354	45
7.5	96	14	8.15	357	42
8.0	98	28	8.60	357	41
15 年期 FNMA					
6.0	92	11	6.55	172	39
6.5	94	20	7.05	174	37
7.0	96	27	7.65	177	33
7.5	98	30	8.10	177	33
8.0	100	24	8.55	177	37

资料来源:《抵押证券研究》,高盛公司,1994 年 8 月 19 日。
FNMA: 联邦国民抵押协会(Federal National Mortgage Association)。

在金融市场中,很多投资工具都是通过向潜在的投资者提供 OAS 来实现其市场化的,这在 MBS 市场中使用得更为普遍。表 8.6 给出了 MBS 市场中美国联邦全国抵押贷款协会(FNMA)的不同到期持续期过手证券的 OAS 范围。我们还可以通过这些数据来观察 OAS 的波动,一般来说,OAS 是息票水平和基础抵押债券的平均息票(WAC)与平均到期持续期(WAM)的函数。

五、抵押工具的利率敏感性

OAS 模型除了能得到 OAS 值和期权成本以外,还可以得到下列结果:期权调整的持续期(option_adjusted duration),期权调整的凸性(option_adjusted convexity)和模拟的平均生命期(simulated average life)。

1. 期权调整持续期

在证券分析中,持续期衡量的是债券价格对利率少量变化的敏感性。持续期可以解释为收益曲线平行移动 100 个基准点时,债券价格变化的大约的百分比。比如,如果一个债券的持续期是 4,表示利率下降 100 个基准点,债券价格将上升约 4%;利率上升 50 个基准点,债券价格将下降大约 2%。基准点变动越少,价格变动百分比越准确。

对于任意一个证券,它的持续期可以用下面的公式来近似得出:

$$\text{期限} = \frac{V_- - V_+}{2 V_0 (y)}$$

其中, V_- 表示收益率下降 x 个基准点时的价格,

V_+ 表示收益率上升 x 个基准点时的价格,

V_0 表示初始价格,

y 表示以小数形式出现 x 个基准点。

标准的持续期衡量指标是修正后持续期(modified duration)。这个指标的缺点是假设利率变动时现金流不发生变化,因此,对于不含期权的证券,比如国债,修正后持续期是适用的。

然而,抵押支持证券中包含的提前偿付期权,意味着当利率变化时提前偿付的比率也将会改变,因此抵押现金流也改变了。抵押支持证券的持续期或利率敏感性必须既能反映利率变动对现金流的影响,又能反映现金流自身的变动。这时,就需要引入一个新的持续期概念——有效持续期(effective durations)。

在有效持续期的计算中,价格的计算是在假设现金流会随利率变化而变化的。有效持续期可以用 OAS 模型计算,其步骤如下:

第一步,用现有的利率持续期结构计算出 OAS;

第二步,一旦找到了期权调整利差,就可以将利率曲线升高一个小的数量,并将这一变化反映到各条利率路径上。这里有两种移动:一种是上升,一种是下降;

第三步,在两种新的利率曲线结构下,分别计算出债券的平均现值,然后用上面的持续期公式计算出有效持续期。

用上述方法计算的持续期称为期权调整后持续期(option_adjusted duration)或 OAS 持续期(OAS duration)。不幸的是,不同模型计算的抵押支持证券的期权调整利差持续期差别很大。这些差别可能来自利率曲线的生成机制、利率波动假设或提前偿付模型差异,而最大的差异则来自于所使用的不同的提前偿付模型,公司间采用的提前偿付模型差别相当大。

除了期权调整持续期以外,抵押市场的参与者通常所使用的利率敏感性计算技术还有:经验持续期(empirical duration)和期权隐含持续期(option_implied

duration)等等。关于经验持续期、期权隐含持续期的讨论,请参阅有关文献。但经实证检验表明,期权调整持续期比经验持续期和期权隐含持续期的准确性低一些,期权隐含持续期方法比经验持续期的表现稍稍好一些。

与修正后持续期一样,以上这些有效持续期也有一个共同的假设,即所有的利率变动相同的基准点数,也就是说,收益曲线发生平行移动。实际上,虽然收益率平行移动是一种可能,但不是惟一的可能。如果利率持续期结构不是发生平行移动,那么有效持续期就不能准确地预测债券价格的变化。这意味着只需使用平行收益移动之外的假设,就可以提高持续期作为利率风险度量方法的潜力。考虑到收益曲线非平行移动,有两种持续期变形的工具:波动调节持续期(volatility_adjusted duration)和部分持续期(partial duration)。

2. 期权调整后的凸性

在证券分析中,凸性衡量的是证券持续期的变化率,是价格对收益率的二次导数,而持续期则是一次导数。凸性的表达公式为:

$$\text{凸性} = \frac{d^2 P_0}{dR^2} \left[\frac{1}{P_0} \right]$$

这里, $d^2 P_0 / dR^2$ 是价格—收益率函数的二次导数。与凸性相关的债券价格变化百分比为: $(\text{凸性})(R)^2 / 2$ 。从而,债券价格变化百分比可近似为:

$$\frac{P_0}{P_0} = -MD(R) + \frac{1}{2}(\text{凸性})(R)^2$$

式中,修正的持续期 $MD = D / (1 + R)$ 。

注:债券的凸性也可以用下面的公式近似地得出:

$$\frac{V_+ + V_- - 2V_0}{V_0(y)^2}$$

上式中符号的含义与持续期的计算公式中的相同。

与持续期的情况相同,当假设价格不随收益率变化时,上式得出的凸性对不含期权的债券的凸性有着很好的近似。但这样计算的凸性并不适用于 MBS,因为 MBS 现金流会随利率的变化而变化。如果假设债券价格会随利率的变化而变化,这样得出的凸性称为有效凸性(effective convexity)。如果用 OAS 模型来计算价格变化,这样得出的凸性就称为期权调整后凸性(option_adjusted convexity)或 OAS 凸性(OAS convexity),具体的计算方法和期权调整后持续期的计算方法相同,只是使用的公式不同而已。

3. 模拟的平均生命期

OAS 模型中报告的平均生命期是每条利率路径上的平均生命期的平均值。也就是说,在 OAS 模型的利率路径上,都有一个平均生命期。这些平均生命期

的平均值会作为 OAS 模型的一个结果加以报告。另外,平均生命期的分布也会给出,其波动范围和标准差越大,说明其不确定性越大。

六、变量的敏感度

在 OAS 模型的变量敏感度分析中,我们主要考虑早偿率的变化和利率变化对变量的影响。

1 . 早偿率变化

早偿率变化对不同息票率 MBS 的 OAS、期权成本、OAS 麦考莱持续期和 OAS 有效持续期的影响是不同的,即这些变量对早偿率变化的敏感度是不同的。下表说明了早偿率变化对息票率分别为 8%、9.5% 和 11% 这三种抵押过手证券的上述变量的影响。在该表中,早偿率变化的模式是上下变化 15%。更快的早偿变化速度会导致 OAS 麦考莱持续期和 OAS 有效持续期缩短,而且一般也会使贴水和升水 MBS 的 OAS 分别被增大和减小。

表 8.7 早偿率变化对 OAS 风险/ 收益指标的影响

息票率	OAS(点)			期权成本 (点)			OAS 麦考莱持 续期(年)			OAS 有效持 续期(年)		
	低	中	高	低	中	高	低	中	高	低	中	高
8.0%	66	79	108	48	35	6	5.8	5.5	5.2	6.0	5.8	5.7
9.5%	51	60	56	67	58	62	5.1	4.8	4.6	4.3	4.1	3.9
11.0%	16	4	-13	102	114	102	4.3	3.9	3.6	3.6	2.3	1.9

注:表中的“低”、“中”、“高”是对早偿率而言的。

2 . 利率变化

下表说明了利率变化对抵押过手证券的 OAS、期权成本、OAS 麦考莱持续期和 OAS 有效持续期的影响。其中,基本的利率变动水平是上下变动 40%。利率变动水平的增大将导致更高的期权成本和更低的 OAS;同时,还会使升水和贴水的 MBS 的 OAS 有效持续期分别被延长和缩短。

表 8.8 利率变化对 OAS 风险/ 收益指标的影响

息票率	OAS(点)			期权成本 (点)			OAS 麦考莱持 续期(年)			OAS 有效持 续期(年)		
	低	中	高	低	中	高	低	中	高	低	中	高
8.0%	104	79	74	10	24	40	5.8	5.5	5.0	6.2	5.8	5.3
9.5%	102	60	24	16	58	94	5.1	4.8	4.4	4.5	4.1	3.7
11.0%	56	4	-41	62	114	160	3.9	3.9	3.7	2.2	2.3	2.5

注:表中的“低”、“中”、“高”是对利率而言的。

七、小结

本节介绍的 OAS 模型是分析住宅抵押贷款证券 MBS 的高级工具。该模型的结果是期权调整利差 OAS,它在证券投资和分析中有很大的作用。同时,必须注意的是,由于模型风险的存在,OAS 模型必须进行压力测试。所谓模型风险,是指价格由于未来的现金流发生了模型无法预测的改变而导致的风险。在 OAS 模型中,模型风险来自其他可能的利率波动性和早偿行为,即来自其他利率波动性和早偿行为的假设。

OAS 分析可以帮助资产管理者判断一种证券是公平定价,还是被高估或低估。与 OAS 模型相比,传统的静态分析可能会得出不同的结论,从而可能导致资产管理者购买贵的证券而错过便宜的证券。当然,OAS 方法也有它自己的局限性,同时它的使用要建立在对其含义正确理解的基础之上,这一点将在下一节中详细介绍。

第三节 期权调整利差方法的评述

在上一节里,我们详细介绍了 OAS 模型。了解模型的原理和过程,其实已经为正确应用该模型打下了基础。但是,关于 OAS 模型的话题并没有结束。比如,一种证券的 OAS 到底带给我们什么样的信息?毕竟它只是一个单一的数值,它能反映什么样的内容?我们在使用 OAS 的时候需要注意什么事情,才能避免失误的发生?在这一节里,我们将详细分析 OAS 模型的含义和优缺点,使读者对该模型有一个更科学、更清晰的认识。我们使用的主要方法是与其他方法的比较和就某个关键性问题的讨论。正确的应用,是建立在对该方法的优缺点,尤其是缺点的认识基础之上的。

一、OAS 和一般利差的比较

对于带有嵌入期权(如买入期权、早偿期权、利率上限期权)的债券来说,OAS 与普通的利差(债券的持有期到期收益率或买入期收益率高于国债收益率的利差)是不同的,而且这种不同非常重要。比起一般利差,OAS 是一种更高级的衡量证券风险溢价的工具,主要原因在于:

1. OAS 分析了包含了由于期权的执行或者早偿速度的改变而导致债券预期的未来现金流的现值潜在波动,而一般的利差则仅建立在简单的现金流预测上,因此不包括利率的不确定性对预期现金流的影响。

2. OAS 是相对于收益曲线上所有的点计量的,而一般利差是相对于政府债

券收益曲线上的一个单点计量的。即使是对于无风险证券来说,这也会是一个误导,即认为其预期收益和无风险的政府的债券组合的现金流一样,尤其是在收益曲线陡峭的情况下。

3. 一般的利差简单地用一个平均生命期与其相对应的政府债券作为比较,但如果一个证券的平均生命期不确定,即当政府债券曲线的一个小的变化导致了该债券直接滑到它的最后到期日而非买入日,它的名义利差将发生明显的改变。OAS 则是相对于整个期间的政府债券的当期利率而计算的,并且利用了随利率变动而变化的现金流概念,所以,考虑了一个债券的平均生命期会随着利率变动、买入期权的实施或者早偿速度的加快放慢而改变的事实。

4. 一般的利差假设所有的现金流都按照一个简单的投资收益贴现,这就包含一个极端的暗示:来自不同的无风险的在同一时期支付的债券的现金流将按照不同的利率贴现,仅仅因为这些债券的到期日不同。

需要说明的是,虽然 OAS 在决定相对价格的时候,明显地优于一般利差,但在使用方面仍然存在很多问题。例如,不同的可变参数和早偿预期等都会导致模型的不同,从而导致 OAS 的计算也不同。但是,OAS 目前仍然是一个被广泛接受的估价工具,尤其是在比较不同市场上的固定收益证券的相对价格时。

二、OAS 方法、SCFY 方法和 SA 方法的比较

由于没有一种价值评估方法能够单独完全地解释 MBS 的价格行为,因此一般都采用多种方法来评估 MBS。在实际应用中,尽管现在 OAS 方法被广泛使用,但总的来说,三种方法都是非常有用的。而且,投资者不应该只关注模型计算出来的 MBS 风险和收益指标,还要关注分析每种方法得出的结果对模型假设的敏感度。投资者不能只关注 MBS 的风险和收益的点估计,还要关注和这些点估计相关的置信区间。

SCFY 分析法是这三种方法中最简单的一种价值评估方法。尽管这种方法忽略了许多对 MBS 评估很重要的因素,但对 SCFY 收益差的历史分析对于检查其他方法的计算结果是很有用的,而且还能够为 MBS 市场的分析提供一个历史视角。

SA 分析法是 SCFY 分析法的有益扩展,它考察的是 MBS 持有期收益的动态性质。如果以利差为基础的投资期定价模型在 SA 分析法中被采用的话,SA 分析法考察的就是既存利差关系对证券持有期回报率的作用。如果将该方法和对 SCFY 利差的历史分析结合起来,它就能成为一个很重要的评估不同息票率 MBS 的相对价值的工具。

OAS 模型通过以大量的利率路径为基础来模拟 MBS 的表现,从而扩展了

SA 分析法。与 SCFY 分析法和 SA 分析法相比, OAS 方法有以下优点:

1. 由于该模型对未来利率路径进行了大量模拟, 所以可以更好地模拟未来利率路径的完整的概率分布, 同时也提高了风险和收益指标的统计意义。

2. 该模型的风险指标考虑了早偿率对利率的依赖性。如果利率扩散过程和利率与早偿率之间的函数关系可以被恰当地确定的话, 对于避险来说, 这种方法的价格敏感度指标要比 SCFY 方法中相对应的指标更为有用。

三、OAS 方法和情景分析的比较

这里所说的情景分析, 并不是我们在第一节里介绍的 SA 分析方法, 而是压力实验的一种方法。情景分析也是一种衡量证券风险的方法。由于实际金融市场中极端损失发生的概率远高于正态分布的估计, 而这些极端损失往往会给机构带来毁灭性的后果, 因此, 人们引入了压力实验来测量极端市场状况下的金融市场风险。情景分析是最常用的压力实验方法, 其目的在于评估金融市场中的某些特殊情景或事件对资产组合价值变化的影响。情景分析的主要优点在于指出了资产组合面临的潜在的最大损失, 不仅评估了大规模市场运动的影响, 还评估了市场波动性变化和相关性的影响, 同时还可以弥补风险管理系统的一些其他弱点。

尽管情景分析在实际应用中有优于 OAS 方法的地方, 但在理论上, OAS 是更受欢迎的方法。从 OAS 的计算过程可以看出, OAS 方法通过很多利率路径来分析一种证券, 不管是好的路径还是不好的路径。如果这些利率路径能代表未来的可能性, 那么, OAS 确实提供了一个未来几乎所有可能情形的概括。而且, 在 OAS 方法中, 利率路径是按现有的收益曲线来校准的, 消除了情景分析中可能出现的在情景选择上的任何偏差, 也就是说, 在综合衡量未来收益可能性上, OAS 方法是优于情景分析的。情景分析的目的在于衡量极端情况下的损失可能, 但是, 不管用什么方法进行情景构造, 都不可能把所有的极端市场情景都考虑进去, 所以情景选择上的偏差是不可避免的。

虽然 OAS 方法在理论上是一种很好的方法, 但它也有很多缺陷; 同时, 在使用的时候, 也需要对其含义有正确的理解。有些投资者不了解 OAS 的含义, 或者完全依靠 OAS 方法进行投资决策, 已经有过惨重的教训。

对于 OAS 方法, 最需要注意的一点是, OAS 与投资者取得的实际利差可能不同, 因为 OAS 是对所有的利率路径的平均值, 而投资者取得的实际利差则依赖于实际发生的利率路径, 所以有时可能会与该平均值大不相同。事实上, 实际获得的利差等于所计算的 OAS 的可能性是极小的, 投资者收到的实际利差可能大大地高于或低于 OAS, 甚至可能是负数。OAS 代表的是对未来情况的一种概

括,而不是承诺。但是,很多投资者,包括一些专业人士,在购买了证券后,就把 OAS 错误地理解为利润,锁定在自己的资产组合里。这是使用 OAS 时最容易犯的错误。所以,关键是要记住,OAS 不能视为既定结果,而应看做所有可能性的综合概算。

使用 OAS 方法时,还需要注意的是,不能高估它的作用,OAS 方法是一个指示性的指标,而不是一个决定性的指标。因为它虽然反映了有用的信息,但也有很多缺陷,所以,这个指标最好能和其他指标结合使用。同时,认识 OAS 模型的缺陷对正确应用该模型是很有帮助的。OAS 模型的缺陷主要表现在:

1. OAS 模型的主要缺陷是它基本上是一个“黑箱”作业的过程。也就是说,投资者把假设条件输入模型,然后就可以得到风险和收益指标。早偿率函数和 OAS 模型中持续期结构模型一般只有模型的设计者知道,从而使得投资者不能对模型的这些关键方面进行考察。而且,即使投资者可以知道模型的这些具体内容,可能也很难对其进行评估——它要求投资者一定要确定模型对假设的敏感性。由于模型的结果对具体模型设定和假设的敏感性不同,所以很难在绝对数值的基础上比较这些结果。因此,OAS 模型的结果不应该单独使用,而应该和 SCFY 方法的结果一起使用,因为简单的方法可以用来检验复杂模型的结果的合理性。

2. 在 OAS 方法中,不同的模型,得出的 OAS 是不同的。以上介绍的计算方法,只是确定 OAS 的一种方法。同时,使用的利率模型和早偿率不同,也可能得出不同的结果。可见,模型的结果只能作为投资决策的指导性指标,而不是决定性的指标。只有在相同的假设和方法下计算出来的 OAS 结果,才是最好的比较相似证券间相对价值的指标。

3. 很多 OAS 模型,在时间的每个节点上,早偿行为的发生被理解为是确定性的,这与实际情况不相符,因为利率条件仅提供了早偿的可能性,而不是早偿的确定性行为。作为这一缺陷的修正,可以引入利率条件满足时早偿发生的概率。关于早偿的不确定性,下一节将有详细介绍。

4. OAS 模型仅考虑了利率的不确定性,当其他因素影响证券的现金流时,模型的结论就站不住脚了。

5. OAS 方法忽略了其他一些期权,比如,拖欠期权(default option)。在实际应用中,可以通过对内在期权特征的信用风险加入一个信用风险利差,从而扩展到处处理信用风险。

6. OAS 方法在处理资产组合问题上,如果使用加权的 OAS,将会存在很多误导。对于单个证券来说,OAS 方法是优于情景分析的,但是,对于证券组合来说,OAS 方法却会带来很多问题——这和证券组合的 OAS 的计算方法有关:资

产组合的 OAS 通常用成分资产的 OAS 加权平均得到。考虑到投资者需要知道 OAS 的目的,这种计算方法就产生了一些问题。如果投资者仅仅需要知道资产组合对现期收益的贡献,这种计算方法是正确的。但是,对于其他用途,这种计算方法就可能是不对的。如果投资者想获得一个近似于资产组合内部收益率的平均收益率,这种收益率就必须用持续期和市场比重作权重。如果投资者想获得一个和利差概念类似的资产组合的期权调整利差,则应该使用相同的持续期和市场权重。但是即使使用了正确的权重,资产组合的 OAS 的计算对于投资者来说也仍然存在很多陷阱。除了模型问题和平均的问题,在一个给定的利率路径上,不同资产的表现可能会大为不同。考虑一个由两种资产组成的资产组合,对每种证券的投资相同。假设每个证券的 OAS 都是 100 个基准点,但每个证券都在一些利率路径上表现得比其他路径好很多。如果这两种证券是高度相关的,它们将在一些利率路径上都表现得很好,而在一些利率路径上都表现得很差。这样,资产组合在每条利率路径上的表现就和单个证券的表现是相同的。这样,资产组合的 OAS 也是 100 个基准点,但在具体路径上表现出来的利差却会波动很大。如果这两种证券不是强正相关的,就会产生分散效应,这时,资产组合最差的表现就不会像单个证券那么差。但是,这时加权的 OAS 仍然是 100,而“真实”的 OAS 却可能很不一样,这完全掩盖了资产组合的真实表现。如果考虑两个负相关的证券,预期的 100 个基准点的利差可能根本就无法实现。这确实构成了资产组合的 OAS 的一个大问题。如果计算机的运算能力和内存足够大,资产组合的 OAS 应该用和单个资产一样的方法计算。在每个利率路径上,先计算出单个证券的现金流,然后相加,作为这个路径的资产组合的现金流,即将资产组合当作一个资产来处理。确定每个路径的现金流后,再用计算 OAS 的办法,求出资产组合的 OAS——这才是资产组合真正意义上的 OAS。这样计算的 OAS,加上在这个 OAS 上资产组合现金流的现值的概率分布,对资产管理者才是有用的。在这种情况下,所有的分散效应都被嵌入到概率分布里。相关性强的证券构成的资产组合得到组合的价值的概率分布要比相关性弱的证券构成的资产组合宽:分布越宽,说明最终利差可能会与计算的 OAS 相差越大。一个高度分散的资产组合的价值可能会集中在一个值上,这样的信息对于资产组合的管理者来说是非常有用的。

第九章 资产证券化的风险

资产证券化正在世界上许多国家以不可阻挡的势头迅速发展,资产证券化以其自身对不同参与方的好处吸引着这些当事人积极参与。但收益与风险永远是孪生兄弟,资产证券化也不例外,它同样会给证券化的参与者带来风险。资产证券化的实质就是将原有的资产的收益和风险通过一系列的操作,转移到投资者手中。在这个过程中,每个参与方都会面临一定的风险,这些风险一部分来自原始资产的质量和证券化的构架,这是普通意义上的证券化风险,我们将这一部分风险定义为狭义上的资产证券化风险。对证券化产品的投资者来说,这种风险会影响他们。但除此之外,他们还要面临早偿风险、利率风险等来自证券化结构以外的风险。对于这些风险,我们将其定义为证券化产品投资的风险。在这一章里,我们会同时分析狭义的证券化风险和证券化产品投资的风险,这两种风险构成广义上的资产证券化的风险。对于证券化产品的投资者来说,他们面临的是广义上的证券化风险。

第一节 资产证券化的风险概述

在资产证券化的典型结构中,发起人将预期可获取稳定现金收入的资产,组成一个规模可观的资产池,然后将这个资产池销售给专业操作资产证券化的“特殊目的载体”SPV,由该公司以预期现金收入为保证,经过担保机构的担保和评级机构的信用评级后,向投资者发行证券,筹集资金,并将日后收到的现金流支付给投资者,从而实现发起人筹集到资金、投资人取得回报的目的。在这一过程中,投资者只是间接地投资于支撑证券的资产,他们真正直接投资的是对资产现金流重组的结构。所以,原始资产的质量和证券化的结构就都构成了证券化风险的来源。事实上,结构化失败的后果很可能要比资产质量风险的后果严重得多。一个资产质量问题可能只是导致现金流的减少,而证券化结构的问题却可能导致信用级别的损失或一个支付的完全中断,甚至证券自身无效。

一、资产质量风险

基础资产的质量,直接影响到证券化产品的信用风险。投资者购买资产支

撑的证券之前,必须考虑资产支撑证券的信用风险,即资产质量风险。这是资产证券化最直观的,也是最原始的风险。因为证券化产品的收益支付归根到底来自基础资产的收益,所以,基础资产的质量如果出了问题,证券化产品的收益就无以产生。以抵押贷款为例,如果借款人的信用级别比较低,就容易造成延迟还款或无力还款,构成信用风险。不同的基础资产,衡量其质量的标准不一样,但是,证券化必须确保基础资产的质量,否则,对于投资者来说,风险很大。在实际的资产证券化的操作中,对资产或资产池是有要求的,比如,要求资产或资产池能在未来产生可预测的、稳定的现金流,要求至少有持续一定时期的低违约率、低损失率的历史记录等。在目前的经济环境下,中国四大国有商业银行对以出售优质的住房抵押贷款来进行融资的意愿不强,在贷款出售定价方面也会比较苛刻,而其他商业银行的按揭贷款规模又比较小,加上住房抵押贷款一级市场本身的分散经营和不规范,因此目前能够购买的住房抵押贷款无论是规模和质量,都有可能不能满足资产证券化的资产质量标准。

二、真实销售的风险

真实销售的风险是一种产生于发起人和 SPV 这一环节的风险。在证券化活动中,按揭银行通常采取买卖的法律形式转移资产,这种买卖必须是一种真实销售,以保证在按揭银行发生破产清算时其出售的按揭贷款不被列入破产财产。作为一种真实销售的法律关系,要求按揭银行出售贷款的行为必须符合一定的条件,以达到出售的按揭资产和出售银行的信用风险隔离开来的目的。

资产的转移可被界定为真实销售和担保融资。如果资产在发起人和 SPV 之间的转移为担保融资,那么,资产仍保留在发起人的资产负债表上,发起人须以自己的全部资产为金融资产的偿付作担保。但是,在发起人破产时,抵押支撑证券的持有人只能以受担保的债权人的身份,参与破产清算,因此投资者能够获得的款项会受发起人的破产风险的影响。反之,如果资产的转移为真实销售,那么发起人就实现了资产的表外处理,SPV 对基础资产拥有所有权。在发起人破产时,基础资产就不能作为破产财产,这对抵押支撑证券的持有人至关重要。因此,真实销售可以使资产和发起人的破产风险相隔离,可以使抵押支撑证券的持有人避免发起人破产带来的风险。

界定交易是真实销售,还是担保融资,各国法律的侧重点不同。总体而言,可以分为两类:一类国家以英国为代表,包括法国、德国、意大利和奥地利等。这类国家对证券交易的界定更注重形式而非实质。它们认为,只要金融资产证券化坚持采用销售形式,那么即使交易在商业效果和法律性质上与由资产担保的融资相同,法院也可将证券化视为销售。但是,当事人应当注意不要在交易中使

用不一致的用语。这种做法,有利于证券化目标的实现,例如在奥地利和意大利等国家,其法律对被担保人的保护不够充分,有关法规将更多的交易界定为真实销售,这有利于保护资产支撑证券投资者的利益。另一类国家以美国为代表,它的界定标准是重实质而轻形式。尽管当事人在合同中表明其意愿是出售证券化的资产,但法院往往忽略当事人的意思表示,而要求交易满足成文法或判例的规定。

三、欺诈的风险

在金融市场中,欺诈的可能性存在于每个融资交易活动中。在资产证券化的每个环节上,欺诈都可能发生。服务商、承销商、会计师和律师等与资产证券化相关的中介机构,都存在欺诈的可能性。至于交易中涉及的法律意见书、会计师的无保留意见书、担保书等,都不足以消除欺诈的可能性。在这个风险中,发行人本身也可能欺诈投资者,而成为风险的一部分。欺诈发生的可能性与交易的复杂程度相关,简单的交易,欺诈发生的可能性较小。但随着融资活动参与者数量和复杂性的增加,欺诈发生的可能性也在增加。不管投资者怎样努力来消除风险,因欺诈而导致的损失都是很难避免的。

在融资活动的各个方面,从证券化了的金融资产到基础性的意见书,都可能发生欺诈。下面的案例可以让我们加深对这一方面认识:据《华尔街杂志》报道,在被认为是有担保的租赁支持的融资活动中,OPM 租赁服务公司成功地骗过了 19 家银行。通过使用更改了的文件以及一些根本不存在的状况,OPM 欺骗了这些贷款人,使它们提供了超过 2 亿美元的资金以便 OPM 公司购买计算机出租给洛克国际公司。在这个例子中,陈述书、保证书、法律意见书、会计师的无保留意见书以及其他类似文件都被证明不足以控制欺诈风险。事实上,专门研究表明:不论公司大小,从事何种业务,没有一家公司可以排除欺诈融资报告发生的可能性。该结论也适用于资产证券化中广泛存在的欺诈。

四、相关文件重新解释或失效的风险

失效风险是一种由法律意见书指明,并通常由陈述书、保证书及赔偿证书支持的法律风险。当文件与某些法律条文发生不符时,法院会重新解释文件或宣布文件失效。如果一张资产支撑的证券被宣布失效,那么发行人就不再对证券持有人有进行支付的义务。例如,1940 年美国的《投资公司法》中有关资产证券化的免责条款规定,如果该发行人后来被宣布未被注册为该法规定的投资公司,则该发行人的全部证券就会被认为全部失效。这是证券失效的情况。这种文件的失效和上一条提到的主观的欺诈有本质的区别。

除了证券失效,失效风险还有另外一种情况,即合同协议失效。如果一份重要的交易文件被宣布无效,那么交易机制就停止运作,而且发行人也不必拥有对它的证券进行清偿所必须的资金。在著名的华盛顿公共电力供应系统(WPPSS)案例中,包含有“无论任一项目是否完成,可经营或正在经营,都对债券进行还本付息”这一内容的支付合同被宣布无效。据地方金融杂志报道,令各地的债券持有人和债券分析家们吃惊的是,最高法院最后裁决支付合同无效,而且对债券也不进行支付。这样对持有大约22.5亿美元WPPSS证券的投资者的支付就被取消了,只有属于第三方信用提高(采取担保方式)的债券持有人才能继续获得对证券的支付。

五、法律的不确定性和法律条款变化的风险

法律的不明确性和法律条款变化,是资产证券化过程中的又一法律风险。每个国家的法律条款都可能在债券期限内发生变化,这种变化是无法预测的,其带来的损失或收益的大小也无法估计。法律函件和法律意见书的存在本来是为了消除交易外部的风险因素,但它们自身也有可能在交易期内成为风险的来源。这些风险主要来自以下几个方面。

首先,很多结构融资是凭借关键的法律函件发行的,这些法律函件在关于实际的法律和法规方面与法律意见书相比,缺乏确定性。其次,随着法律的发展,新旧立法可能发生冲突,构成法律风险。法律意见书在出具的时候通常不能排除法律或法规变化的可能或影响。即使法律没有变动,一份恰当地反映典型例证的正确的法律意见书也常不能预见到对法规解释的变动。最后,每个结构融资在某种程度上都依赖于法律意见书。法律意见书的撤回对债券持有人有一个不利的影响,并引起关于债券持有人的权利的争议。

法律的不确定性和法律条款变化带来的风险在亚洲市场应该更受注意,因为在这些刚刚开始进行证券化交易的国家中,相应的法律法规还不健全,因此证券化交易面临法律条款变化的风险较大,这也是亚洲国家在国际市场上发行证券化产品的主要障碍之一。中国的证券化市场才刚刚起步,尤其要注意这一点。

六、对专家依赖的风险

在资产支撑证券的交易中,投资者普遍依赖于代理人、会计师、评估师和其他专家提供的无保留意见书或证书、甚至定义的交易标准等。聘用这些专家的目的是减少潜在在交易中的风险,然而,这些专家的意见也可能成为一种独立的风险,主要原因表现在以下几个方面。

首先,如果一个无保留意见书被撤回,或一个需要的会计师意见证明未能按

时递交,这个交易就可能停止,或者,整个交易可能在不完整的材料的基础上进行,这比前一种情况更危险。其次,当交易的一特定条款是按专家们的现行标准制定时,投资者就面临着专家所制定的标准在交易存续期内可能发生不可预见的变化的风险。比如,抵押支撑的债券,它经常允许按照评级机构的标准替换抵押品,在这一情况下,评级机构的行为就有可能使抵押品水平发生变化,而且可能会使抵押品可接受的形式发生变化,这样,允许进行投资者不希望的抵押品的替换就是不公平的。最后,几乎所有的资产证券化均含有“允许投资的条款”,按照专家的最小信用等级标准,它总是不能被定义为合格的投资。

七、等级下降的风险

对大多数资产证券化交易,等级下降的风险较违约风险发生的可能性更大。资产证券化特别容易受到等级下降的损害,因为证券化交易与构成交易的基础中包含许多复杂的因素,如果这些因素中的任一因素恶化,整个发行的等级就会陷入危险境地。交易越复杂,该资产证券化中等级下降的潜在因素就越多。当等级下降严重或证券化交易完全被撤消时,就会对市场产生巨大的影响。

八、财产或意外事故风险

资产证券化中的实物抵押品常面临财产损失或意外事故风险。克服这一风险的通常办法是对抵押物进行保险,但这并不能消除这一风险,主要有如下原因。首先,由于保险操作的原因,财产意外事故风险使收入往往不容易获得。涉及有担保应收款的交易通常既要求投财产毁损险,又要求投卖方单独利益险,但是,对这些险别的提供者的质量标准却没有统一的规定。其次,保险险别对抵押品的某些风险是不适用的,同时,对一些适用的险别,其适用程度也是非常有限的。

另外,抵押品还有一种潜在的风险:当抵押品的所有权被证明是不充分的时候,就不足以行使财产追索权。所有权保险通常仅限于房地产,个人财产的证券化通常依赖卖方出具的陈述书,证明向受托人的转让具有对有担保财产的所有权。然而,陈述书也可能被违反,因此,对陈述书适用的赔偿必须经过详尽的调查。在许多情况下,惟一适用的赔偿就是要求卖主赔偿。

九、交易管理系统的风险

交易管理系统的风险,是指由于内部管理控制系统或电脑系统的不完善而导致的风险。一个证券化的交易很大程度上依赖于先进而复杂的计算机系统来监控合同的履行,因此任何系统故障都有可能導致时间上的延误,甚至引起交易

的混乱。除了设备的故障外,交易管理机构的人为错误、工作流程和监管体系不完善等都能导致交易系统的风险。在资产证券化的整个过程中,投资者在交易的存续期内最依赖的是资产池服务公司和代表投资者利益并被赋予调整和控制交易权利的受托人,而这两方也都可能会带来风险。

来自服务公司的风险是投资者对资产组合恶化所需防范的主要风险。例如,在一项应收款支持的融资活动中,服务公司能直接以其支付行为影响有关潜在资产合同的执行,服务过程的中断不仅有可能导致对投资者的延迟支付,而且可能会引起整个信用质量的下降。当应收款支持的交易被结构化时,根据历史经验,一般会作出关于拖欠、违约及追赔的一些假设。

作为证券化结构中面向投资者的一个中介机构,受托人的经营状况不直接影响由应收款组合带来的资金,但它却在很大的程度上决定着该资金收受后的安全性,以及该资金转给投资者的及时性。由于大多数交易都有严格的规定,按投资者的要求对受托人的经营状况进行控制,这些规定能够为投资者提供实质性的保护,但却并不能完全消除管理不当的可能性。

另外,在证券化结构中,由于服务公司和受托人所扮演的重要角色,按照惯例,协议到期之前或可接受的替代方接任之前,不允许任何一方放弃他们的职责。但在证券化实践中,经常无法做到对这样的约定提供完全的保护。首先,如果投资者由于一方的拙劣表现而希望终止其间的关系,这时很难找到一个替换方,愿意按照协议规定的价格提供同一服务;其次,服务公司或受托人的破产可能会使责任的移交不能有序进行;最后,即使各方完全遵守协议的条款,其履约的质量也可能会发生大幅度的下降。

以上所列的是资产证券化操作过程中的主要风险,这些风险发生的可能性和影响效果依不同的交易而定。在有些融资活动中,法律风险可能会占主导,而在另一些融资活动中,交易管理系统的风险可能会带来最大的影响。这些风险有些是存在于证券化的某个环节,比如资产质量的风险和真实销售的风险,而有些风险则可能存在于证券化的整个过程,比如,欺诈的风险和法律风险。同时,这些风险并不是单独存在的,而是相互关联的。

第二节 证券化产品投资的风险

对于投资者来说,第一节中介绍的各种风险都会影响到最后的现金流支付,构成对投资者的风险。但除了这些证券化结构风险外,投资者还面临着其他风险。在这一节里,我们将抛开原始资产和证券化结构,研究证券化产品作为一种固定收益证券的投资风险。资产证券化的产品作为固定收益证券的一种,具有

普通的固定收益证券的风险特征;同时,由于早偿期权的存在,又增加了早偿行为带来的现金流风险。本节主要介绍证券化产品的早偿风险及其度量办法,同时还将介绍包括利率风险、利差风险等在内的普通固定收益证券的投资风险。

一、早偿行为和早偿风险

由于早偿风险是证券化产品区别于普通的,或者说真正意义上的固定收益证券的一个重要特征,所以本节将用较大的篇幅来介绍早偿行为和早偿风险。

1. 早偿的概念

大多数资产都可以划分为摊还资产和非摊还资产。固定利率的摊还资产,如固定利率的住宅抵押贷款、住宅权益贷款(home equity loan, HEL)和汽车消费贷款等,都是每月按计划偿付的。每月计划偿付额包括按计划偿还的本金和支付的利息,该偿付额在整个摊还期内都是固定不变的。如果借款人偿付的资金超过了每月计划偿付额,超出部分将比原摊还计划更快地被用来清偿以此为支撑所发行证券的未偿余额,这就构成了早偿。如果证券余额全部被清偿,这种早偿就是“完全早偿”;如果只是部分证券余额被提前清偿,那么这种早偿就是“部分早偿”。早偿可由自然转手、借款人再融资、违约或借款人部分清偿贷款所构成。

非摊还资产,如信用卡应收款,则没有固定的偿付计划。它们通常有一个最低的偿付额,未支付利息部分将被添加到未偿本金余额中。因此,对非摊还资产来说,由于没有事先确定的摊还计划,通常不存在早偿问题,即借款人有灵活的贷款本息偿付安排。

2. 早偿的原因

MBS 和 ABS 的早偿原因基本相同,都由四个部分构成,尽管这四个部分的相对重要性可能会有所不同。这四个部分是:转手、再融资、违约和部分早偿(partial prepayment)。

(1) 转手

转手是资产生命周期中的一个“自然”过程。只要对资产的法律控制权转手给了第三方,那么贷款就“付清”了。对于住宅抵押贷款而言,住址的搬迁、购买更大或更小的房子都会导致借款人出售抵押的住宅,发生早偿。不同的抵押贷款,影响这一早偿构成的因素有所不同。比如,住宅抵押贷款的转手取决于总体的经济情况、房地产市场情况和借款者的人口分布;对设备租赁贷款而言,设备的升级导致了转手的发生;对汽车贷款而言,汽车的升级或出售可能会导致转手引起的早偿行为。

(2) 再融资

借款人的再融资行为在很大的程度上是受利率推动的。当借款人以新的贷款(通常其贷款利率更低)来“替代”原来的贷款时,原来的贷款就被“再融资”了。再融资对投资者来说是一件坏事,因为借款人通常在利率较低的时候进行再融资,所以这会造成早偿并使投资者不得不按较低的利率进行再投资。对于借款人来说,只要再融资的利率好处超过交易成本,再融资就有利可图。

(3) 违约

违约性早偿可能不太好理解。当贷款违约后,一旦抵押资产被取消了赎回权并开始清理,如果证券化结构中有信用支持来吸收违约造成的损失的话,对债券持有人来说,这种违约就构成了早偿。在实际操作中,贷款违约后,在启动取消抵押资产赎回权程序之前还通常要经过 30、60 或 90 天的贷款拖欠阶段。对美国中小企业管理局(small business administration, SBA)贷款来说,50%的早偿是由违约造成的。

(4) 部分早偿

当借款人为了加快获得对抵押资产的权益而实际偿付的资金超过了每月按计划应该偿付的本息时,就构成了部分早偿。

3. 早偿分析的两个层次

早偿可以从贷款和资产池两个水平上来进行分析。贷款层次上的早偿分析要求有贷款的详细信息;与资产池层次上的早偿分析相比,其精确度更高、计算量更大。贷款层次的早偿分析要单独计算每笔贷款的摊还额,跟踪每笔贷款的早偿情况,并加总每笔贷款的早偿额以计算出早偿速度。

采用资产池层次的早偿分析方法时,由很多贷款组成的整个资产池实际上被视为一笔贷款。整个资产池的总体加权平均息票率(GWAC)和加权平均到期日(WAM)将被用来计算其摊还额,就好像整个资产池是一笔贷款一样。

4. 早偿的测算指标

(1) 单月死亡率(single monthly mortality, SMM)

SMM 是计算早偿速度的最基本指标,它是其他早偿率指标的基础。SMM 表示的是一个 月内抵押贷款组合中被提前偿还的原计划未清偿本金的比例,可以用下面公式计算:

$$SMM = \frac{\text{本月早偿额}}{\text{月底抵押贷款组合的原计划本金}}$$

或

$$SMM = \frac{\text{月底抵押贷款组合的原计划本金} - \text{月底实际本金}}{\text{月底抵押贷款组合的原计划本金}}$$

或

$$SMM = \frac{\frac{\text{当月实际偿还额}}{\text{前一个月未偿本金余额}} - \frac{\text{当月计划偿还本金额}}{\text{前一个月未偿本金余额}} - \frac{\text{当月计划偿还利息额}}{\text{前一个月未偿本金余额}}}{1}$$

以上三个公式是等价的。SMM 如果等于 1%，则说明该月计划偿还本金额的 1% 被早偿。

(2) 固定早偿率(constant prepayment rate, CPR)

CPR 是用来计算早偿率的最常用的指标,它还有一个名称,叫条件早偿率(conditional prepayment rate, CPR)。CPR 是以年率表示的 SMM。从 SMM 到 CPR 的转换公式类似于标准的复利计算公式:

$$1 - CPR = (1 - SMM)^{12}$$

这种年率表达形式使得 CPR 显得非常直观。如果某一种资产持续以每月 SMM 的速度提前偿付一年,那么它的早偿率就等于以年率形式表示的 CPR。例如,如果某资产的 SMM 是 1% 的话,它的 CPR 就是 11.4%,即一年的早偿率为 11.4%。这意味着资产余额的 11.4% 将被早偿。而且,CPR 方法没有内在的成熟期爬升问题,这使得它易于被理解和使用。

(3) 公共证券协会早偿率模型(PSA prepayment model)

PSA 是美国的公共证券协会(Public Securities Association)的简称,PSA 早偿模型率是公共证券协会和华尔街的金融公司为 MBS 开发的一个标准的早偿模型。该模型为贷款发放后的每个月确定了一个标准的百分率(以年率形式表示),直到第 30 个月,这以后的早偿率保持不变。该模型的基础情况是 100% PSA。100% PSA 表示的意思是:贷款发放后第一个月的早偿率为 0.2% CPR(这个表达方式表示年率为 0.2%),此后每月以 0.2% CPR 的速度递增,直到第 30 个月的早偿率为 6% CPR,此后早偿率保持不变,固定在 6%。对于任意 PSA,可以通过将其值乘以 100% PSA 下的早偿率,来得到在该 PSA 下该月的早偿率。例如,对于 200% PSA,第四个月的早偿率就是 $4 \times 0.2\% \text{ CPR} \times 200\% = 1.6\% \text{ CPR}$ 。

5. 早偿的不确定性

早偿的不确定性是资产证券化产品市场的一个重要风险来源。在抵押证券市场上,早偿变量是很重要的几个变量之一,因为早偿预期决定一个证券的价值和它所能观察到的风险(这里的风险主要指利率敏感性,用有效期限或者凸性描述)。早偿预期的改变会影响住房抵押证券和资产抵押证券的价值,因此它代表了一种重要的风险根源。

为了描述和分析抵押贷款的早偿行为,投资银行和学者们根据账龄、票面利率和抵押贷款组合的其他特征,以及利率的期限结构、未来利率及其波动性建立

了许多计量模型。由于模型假设的不同,预测的结果往往不同。在很多情况下,即使是同类型的抵押证券,最高的早偿预测比最低的早偿预测也要高两倍多。除了模型和计算的方法和侧重点不同以外,还有一种情况会影响早偿的预测,即适合模型的历史数据不能反映当前的早偿行为。当新的早偿数据表明现有的模型不能充分刻画当前债务人的行为时,市场交易者和参与者将根据新的现实证据来修正他们的模型,因此早偿的预测就会改变。

6 . 早偿不确定性系数

作为利率风险的度量工具,有效期限和凸性的标准定义已经被广泛接受,但是,早偿不确定性这个工具仍没有标准的定义。这里介绍的“总的早偿不确定性系数”(overall prepayment uncertainty)可以帮助读者理解早偿不确定性的主要外延。为了推导总的早偿不确定性系数,模型先假定一个基本的早偿速度,然后在此基础上,上下浮动 10%,从而得到一个新的价格(假设利率的期限结构、波动性、证券的期权调整利差 OAS 不变)。这样,总的早偿的不确定性系数可以由下面公式给出:

$$\frac{P_{SMM - 10 \% } - P_{SMM + 10 \% }}{2 \times P_{Base \ case \ SMM}} \times 100$$

这里,SMM 表示单月死亡率

$P_{SMM - 10 \% }$ 表示 SMM 下降 10% 后的价格

$P_{SMM + 10 \% }$ 表示上升 10% 后的价格

$P_{base \ case \ SMM}$ 表示基础情况下的价格

用这种方法计算的结果,由贴水的抵押资产支撑的证券表现出负的早偿不确定性系数。这和直觉是相符的,因为早偿速度的减慢意味着其他投资者必须等待更加长的时间来获得平价的支付,结果使得早偿率下降后价格下降。相应地,由升水的抵押资产支撑的证券则表现出正的早偿不确定性系数,因为更快的早偿速度减少了高价资产池的未来现金流收入,使得早偿率上升后价格下降。

二、利率风险

证券化产品作为固定收益证券的一种,具有和其他固定收益证券类似的各种风险,利率风险就是其中一种。利率风险和后面要介绍的各种风险都是内含于证券化产品中的、普通的固定收益证券也具有的风险。

1 . 利率风险的定义

证券化产品的价格与利率呈反向变动,即利率上升(下降)时,证券化产品的价格会下跌(上涨)。如果投资者将证券化产品持有至到期日,那么证券到期前价格的变化不会对投资者产生影响;如果投资者可以在到期日前出售证券,那么

利率的上升会导致资本损失。这就是通常所说的市场风险,也称利率风险。利率风险是证券化产品市场上投资者面临的主要风险之一。另外,对发行人来说,利率的变化会影响偿债基金的成本和利率敏感资产的收益。

通常情况下,人们用国债收益率代表市场收益率水平,其他证券化产品的收益率通常会与国债收益率作比较,并以利差的形式报价。当国债收益率发生变动时,证券化产品的价格也会相应地发生不同程度的变化。

2. 影响利率风险的证券化产品的特征

证券价格对市场利率变化的敏感程度取决于证券的特征,如证券的成熟期、证券的息票利率、利息支付的频率、本金分期摊还的速度、债务工具当前的收益率、证券中含有的选择权等。

在考虑上述影响利率风险的证券特征之后,人们可得出以下几个规律:

(1) 在其他条件相同的情况下,证券化产品的息票利率越高,其价格对利率的变化就越敏感。

(2) 在其他条件相同的情况下,证券化产品的到期期限越长,其价格相对于利率的变化就越敏感。

(3) 在其他条件相同的情况下,利率水平越低,证券化产品的价格相对于利率的变化就越敏感。

3. 浮动利率证券的利率风险

对固定利率证券化产品来说,因为息票利率和市场利率不同,所以当市场利率变化时,证券价格也随之变化。而对浮动利率证券化产品来说,息票利率会定期调整——调整利率通常由参考利率加上合同规定的指数利差得出。浮动利率债券的价格变动取决于三个因素:

(1) 距离下一个息票利率调整日的时间越长,价格变动的可能性越大。

(2) 浮动利率证券化产品价格变化的第二个原因是投资者期望的指数利差会发生变化。如果投资者期望的指数利差高于实际的指数利差,那么证券的价格将要下跌。

(3) 浮动利率证券可能存在一个利率上限。一旦根据息票利率调整公式计算得出的利率高于利率上限,那么证券提供的收益率将会低于市场利率,证券价格将下跌。实际上,当证券的息票利率接近上限利率时,浮动利率证券价格随利率变动的方式类似于固定利率证券。

4. 利率风险的衡量

上面已经讲到了影响利率风险的几个因素。在 1938 年,麦考莱(Macauley)提出了度量价格敏感性的方法,这种方法把影响价格敏感性的所有因素都综合了进去,这个度量方法就是持续期(duration)衡量法。久期衡量的是当利率变化

100 个基本点时,证券化产品价格变动的百分比。利率变化的程度越小,久期的衡量就越准确。

与久期密切相关的是一个基本点的美元值,它也可以作为度量价格敏感性的工具。一个基本点的美元值记为 DV01 或 DVBP。债券的 DV01 是当利率变动一个基本点时 100 美元面值的证券化产品价格变动的数额,DV01 值提供了一种在利率变化程度相同的条件下度量价格相对变化的手段。

以 $1/32$ 为单位的收益率的价值(YV32)是另一种度量利率敏感性的方法。 $1/32$ 为单位的收益率价值简单地说就是,金融工具的价格变动 $1/32$ 个百分点时,其收益率变动的基本点的数目。它提供了和持续期、DV01 类似的信息,但不同之处在于, $1/32$ 为单位的收益率价值和价格对利率的敏感性呈反向变化。换言之,一种金融工具的 YV32 越大,它的价格对利率变动的敏感性越弱。

三、利差风险

1. 利差风险的定义

由于风险债券包含信贷风险、流动性风险和早偿风险等等,因此,投资者在投资风险证券时,会要求一个风险溢价,也就是我们前面所讨论的利差。这个利差不是一直不变的,它可以随以下因素而改变:对国民经济运行情况的预期,对特定事件(如利率上升时,利差可能会上升)的预期,对影响到流动性的政治事件的预期(尤其是在新兴市场国家)等等。通常,投资者只是关注利差随利率变动而变动的幅度和方向。

债券的价格会随利差的变化而变化,当利差变大时,债券的价格就会下降,所以,利差的变动性导致了债券价格的不确定性,构成了债券的风险,这就是利差风险。在债券价格的计算中,贴现率里一部分是无风险利率,另一部分就是利差,所以,既然我们要考虑债券的利率风险,同样也不可忽视利差风险。关于利差风险,固定收益市场有过很大的教训。1998 年的秋天,固定收益市场经历了一场前所未有的动荡。这一方面是因流动性危机而引起,另一方面则是因为俄罗斯和巴西债券市场的波动以及有关长期资本管理对冲基金倒闭所导致的金融市场质量问题。在这次动荡中,公司债券、住宅抵押证券和资产抵押证券的利差都扩大了,其上升幅度在短短几天内就超过了往常几个月甚至几年的波动幅度之和。很多事后分析都用“5 个标准差波动”来描述这次动荡的强度。一个市场参与者评论道:“利差的扩大超过了任何一个模型的预期程度。为了满足保证金的要求,流动性被吞噬了”(《债券周刊》,1998)。商业抵押证券的利差甚至扩大到使流动性完全消失、无法报价的程度。我们可以从这场危机中吸取很多教训,但可以很肯定的一点就是:虽然一个企业的利率风险可以充分对冲,但在市场受

到冲击的时候,利差风险可以压倒利率风险。

2. 利差风险的度量:利差期限

利差期限是度量单个债券或证券组合的利差风险的工具,表示的是债券或证券组合的价格对利差变化的敏感度,具体计算上使用使用的是期权调整利差。为了计算利差期限,我们假定政府债券利率和波动性固定在当前水平,分别将同一证券的 OAS 上升和下降 100 个基准点,在这两个新的 OAS 上计算出两个新的价格,然后用下面的公式计算出利差期限:

$$\frac{P_{\text{oas} - 100\text{bps}} - P_{\text{oas} + 100\text{bps}}}{2 \times P_{\text{oas}}} \times 100$$

其中, P_{oas} 表示在基础的 OAS 下的债券价格

$P_{\text{oas} - 100\text{bps}}$ 表示 OAS 下降 100 个基准点后的债券价格

$P_{\text{oas} + 100\text{bps}}$ 表示 OAS 上升 100 个基准点后的债券价格

用上述方法计算出来的利差期限如果用 d 表示,其含义是,如果 OAS 变动 100 个基准点,那么价格变动的比例为 $d\%$ 。由于这个公式考虑的是 OAS 一个幅度的变化,是基于更高的和更低的 OAS 计算出来的价格相对于给定债券价格变化的百分比的平均值,这个百分比只是一个近似的估计。有了利差期限,我们就可以将利差变动的点数迅速地转化为价格变动的百分比,即每一美元头寸的变化。例如,如果利差期限为 4.37, OAS 变化 20 个基准点会引起价格变化 0.874% ($4.37 \times 20 / 100 = 0.874$)。因此,如果利差变化 20 个基准点,该债券的一个 500 万美元的多头会损失 4.37 万美元 ($500 \times 0.874\% = 4.37$)。

四、通货膨胀风险

通货膨胀风险或购买力风险是指由于通货膨胀而导致证券现金流的实际价值发生变化的风险,该风险通过现金流的实际购买力来衡量。例如,如果投资者购买了息票利率为 7% 的五年期证券化产品,但通货膨胀率为 8%,那么现金流的购买力将会降低。除可调利率证券化产品和浮动利率证券化产品外,其余证券化产品的发行人支付的利率都是固定的,因而投资者要面临通货膨胀风险。由于利率在一定程度上反映了预期通货膨胀率,所以浮动利率证券化产品的通货膨胀风险较低。

五、货币风险

以外币计价的证券化产品(即以外币支付的证券化产品)产生的现金流在折算成本币时,存在很大的不确定性。本币现金流取决于收到支付时的外汇汇率。例如,某投资者购买了以日元计值的证券化产品,如果日元对美元贬值,那么投

资者收到的日元兑换成美元后将会减少,这就是汇率风险,或称货币风险。当然,如果日元升值,那么投资者就会从中获利。

如果投资者购买了以外币计值的证券化产品,那么他面临的风险除汇率风险外,还有外国市场上的利率风险。

六、信用风险

信用风险或违约风险是指证券化产品的发行人可能发生违约的风险,如发行人不能按时对证券本息进行支付。信用风险可以由商业评级公司(如标准普尔、穆迪)给出的信用等级来衡量。我们在上一节里介绍的资产质量风险,和这里的信用风险有一定的区别。在上一节里,我们从资产证券化操作的角度介绍了基础资产的选择风险,而在这里,我们从发行人的支付角度来考虑信用风险,则是相对于投资者来说的。

由于信用风险的存在,大多数固定收益证券的价格都比同类型的美国国债的价格要低,因为国债被认为不具有信用风险。但是,除低信用等级证券外(如“投机债券”或“高收益债券”或“垃圾债券”),投资者在考虑实际违约事件的同时,会更多地考虑预期信用风险的变化和同既定信用风险水平相联系的成本,因为预期信用风险及市场要求的风险补偿的变化会影响证券的价值。

对于证券化产品而言,由于信用增级手段的广泛应用,其信用风险与普通固定收益证券的信用风险具有较大差异。想了解证券化产品信用风险详细内容的读者可以阅读关于资产证券化的信用评级和信用增级的内容。

七、赎回风险(call or timing risk)

赎回风险是指发行人可能选择在到期日之前赎回全部或部分发行物的风险。如果未来市场利率降低至息票利率以下,发行人通常有权赎回证券化产品。

从投资者的角度看,如果证券化产品可被赎回,那么存在三点不利因素。首先,可赎回证券化产品的现金流存在很大的不确定性;其次,因为利率下降时发行人要赎回证券化产品,所以投资者面临再投资风险,也就是说,投资者不得不将提前收到的收入用于再投资;最后,由于可赎回证券化产品的价格不会和发行人的赎回价格相差太大,所以,这削弱了证券化产品资本升值的潜力。

许多抵押支撑证券,都赋予借款人有在声明到期日之前赎回或终止其发行物的权利。尽管此时投资者可以以较低的价格购买或得到较高的收益率,但很难确定投资者是否得到了充分的补偿。赎回风险的大小取决于市场条件和赎回条件,有些市场参与者认为赎回风险的重要性仅次于利率风险。

八、再投资风险(reinvestment risk)

一般情况下,证券产生的现金流会用于再投资。再投资获得的额外收入,又称利中利(interest_on_interest),它取决于再投资时的利率水平及投资策略。在给定的投资策略下,由于市场利率变化导致的再投资收益的变化称为再投资风险。持有期越长,再投资风险越大;原有投资期间的收入越高,再投资风险也越大,高息票利率证券化产品就是其中的一个例子。

利率风险和再投资风险的方向相反。比如,利率风险是利率升高时的风险,因为利率上升会导致证券化产品价格下跌。而再投资风险则是利率降低时的风险,因为利率的降低导致再投资收益的减少。以这两种相互抵消的风险为基础的投资策略为免疫投资策略。

九、收益率曲线风险

在很多情况下,一种期限长度的证券化产品可以替代另一种期限长度的证券化产品。由于两种证券化产品的利率风险不同,所以在替代时应进行一定的调整。投资者在调整时通常会使用平行移动(parallel shift)假设,即不同期限长度产品的利率(收益率)会变化相同的数额,而收益率的实际变动通常又会背离该假设,这就产生了收益率曲线(或期限)风险。

通常情况下,收益率曲线风险在套期保值的情况下比在单纯投资的情况下更为重要。例如,如果贸易商为其头寸套期保值,或养老基金、保险公司购买资产来满足流动性要求,那么它们必须仔细考虑收益率曲线风险。但是,如果养老基金决定投资于中期证券化产品,那么证券期限的细微差别并不十分重要。另外,在分析证券化产品的掉期交易时,必须考虑收益率曲线风险,因为掉期交易的潜在增值收益完全取决于收益率的平行移动假设(或类似假设)。

十、流动性风险

流动性风险反映了证券以接近于其真实价值的价格出售的难易程度。衡量流动性的主要指标是交易商买入价和卖出价之间的差额:该差额越大,流动性风险就越大。但是,如果投资者计划将证券持有至到期日,那么流动性风险并不十分重要。

十一、波动性风险

含有选择权的证券化产品价格取决于利率水平及影响选择权价格的因素,其中一个因素为预期的利率波动性。通常情况下,当预期的利率波动性增大时,

选择权的价值也升高。对抵押支撑证券而言,由于投资者将选择权让与了借款人,所以期权价值升高时,证券的价格会下跌。这种利率波动性和证券价格反向变化而导致的风险为波动性风险。

十二、政治风险或法律风险

政府通常会征收预提税和其他税收,有时还会将免税证券化产品变为应税证券化产品;另外,监管机构可能会禁止其管辖的实体投资于某些类型证券化产品;这些行为会降低证券化产品的价值。但在某些情况下,政府或监管机构的行为也会抬高证券产品的价格。政治行为和法律行为对证券价值的影响被称为政治风险或法律风险。例如,某一投资者购买了免税证券化产品,他面临着两种类型的政治风险,确切地说,他面临两种税收风险。第一种类型的税收风险是所得税可能降低。边际税率越高,免税证券的价格越高。因而当边际税率降低时,免税证券的价格会降低;第二种类型的税收风险是,虽然该证券在发行时是免税的,但后来税务局可能会要求该证券的投资者缴纳税收,这也会降低证券的价值。

十三、事件风险

发行人对本息进行支付的能力通常会受以下两类意外事件的影响:(1)自然灾害或行业事故(industrial accident);(2)接管或公司重组(如杠杆收购)。这种意外事件对证券价格的影响称为事件风险。

十四、主权风险

主权风险是一国政治风险和经济风险的综合体现。信用评级机构在对一国所发行的证券进行评级时会首先考虑该国的主权信用水平。原则上,一个国家的各种机构所发行的证券的信用评级水平不应高于该国的主权信用水平。评级机构在评定主权风险时,主要考察以下内容:

1. 经济风险

(1) 经济体系和结构

- a. 市场经济或非市场经济
- b. 资源占有率和品种丰富程度
- c. 储蓄和投资规模及投资组合
- d. 经济增长的速度和模式

(2) 财政政策和公共债务

- a. 公共部门的财政收支

- b . 公共债务的货币组成和结构
 - c . 公共债务和利息负担
 - d . 或有责任
- (3) 货币政策和通货膨胀
- a . 价格水平的上升趋势
 - b . 货币和信用增长率
 - c . 汇率政策
 - d . 中央银行的独立性
- (4) 国际收支的灵活性
- a . 货币财政政策对外部账户的影响
 - b . 经常账户的结构、表现
 - c . 资本流动的充分性和组成
- (5) 外部金融头寸
- a . 公共及私有外部债务的规模和货币组成
 - b . 期限结构和债务偿还负担
 - c . 储备和其他资产的组成和水平
- 2 . 政治风险
- (1) 政治体系
- a . 政府的形式和制度的灵活性
 - b . 公众参与程度
 - c . 领导阶层更替的有序性
 - d . 经济政策目标的统一程度
 - e . 债务的偿还记录
- (2) 社会环境
- a . 生活水平、收入财富分配
 - b . 劳动力市场状况
 - c . 文化、人口特点
- (3) 国际关系
- a . 全球贸易与金融体系的融合程度
 - b . 国家安全风险

第三篇

中国拓展信贷资产证券化 的制度研究

第十章 资产证券化的制度基础分析

资产证券化是一项外部环境压力和内在趋利动机共同催生的金融创新。制度不仅仅是经济过程的外生变量,金融工具的创新也不仅仅是经典理论所认为的在金融领域“建立新的生产函数”而已,政府建立的法律、税务、会计等制度建设对金融创新有着巨大作用。

一、制度的产生以及对人们的经济行为的影响

新制度经济学对经济生活中人的行为特征作了如下假定:

1. 新制度经济学表明:人类行为的动机是双重的:一方面人们追求财富最大化,另一方面,人们又追求非财富最大化。人类历史上制度创新的过程,实际上就是人类这种双重动机均衡的结果。而制度在塑造人类这种双重动机方面往往起着至关重要的作用。

2. K. 阿罗引入了人的有限理性 (bounded rationality) 假说,它是指人的行为“既是有意识的理性的,但这种理性又是有限的”。同时由于存在着外部环境的不确定性、信息的不完全性和不对称性,所以只有通过制度设定一系列规则才能减少环境的不确定性,提高人们认识环境的能力。

外部环境的不确定性与人的智力是一种有限的稀缺性资源的结合,是制度设立的一个重要原因。

3. 人的机会主义倾向 (opportunism) 也是人类社会各种制度产生的一个重要来源,它是指人对自我利益的考虑和追求。机会主义经常会产生外部性,而制度的一个基本功能就是将外部性内在化。制度可以在一定程度上约束人的机会主义倾向。

在诺思的《制度与制度变迁及经济绩效中》,他明确指出:“制度是一个社会的游戏规则,更规范地说,它们是决定人们的相互关系而人为设定的一些制约”。而制度安排则是指管束特定行为模型和关系的一套行为规则,是支配经济单位之间可能合作与竞争的方式的一种安排。制度安排是制度的具体化。他进而分析了制度的几个特征:

1. 制度是人们发生相互关系的指南。用经济学的行话来说就是,制度确定和限制了人们的选择集合。

2. 制度包括人类用来决定人们相互关系的任何形式的制约。制度的制约包括正规的和非正规的两种。

3. 制度制约既包括对人们所从事的某些活动予以禁止的方面,也包括允许人们在怎样的条件下可以从事某些活动的方面。

4. 制度安排形式分为纯粹自愿、政府安排以及半自愿半政府三种。其中,给定同样数量的参与者,在政府安排下的组织成本可能要低于自愿安排下的成本:在政府安排下内含着一个追加的成本要素——每个参加者都受制于政府的强制性权力,而不管他对政府的强制性方案有多大的不满意,他都不可能退出;不过,一个政府的强制性方案可能会产生极高的收益,因为政府可能会利用其强制力来强制实现一个由任何自愿谈判都不可能实现的方案。

我们知道,资产证券化是一项外部环境压力和内在趋利动机共同催生的金融创新。一方面,它涉及到原始债务人、发起人、服务商、信托机构、信用增级机构、资信评估机构、投资银行等多方主体,特别是还需要一个特殊目的载体(SPV)作为交易结构的中心,这些主体的设立、活动、推出都要涉及法律等制度的规范。另一方面,资产证券化存在很多的环节,每一个环节又都涉及到不同参与者的追求自身财富和非财富最大化的利益问题及其权利义务问题。同时资产证券化又面临着如今瞬息万变的金融市场,如何通过一系列契约来约束众多参与者的行为,以及通过制度设定一系列的规则来减少外部环境的不确定性和信息的不完全性和不对称性,就成为资产证券化架构者以及当局考虑的一个重要的问题。下面我们结合制度的功能和美国的实际来看看制度的变迁(创新)对于资产证券化发展的重要性。

二、从制度功能看美国资产证券化发展过程中的制度变迁

我们这里所说的制度主要是经济制度,它是人为制定出来的、构成人与人之间相互作用关系的约束。这些约束由正式约束(如:规则、法律、宪法),非正式约束(如:行为方式、习俗、自我施加的行为准则),和它们的实施特征所组成,并决定着社会和经济的激励结构。下面我们从制度的功能结合美国的实际情况来分析资产证券化过程中的制度变迁:

(一) 降低交易成本,这是制度的基本功能之一

有效的制度能降低市场中的不确定性、抑制人的机会主义倾向,从而降低交易成本。

在新古典经济学那里,有效率的市场只有在交易成本为零的情况下才存在。只有在无交易成本的情况下,交易者才能忽视制度安排达到总收入的极大化;当交易成本存在时,制度就会起作用。换言之,制度也可以降低交易成本。约翰·J

·沃莱斯和诺思 1986 年的实证研究表明,1970 年美国国民生产总值的 45 % 被消耗于交易因素。当存在明显的交易成本时,随之而来的市场制度就被制定出来引导人们获得使之具有正确模式的信息。许多制度被制定出来就是为了降低交易成本。

资产证券化涉及多方主体,存在多个环节,相应地也就必然会出现较多的交易费用,这也是证券化的成本之一。而如果这个成本太高,就会影响资产证券化的发展,减少证券化当事人进行证券化的动力。而制度的建立或变迁,就是为了减少交易成本,减少个人收益率和社会收益率之间的差异,激励发起人进行证券化活动,从而使证券化各方受益。我们来看看美国政府为了减少交易成本而对法律、税务等制度安排的调整:美国国会于 1984 年通过了《加强二级抵押贷款市场法案》(The Secondary Mortgage Market Enhancement Act, SMMEA)——该法案确保所有已评级的抵押贷款支撑证券对几乎所有的投资者来说都成为合法的投资对象,为其提供了法律上的支持;1986 年,美国国会又通过了《税收改革法案》——该法案增加了不动产抵押投资载体(Real Estate Mortgage Investment Conduit, 简称 REMIC)条款,该条款为房地产抵押贷款证券提供了合理的税收结构体系,使证券发行者免于纳税,并规定了相应的会计、税收和法律条件,清除了以前严重影响交易的税收障碍;FASIT 立法提案——根据该立法提案,诞生了一个新的资产证券化载体——金融资产证券化投资信托(financial assets securitization investment trust, FASIT)。这种证券化载体可以避免双重征税,但相比 REMIC 来说,资产的范围从单纯的不动产扩大到多种金融资产。这一法案的通过为资产证券化的开展给予了更为宽松的税收待遇。

但是目前我国的会计、税收、法律制度都很不完善,如何在现有的市场环境下逐步寻找突破口,不仅是为了资产证券化,而且更是为了我国的市场经济健康健全地发展,减少市场中的交易成本,减少不必要的摩擦。后面我们将会分别就资产证券化过程中涉及到的会计、税收、法律制度的突破提出建议。

(二) 制度所执行的功能具有经济价值,可以为经济提供服务

著名经济学家 T.W.舒尔茨认为,制度的功能就是为经济提供服务,每一种制度都有其特定的功能和经济价值。而 W.阿瑟·刘易斯在其《经济增长理论》中则从经济发展的角度界定了制度的功能:制度促进或者限制经济增长取决于制度对努力的保护,为专业化所提供的机会以及所允许的活动的自由。在刘易斯看来,“制度最重要的特征也许是它所允许的行动自由的程度”。

诺思和托马斯反复强调制度变迁比技术变迁更为优先且更为根本的观点。诺思认为:发展是制度变化的结果,或者说,如果没有制度的演变,没有制度的创新,经济的发展就是不可能的。一个高效率的制度,即使没有先进的设备,也可

刺激劳动者创造出更多的财富;但是再先进的机器设备,若被安装在低效的制度环境里,其效率低的可能还不如手工操作时代的效率。

比如:1997年美国财务会计标准委员会(The Financial Accounting Standards Board, FASB)以 FAS125 规则替代了 FAS77 规则,重新确定了“真实出售”的会计标准,进一步放宽了对“真实出售”的认定,有利于鼓励住房抵押贷款证券化的发展。

(三) 制度为实现合作创造条件,保证合作的顺利进行

如果说竞争能够给人们带来活力与效率的话,那么合作则能够给人们带来和谐与效率。亚当·斯密在强调分工能够给人们带来效率的时候,忽略了分工的协调成本问题。制度在这个意义上讲,就是人们在社会分工与协作过程中经过多次博弈而达成的一系列契约的总和。尤其是在复杂的非个人交换形式中,制度更重要:它可以规范人们之间的相互关系,减少信息成本和不确定性,把阻碍合作得以进行的因素减少到最低限度。

在美国的政府参与的抵押支撑证券市场兴起的同时,无政府信用机构参与的抵押贷款证券化也开始发展起来,但是由于缺乏政府担保,控制信用风险便成为常规(conventional)抵押贷款证券化所面临的最大问题。为此,在美国私人信用型的 CMO 市场上发展了两套技术:一套是极大地扩大了评级机构在资产证券化运作过程中的作用;另一套是所谓的“信用增级”技术。证券化使得关于借款人、抵押品和其他风险因素的信息越来越容易从公开渠道获得。这类信息以前是传统组合放款人的秘密,现在则可以广泛地为公众所知,更进一步,评级机构把这种知识转换成可靠的信用评级的能力,从而加速了证券化交易并有利于提高其流动性。信用增级也是非政府担保型资产证券化必须使用的一种技术,其具体手段有:划分优先/次级结构,实施超额抵押,设立备付金账户以及办理金融担保等。信用增级技术的不断发展大大促进了无政府背景的资产证券化的发展。

三、从供求角度分析制度变迁中政府推动在资产证券化发展中的作用

需求与供给是一个刀刃的两面,很难把两者分开,制度中的供求关系是一个更为复杂的问题。但是我们可以根据不同条件找到问题的“主导”方面,由此就有了需求诱导型制度变迁和供给诱导型制度变迁的划分。

与以市场经济为基础的分散决策型体制相适应,美国的制度演变一般表现为自下而上的需求诱导型制度变迁:制度的重新安排是在单个行为主体为谋求在现存制度下得不到的利益(即外在利润)而产生制度变迁的需求所引发的。但是,需求的变动趋势虽是必要条件,却不是了解变化路线的充分条件。制度变化

的供给是重要的,尤其是在资产证券化的发展过程中,政府的巨大的推动作用更是显而易见的。我们知道,在政府主体与非政府主体参与制度安排的社会博弈中,由于政府主体在政治力量与资源配置权力上均处于优势地位,所以政府主体往往是决定制度供给的方向、形式、进程及战略安排的主导力量。政府作为市场规则的制定者、监督者和执法者,希望减少市场摩擦,提高市场运作效率和公平,使社会资本转移最大化和最优化,使投资者得到最大的保护,使市场得到稳定的发展。下面我们从美国资产证券化实践中政府机构和政府信用企业的特殊作用来看政府是如何培育证券化市场的:

在美国,资产证券化市场的创立可以追溯到大萧条时期。对于大萧条给金融市场带来的影响,国会的反应是组建一些公共目的机构,其中所设立的机构之一就是致力于处理当时抵押贷款计划问题的联邦住宅管理局(FHA)。这家政府机构发展和推广了固定利率平均偿付完全摊还的抵押贷款,还为抵押违约提供保险。由于申请抵押人必须满足联邦住宅管理局的承保标准,FHA成为第一家对抵押条件进行标准化的机构。一级市场的标准化对于资产证券化资产池的构建是必不可少的。1944年退伍军人管理局(VA)也开始对合格的抵押提供保险。

1938年,美国国会创立了联邦国民抵押协会(FNMA),这是一家具有公共目标的政府信用企业。FNMA负责为联邦住宅管理局(FHA)和退伍军人管理局(VA)担保的抵押贷款提供二级交易市场,具体的交易形式就是购买抵押贷款合同。FNMA需要一个获得资金的渠道以避免头寸紧张,于是国会授予FNMA从财政部借款的信贷额度,为它解决了这个问题。而且,作为一家政府代理机构,无政府背景的资产证券化所难以克服的法律和管制等问题均可以轻而易举地获得解决。例如:作为一家政府代理机构,FNMA可以享受蓝天法案以及其他投资法规的豁免待遇,从而可以通过投资银行广泛地发行抵押支撑证券。1968年,FNMA分立为两个机构:一个继续使用联邦国民抵押协会的名称,即FNMA,另一个是作为住宅和城市发展部附属机构的政府国民抵押协会(GNMA)。国会于两年后又设立了联邦住宅抵押贷款公司(FHLMC),它也负责购买联邦住宅管理局(FHA)和退伍军人管理局(VA)担保的抵押贷款,并发行抵押贷款支撑证券。GNMA通过为私人实体发行的证券提供担保来完成它的目标。这些私人实体将抵押贷款组合在一起,然后将这些抵押贷款用作所出售证券的担保。FNMA和FHLMC购买抵押贷款,将其组合起来,然后运用这些抵押贷款的组合作担保发行证券。用这种方式所创立的证券被称为抵押贷款过手证券。许多以前避免在抵押贷款市场投资的投资者也开始购买抵押转付证券。

政府代理机构的参与最终促成了资产证券化的最早品种——房地产抵押贷

款证券化的成功,而抵押贷款支撑证券市场也随之以惊人的速度蓬勃发展起来。到了 20 世纪 80 年代,抵押贷款过手证券的私人发行者开始降低对政府代理机构的依赖,一些发行人不运用上述的三家机构的支持,而是运用私人信用增级的一些形式,发行由常规家庭抵押品和商业性房地产抵押品支撑的资产支撑证券。

综上所述,政府机构、政府信用企业的参与对资产证券化市场的促进作用表现在以下几个方面:

1. 政府机构的参与规范了住宅抵押贷款一级市场,使之标准化,为资产证券化特别是抵押贷款二级市场提供了前提性条件;

2. 政府信用企业的参与,为资产证券化的发展开辟了道路。资产证券化作为一项金融创新,与现有的制度框架(包括法律、税务、会计等要求)有冲突;其经济上的可行性也为人所怀疑。而政府信用企业由于其特殊的身份,能豁免法律上的要求,同时在经济上得到政府的支持,所以比较容易成功。也正是因为其运作的成功,才使得资产证券化这样一种金融创新为世所承认,才能吸引私营参与者进入这个市场。

3. 政府信用企业的证券化实践为住宅抵押贷款证券化创造了一个庞大的投资群。它使得投资者体会到了住宅抵押贷款证券化产品的优势,使证券化产品获得了“银边债券”的美名。更重要的是,投资者逐步了解了这类产品的特点,并能对此作出必要的投资决策分析。显然,一个合格而成熟的需求群体的形成对于任何一项金融产品来说都是至关重要的。

4. 政府信用企业的证券化活动为此后私人部门的证券化提供了宝贵的经验。在政府信用企业的资产证券化运作中,投资者、投资银行、评级机构、律师、会计师各自发展了一套分析技术。可以说,是政府为住宅抵押贷款证券化交了学费,从而累积了可以为更广泛的主体参与证券化所借鉴的有益经验。

5. 当资产证券化市场发展起来以后,政府的“行政主导”角色逐步让位给“市场主导”角色。政府信用企业开始在资本市场上,逐渐成为美国公众公司,并按市场规则自然平稳地发展。这为更有效率的私营机构金融资产证券化市场提供了市场准入的机会和公平竞争的环境。

对于我国来讲,政府的推动尤其重要。由于市场还存在着各个方面的不完善的地方,所以只有政府放宽限制,甚至必要的时候可以特批个别的项目进行资产证券化的试点,才能发现和完善制度各个方面的问题,从而推动资产证券化在我国不久将来的普遍发展。

四、从制度环境来看中国开展资产证券化的制度瓶颈

资产证券化能否在一国发展起来,除了要看是否有强大的市场需求,还要取

决于该国具不具备适于证券化发展的制度框架。美国也是在建立了有利于资产证券化发展的制度框架以后,才迎来了证券化的大发展。随着证券化对我国企业的融资所起到的作用日见重要,我国的银行和企业已逐渐认识到促进证券化发展的迫切性和重要意义。但是我国目前的法律、税收、会计等方面的制度对我国资产证券化的开展形成了制度“瓶颈”,制约了我国资产证券化的开展。因而当前在我国开展资产证券化,当务之急是着手制定法律法规以及采取一些其他的措施来对我国的制度环境进行创新和完善。

制度环境,是指一系列用来建立生产、交换与分配基础的政治、社会和法律基础规则,是“基础性制度安排”(fundamental institutional arrangement)。它是一国的基本制度规定,决定、影响着其他的制度安排。制度环境当然是可以改变的,但与其他制度安排相比,制度环境的变迁要相对缓慢得多。在我国,开展资产证券化还存在多方面条件的制约:

1. 资产证券化交易的会计准则和税收法规的缺乏。资产证券化交易涉及以资产出售或融资为目的的不同程度的交易,对发起人而言,在会计上资产证券化融资是表外融资(off_balance financing),而确立资产证券化是表外融资的关键在于证券化资产的转让是“真实销售”。但目前我国尚未有针对资产证券化交易的会计准则。另外,在证券化过程中,关于证券化资产的定价、资产证券发行的会计处理等都存在着争议,而且由于缺乏统一的会计准则,使得主管部门很难对资产证券化业务实行有效的监控。此外资产证券化过程涉及的税务费用相当庞大,这些税务费用都会直接影响资产证券化的成本,在国外许多发达国家,一般为发行资产支撑证券这一特定目的而成立的信托中介(SPV)以及资产支撑证券的购买人都能享受到一定的税收优惠,以减轻资产证券化的成本,但目前我国还没有制定有关资产证券化方面的税收优惠政策。

2. 资产证券化的法规、法律不健全。资产证券化的有效运行取决于一套完整的法规,尽管我国的金融改革进展很快,一些经济立法(如银行法、担保法、抵押法、保险法、证券法)相继颁布,这些法律法规也为资产证券化的规范运作创造了一定的条件;但由于资产支撑证券是一个新的金融品种,其性质和发行过程均不同于公司债券与股票,而且证券法也没有将其纳入管辖范围,因此应该有资产证券化方面的专门法律或行政法规来对资产证券化的从业机构的组织形式、证券化资产的组合、收益的来源和分配等进行严格的规范,以防止资产证券化成为某些人的新型的圈钱工具,损害投资者利益,只是目前我国在这方面的法律法规还是一片空白。

3. 证券评级业不规范。资产证券化具有信用风险转移的特征,它在将资产经过一定的组合后重新分割为证券转卖给市场上的投资者的同时,也将这部分

资产的信用风险分割转移给了不同的投资者。由于涉及到风险与收益,因此对证券化的资产进行信用评估定级就是一个必不可少的程序,它要求证券评级机构能够真正对被证券化的资产的信用风险进行中立的、科学的、公正的评估,以便投资者能够依据评级机构出具的资信评级结果作出正确的投资决策。但是目前我国的证券评级业运作很不规范,信用评估不细,信用评级透明度不高,没有一个统一的评估标准,而且很多评级机构都与政府、企业、银行、证券公司等有着千丝万缕的联系,因此不但很难做到独立、公正的评估,甚至还有可能会为了实行证券化而肆意地美化资产,提高它的信用级别。

4. 信息披露失真的现象严重。信息披露的真实准确对资产证券的发行和交易至关重要,在资产证券化过程中,一笔贷款从金融机构转移给资产处理公司,再从资产处理公司转移给证券购买人,每经历一个环节,有关债务人的资信状况、债务人的还款能力、贷款本身的现金流量等信息如果披露不完全或失真,就不仅会影响资产接手人对贷款价值的判断能力,而且会使投资者的利益遭受不同程度的损失。因此,资产证券化的正常运行要求金融机构能够提供真实、准确的信息。但由于我国目前关于信息披露方面的法制不健全,还没有相应的法律手段来确保金融机构的信息披露的真实性,金融机构钻法律的空子,为了自身局部的利益,提供虚假的信息来美化自身的资产的现象并不罕见。这种信息披露失真对于资产证券化的推行将是一个很大的障碍。

5. 资本市场不够发达。特别是我国债券市场不够发达。因为资产证券化是以流动性来实现收益与分散风险的,所以没有一定深度的债券市场,资产证券化就不可能得以实施。特别是如果没有健全发达的国债市场,也就没有基准利率机制,ABS也就缺乏合理定价的依据,更不可能根据标的资产的风险、期限与还款期限分组打包予以证券化。即使硬要发行所谓的ABS,也不会形成具备起码规模的二级交易市场,而流动性得不到保证,长久持续的市场需求力量也就难以形成,有的顶多是投机性需求。

当然,正如上述所说,制度环境的变迁是缓慢的:一方面因为设计一项制度需要大量的初始设置成本,而随着这项制度的推行,单位成本和追加成本才会逐渐下降;另外一方面,制度环境还和一国的经济发展水平、制度创新的环境以及意识形态等多方面因素相关。我们不能指望在短期内改变所有这些制度障碍,但是我们可以借鉴国外的实践经验来建设自己的制度,比如借鉴美国利用政府的作用,设立政府信用企业来启动资产证券化市场的做法等等。

特别需要注意的是,在学习和借鉴国外的经验时,要注意制度的适应性效率。经济上,我们讲得最多的是配置效率,讲制度的资源配置功能。而在经济生活中,我们则容易照抄照搬,结果引入新制度、新规则后的效果不是很理想,这与

制度的适应性效率就很有关系。制度作为一种重复博弈的规则,其主要功能就是为组织提供一种适应外部不确定性世界、减少风险的“适应效率”。制度的功能要看其配置效率,但是制度的功能作用的发挥却取决于适应性。而引进一项制度,不能只看其有没有功能,而要看其功能能否发挥作用。所以,要学习和借鉴,也要注意甄别和与国情相结合。

下面几个章节,我们将分别从资产证券化过程中涉及到的几个方面:法律、税收、会计、信用基础、政府推动及监管、机构投资者、中介机构等方面来具体阐述制度建设的重要性和必要性,希望我们提出的一些具体的建议能够对中国的资产证券化的发展起到一点作用。

第十一章 资产证券化的法律制度

资产证券化的发展过程,同时又是它与法律制度相互作用、相互磨合的过程:资产证券化是证券化当事人为了实现利益最大化的目标,寻找法律上的空隙进行金融创新的结果,它形成了对原有法律制度的突破;反过来,资产证券化的出现又是对现有法律制度的一个挑战,它产生了对新的法律制度的需求,并由此推动了法律制度的供给和演变。

法律制度在资产证券化的过程中起着重要的规范和保障作用:证券化交易架构的设计需要法律的支持和规范,交易合同的履行和证券化当事人的权利需要法律的保障。此外,法律制度还会影响证券化交易结构的成本和效率。

资产证券化过程中涉及的法律问题繁多,但最重要及最核心之处是风险隔离机制的设计。本章(第二节到第五节)将对此进行深入的分析,其中第一节是本章的概述,它起着提纲挈领的作用;第二节和第三节主要对证券化的核心结构——特殊目的载体进行分析;第四节和第五节则分析资产转移过程中涉及的法律问题;最后一节对证券化过程中的其他法律问题进行了简要的说明。

第一节 资产证券化与法律制度之间的关系概述

资产证券化作为一项重要的金融创新,是在特定的法律制度框架下产生的,它的发展反过来又促进了法律制度的变迁。可以说,资产证券化的发展过程,同时又是它与法律制度相互作用、相互磨合的过程。在这一过程中,法律制度渗透于每一环节,发挥着重要作用:其一,它制约并影响着证券化当事人的行为;其二,它为资产证券化的正常运行提供了安全保障。

一、资产证券化和法律制度之间的互动作用

任何一项金融创新都是由外部环境的压力和内在的趋利动机共同催生的。资产证券化也是如此:促使其产生的经济动力,来源于经济主体对利益最大化的追求;当经济主体的利益受到法律制度的阻碍时,他们就会寻找法律上的空隙,进行金融创新。下面我们将以美国住房抵押贷款证券化为例来说明这项金融创新是如何在制度的桎梏下成长起来的:

美国在二战之后面临着私人住宅急剧膨胀的情况,房地产的开发及消费急需资金的支持。当时美国的住房金融制度受到联邦法律的严格限制,只能由地区性储蓄和信贷协会等储蓄机构依靠所在地居民的储蓄存款提供住房抵押贷款。但这些机构受到银行法《Q 条例》规定的存款利率上限的限制,不能随意提高存款利率来吸收资金,这导致储贷协会等机构的资金来源紧缺,贷款发放困难,并直接影响到房地产的开发和消费。而且,这些机构借短贷长,发放的又是固定利率的贷款,在市场利率升高的情况下,可能会出现流动性危机并导致清偿困难。贷款机构出于自身利益的考虑,迫切希望能够找到一种新的方法来增加可供贷放的资金,降低流动性风险。这时,资产证券化就应运而生了。它是制度约束经济利益的产物,同时也形成了对制度的突破。这一金融创新使贷款机构能够将出售应收款的收入再次用于放贷,从而加快了资金周转速度,提高了盈利能力;更为重要的是,贷款机构通过证券化将债务人的信用风险分散给了投资者,并成功地降低了流动性风险。

从上述分析可以看出,法律制度的束缚促进了资产证券化的产生。但法律制度的影响并不仅限于此,它还在资产证券化的发展过程中起着至关重要的作用。这主要表现在以下几个方面:首先,资产证券化交易架构的设计需要法律的支持和规范。例如,资产证券化所涉及的特殊目的机构(SPV)、发起人、原始债务人、信托机构、服务商等多方主体的设立、运行、退出都要由法律来规范,交易的各个环节如何种资产能够出售、何类机构能够提供担保、特殊目的载体是否可以发行证券、发行何种证券等都需要依据法律来进行;如果证券化当事人在架构交易时利用了法律空白,他就可能遭受法律风险。其次,法律制度将影响证券化的成本和效率。这里最典型的例子就是税法中的规定:如果证券化各个环节涉及的税种过多,税率过高,证券化的成本就会增大;过高的税收甚至可能导致交易结构的无效率。再次,资产证券化的发展需要法律的保障。证券资产的法律形式是合同权利,证券化过程本身也是由若干合同组成的复杂过程,合同的履行和证券化当事人的权利需要法律的保障。此外,证券化交易中的“真实销售”、“破产隔离”等要求也是在法律的保障下实现的。

由此可以看出,在证券化的产生和发展的过程中,法律制度起到了促进、规范和保障的作用。但资产证券化的出现是对现有法律制度的一个挑战,它产生了对新的法律制度的需求,并由此推动了法律制度的供给和演变。例如,美国为了促进抵押贷款一级市场的发展,于 1980 年通过《放松管制与货币法》,废止了《Q 条例》。更重要的是,1984 年国会通过了《二级抵押贷款市场增补法案》(SM-MEA)。该法案确保所有经过评级的抵押贷款支撑证券对几乎所有的投资者来说都成为合法的投资对象。紧接着,美国的 SEC 也据此同意所有住房抵押贷款

支撑证券均可通过“ 暂搁登记 ”方式承销。这一规则的实行,大大简化了 SEC 的审查程序,降低了抵押贷款支撑证券的发行成本。在特殊目的载体的架构方面,证券化当事人为了避免缴纳 SPV 的实体税,根据税法的规定创造了授予人信托和所有人信托这两种信托形式。美国国会针对证券化当事人对制度所产生的巨大需求,于 1986 年通过了《税收改革法案》,增加了不动产抵押贷款投资载体 (REMIC) 条款,该条款规定不动产抵押贷款支撑证券的发行人不须缴纳实体税,从而避免了双重税收。此后,在 90 年代初,美国议院又批准成立了一种新的资产证券化载体——金融资产证券化投资信托 (FASIT)。FASIT 也可以避免双重纳税,但它适用于所有类型资产的证券化。REMIC 和 FASIT 降低了证券化交易的成本,推动了证券化的全面发展。此外,1997 年美国财务会计标准委员会 (FASB) 以 FAS125 规则代替 FAS77 规则,重新确定了“ 真实出售 ”的会计标准,放宽了对“ 真实出售 ”的认定,从而促进了资产证券化的发展。

资产证券化的出现也给大陆法系国家的法律带来了巨大冲击,因为证券化中的很多概念都是大陆法系中没有或含义不同的,如信托、债权、物权等概念。如何将住房抵押贷款证券化纳入自己的法系,是大陆法系国家面临的全新课题。法国等国已根据证券化风险隔离的原理,制订了证券化法律,并以此推动了证券化的实践。

总之,法律制度的约束促进了证券化的产生,法律制度的规范和保障推动了证券化的发展;而另一方面,经济的发展是法律制度变迁的决定力量,资产证券化的产生和发展导致了法律制度的调整和演变,法律的调整反过来又进一步规范和促进了资产证券化的成长。上面的分析说明,资产证券化这一金融创新进程是在经济动力与法律制度的互动和磨合中实现的。

二、资产证券化过程中涉及的主要法律问题

资产证券化无论在哪一个国家实行,其结构设计都是以“ 风险隔离 ”为核心,因此法律最重要的作用就是使“ 风险隔离 ”的各种措施制度化、规范化,以保证现金流的安全性。围绕这个核心,我们来探讨资产证券化所涉及的主要法律问题。

1. 证券化交易架构的核心是风险隔离机制的设计。这主要包括两个方面,一是设立破产隔离的 SPV。要实现破产隔离,一方面应限制 SPV 的业务范围,使 SPV 远离破产风险。另一方面,应使 SPV 完全独立于发起人、服务商等,使其不受这些实体破产与否的影响。二是以真实销售的方式转移资产。证券化资

双重税收是指 SPV 和资产支撑证券的投资者就应收款产生的收入分别缴纳实体所得税和个人所得税。REMIC 和 FANSIT 形式的 SPV 不许缴纳实体所得税,从而避免了双重税收。

产从发起人转移到 SPV 手中,英美法上叫让与,大陆法上叫债权转让。资产转移应符合会计准则关于“真实销售”的标准。只有这样,在发起人破产时,资产池中的资产才不会被列入破产财产进行清算。在法律上如何保证上述两个方面的实现将是本章论述的重点。此外,在发起人转移资产是否要征得债务人的同意、是否要通知债务人,资产转移是否有效,债务人是否享有抵消权和抗辩权等问题上,各国法律有不同的规定。这些规定会影响证券化的成本甚至其经济上的可行性。

2. 信用增级的法律问题。信用增级包括内部信用增级和外部信用增级两大类,其中内部增级包括超额抵押、利差账户、优先/次级结构等;外部增级包括第三方担保、保险公司保险、银行开具信用证等多种方式。这一环节涉及附属贷款协议、担保函、保证协议、抵押协议、信用证、保险单据等法律文件,所有文件应分别遵循合同法、担保法、保险法等法律的规定。

3. 证券化产品发行与交易中的法律问题。这主要包括:发行的资产支撑证券属于何种类型的证券,受何种法律管辖;有关法律法规对证券化产品的发行、审核、承销、上市、托管等事项是否作出了明确的规定;资产支撑证券的交易场所、交易规则和参加交易的主体方面有何规定。这些法规决定着证券化产品的发行和交易成本。其中,同需求主体(如机构投资者)有关的规定对资产支撑证券的需求状况有直接的影响。

4. 证券化过程中涉及的其他法律问题。如抵押贷款一级市场的法律问题,主要涉及资产的原始权益人与原始债务人之间的契约法律关系,合法有效的契约为现金流的安全性提供了最基本的保障;标准化的抵押贷款合约可以更好地满足构建资产池的需要。此外,证券化的他法律问题还包括同证券化各当事人相关的法律标准、特殊的证券化交易结构应满足的法律标准等。

从上面的分析可见,资产证券化的全过程几乎涵盖了所有的经济法律领域:合同法、公司法及其他实体法、破产法、信托法、银行法、担保法、证券法、房地产法、会计法、税法等等。可以说,资产证券化的法律问题构成了一项法律系统工程,证券化当事人的权利义务关系要以相关的法律为标准,各个环节的有效性也要由相应的法律来保障。

三、我国实行资产证券化的法律环境概述

目前我国尚无资产证券化的专门法律;现有法律的部分规定同资产证券化存在着冲突,如贷款出售的法律准则;另外的一些规定则不利于资产证券化在我国的开展。例如,我国还没有制订有关真实销售的法律标准,税务机关就真实销售资产所征收的营业税和印花税大大增加了资产证券化的成本。但总体来看,

目前的法律障碍不是不能克服的,它只是影响了资产证券化的运作成本和经济可行性。

为了推动资产证券化的发展,我国立法部门应制订新的法律或对现有的法律作出调整。发达国家的立法和实践经验是我们可以学习和借鉴的资源,但由于法律制度具有不可移植性,法律制度的借鉴必须建立在对我国法律传统和现状深刻研究的基础之上。只有遵循这一原则,立法部门才能制订出符合我国现实情况的法律,并以此推动这项金融创新向纵深发展。

至于资产证券化过程中涉及的具体法律问题以及相关的立法建议,我们将在后面的章节中具体论述。

第二节 证券化中的破产防火墙——特殊目的载体

资产证券化风险隔离机制的重要组成部分——SPV 是证券化当事人设立的一个法律意义上的实体,它近乎一个空壳公司,自身不拥有职员和厂地设施,只拥有名义上的资产和权益,其实际管理委托他人进行。一般情况下,SPV 的资产由发起人进行管理;而其权益则全部移交给一家独立的受托管理机构进行托管,然后发行资产支撑证券。受托管理机构代表投资者持有证券的全部权益,收取证券本息并分配给投资者。此外,SPV 的证券发行和承销工作是委托投资银行完成的,信用增级和信用评级工作则分别委托担保机构和评级机构进行。

尽管 SPV 不承担实际的管理工作,但它是资产证券化交易结构的中心,也是资产证券化结构设计中典型的创新之处。SPV 之所以具有如此重要的地位,是因为它的设立在很大程度上保障了证券化交易的安全:首先,特殊目的载体(SPV)自身是破产隔离的,即 SPV 不易破产;其次,证券化的其他当事人,如发起人、个别债务人、服务商等当事人的破产不会对 SPV 的正常运营产生影响。SPV 在证券化的过程中好比是一堵破产“防火墙”,它将投资者和其他当事人的破产风险有效地隔离开来,从而保证了现金流的安全性,提高了交易的信用等级,增大了资产支撑证券对投资者的吸引力。下面我们就来分析如何设立 SPV 来“隔离”其自身、发起人、服务商和原始债务人的破产风险。

一、SPV 自身破产风险的隔离

在设立 SPV 时,首先要使 SPV 自身远离破产风险,以保障交易的安全性。其中远离破产风险是指 SPV 一般不会遭受自愿的或强制性的破产。证券化当事人在构建 SPV 时,一般要使 SPV 符合一定的法律标准,这些标准对实现破产

隔离而言非常重要,而且都同 SPV 的组织结构无关:

(一) 限定 SPV 的经营范围

一般情况下,SPV 是一个新成立的实体,它只能从事同证券化交易有关的业务活动。同资产支撑证券发行无关的业务活动产生的求偿权会导致 SPV 的破产风险,对 SPV 的经营范围进行限制就是为了规避这一风险。

在证券化交易中,架构者会在 SPV 的组建文件中设立目标条款,以限制 SPV 的业务范围,保证 SPV 获得充足的现金流。将 SPV 的限制条件写入组建文件,主要基于以下两方面的原因:其一,组建文件是公开的,因此所有公众,而不仅是特定交易的当事人,都清楚对 SPV 的限制条件;其二,组建文件会长久保存,因此可使 SPV 的管理同其章程保持一致。

(二) 对债务的限制

SPV 除了履行证券化交易中确立的债务及担保义务外,不应再发生其他债务,也不应为其他机构或个人提供担保,除非后来发生的债务满足以下条件之一:(1) 新发行证券的信用等级至少应和先前发行的证券的信用等级相同;(2) 新发行的证券完全从属于先前发行的证券。

对新债务规定的第一个限制条件使新证券的发行不会增大 SPV 的风险。第二个限制条件保证了新债务的持有人不会影响 SPV 的资信,也不能或不愿提交 SPV 的破产申请;因为这些新债务从属于先前发行的证券,所以即使新债务持有人提交 SPV 的破产申请,也几乎不能从中获得好处。在某些情况下,SPV 和其债权人签订的协议中还加入了不申请破产的条款,其中债权人表示不会提交 SPV 的强制破产申请,这种做法进一步保证了 SPV 能够远离破产风险。

实际上,对 SPV 债务的限制主要是为了防止 SPV 的强制性破产,而下面的设立独立董事的要求,则是从 SPV 治理结构设计的角度来防止其自愿破产的可能性。

(三) 设置独立董事

独立董事又称外部董事、非执行董事或非经营董事等,与董事会中的其他成员相比,独立董事的最大特点在于其独立性——独立于公司及其管理层。正因为如此,独立董事享有某些特殊的权利:独立董事在提交破产申请、实质性地改变公司目标和修改组织文件时,享有否决权;而在其他次要方面,独立董事和其

在美国,可把 SPV 设置成破产法管辖之外的实体,以规避破产风险,如信托(商业信托除外)。

组建文件是指公司章程、有限合伙的合伙契约或合伙协议、有限责任公司的组建章程、信托的信托契约。

另外一种方法是设立一个由独立的第三方(如慈善机构)所控制的 SPV。在发起人破产时,慈善机构或第三方并没有动机将 SPV 也放置在破产程序之中。

他董事一样,仅享有普通的投票权。如果 SPV 设立董事会,其董事会中至少应有一名独立董事,该董事在对破产事项进行表决时必须考虑证券持有人及股东的利益。SPV 还应在章程中规定,除非处于资不抵债的情况,并且经过全体董事或者至少包括一名独立董事的同意,SPV 才可以提出自愿破产申请。独立董事对重大事项的否决权使 SPV 不可能提交自愿破产申请,从而为 SPV 提供了破产保护。

在 SPV 为非“孤儿 SPV”的交易结构中,独立董事的作用尤其重要。由于母公司的董事会充当 SPV 的董事,董事会之间的这种相互关联关系就可能带来利益的冲突。在母公司已经资不抵债而 SPV 正常运行的情况下,母公司可能会通过其在 SPV 中的董事提交 SPV 的自愿破产申请,并合并 SPV 的资产。如果 SPV 至少有一位独立于母公司的董事,该董事的投票就会给 SPV 提供破产保护,SPV 就不可能提交自愿破产申请。

目前,我国的独立董事制度刚刚起步。中国证券监督管理委员会于 2001 年 8 月 16 日颁布了《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》,旨在完善上市公司的法人治理结构,促进上市公司规范运作;此外,证监会在创业板市场规则的草案中,也规定上市公司董事会必须包括两名以上独立董事,并规定了独立董事任职所必须具备的条件。独立董事制度的建立和健全,必将为我国 SPV 的设立提供良好的制度环境。

(四) 不能进行并购重组

SPV 应在组建文件中规定,在资产支撑证券尚未清偿完毕的情况下,SPV 不能进行清算、解体、兼并及资产的销售,也不能对组建文件进行修改。这一要求保证了在资产支撑证券尚未清偿完毕时,SPV 破产隔离的状况不会遭到兼并、合并及任何形式的重组、解体、清算或资产销售的破坏。

(五) 遵守独立契约

如果 SPV 没有独立的法律地位,法庭通常会运用各种合并原则将 SPV 及其资产纳入母公司的破产程序之中。在英美法系中,法庭主要应用以下原则来确定公司法上 SPV 是否应该和其母公司合并:公司法中的“揭开公司面纱”理论,是指当控股实体如 SPV 的母公司,无视 SPV 的独立地位时,法庭否认 SPV 的独立人格而采取将两个实体合并的措施;“化身”理论,是指当分公司只是一个空壳且其所有的业务活动都由母公司从事时,法庭采用的方法。“实质性

孤儿 SPV 是指没有母公司的特殊目的载体。

即公司法人格否认的原则。

英美法学者形象地将公司的独立人格描绘为罩在公司头上的“面纱”,这层“面纱”将公司与其股东包括母公司隔开,法律不能透过“面纱”让子公司直接承担母公司的债务。

合并”是破产法中的一个衡平法原则,它是以上两种理论的综合。

为了避免和母公司合并,SPV 必须遵守独立契约,如以自己的名义从事业务活动,建立独立的账簿和档案,保留独立的账户,隔离自有资产和其他实体的资产等。

而在我国,公司法人格否认仍属于一个全新的领域,有关法律没有对此作出明确的规定。但是,为了保证现金流的安全性,证券化过程中设立的 SPV 最好要独立于发起人。目前我国存在的问题是,企业界对实体的独立人格不够重视,如我国上市公司中存在的大股东对上市公司的控制,“两块牌子,一套人马”等现象,就说明了这一点。在这种情况下,SPV 的独立人格亟需明确的法律来进行规范。

(六) 资产的担保权益

担保权益是指对债务进行担保后所产生的担保权人享有的权益。SPV 一般应将资产的担保权益授予资产支撑证券的持有人。在担保权益转让之后,即使 SPV 破产,母公司也难以从破产程序中获取实际利益,这就减小了母公司提交 SPV 的强制破产申请的动力。因此,担保权益的转让可以降低 SPV 强制性破产的可能性,使发行人更易满足合格 SPV 的法律要求。

从另一方面看,投资者获得资产的担保权益之后,即使 SPV 因资不抵债而破产,他们仍然能够获得担保的款项。虽然投资者获得款项的多少会因担保程度的不同而有所不同,但他们毕竟会因资产担保权益的转让而受到一定程度的保护。

二、同发起人的破产风险隔离:真实销售

证券化的发起人通常就是原始权益人。证券化结构应该保证发起人的破产不会对 SPV 的正常运营产生影响,也不会影响对证券持有人的按时支付。为了实现这一目标,证券化交易的架构者不仅要保证发起人不会和 SPV 合并,还要确保证券化资产从发起人到 SPV 的转移会被定性为真实销售,而不是担保融资。

如果资产在发起人和 SPV 之间的转移为担保融资,那么资产仍保留在发起人的资产负债表上,在发起人破产时,抵押支撑证券的持有人只能以受担保的债权人的身份,参加破产清算,因此投资者能够获得的款项就会受到发起人的破产风险的影响。反之,如果资产的转移为“真实销售”,那么发起人就实现了资产的表外处理,SPV 对基础资产拥有所有权。在发起人破产时,基础资产不能作为其破产财产,这对抵押支撑证券的持有人至关重要。因此,真实销售能够使证券化资产和发起人的破产风险相隔离。

界定交易是真实销售,还是担保融资,各国法律的侧重点不同。总体而言,可以分为两类:一类国家以英国为代表,这类国家对证券化交易的界定更注重形式而非实质。它们认为,只要金融资产证券化坚持采用销售形式,那么即使交易在商业效果和法律性质上与由资产担保的融资相同,法院也可将证券化交易视为销售——但是当事人应当注意不要在交易中使用不一致的用语——这种做法有利于证券化目标的实现。例如有些国家的法律对担保人的保护不够充分,有关法规将更多的交易界定为“真实销售”有利于保护资产支撑证券投资者的利益。

另一类以美国为代表,它的界定标准是重实质而轻形式。尽管当事人在合同中表明其意愿是出售证券化资产,但法庭往往忽略当事人的意思表示,而要求交易满足成文法或判例的规定。一般情况下,美国法庭在确定交易是否为真实销售时,需根据:(1) 当事人的意图;(2) 损失风险转移的程度/追索权;(3) 转移发生后卖方对转移资产的控制程度;(4) 会计和税收处理;(5) 对第三方当事人的通知等方面的因素来判断交易是否为真实销售。

三、同服务商的破产风险隔离

如果基础资产产生的收入保留在服务商的自有账户中,那么,在服务商提交破产申请时,资产产生的收入就会滞留在服务商的自有账户中,这就延迟甚至危及了对资产支撑证券的偿付。另外,在资产产生的收入和服务商的自有资金混合的情况下,也可能导致基础资产产生的收入不能用于对证券的按时偿付。

为了避免上述情况的发生,SPV 和服务商签订的服务协议中通常规定,服务商在收集收入后的一定时期之内,可以保留和混存收入,但在这一时期结束之后,资产的收入必须存入合规存款账户之中。有些服务协议则规定债务人直接对锁定账户进行支付。锁定账户中的款项每天都会被存入合规存款账户之中,除非服务商具有证券化交易要求的信用等级,否则它就不能获取锁定账户的款项。在满足上面的要求之后,证券化结构就保证了服务商(主或从属服务商)的破产和清偿能力不足都不会减少或延迟对证券投资者的按时偿付。

四、同原始债务人的破产风险隔离

在个别债务人无力偿还债务的情况下,资产支撑证券的持有人能否得到按时支付呢?证券化结构通过构建资产池保证了证券的偿付不受个别债务人清偿能力的影响。资产池中包括若干不同债务人的债务,SPV 可根据基础资产的历史违约数据,通过构建模型来推算资产池中资产的违约率,然后 SPV 根据违约率来推测基础资产产生的现金流,并据此确定资产支撑证券的收益率。因此,证

券化交易架构的设计将个别债务人的破产情况考虑在内,并采取措施熨平了现金流的波动,从而使投资者获得的偿付几乎不受债务人破产风险的影响。

总之,SPV 作为证券化的中介和核心机构,成功地使投资者同发起人、服务商、原始债务人的破产风险隔离开来,从而保障了投资者的安全,确立了资产证券化在融资领域的重要地位。SPV 是证券化结构中最具有创新性的部分,它充分体现了资产证券化运作中的“风险隔离”原理。

第三节 我国设立 SPV 的法律环境

通过上一节的分析可以知道,特殊目的载体(SPV)作为资产证券化交易过程中的核心机构,发挥着“破产隔离”的重要作用。但 SPV 是发达国家特殊的法律环境下的产物,因此,在将其移植到我国时要考虑其法律适用性。目前我国的理论和实务界对资产证券化的开展模式有不同的看法,其中有的观点认为目前不设立 SPV,由商业银行以组建的资产池为支撑直接发行证券是一种较为可行的资产证券化方式(在下一节作重点介绍)。但设立 SPV 可以更好地实现破产隔离,因此是更安全、更先进的证券化方式,它代表着资产证券化的发展方向。下面我们将重点分析在我国现行的法律制度框架下设立 SPV 的可能性,并提出 SPV 的最可行的设立模式。

一、设立 SPV 时要考虑的因素

在设立 SPV 时,必须综合考虑以下各方面的因素,以确定 SPV 的组织形式:

证券化当事人要考虑的首要因素是法律对证券化税收的规定。在证券化交易过程中,当事人最重要的税收目标就是避免 SPV 的双重税收,也就是说,应选择一个税收负担很小或没有纳税义务的实体作为金融资产的购买者。如果发起人选择的 SPV 因持有金融资产而负有纳税义务,就会缩小发起人的利润空间,减少投资者的投资收益,从而不利于调动供需两方面的积极性。在美国,发起人为了避税创造了几种新的 SPV 模式;发起人的避税动机是促使 SPV 形式创新的主要原因之一。关于 SPV 税收的具体情况,我们将在税收一章中作专门分析。

其次,法律关于法律主体的规定也是当事人要考虑的重要因素。任何一个实体的设立都需要符合一定的法律形式上的要求。有关的法律法规将对实体的注册成立、经营活动、会计、破产清算等进行规范。一般而言,当事人在选择 SPV 的法律形式时的基本要求是设立手续简便,设立成本较小,便于资产支撑

证券的发行。就美国而言,证券化当事人可以选择的商事组织的形式是多种多样的,其中比较常见的是信托、公司、有限合伙等。

另外,SPV 的设立主体也会对 SPV 产生不同的影响。政府在 SPV 的设立方面扮演着至关重要的角色。例如,美国政府的三大机构——联邦国民抵押协会(FNMA)、政府国民抵押协会(GNMA)和联邦住宅抵押贷款公司(FHLMC),以及香港按揭证券公司都是典型的由政府组建的公司形式的 SPV。它们有坚实的政府背景,并在很多情况下与私人公司享有不同的待遇。与政府设立的 SPV 相对应的是私营形式设立的 SPV,其中一种是发起人组建的 SPV,但因发起人和 SPV 之间是母子公司关系,发起人可能对 SPV 享有特权,从而损害投资者的利益——这不利于证券化交易被界定为真实销售;另一种是由独立的第三方组建和拥有的 SPV。独立的第三方通常为基金形式,它通常委托管理机构代表基金权益持有 SPV 的股份。基于这种形式进行的资产转让交易,一般可被界定为真实销售。

二、SPV 可采取的法律形式

(一) 信托

1. 信托的法理分析

以信托形式建立的 SPV 被称为特殊目的信托(SPT, special purpose trust)。信托是一种起源于英美衡平法的制度设计,它的基本含义是委托人将财产权转移给受托人,受托人则为受益人的利益处分信托财产。信托的法律构造产生了两个最基本的法律观念:一是所有权和利益的分离。信托一旦有效设立,委托人转移给受托人的财产就成为信托财产。信托财产所有权的性质极为特殊,表现为“所有权与利益的分离”。其中受托人享有信托财产的所有权,即“法(普通法)定所有权”;但受托人必须将管理和处分信托财产所产生的利益交给受益人,因为受益人享有“衡平法上的所有权”。二是信托财产的独立性。信托一旦有效设立,信托财产即从委托人、受托人以及受益人的自有财产中分离出来,成为独立运作的财产。

以信托的方式设立 SPV,是指原始权益人将证券化资产转让给 SPV,成立信托关系,由 SPV 作为资产支撑证券的发行人发行代表对证券化资产享有权利的信托收益证书。在这样一个信托关系中,委托人为原始权益人;作为受托人的 SPV 是法律规定的营业受托人,即有资格经营信托业务的银行、信托公司、信托银行等经核准设立的营业组织;信托财产为证券化资产组合;受益人则为受益证书的持有人。与前述的信托法律关系基本的法理念相一致,在这里,原始权益人将其证券化资产信托于 SPV 后,这一资产的所有权就属于 SPV,原始权益人的

债权人就不能再对不属于原始权益人的资产主张权利。而 SPV 享有的所有权受到受益人“衡平法上所有权”的限制,是不完整的所有权,故其债权人也不能对这一资产主张权利。不难看出,正是信托财产的独立性满足了证券化风险隔离的要求。

从制度功能上讲,信托是一种具有长期规划性质、富有弹性空间且能充分保障受益人的结构,因此它在美国资产证券化的实践中使用得很普遍。历史上第一个特殊目的载体的设计,就是由布朗伍德律师事务所的律师约翰魁·森伯利利用联邦税收准则中关于授予人信托的规定来完成的。后来,美国人创造了所有人信托模式,它也可以达到避税的目的。关于这两种信托的具体情况,我们将在税收一章中进行介绍。

2. 我国的情况

信托作为一种具有灵活性的转移和管理财产的制度,也为大陆法所接受。由于大陆法坚持的是“一元所有权”观念,故对信托作了既保持其本质又符合大陆法传统的处理:即将信托作为民法特别法单行立法,通过权利义务上的设计使受益人拥有一种特殊的受益权来取代英美衡平法所有权。这就使得信托方式成为世界各国设立 SPV 都可以采用的最为普遍的一种形式。

在我国,信托已为人们熟知,大量的信托投资公司也在现实生活中存在。而从现实看,我国的信托投资公司是在特定的经济条件下,作为融资手段恢复的,其功能是“受人之托,代人招财”,而不是“受人之托,代人理财”。而且我国信托业的业务方向和定位从那时起就一直模糊至今,信托业从来没有成为信托投资公司的主业。这种无规范的状态导致信托业的混乱,也积累了巨大的金融风险。多家信托投资公司已被行政关闭,其中“广信”成为我国第一家申请破产的金融机构。为防范和化解金融风险,中国人民银行于 1999 年 1 月 18 日发出《整顿信托投资公司方案》,开始了对信托业的整顿。在这种情况下,利用信托投资公司作为 SPV 并不现实。而 2001 年 4 月,作为信托业发展基本法律依据的《信托法》出台,这对资产证券化的开展无疑是一个利好消息——目前发起人设立信托形式的特殊目的载体已经没有法律上的障碍。但《信托法》及其他有关法律都没有对信托是否要缴纳实体水平的所得税作出具体规定。

(二) 公司

公司的形式在英美法系与大陆法系有所不同。在英美法国家,公司具有广泛的含义。概括地讲,公司是指由法律赋予其存在,并与其发起人、董事和股东截然分开的法人团体。在这些国家,一般将公司分成以营利为目的的商事公司和发展慈善、宗教、教育等事业的非营利公司。作为 SPV 的公司只能是商事公司。下面以美国为例,说明英美法系的公司法形式。美国的公司法主要由各州

立法机构通过的成文法和各州及联邦法院通过的判例法组成。在美国,公司的形式主要包括:(1)普通公司(即C公司),从税收的角度看,普通公司必须按联邦所得税法C章的规定交纳所得税,所以普通公司也被称为“C公司”。设在税收天堂的特殊目的公司是SPV的惯用形式之一。(2)S公司。为了避免双重征税,有些公司根据联邦所得税法S章的规定,选择成为S公司。S公司可以避免以实体身份缴纳联邦所得税,但却要受若干规章和条件的限制,如其股东数目不得超过35人,而且股东不得是公司和无本国国籍的非居民等。这就限制了S公司成为SPV的可能。(3)有限责任公司(LLC)。在美国,有的州还允许企业以某些特殊的形式经营,这些特殊的经营形式通常在责任方面像普通公司,而在税收方面又像S公司。

与英美法不同,大陆法上的公司分成五种:无限责任公司、两合公司、股份两合公司、有限责任公司和股份有限公司。后两种形式的公司具有法人资格,其股东全部承担有限责任——我国于1993年颁布的《公司法》只承认这两种形式。

1. 有限责任公司

我国的有限责任公司是指由不超过一定人数(50人以下)的股东出资组成,每个股东以其出资额为限对公司承担责任,公司以其全部资产为限对公司的债务人承担责任的企业法人。我国对有限责任公司的立法较为完善,SPV可以采用此形式。当然,此形式无法回避双重征税。除此之外,值得注意的还有以下几个问题:

(1) 我国不允许设立一人公司

一人公司是指只有一个股东、而且该股东承担有限责任的公司。与很多发达国家不同,我国不允许设立一人公司。《公司法》明确规定,有限责任公司的股东必须在两人以上。这就限制了发起人或第三方设立一个全资的子公司。当然,在实践中,这一规定是很容易被规避的。

(2) 国有独资公司

不允许设立一人公司也有法律上的例外,那就是设立国有独资公司。前文介绍了国外政府设立SPV的情况,这在中国也完全可以借鉴。这种模式有《公司法》中有关国有独资公司的规定为依据;而且依照《公司法》,国有独资公司也有发行公司债券的资格。因而此模式很具现实性和操作性,基本上不存在法律障碍。

(3) 商业银行设立SPV的限制

从国外经验看,由发起人即银行设立一个附属融资子公司,由其担任SPV的角色,是很常见的。如前所述,我国的商业银行首先无法成立全资附属的子公司。其次,从业务上也有限制。《商业银行法》规定:“商业银行在中华人民共和

国境内不得从事信托投资和股票业务,不得投资于非自用不动产。商业银行在中华人民共和国境内不得向非银行金融机构和企业投资。”《证券法》规定:“证券业和银行业、信托业、保险业分业经营、分业管理。”也就是说,目前我国商业银行只能从事商业银行业务,不能投资于非银行金融机构,不能成为以发行抵押支撑证券为主要业务的 SPV(非银行金融机构)的控股公司。因此,目前由商业银行设立 SPV 进行证券化不可行。

2. 股份有限公司

我国的股份有限公司是指全部资本分成等额股份,股东以其所持股份对公司承担有限责任,公司以其全部资产对公司债务承担责任的企业法人。由于我国《公司法》对设立股份有限公司的要求较高,注册资本要达到 3000 万元人民币,并要遵守公众公司信息披露的要求,且设立手续繁琐,成本耗费巨大,审批程序复杂,从经济上考虑不适宜采用此种方式设立 SPV。

(三) 有限合伙

合伙是一种简单而古老的经营形式,只要两个以上的合伙人达成合伙协议,同意共同经营管理并分享收益即可。它成立简便,并可避免双重征税。每一合伙人都要对企业的债务承担无限而且连带的责任。“无限”,是指当企业的财产不足于清偿企业的债务时,合伙人要以自己的个人财产清偿;“连带”是指在合伙人以自己的个人财产清偿企业的债务时,债权人可以要求任何一个合伙人先行以其个人财产清偿全部债务。如此严厉的责任使一些只想通过投资获得收益而不愿参加经营管理更不愿承担无限连带责任的投资者望而却步。

为了解决这个问题,有限合伙就出现了。有限合伙由一个以上的普通合伙人与一个以上的有限合伙人组成。普通合伙人承担无限连带责任,而有限合伙人参与合伙事务的经营管理,根据出资额享受利润承担债务,只承担有限责任。

我国已于 1997 年颁布了《合伙企业法》。提交人大常委会审议的《合伙企业法(草案)》曾规定有限合伙,但审议中以“问题较复杂”等为由否定了关于有限合伙的规定。另外,一般认为,英美法上的有限合伙与大陆法上的两合公司较为一致,但我国《公司法》也未规定两合公司形式。所以,以有限合伙形式设立 SPV 在目前中国还没有法律依据。

三、我国设立 SPV 的突破模式

从 SPV 的角度看,我国开展资产证券化主要有三种突破模式:其一,不设立 SPV,由商业银行直接以基础资产为支撑发行证券,这就是我们通常所说的表内资产证券化模式。这种模式的优点是这样做不存在制度方面的障碍,在技术方面的要求也比较低;但其缺点在于这种方法不能实现“破产隔离”,从而无法保证基础资产的安全性。其二,国内发起人将基础资产出售给国外的 SPV,由后者发行资产支撑证券,即所谓的跨国证券化。这样做可以利用发达国家的先进经验、完善的制度环境和较为成熟的投资群;但跨国证券化同国内证券化相比结构更为复杂,通常会涉及更多的问题,如预提税和外汇管制问题等。上面的两种模式虽是目前我国开展证券化可以采用的方式,但第三种模式——发起人通过设立 SPV,并将基础资产出售给后者——可以实现资产同发起人破产风险的隔离,而且这一方式更适合于在我国大规模开展证券化。下面将重点介绍我国设立 SPV 的三种突破模式:

1. 国有独资 SPV

在我国,目前最可行的模式就是成立国有独资形式的特殊目的载体。例如,我们可借鉴香港按揭证券公司模式,设立一个由政府支持的国有独资公司,其经营业务为购买应收款,并以此为支撑发行证券;其首笔注册资金由政府投入,其后可以发行公司债券以募集资金,所募资金专门用于购买证券化基础资产。

这一模式目前在我国并不存在法律上的障碍,而且此类 SPV 还能享受税收方面的优惠。因此,这是我国设立 SPV 的一种最迅捷,成本最节约的一种方式,它有助于推动证券化在我国的开展。当然,在长期中,政府应逐步引入市场力量,鼓励竞争,引导证券化市场向规范、健康的方向发展。

2. 特殊目的信托

2001 年 4 月,《中华人民共和国信托法》的出台,为特殊目的信托的设立提供了法律依据。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,然后该信托以基础资产为支撑发行受益凭证和/或证券,受托管理机构作为投资者的代表持有证券的权益,并负责收取证券的本息,分配给投资者。

前文提到,信托是一种带有长期规划性质、极富弹性空间且更能保障受益人(资产证券化中受益人为投资者)的结构,因此,信托形式的 SPV 必将在我国资

目前,由于商业银行设立 SPV 受到限制,以银行子公司作为 SPV 发行资产支撑证券(准表外证券化)不可行,所以这里不再对准表外证券化进行讨论。

产证券化的实践中占据重要地位。我国应尽快制订具体的实施办法和相关的配套法规,以使《信托法》和信托能够发挥其应有的作用。

3. 资产管理公司设立子公司 SPV

有关法律规定,我国的资产管理公司可以综合运用多种手段来处置不良资产,其中具体包括运用出售、置换、资产重组、债转股、证券化等方法对贷款及其抵押品进行处置。同时,资产管理公司还可以享受多种形式的优惠政策,例如税收优惠政策。因此,由资产管理公司设立子公司 SPV 进行资产证券化不失为明智之举。具体做法是,资产管理公司按照破产隔离的要求成立一子公司 SPV,该子公司专门从事证券化基础资产的购买和资产支撑证券的发行业务。

第四节 资产转移的方式及定性

资产转移是指证券化的基础资产从发起人(原始权益人)转移到 SPV 的过程,它是证券化交易结构中最重要的一环之一。资产转移可被定性为真实销售和担保融资,以真实销售的方式转移资产是实现风险隔离目标的主要手段之一。

在进行资产的转移时,首先要注意以下几个问题:第一,资产必须是该管辖区的法律允许转移的资产;第二,资产的转移要以买卖双方之间已签订的书面担保协议为依据;第三,资产出售时卖方享有对标的资产的全部权利,买方要支付相应的对价。

一、资产转移的方式

从法理上讲,证券化发起人可以采用以下三种方式转移资产:

(一) 让与

让与是指发起人无须更改、终止原有合同,只需通过一定的法律手续,直接把基础资产转让给 SPV,即交易不涉及原债务方。大陆法上与之相对应的概念是债权转让。根据美国合同法的一般规则,只要原始权利人(发起人)与新权利人(SPV)达成让与协议,让与不需要债务人的同意或对债务人进行通知,也不需要其他进一步的行为,就在双方之间生效。但是为了构成一项有效的让与,即产生对债务人的效力,卖方除了在协议中表明“让与”的意思还不够,他还须向债务

2000 年 11 月 10 日颁布的《金融资产管理公司条例》没有明确规定资产管理公司(AMC)是否可以设立子公司,因此,AMC 在设立子公司时可能要经过国家有关部门(如财政部、人民银行、证监会)的批准。

前面已经提到,另一手段是设立远离破产风险的特殊目的载体。

人发出让与通知。但是,如果发起人继续作为资产池的服务者,则这一通知义务可以免除。如果在原合同中双方有限制让与的约定,则让与协议对债务人不发生效力。让与是一种手续简单、成本节约的转移方式,也是证券化过程中最常用的转移方式。

我国 1986 年颁布的《民法通则》规定,“合同一方将合同的权利、义务全部或部分转让给第三人,应当取得合同另一方的同意,应当取得第三方的同意,并不得牟利”。由于证券化过程中发起人一般会有一定的盈利空间,因此违背了民法中债权转让不得牟利的规定。但我国 1999 年颁布的新合同法中对债权转让作出了新的规定,其中不再有禁止牟利的条文。因为合同法是民法(一般法)的特别法,法律适用又遵循特别法优于一般法的原则,所以资产证券化的债权转让方式在我国不存在法律上的障碍。我们将在下一节中对此进行详细的介绍。

(二) 债务更新

即先行终止发起人与原始债务人之间的债权债务合约,再由 SPV 和原始债务人按原合约条款签订一份新的合约,从而把发起人和原始债务人之间的债权债务关系转换为 SPV 和原始债务人之间的债权债务关系。更新是一种有效、严格的资产转移方式,因而这种方式在任何管辖区都不存在法律障碍。但是,这种方法也存在不容忽视的缺点:由于 SPV 和原始债务人之间需要重新签订合同,因而该方法手续繁琐,费时费力。只有在原始债务人的数目很少时,证券化才可能采取这种方法。

(三) 部分参与

该方式下,SPV 与资产债务人之间无合同关系,发起人和原始债务人之间的基础合同继续有效。资产不必从发起人转移到 SPV。SPV 先向投资者发行资产支撑证券,然后将筹集到的资金转贷给发起人,其转贷金额等于资产组合价值。投资者向 SPV 的贷款和 SPV 向发起人的贷款都附有追索权。SPV 偿还贷款的资金来源于资产组合产生的收入。

部分参与实际上属于担保融资(抵押贷款),这一资产转移方式在我国不存在法律上的障碍。但部分参与没有将 SPV 和发起人的破产风险隔离,也就是说,投资者获得的偿付会受发起人破产风险的影响;同时,投资者对发起人具有追索权;因此发起人无法彻底转移信用风险,也无法实现会计上的表外处理。

这就引出了资产证券化的一个核心问题:无论证券化的当事人采用何种方式转移资产,当事人一般都要确保转移会被有关法庭判定为真实销售,这样,发

见《中华人民共和国民法通则》第五章第二节第九十一条。
严格说来,这里发行的债权可被称为抵押担保债券。

起人的破产风险才不会对 SPV 产生影响。下面将详细论述这一问题。

二、资产转移的定性

根据证券化资产和发起人破产风险隔离程度的不同,资产转移可被界定为真实销售(表外证券化)和担保融资(表内证券化)。在真实销售情况下,证券化资产及其现金流收入不受发起人破产风险的影响,因此交易者大多采用该方式转移资产,以保证交易的安全性。不过,交易者有时会根据本国特殊的制度环境和交易的具体情况,选择担保融资方式进行证券化。下面,我们在客观评判这两种资产转移方式的基础上,力求找出我国住房抵押贷款证券化的实现途径。

(一) 真实销售和担保融资之比较

对证券化当事人来说,真实销售和担保融资这两种资产转移方式各有利弊。他们通常要综合考虑法律、会计、税收、资产状况等方面的因素,来选择恰当的资产转移方式。

1. 发起人。发起人采用真实销售的资产转移方式,可将风险资产转移到资产负债表之外,并可使自身不再受基础资产信用风险和投资者追索权的影响。而且,发起人在破产时不能将这部分资产列入破产财产进行清算,这样就保证了证券化交易的安全性,增大了证券化产品对投资者的吸引力,从而可获得较为有利的发行价格和发行条件。但真实销售对发起人也有不利之处,例如,它必须提供较大的折扣作为对投资者丧失追索权的补偿;丧失了对证券化剩余资金的索取权;在资产转移时就必须确认销售收入并缴纳所得税——除此之外它还可能要缴纳营业税、印花税和预提税。只有在营业净损失移后扣减快要到期的情况下,发起人立即确认销售收入才能获得税收方面的好处。

与真实销售相比,发起人以担保融资方式转移资产具有下述优点:可延迟纳税并规避资产转移过程中的部分税收;可将自己不愿出售的优质资产保留在资产负债表上;在转移资产时可获得更多的资金,减少价格折扣并保留剩余索取权。但由于证券化资产没有移到表外,发起人必须以自有资产为证券化现金流作担保,这就意味着它没能彻底转移基础资产的信用风险;再者,发起人的资信和破产风险会影响证券化产品的评级,这将不利于吸引投资者。

2. 投资者。如果资产转移为真实销售,SPV 对基础资产就拥有所有权。当发起人破产时,证券化资产不能作为其破产财产进入清偿程序,因此,真实销售保证了投资者不受发起人破产风险的影响。不过,真实销售使投资者丧失了对发起人的追索权,这是该方式对投资者的不利之处。

反之,当资产转移为担保融资时,如果发起人破产,SPV 或投资者只能以受担保的债权人的身份参加破产清算,因此投资者获得的款项受发起人破产风险

的影响。但在这种转移方式下,投资者保留了对发起人的追索权。也就是说,投资者对资产转移方式的偏好,取决于他们对破产风险隔离和保留追索权的权衡。

从上面的分析可以看出,交易者会权衡真实销售和担保融资的利弊来确定资产转移的方式。但在有的国家,如美国真实销售的定义在破产法律、会计制度和税法的规定中是不同的,所以在资产证券化中构建一个在税法上是融资,而在破产法律和会计制度上被认为是真实出售的资产转移交易也是可能的。

此外需要注意的是,当事人在主观上可能希望以某种方式转移资产,但其愿望能否实现则取决于有关法律的规定和管理机关对资产转移的定性。因此,证券化当事人在架构交易时不仅要遵循法律的规定,还应向有关部门征询意见。

(二) 真实销售和担保融资的界定标准

前面已经提到,资产转移的重新定性大致可分为两类模式:第一类认为形式超过实质。这类地区主要包括英联邦国家、德国法域的国家。例如,即使交易双方转移资产的实质意思是以此资产作为担保进行融资,但如果双方签订的是买卖合同,法院就认为资产转移构成了买卖——其中合同中采用的文字是认定交易性质的关键。这种做法将更多的交易界定为“真实销售”,有利于保护资产支撑证券投资者的利益。第二类认为实质重于形式。尽管当事人在合同中表明其意愿是出售证券化资产,但法院往往忽略当事人的意思表示,而要求交易满足成文法或判例的规定。这种国家最主要的是美国。这种模式中存在的问题是缺乏可预见性。下面主要介绍美国法庭在为资产转移定性时需考虑的主要因素:

1. SPV(投资者)是否保留追索权

确定资产转移是出售还是担保融资,首先要考虑SPV(投资者)保留的对发起人追索权的程度和性质,因为追索权是资产转移定性的决定性因素。如果卖方提供的直接或者间接追索权是为了弥补信用风险,保证对应收账款的支付,交易就会被界定为担保融资。在证券化交易中通常使用的直接或者间接的追索权形式主要包括:(1) 发起人对按时收款的担保;(2) 发起人保留一定价款;(3) 出让方的保证;(4) 发起人承担回购义务或对表现不好的应收账款加以替代的义务;(5) 发起人在应收账款中保留次级利益;(6) 外部信用加强等。

销售合同中追索权的存在并不必然排除该交易是真实出售的可能性。如果存在追索权,问题就在于这种追索权的性质、交易的性质使得法律上的权利和经济后果是与融资交易还是与出售更加相似。在确定追索权的程度时,法庭通常会将其与证券化资产的历史违约记录进行比较:如果所附着的追索权绝对大于这些违约记录,就可以认定追索权是过度的,证券化交易一般会被界定为真实销售。但在某些情况下,追索权的程度也可以适当超过历史违约记录,例如这些应收账款的地域过于集中、应收账款都来自一个不景气的行业等等。

2. 发起人是否享有回购权和对证券化资产的控制权

法庭在为资产转移定性时,还要看发起人是否有赎回或回购证券化资产的权利。赎回权是担保交易的一个重要方面,所以,如果转让方还保留赎回的权利,这个交易就很有可能是一项担保融资。大多数含有回购协议、远期承诺和发起人回购选择权的证券化,证券化资产的有效控制权仍保留在发起人手中,因而应作为融资处理。

但在资产证券化交易中,往往有一个选择权条款,即服务商清除购买权(clean up calls)条款。服务商清除购买权是由服务商(可是发起人)持有的一种期权,依据它服务商可在未偿资产余额减少到服务这些资产的成本变得相对很高时(通常占转移资产原值5%—10%时)回购剩余金融资产。它和其他的卖方选择权不同,持有服务商清除购买权的卖方没有保留对证券化资产的有效控制权,因而交易可以作为销售处理。此外,如果证券化条款中有买方卖权(buyer put options),即资产的买方拥有将资产卖给发起人的选择权,这类交易也可以被定性为真实销售。

3. 资产的买方享有的权利

当资产转移为真实销售时,证券化资产的买方能够随意处置这些资产。买方可以收集资产产生的收入(通常委托卖方作服务代理人),用证券化资产交换其他商品和服务,或将资产作为担保贷款的质押品。如果买方没有这些权利,交易也就更多地具备了担保融资的性质。

当然,在某些情况下,发起人可以对买方进行适当的限制,例如,发起人可保留优先取舍权,即当资产的买方准备以市场价格卖出资产时,发起人享有优先购买资产的权利;发起人可在转移协议中规定受让人不能将证券化资产卖给卖方的竞争者。这些限制不会影响资产转移的真实销售性质。

4. 资产转移时的定价机制

发起人转移资产的价格是否固定也是影响资产转移定性的一个重要因素。在证券化交易中,最为常用的定价方法就是按照一定的折扣来购买应收账款,这些折扣按照预期的违约率计算。在购买价格或折扣率浮动的情况下,发起人承担了利率风险,交易通常会被界定为担保融资。如果SPV以一定的折扣购买应收账款,而且这种折扣是在交易前根据证券化资产的收入预期和历史违约率计算得出的,以后不管实际情况与预期相差多远,该价格都不能再进行调整,那么这种固定价格可以使交易被定性为真实销售。

5. 证券化资产是否被有效隔离

证券化资产的合法隔离具有实质性的意义,它也是确定能否实现真实销售的重要因素之一。如果发起人没有完全隔离资产,信用增级就成了一句空话,而

且当发起人发生财务问题时,证券化的投资者最多享有和卖方的普通债权人一样的权利。在这种情况下,交易会被定性为担保融资。

判断资产是否被隔离要考虑交易的具体情况和环境,如果证券化资产在发起人或其任一支机构的破产管理人或其他接管人的控制范围之外,资产转移就可以被界定为真实销售。判断资产是否已被隔离要求转移人作如下判断:(1)合同是否允许发起人撤消合同;(2)发起人和特殊目的机构可能会发生何种类型的破产或财务清算;(3)买方是否附属于发起人。

6. 其他因素

资产转移定性还要考虑发起人对证券化资产剩余收入的索取权。如果SPV有权利支配剩余收入,交易就会被定性为真实出售。而如果发起人对剩余收入有索取权,证券化交易就可能被认定为担保融资。

此外,法庭在界定时会考虑证券化当事人的真实意思表示。证券化交易要被定性为真实销售,转移文件应是正式的转让文据,且应反映出当事人的意图是真实销售,文件中的措词也应是销售,而不是质押或授予担保权益。

总之,资产转移的定性非常复杂,要考虑的因素也非常多,上面所列出的仅是主要因素。我国目前尚未制订界定真实销售和担保融资的法律,上面的分析可为我国在这一方面的立法提供借鉴。

(三) 我国的实践探索:采用何种方式开展证券化

从发达国家的经验来看,不同国家由于制度环境和具体情况不同,选择的证券化方式也不相同。例如,美国一般采用真实销售的方式;欧洲国家在证券化发展的初期通常采用担保融资的方式,但随着证券化的发展,欧洲各国也越来越多地采用真实销售这种相对安全的方式转移资产。

目前,我国的住房抵押贷款证券化正处于理论研究和试点阶段。基于下述一些考虑,笔者认为,在当前阶段,我国宜采用担保融资的方式进行证券化:其一,我国的证券化是对这项金融创新的被动应用,而不是由经济主体鉴于外部环境压力和内部盈利动力而主动进行的创新。目前我国商业银行的资金充足,并不存在流动性问题,而且住房抵押贷款又是银行的优良资产,出售这部分贷款意味着银行让渡部分收益,所以银行本身没有很强的动力出售住房抵押贷款。其二,我国尚没有制订界定真实销售和担保融资的法律,在这种情况下将交易构架为真实销售存在法律上的不确定性。其三,要真正实现交易的安全性,交易者不仅要真实销售资产,还应设立破产隔离的SPV。目前在我国设立这样的SPV有一定的难度,法律、税收和会计方面需要创新和突破的地方很多。其四,发起人真实销售资产,可能要承担更重的税负,如立即确认所得税收入,缴纳流转税等。过重的税负会增大证券化交易的成本,降低证券化对发起人和投资者的吸引力,

从而不利于这项金融创新业务的推广。由于上述原因,目前最可行的证券化方式就是让资产停留在银行的资产负债表上,由银行自行发行证券。这种方式可为以后的证券化积累经验。

但是,真实销售能够更好地隔离风险,保证交易的安全性,因此它是一种更为先进的资产转移方式。而且,随着个人信用制度的完善和消费需求的提高,银行业的住房信贷及其他信贷种类将快速发展,银行将被迫出售贷款来改变资产负债不匹配的状况。此外,银行业竞争的加剧和金融市场外部环境的改变也会促使银行出售资产来获取流动性,增强盈利能力。因此,真实销售是我国证券化的长期目标。为了实现这一目标,政府应加快立法工作,明确资产转移方式的界定标准及征税原则,规定 SPV 可采取的形式和税收状态;政府还可以借鉴发达国家的经验,通过直接设立 SPV 的方式来推进证券化。这些措施必将有力地推动住房抵押贷款证券化在我国的发展。

第五节 资产转让过程中的法律问题

证券化资产,即资产的原始权益人对原始债务人享有的债权,由原始权益人出售给 SPV,在大陆法上叫“债权转让”。所谓债权转让,是指不改变债的内容,由债权人与第三人协议将其债权转让给第三人的双方法律行为。在证券化资产转让的过程中,债权人为发起人,第三人为受让人。

债权转让在法律上有以下特点:只是债的主体变更,债的内容没有变化;债的转移不引起新的债关系出现,债的关系前后保持同一性;债权转让协议的订立程序适用于合同订立的程序和方式。上一节在介绍三种转移方式时已经提到,债权转让能够节约交易成本,是一种经济上有效的证券化资产转移方式,因此我们将对此进行重点介绍。

一、资产的可转让性

证券化资产的转让以资产的可让与性为前提条件。发起人在转让资产之前,首先应该清楚关于资产转让的法律,以确定证券化资产是否属于法律允许转让的类型。我国 1999 年的《合同法》对债的可让予性作出了规定,其中第七十九条列出了三种限制债权转让的情况:“(一)根据合同性质不得转让;(二)按照当事人约定不得转让;(三)依照法律规定不得转让。”由此可知,受到转让限制的合同资产通常包括:

第一,其自身的性质决定了不能被转让的合同。主要是指基于个人信任关系或以特定身份关系为基础的合同,如雇佣合同。其他国家也有类似的规定,如

德国、荷兰等国家中涉及个人特性的应收账款,包括赡养费、养老金等不允许转让。证券化资产大多是信贷合同,因此不属于这种情况。

第二,自身含有禁止转让条款的合同。如果证券化资产的基础文件中有禁止该合同资产转让的条款,发起人就不能转让资产。因此,发起人在签订贷款合同时,应确保合同中不能有限制债权转让的条款,否则证券化就无法进行。

第三,现行法律法规禁止转让的合同。某些证券化资产的转让受到法律的限制。例如,我国《商业银行法》限制性地规定了商业银行的业务范围,其中并没有允许商业银行转让信贷资产。而且,1999年新颁布的《金融违法行为处罚办法》第9条规定,金融机构不得超出中国人民银行批准的业务范围从事金融业务活动,否则要依法受到处罚。当然,《商业银行法》也留下了余地,对商业银行的业务规定了一个授权性条款,即可经营“人民银行批准的其他业务”。目前我国在实践中已有商业银行转让贷款债权的案例;而且新成立的四家资产管理公司,其宗旨是收购商业银行的不良资产——这标志着主管部门对信贷资产转让的认可,但是,如果没有一个有普遍效力的解释,信贷资产的转让就有可能存在法律上的风险。而采取个案批准的办法,也会加大资产证券化的运作成本,因此商业银行转让信贷资产有必要正式获得法律的支持和正名。

此外,还有一类合同,它们在性质上虽然可以转让,但由于某些原因其转让受到了限制。如在发起人破产程序启动时,资产的转让可能会损害发起人的债权人的利益,这种情况下发起人发生的资产转让行为可能不具有法律效力。关于资产转让的有效性问题的,我们还将下面进行详细分析。

二、资产转让的原则

资产转让的原则,是指在资产转移过程中债权人发生变更时,如何保障原债务人的知情权。资产转让原则会对资产证券化的成本产生重要影响。一般来说,对债务人知情权的保障程度越高,证券化的通知成本也就越高。因此,一国在确定资产转让原则时,通常会在保障债务人知情权和降低通知成本之间作出权衡。根据各国法律在资产转移过程中对债务人知情权保障程度的不同,可以将资产转让原则划分为以下三种类型:

其一是协议移转原则,即债权的转让必须与债务人达成合意。我国《民法通则》所采用的就是这一原则。协议移转原则下,证券化的发起人转让任何一笔应收款都要征得债务人的同意,这种做法虽然可以最大限度地保障债务人的知情

如1998年7月,中国银行上海市分行与广东发展银行上海分行签订了转让银行贷款债权的协议,这是我国国内第一笔贷款出售。

权,但也加大了证券化的成本负担,降低了证券化的效率,从而不利于这项金融创新的大规模开展。

其二是通知转让原则,即债权的转让虽然无须征得债务人的同意,但应将转让的法律事实通知该当事人。例如挪威、瑞典等国的法律要求发起人和 SPV 必须将证券化资产的转移通知债务人,以使资产的转移在法律上有效;否则,在发起人破产时,SPV 所主张的权利可能会受到破产管理人或接收人的质疑,导致已转移的资产可能会被重新列入破产财产进行清算。通知转让原则同协议移转原则相比,可在一定程度上降低证券化的成本。但是,证券化资产池的规模一般都很大,应收款的出售可能会涉及成千上万个债务人,如果对每一个债务人都要进行通知,发行人的工作量就非常大,这对证券化的成本也会产生较大的影响。

其三是自由转让原则,即债权的转让无须征得债务人的同意。英国的法律规定,资产转移以发起人和 SPV 之间签订的转让协议为准,发起人和 SPV 无须将资产转移交易通知债务人。美国的合同法规定,只要发起人与 SPV 达成让与协议,资产转移不需要对债务人进行通知,就可以在转移的双方之间生效。但发起人只有在向债务人发出通知之后,资产转移才会对债务人生效;如果发起人继续作为资产池的服务者,这一通知义务可以免除。

我国 1999 年颁布的《合同法》对债权转让的原则作了专门规定:“债权人转让权利的,应当通知债务人。未经通知的,该转让对债务人不发生效力。”由此可知《合同法》规定的是通知转让原则。由于《合同法》是《民法通则》的特别法,根据特别法优于一般法的原则,从 1999 年 10 月 1 日起,我国在债权转让问题上开始采用通知转让原则。这使资产证券化的发起变得相对容易,从而有助于它在中国的发展。

三、资产转让的有效性

资产转让有效成立后,即在转让人、受让人及债务人之间发生相应的法律后果:SPV 取代原债权人的地位而成为新的债权人,如债务人不履行还本付息的义务,SPV 有权以自己的名义向债务人提起诉讼;同时,凡债务人得以对抗贷款银行的抗辩权,同样可以对抗 SPV。

(一) 有效资产转让必须满足的条件

在资产证券化的过程中,要保证资产转移的有效性,发起人首先要确保证券化资产是法律上允许转让的资产,并要依据法律的规定完成资产转移这一过程。下面以贷款资产的转让为例:(1) 在贷款债权转让给 SPV 时,依附于主债权的

见《合同法》第 80 条第 1 款的规定。

从权利(包括抵押权、质押权、保证等担保权益、利息债权、违约金债权、损害赔偿请求权等)也应一并转移。这源于《合同法》第八十一条的规定:“债权人转让权利的,受让人取得与债权有关的从权利,但该从权利专属于债权人自身的除外。”需要说明的是,住房抵押贷款债权的转让,因受物权公示转让的限制,还须履行抵押权转让登记手续。(3) 贷款债权转让时,发起人应将行使债权所必要的法律文件和证据提供给 SPV,并应告之同主张债权相关的必要情况。(3) 发起人在转让贷款资产时,应将转让这一事项通知债务人。

其次,转让交易是否符合法律上的公平原则是法庭判断资产转移是否有效时要考虑的一个重要因素。例如,发起人破产之前的资产转让可能会损害发起人的债权人的利益,这种情况下发起人发生的资产转让行为可能不具有法律效力。下面将详细分析发起人破产之前资产转让的几种情形。

(二) 破产申请前的资产转移

有些国家的破产法为了保障破产人的债权人的利益,通常会将破产之前的资产转移判定为无效的交易。因此,如果证券化资产的转移发生在发起人的破产申请之前,那它就有可能不符合交易有效性的要求。在这种情况下,证券化资产仍会作为发起人的破产财产进行破产清算,结果使投资者失去担保资产,其投资风险也因而增大。

1. 优惠性转移 (preference transfer)

债务人在破产申请前一段时期之内对某债权人进行优惠性清偿,使该债权人获得的清偿数额大于其在破产程序中将要获得数额的,托管人有权撤销此清偿。这就是“优惠性清偿”。为了保证清偿的公平性,破产法通常规定须对破产时间进行合理追溯,在推定破产日到实际破产清算日这一段优先偿债期内,一切非对等的、非正常的行为都被视为无效,托管人可以将清偿资金并入破产财产进行清算。至于优先偿债期的长短,不同司法制度的规定不同。美国破产法规定为破产申请之前的 90 天内,或当债权人是内部人时,在提出破产申请的 1 年之内。我国的《企业破产法(试行)》第三十五条规定,人民法院受理破产案件前六个月至破产宣告之日的期间内,破产企业的下列行为无效:(一) 隐匿、私分或者无偿转让财产;(二) 非正常压价出售财产;(三) 对原来没有财产担保的债务提供财产担保;(四) 对未到期的债务提前清偿;(五) 放弃自己的债权。

在资产证券化交易中,如果发起人向 SPV 转移资产被认定为优惠性转移,证券化的资产就会被纳入发起人的破产程序之中,从而对投资者能够获得的偿付产生不良影响。因此,发起人对 SPV 转移资产往往是等价交换,以避免转移资产的交易被法院界定为优惠性转移。此外,在循环性资产证券化结构中,发起人在 SPV 支付价款之后可能会继续履行 SPV 转移应收账款的义务,如果发起人

破产,该转让会因缺乏对价,而存在被认定为是优惠性转移的可能。为了解决这一问题,证券化当事人可以约定,SPV 在使用筹集的资金向发起人购买资产时,不要一次性支付所有价款,而是应按照每次转移资产的价值分批支付。

2. 欺诈性转移(fraudulent transfer)

任何债务人为了逃避、拖延和欺骗债权人而转移财产的行为成为欺诈性转移,此类转移通常被法律认定是无效的。如果发起人在资产证券化中转移资产的行为构成欺诈性转移,发起人的其他债权人就可以撤销该行为,使资产证券化完全失败。

认定欺诈性转移主要涉及两方面内容。第一,转移人的财务状况。转移人如果在转移时或者转移后陷入破产的困境,或接近破产时,这种转移就容易被认定为欺诈性转移。第二,转移人转移财产的主观意图。法律规定,转让人欺诈性转移财产的意图在于“逃避、拖延和欺诈”债权人。这一意图最主要的一个表现就是转让人在转移资产时没有得到公平的对价。

在证券化交易中,发起人在转移资产时一般会接受到公平或合理的对价,因此存在欺诈性转移的可能性较小。但发起人可能会采用过度抵押的方法来进行内部信用增级,即发起人向 SPV 转移的资产超过其所获得的对价,这种情况下的资产转移存在被认定为欺诈性转移的可能。因此在实践中一般要求有关机构出具证明,证明转移人(发起人)已经获得了公平的对价,而且转移人在转移资产时财务状况良好。

3. 终止待履行合同(executory contract)

在破产法中,待履行合同是指合同双方在合同项下的主要义务均尚未履行的合同。按照破产法的规定,受托人有权终止那些待履行合同。我国的《企业破产法》第二十六条对此作出如下的规定:“对破产企业未履行的合同,清算组可以决定解除或者继续履行;清算组决定解除合同,另一方当事人因合同解除受到损害的,其损害赔偿额作为破产债权。”

在大多数证券化交易中,资产的转移方(即证券化的发起人)作为服务商会继续为 SPV 服务,负责收取基础资产产生的款项,并将其支付给 SPV。在这种情况下,清算组解除服务合同会阻止发起人向 SPV 支付。此外,在循环型证券化交易中,发起人还有义务向 SPV 转移更多的资产。如果破产受托人拒绝履行继续转移资产的合同义务,资产池中的基础资产数量就会受到影响。根据我国《破产法》的规定,虽然 SPV 在破产受托人解除合同后可以要求赔偿违约损失,但这些要求只是无担保债权,只能按比例从破产财产中获得清偿。为了保证投资者在发起人破产时及时得到支付,证券化当事人在实践中一般会在服务合同中加入备用服务商条款,规定 SPV 有权在发起人破产时终止服务合同,并替换

服务商,以避免遭受损失;同时,SPV 也应该事先确定一个机构作为备用服务商。

四、资产转让过程中的其他法律问题

(一) 资产转让后债务人享有的权利

1. 抵消权

抵消是指在双方当事人互负债务的情况下,一方当事人可以将其债务与对方当事人的债务互相冲抵,使双方的债务都消灭。在抵消后,一方当事人不须向对方履行债务,对方也不须向其履行债务。抵消的作用主要有二:一是债的简便清偿,即通过抵消免除债务人之间的相互清偿;二是担保,即一方当事人在对方当事人清偿能力下降的情况下,将债务互相抵消可以迅速地使自己的债权得到清偿。

很多国家的法律都对抵消作出了具体的规定。在大陆法上,银行的抵消权主要有法定抵消和合意抵消两种。英美法对抵消的规定与大陆法不尽相同,例如,英国法律中的抵消包括普通法上的抵消与衡平法上的抵消。我国的《合同法》规定,“当事人互负到期债务,该债务的标的物种类、品质相同的,任何一方可以将自己的债务与对方的债务抵消,但依照法律规定或者按照合同性质不得抵消的除外”;“当事人互负债务,标的物种类、品质不相同的,经双方协商一致,也可以抵消”。在债权转让的情形下,债务人接到债权转让通知时,债务人对让与人享有债权,并且债务人的债权先于转让的债权到期或者同时到期的,债务人可以向受让人主张抵消。此外我国的《破产法》第三十三条还对破产抵消作出了具体的规定,即债权人对破产企业负有债务的,可以在破产清算前抵消。

在资产证券化交易中,原始债务人的抵消权会对 SPV 的权利产生不利影响。在 SPV 购买基础资产之后,原始债务人行使抵消权会减少资产池中基础资产的数量,从而影响基础资产所产生的现金流的稳定性,增大投资者的投资风险。因此证券化当事人在架构证券化交易时,必须充分考虑原始债务人行使抵消权的可能性,并采取必要措施来解决这一问题,如 SPV 可以和债务人签订协议,约定债务人不再行使抵消权。

2. 抗辩权

履行抗辩权是指在互有义务的合同当事人一方,在对方未履行义务或履行

《合同法》第九十九条。

《合同法》第一百条。

《合同法》第八十三条。

义务不当时,有权拒绝履行属于自己的那部分义务。我国《合同法》第八十二条规定,债务人接到债权转让通知后,债务人对让与人的抗辩,可以向受让人主张。这一规定的意图是对债权人的行为进行约束,以保障债务人的权利。

由上述《合同法》中的规定可知,在资产证券化的过程中,SPV 的权利会受发起人和债务人之间的合同条款及其中的“抗辩权”的约束。例如,当发起人通过向原始债务人出售商品来发起应收账款时,如果它提供的商品不合格,债务人就可以行使抗辩权,拒绝对它或 SPV 进行支付。在这种情况下,SPV 购买的金融资产毫无价值,资产池中资产的数量下降,资产所产生的现金流也因此减少。因此,债务人行使抗辩权会加大 SPV 和投资者的风险。

证券化当事人可以采取一定的措施来规避因债务人行使抗辩权而带来的风险。例如,SPV 可要求发起人购回不合格的金融资产或补偿 SPV 因此而产生的损失,这样就能使资产池中的资产数量保持稳定。SPV 也可以和债务人达成协议,约定债务人放弃抗辩权的行使,但债务人通常不愿签订此类协议。另外,发起人销售产品时,可在标准销售协议中加入有关条款,条款中要求产品的买方放弃对应收账款的受让人行使抗辩权,这样的条款也可能会使受让人免受债务人抗辩权的影响。

(二) 发起人的保密责任

SPV 在向证券化的发起人购买基础资产时,通常要求发起人将基础资产的相关资料一并移交。但大多数国家在法律上要求发起人为债务人保密,尤其是当发起人为银行或其他金融机构时,它对客户负有更为严格的保密责任。此外,证券化基础资产的发起文件中也可能包括禁止发起人向第三方泄漏相关信息的条款,如果发起人未经债务人的同意就向 SPV 移交了同债务人相关的资料,债务人可能会因此而提起法律诉讼。

发起人的保密责任往往给资产证券化的实践造成一定的困难:如果发起人不能向 SPV 提供基础资产的相关资料,SPV 在证券化交易中就处于信息劣势的地位,从而很难对资产的状况展开调查,结果也就可能会导致基础资产质量的好坏存在很大的不确定性,证券化的风险也因此增大。

我国的《商业银行法》第二十九条规定,商业银行办理个人储蓄存款业务,应当遵循为存款人保密的原则。但该法没有规定商业银行对借款人的保密责任。商业银行在转移贷款资产时,须检查贷款的基础文件,以确保文件中没有禁止它向第三方泄漏信息的条款。

第六节 资产证券化涉及的其他法律问题

资产证券化的法律问题构成了一项复杂的法律系统工程,证券化当事人的权利义务关系的界定要以相关的法律为标准,各个环节的有效性也要由相应的法律来保障。在介绍了证券化资产的转移和 SPV 的设立这两个关键环节所涉及的法律问题之后,下面将简要分析同资产服务、证券发行、信用增级等环节有关的主要法律问题。

一、资产服务

在证券化交易中,一般由发起人充当服务商。服务商负责收集基础资产产生的款项,并将其按时支付给投资者;服务商也会因此按行业标准收取一定的服务费。在证券化的资产服务环节,关键的问题是如何保证现金流的安全性和对投资者的按时偿付。

首先,基础资产产生的收入不能混存在服务商的自有账户中,否则,服务商破产申请的提交会使资金滞留在其自有账户中,从而延迟甚至危及对资产支撑证券的偿付。为了避免这一情况的发生,SPV 和服务商签订的服务协议中通常规定,服务商在收集收入后的一定时期之内,可以保留和混存收入,但在这一时期结束之后,资产的收入必须存入合规存款账户之中。有的服务协议则规定债务人直接对锁定账户进行支付。锁定账户中的款项每天都会被存入合规存款账户之中,除非服务商具有特定的信用等级,否则它就不能获取锁定账户中的款项。

其次,为了保证服务的连贯性,交易文件应该规定,服务商不能辞职。只有在满足一定的条件时,原有服务商的辞职才会生效。其条件是:原有服务商已不能依法进行服务;或已经有一替代服务商而且替代服务商承担了原有服务商的责任。当然,如果服务商未能充分地行使其服务职能,受托人一般有权替代服务商。

再者,服务商每年至少要进行一次独立的账目报告,其中应该表明:服务商提供服务时是否遵守了服务文件、其程序是否足以防止过错的发生。如果有特殊情况,服务商应在报告中列明。这样 SPV 就可以更方便地对服务商提供的服务进行监督。

二、信用增级

信用增级技术和风险隔离技术是投资银行业务的基本原理,也是资产证券

化交易的两大核心技术。证券化交易架构者通过将证券化的基础资产同发起人隔离,然后对其实行信用增级,成功地使证券化产品获得比发起人更高的资信等级,从而降低了发起人的筹资成本,便利了中小机构利用资产证券化这一金融创新从资本市场上融资。

信用增级包括外部增级和内部增级两种形式,其中前者是指由第三方提供的信用担保,后者是指利用基础资产产生的部分现金流来实现自我担保。绝大多数的证券化交易都利用了内部和外部增级相结合的方式。下面将对信用增级过程中涉及的法律问题展开分析:

(一) 内部信用增级

内部信用增级的形式多样,其中大部分增级方式如直接追索、利差账户等,在法律上不存在障碍,其设计具有较大的灵活性和自主性,交易的当事人只要在交易文件中作出规定就可以了;而超额抵押方式在我国则面临一定的法律风险。超额抵押是指 SPV 向发起人购买基础资产时不支付全部价款,而是按一定比例的折扣进行支付,基础资产价值超过付款的部分用于抵押。这一方式所面临的风险主要体现在我国《企业破产法》第二十八条的规定中:“已作为担保物的财产不属于破产财产;担保物的价款超过其所担保的债务数额的,超过部分属于破产财产。”也就是说,当发起人进入破产清算程序之后,其出售资产时的超额抵押部分要列入破产财产进行清算;SPV 和其他债权人的地位是相同的,不具备优先追索权。因此,在我国利用超额抵押方式可能无法实现对资产证券化的内部信用增级,除非我们可以确保发起人是远离破产的实体。

(二) 外部信用增级

外部信用增级则较为复杂,涉及的问题也较多,如哪一类主体能够提供信用担保、外部增级主体提供的信用是否可靠等。

1. 保证担保

我国 1995 年颁布的《担保法》规定,债的担保方式共有五种,即保证、定金、抵押、质押和留置。其中保证是“保证人和债权人约定,当债务人不履行债务时,保证人按照约定履行债务或承担责任的行為。”法律对保证所作的详细规定为第三人担保这种外部信用增级方式提供了法律依据。

从国外的经验来看,美国、香港等发达国家和地区的证券化,离不开政府和政府信用型企业的大力支持,其中很重要的一点就是政府或政府性质的机构为资产支撑证券提供担保。但我国《担保法》第八条明确规定:“国家机关不能为保证人,但经国务院批准为使用外国政府或者国际经济组织贷款进行的转贷的除外”。由此可见,我国现行法律不允许政府或政府机构为资产支撑证券提供担保。目前,我国金融担保机构的发展尚处于起步阶段,上面的规定又排除了政府

和政府机构直接担任担保机构的可能,这将导致我国很难建立起有效的外部信用增级机制,从而制约了资产证券化在我国的发展。

2. 信用保险

信用保险是专以信用风险为承保标的的保险种类,保证保险是其中的一种。保证保险与保证的相似之处在于债务人以保险公司作为保证人,为自己的信用提供担保。不同的是,保险公司是以保险的方式来完成保证的,债务人是投保人,须缴纳保险费。保险人同时享有代位求偿权,即在赔偿债权人的损失后,有权取得向债务人追偿的权利。在操作上,保险人不仅审查被保证人(即债务人)的资信状况,还要求取得被保证人的反担保。在资产证券化交易中,信用保险的投保人是SPV,它向保险公司支付保险费以确保按时对投资者进行偿付。我国在《财产保险合同条例》中对保证保险作出了规定,也就是说,以信用保险作为外部信用增级手段不存在法律上的障碍;这一手段在现实中受到的惟一约束是保险公司是否愿意、是否能够提供此类保险。

三、证券化产品的发行和交易

(一) 资产支撑证券的性质

资产支撑证券是指以金融资产集合为支撑发行的证券。在证券发行之前,首先必须明确抵押支撑证券的性质及其受何种法律的管辖。根据我国法律的规定,在中国境内,股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券的发行和交易受《证券法》的调整;《证券法》未规定的,适用公司法和其他法律、行政法规的规定。资产支撑证券由于其发行过程中的特殊性,而有别于一般的公司债券和股票,《证券法》也没有将其列入管辖的范围。当然,《证券法》的规定也显示了一定的灵活性。如果国务院决定将资产支撑证券纳入《证券法》的调整范围,资产支撑证券就可以自动地适用《证券法》,发行人也应按照《证券法》的规定,履行有关注册、审批、信息披露义务。这种做法的优点在于,可充分利用现有证券监管的法律体系和配套措施,使资产支撑证券的操作以较低的成本纳入正规化。

(二) 资产支撑证券的发行、承销与交易

1. 发行。美国证券法对证券的发行实行注册制,属于证券法规定范围的证券的发行人必须向美国证券交易委员会(SEC)履行登记注册手续,就证券发行的有关情况备案并向投资者作信息披露。同时有关立法规定了两类豁免:一类为豁免证券,即属于豁免证券的证券无须履行上述登记和披露义务;另一类是豁免交易,即不属于豁免证券,但是属于豁免的交易,也可免于履行上述义务。住

《证券法》第2条。

房抵押支撑证券多属于豁免证券或豁免交易,注册豁免可以降低发行证券的成本。而我国实行的是核准制,这种方式下的发行成本相对较高。

住房抵押贷款证券和其他证券一样,可以公开发行人或私募配售。公开发行人是指通过各种途径向不特定的多数人发出出售证券的要约。公开市场上投资者较多,当筹资额较大时通常要利用公开市场。其最大的好处是向投资者提供了流动性,证券风险可以通过及时出售证券分散出去。但是,为了保护公众投资人的利益,各国法律要求公开发行人必须满足一定的条件,并在政府机构登记,甚至要取得批准,同时向投资者披露有关发行情况的信息。这就需要评级机构、会计师、律师等中介机构的介入,因而公开发行人所经历的时间较长,成本较高。公开发行人还必须随时披露重大事件并定期披露财务报告。私募配售可以避免证券法所普遍要求的信息公开披露,从而降低交易成本,但其缺点在于证券的流动性较差。

2. 承销。承销是承销人从发行人处购买证券,再将证券出售给公众的行为。承销人必须与发行人签订承销协议,约定承销方式、承销价格等内容。承销协议是发行人与承销人权利与义务的依据。

在承销环节中,最值得一提的是美国证券法律中的暂搁登记原则。暂搁登记(shelf registration),又称缓行注册或暂搁注册。在这种发行方式中,发行人将其两年(从注册生效之日起)内打算出售的证券总额向证券交易委员会注册。随后,发行人选择最佳时机出售其证券,而不必再经证券交易委员会审查,只需在发行前更新注册最新的财务资料即可。暂搁登记方式对风险披露和尽职调查的要求有所降低,这为住房抵押贷款证券化提供了低成本的承销方式。在实践中,发起人可以在没有取得抵押权时,先组建一个空壳 SPV,并对将要发行的证券作暂搁登记,其后在取得抵押权的同时发行证券,从而也就避免了利率变动的风险。

3. 交易。资产支撑证券发行之后,应在何处、按照何种规则进行交易决定了证券化产品交易的成本。我国应制订相关的法律或暂行条例,对资产支撑证券的交易场所、交易规则作出明确的规定,以避免交易过程中的不确定性。

(三) 资产支撑证券的交易主体

资产证券化市场的一个重要特征就是保险公司、养老基金、共同基金等机构投资者日益成为市场主体。机构投资者决定了资产证券化产品的供求,它们的参与程度对于证券化的成败关系重大。但是目前我国法律对保险公司、证券投资基金和养老基金的投资方向却有着明确的限制。例如,根据《中华人民共和国保险法》(1995)的规定,保险公司的资金运用限于银行存款、买卖政府债券、金融债券和国务院规定的其他资金运用形式,而不能进行其他投资。此外,养老基

金、商业银行等的投资范围也受到了严格限制。

由于资产支撑证券有收益稳定、风险小的特点,比较适合人寿保险公司、养老基金等机构投资者的参与,因此,法律应创造积极条件,鼓励机构投资者进入。目前我国已经开始关注资本市场投资者的结构问题,并在培育机构投资者方面作了不少工作,如允许保险资金间接入市、推出开放式基金试点、推动私募基金的合法化等,这些措施无疑为我国资产证券化的开展提供了良好的条件。

四、证券化中的双层交易(two_tier transaction)

在资产证券化结构中,通常是由发起人将证券化资产转移给破产隔离的 SPV,由 SPV 来发行证券,这被称为单层交易。当接受资产的 SPV 不直接发行证券,而是将资产再转移到另一个作为发行人的 SPV,由其来发行资产支撑证券时,“双层交易”就产生了。在双层交易中,作为中介的 SPV 称作“中介 SPV”,作为发行人的 SPV 称为“发行人 SPV”——其中中介 SPV 通常是由转让人全资拥有的分支机构。

(一) 第一层交易的法律要求

1. 真实销售

在发起人破产时,法庭可能会认为发起人转移到中介 SPV 的资产构成发起人破产财产的一部分。为了避免该风险,发起人一般应以真实销售的方式将资产转移到中介 SPV。有时,证券化基础资产经由一系列的转移才由中介 SPV 购买。在通常情况下,每一次转移都应为真实销售。但因这一要求会增加交易成本,从而给证券化当事人带来沉重的负担,所以交易者可根据交易的具体环境,设计成本相对较小、安全程度相对较高的交易结构。

2. 不能进行合并

中介 SPV 通常是由转让人全资拥有的分支机构。而法庭则有权要求名义上独立但实际上相关的主体进行合并,并将这些主体的资产和负债作为一个整体,每一主体的债权人都可对合并主体的资产享有索取权。在这种情况下,即使发起人以真实销售的方式转移资产,当它资不抵债时,转移到中介 SPV 的资产也会被列入其破产财产进行清算。为了避免合并的发生,防范合并给投资者带来的风险,一般要求中介 SPV 不会和转让人进行合并。

(二) 第二层交易的法律要求

由于第二层交易的转让人为破产隔离的 SPV,因而第二层交易不一定必须为真实销售。只要发行人 SPV 与中介 SPV 之间确立了担保融资关系,并得

到资产及其收入中的第一优先担保权益,交易就会被认为是安全的。

双层交易对我国资产证券化的开展有重要意义。由于目前我国的住房抵押贷款等基础资产是银行的优良资产,银行不愿意让渡这部分资产的收益,所以银行也就没有动力进行资产证券化。如果商业银行能够利用双层交易进行证券化,则既可以增加资产的流动性,又能保留基础资产的部分收益。银行可将资产按照破产法上真实出售的要求转移给一个其全资拥有的中介 SPV,然后,中介 SPV 再以担保融资的方式将资产转移到发行人 SPV,并由后者发行证券筹资。在发行人 SPV 支付完证券的本息之后,将剩余资产归还给中介 SPV,中介 SPV 通过支付红利的方式把剩余资产支付给银行。通过这种做法,银行获得的是“双赢”的结果。但是,由于我国法律限制商业银行成立子公司,所以目前我国商业银行在利用双层交易方面还存在法律障碍。

五、相关税法、会计准则和外汇管理条例

在资产证券化的税收方面,征税机关必须遵守税收中性的原则,也就是说,证券化的当事人不能因为证券化交易而多缴税或少缴税。证券化过程中涉及的税收问题主要有以下几个方面:(1) SPV 是否要缴纳所得税;(2) 证券化发起人以真实销售的方式转移资产时,是否要缴纳营业税和印花税;(3) 证券化发起人转移资产导致的损失是否可以扣税;(4) 当事人向非居民进行支付时,支付的利息部分是否要缴纳预提税;(5) 投资者缴纳的税收。从税制的角度看,目前我国开展资产证券化面临的最大问题是如何建立高效率的 SPV,而发起人和投资者的税收问题则比较容易解决。

如何在会计上确认、计量和披露资产证券化交易的内容,也是我国目前开展证券化所要解决的重要课题之一。证券化交易中最关键的会计问题是证券化资产能否转移到发起人的资产负债表之外。而要实现表外融资的目标,证券化结构必须满足两个条件:(1) 资产从发起人到 SPV 的转移为真实销售;(2) SPV 不能和发起人合并。由此可知,证券化会计涉及的问题有:销售会计处理和融资会计处理;合并问题的处理;证券化交易后会计期间的会计处理等。由于我国的会计准则还没有涉及以上问题,因此立法机关有必要参照美国的财务会计准则,根据我国的实际情况制订同证券化相关的会计标准。至于证券化税收和会计的具体问题,我们将在接下来的两章中进行论述。

此外,我国的外汇管理条例对跨国资产证券化的开展也有一定的影响。目前,我国资本项目尚未放开,实行的是一种购、存、售汇自主权相分离的外汇管理

体制。我国《外汇管理条例》规定,除符合一定条件的企业可保留经常项目外汇交易额的 15% 外,其他的一律进行结售汇,需要外汇时,再进行购汇。而国家外汇管理局《关于结汇、售汇及付汇管理规定中有关问题的解释和说明》中规定,境内机构向境外出售房地产及其他资产的收入,属于资本项目外汇收入,该收入必须通过外汇专户进行专项留存,不得随意结售汇。这些规定给跨国资产证券化的发展带来了诸多不便,因为要进行跨国资产证券化,就需要将基础资产出售给国外的特殊目的载体,或者向国外的投资者发行资产支撑证券。如果按照上述规定进行严格的外汇控制,发起人和 SPV 对所筹集资金的运用就会受到若干限制,从而导致当事人不愿开展跨国资产证券化业务。为了推动跨国证券化的开展,并以此促进我国境内证券化的发展,建议我国政府放松对证券化业务的外汇管制,给予证券化当事人一定的资金调度自由权。

总之,在我国开展资产证券化的法律制度方面,各种法律法规互相制约、互为前提,共同组成了一个密不可分的整体。因此,我国在为证券化提供制度支持时,必须把握大局,综合考虑,统一规划。

指按照国务院关于结汇、售汇及付汇管理的规定将外汇卖给外汇指定银行。

第十二章 资产证券化的会计制度

证券化的主要动机是减少资本需求、降低融资成本、扩大资金来源等,证券化会计将服务于这些动机。这一章中我们主要讲述资产证券化的基本会计问题。

第一节 销售与融资的区别

这一节主要介绍两个基本的会计问题:销售的会计处理和融资的会计处理;销售的确认条件。

一、销售(sale)和融资(financing)

证券化交易中最关键的会计问题是,证券化结构能否实现转移资产的表外处理。通常情况下,表外处理是发起人(卖方)最期望得到的结果。要实现表外处理,首先应保证证券化被架构为真实销售,而不是担保融资。后文将详细说明这两种证券化方式的会计处理方法的区别。

如果证券化资产以销售的方式转移,售出资产就被转移到卖方的资产负债表外,卖方的资产中增加了现金和其他销售收入,减少了以成本计值的已售资产。销售收入和已售资产价值之间就是交易损益。如果卖方用销售所得的现金收入来清偿债务,卖方的资产和负债就会同时减少相应的数额。

若证券化可作为融资来进行处理,那么结果会有很大差异。在这种情况下,资产仍然保留在卖方的资产负债表上。卖方将销售收入记为资产,并贷记相应的负债类账户。

二、销售的确认条件

发起人在进行会计处理时,首先要确定转移是否为真实销售。各国的会计准则中,确定销售的条件有所差别,但其发展方向是趋同的。美国关于证券化的会计准则比较完善,因此,下面主要介绍美国财务会计准则第 125 号公报(FAS125)中规定的条件。

FAS125 规定,证券化过程中,卖方在转移资产之后必须得到对价,而不是

仅得到受益权(beneficial interests),只有这样,交易才能作为销售处理。因而,若发起人转移某一贷款组合后,得到的仅是由同一组合支撑的抵押证券,那该转移就不能作为销售处理。因为转让人除了受益权之外,没有得到任何其他的对价。但这并不是说此类转移没有会计意义。

证券化的一种典型情况为,转让人转移了全部或部分金融资产组合,得到的是现金。这种情况下转让人是否放弃了对资产的控制?这个问题的答案是能否实现销售处理的关键。根据 FAS125,如果三个条件得到满足,就可以说转让人放弃了对资产的控制。FAS125 第 9 段中规定的三个条件如下:

1. 已转移资产已和转让人隔离——已转移资产不受转让人及其债权人的控制,即使在破产和其他形式的财务清算时也是如此。

2. 每一个受让人可以不受任何限制地享有质押和交易已转移资产的权利或受让人是一个合格的特殊目的企业(QSPE),该机构受益权的持有人可以不受任何限制地享有质押和交易这些权益的权利。

3. 转让人没有通过以下方式保留对转让资产的有效控制:

(1) 转移协议中规定转让人既有权利也有义务在资产到期前回购或赎回该资产;

(2) 转移协议中规定转让人有权回购或赎回不容易获得的已转移资产。

在金融资产转移的过程中,若转让人放弃了对资产的控制,且在交换的时候得到的是对价而不是受益人权益,那么该转移以其获得的对价为限,可以作为销售处理。下面我们对上述三个条件作一个具体的解释:

(一) 条件 1——转让资产的隔离

如果转让人没有完全隔离资产,该交易就是担保融资。许多证券化结构的长期目标就是实现资产的隔离。信用增级(形式可以是卖方次级权益、备付金账户、超额抵押等)在证券化过程中起着重要作用,但是,如果资产没有被充分隔离,信用增级就成了一句空话,而且,在卖方财务发生问题时,证券化的投资者至多享有和卖方的普通债权人一样的权利。

对于资信很高的转让人来说,这种说法是有争议的。他们可以从投资者那里筹集大量的资金,投资者也不需要证券化机构提供的信用增级。但对于大多数转让人来说,他们的信用等级低于原始信用等级(pristine credit rating),而投资者大都不愿承担更高的风险,因此证券化提供了向这些投资者筹集资金的渠道。只要资产被充分隔离,实施了信用增级的证券化就满足了这些投资者的需要。

信用评级机构和证券化资产的投资者应该格外关注以下两点:(1) 转让人发生破产和其他形式财务清算的可能;(2) 由于财务清算风险是主要的风险,因

而他们关心财务清算产生的结果,如在破产清算时是否享有优先受偿权。信用评级机构和投资者通常要求交易结构尽量减小发生财务清算的可能性——有时他们甚至要求有关机构提供担保。如果证券化的架构难以令人满意,那么资产就只能以较低的价格转移。已转移资产的合法隔离具有实质性的意义,因而它被作为确认销售的重要因素之一。

1. 判断资产是否被隔离

是否实现资产的隔离取决于交易的事实和环境。如果证券化的架构已提供了合理的保证,即保证已转移资产在转让人、其任一支机构的破产管理人、其他接管人的控制之外,那么转让人可以认为金融资产的转移为销售。虽然判定资产的隔离不需要完全没有反证,但合理的保证仍是一个很高的标准。

资产是否被隔离要求转让人作如下判断:

- (1) 合同和环境是否允许转让人撤消合同;
- (2) 转让人和特殊目的机构可能会发生何种类型的破产和财务清算;
- (3) 金融资产的转移是否会被认定为法律意义上的真实销售;
- (4) 转让人是否附属于受让人;
- (5) 在适用法律下的其他相关因素。

2. 实现资产隔离存在的困难

事实上,只要转移发生在一体化集团(consolidated group)的某一成员和特殊目的机构之间,证券化的机构一般就不能满足资产隔离的要求。转移资产时卖方的参与(如信用增级)也经常使转移不能作为真实销售来进行处理。在这种情况下,资产的隔离通常通过一系列的步骤来实现,其中每一步骤都是证券化架构中不可缺少的一部分。

(二) 条件二——受让人享有质押(pledge)和交易受让资产的权利

1. 总体要求

确认销售的第二个条件同买方有关。转移协议规定,买方作为新的所有人,必须能够随意地使用金融资产。买方可以收集资产产生的收入(通常委托卖方作服务代理人),可以用该资产交换其他商品和服务,或将资产作为担保贷款的质押品。如果买方没有这些权利,那么他只能算一个被动的应收款存放池,交易也就更多地具备了融资的性质。

只要转移协议不限制买方行使其权利,它就可以对买方进行适当的限制。例如:在参与贷款(loan participation)中,以下限制条件是可以接受的:

- (1) 对第三方向受让人提供的善意要约而言,转让人可保留优先取舍权(第一拒绝权);
- (2) 受让人在对资产进行销售或质押时,必须得到转让人的许可,但转让人

并不会无理阻拦受让人行使其权利；

(3) 假定存在其他潜在的购买者,那么转移协议禁止受让人将已转移资产卖给卖方的竞争者。

由于竞争因素和商业原因,会计准则或转移协议中必须规定上述限制条件——但这些条件并不是为了方便卖方保留对已转让资产的控制权的。

2 . 受让人为证券化载体时的转移

证券化载体必须是合格的特殊目的机构。有关章程规定,证券化载体一般不能出售或质押它们所购买的金融资产。但是 FAS125 将此权利赋予了证券化载体的投资者,特殊目的机构受益权的持有者可以不受任何限制地行使质押或交易他们持有的权益的权利。

在何种情况下,证券化载体是 FAS125 中规定的合格的特殊目的机构呢?首先,它必须是一个合法的载体(如信托、合伙);其次,它只能从事以下的活动:

- (1) 拥有金融资产的所有权;
- (2) 以股票、债券或其他形式发行受益权;
- (3) 收集资产产生的现金收入;将现金再投资于其他金融工具,投资所得将分配给受益权的持有人;可能会承担资产的服务;
- (4) 将收入分配给受益权的持有者。

除了业务活动以外,特殊目的机构还必须有独立于转让人的法律地位。

(三) 条件三——转让人必须放弃有效控制

FSAB 决定,如果资产转移后有效控制权仍在卖方手中,那么该交易应按融资处理。一般来说,大多数含有回购协议、远期承诺和卖方选择权的证券化,其有效控制权没有被转移,因而应作为融资处理。

1 . 回购协议

回购已转移资产的协议可能不满足销售会计处理的条件。回购协议规定,转让人有权利也有义务在金融资产到期前购回或赎回该资产。在回购协议中,若卖方享有有效控制权就必须满足下表列出的所有条件:

表 12 .1 卖方享有有效控制权的所有条件

	条 件	评 论
1	购回、购回的资产和已转移资产完全相同或基本相同。	基本相同是美国注册会计师协会(AICPA)在财务状况报表 90-3 中定义的技术性术语。FAS125 第 28 段重复了该定义。

(续表)

	条 件	评 论
2	转让人能够约定的条件购回或赎回资产,即使在受让人违约时也是如此。	为了满足该条件,转让人必须在合同期内拥有足够的现金或其他抵押品,以便从他们那里购买替代资产。
3	协议规定,卖方将在资产到期前按固定的或指定的价格购回或赎回该资产。	
4	同时签订回购协议和转移协议。	

2 . 卖方远期和卖方选择权

卖方选择权和远期购买承诺的区别在于:卖方选择权是一种权利,如果卖方行使选择权是无利的,卖方就会让选择权作废;但如果卖方持有远期,他就有义务执行远期和约,即必须购回资产。

根据 FAS125,如果卖方有权购回或赎回不容易获得(readily obtainable)的已转移资产,卖方就保留了有效控制权。另外要注意的是,协议须在到期前执行。FSAB 认为,即使买方出售和质押资产的权利没有受到明确的限制,这些协议也有效地牵制了买方;因为买方不能随意出售和质押资产。在远期或期权的执行日,卖方要回购资产,因为资产不容易获得,买方只有在转移日到执行日这段时间持有该资产,才能履行和约。

何种情况下,资产可称为容易获得?首先,FAS125 在别处也使用了“容易获得”这个词,意思是资产不受卖方或买方的支配;其次,必须存在该资产的交易市场,即资产可在正式的交易所交易,也可以在市场上交易。满足这两个条件的资产才可称为“容易获得”。

由于存在上述规定,转让人发现他不可能在保留卖方选择权的同时实现销售处理。和条件 2 不同,FAS125 中的条件 3 没有关于特殊目的机构证券化的特殊规定。如果证券化的基础资产不是政府债券或交易活跃的公司债券,该资产就不是容易获得的。因此,旨在实现销售处理的个人抵押贷款、汽车、轮船、信用卡和其他消费者贷款的转让人不能持有回购或赎回资产的远期或选择权。由于这些资产不容易获得,所以持有回购该资产的远期或选择权会使有效控制权保留在卖方手中。

但是,尽管某些回购协议不能满足上表中所列出的所有条件,结论却是卖方保留了控制权(即卖方保留有效控制权不须满足上述所有条件)。另外,卖方的回购协议一般使卖方保留了控制权。具体情况如表 12 .2 所示。

3 . 服务商清除购买权

和大多数其他的卖方选择权不同,持有服务商清除购买权的卖方没有保留

有效控制权,因而交易可以作为销售处理。在 FAS125 中,服务商清除购买权的定义为:

由服务商(可以是转让人)持有的一种期权,服务商依据它能够在未偿资产余额减少到服务这些资产的成本变得相对高昂时回购该金融资产。

表 12 2 不同回购协议的性质

回购协议的性质	转移的资产	卖方的会计处理(假定已满足销售的另两个条件)	评论
符合表一条件的回购协议	容易获得	融资	
符合表一条件的回购协议	不容易获得	融资	
不符合表一条件的回购协议	容易获得	销售	回购协议是一远期协议
不符合表一条件的回购协议	不容易获得	融资	

在实践中,当未清偿余额仍占已售原始资产的 10% 以上时,服务商能否行使清除购买权这一问题一直存在着争议。

4 . 买方买权(buyer put options)

FAS125 中规定,如果受让人可以任何理由(除依据追索权条款外)要求转让人回购应收款,那么该转移就作为融资处理。FSBA 则没有该规定,因为这种转移使买方而不是卖方掌握了金融资产的控制权,所以转移可以作为销售处理。例如:一家财务公司将住房贷款卖与一家银行,每隔 90 天,银行就可以行使其卖权,即要求财务公司购回贷款的未清偿本金余额,如果销售会计处理的其他两个条件得到满足,那么财务公司会将该转移作为销售处理,并按开立的卖权的公平价值记入负债类账户。

如果卖权中标的资产的敲定价高于其公平价值,卖权处于实值状态;若敲定价和公平价值之间的差额很大的时候,卖权处于深度实值状态。处于深度实值状态的卖权被执行的可能性极大。若该期权一定会被执行,那它在经济上等价于一远期协议,通常情况下远期协议被作为融资处理。资产的卖方则几乎一定要履行其义务,即回购资产。

FAS125 并没有区分普通卖权和处于深度实值状态的卖权,除非以后制定规则者会采用其他的解释方法,否则所有卖权的会计处理方式都相同。卖方必须将其开立的卖权的公平价值记入负债类账户,如果卖权处于深度实值状态,那它的公平价值很大。同融资处理相比,卖权导致的销售处理方式存在不利之处。因为卖权的开立人(卖方)必须按卖权的当前公平价值来计算其收益,这种处理方法同担保融资相比,其收益具有更大的波动性。而一般地,债务(如担保贷款)

是按摊余成本(amortized cost)记账的。

以上是美国 FAS125 规定的销售的确认条件。除此之外,英国的 FAS5 也对此作出了规定。这两个准则中规定的条件最具有代表性,因而证券化的后起国家一般都参照这两个国家的财务会计准则来制定本国的证券化会计准则。

第二节 销售的会计处理

根据销售的确认条件确定了交易的性质后,发起人要进行具体的账务处理。这一节主要介绍销售的会计处理。

一、财务成分(financial components)

在很大程度上,证券化是将应收款的现金流重新组合后进行支付以满足不同类型的投资者的不同投资偏好的机制。而现金流重新组合后,可能会产生新的财务成分。产生新成分的原因主要有以下两点:

首先,时间偏好会产生新的财务成分。假定某一投资组合包括一年期票据,偿还方式是分期付款,每月进行一次支付。而投资者需要的投资期限是 90 天,因此他可以购买该组合中前三个月的所有现金流,于是由同类应收款构成的该投资组合的证券化就产生了两种成分。其次,信用偏好也会导致新财务成分的产生。例如:投资者通常不愿承担过多的风险。如果证券化的应收款组合中的某一债务人 A,不能进行定期偿付,那投资者可以接受来自债务人 B 的偿付。只要该组合包括足够数量的 B(或 C、D 等,即履约的债务人)的应收款以提供预期的现金流,那么债务人 A 的命运和投资者也就没有多大的关系。通常情况下,若有违约现象发生,发起人会同意接受延期偿付的现金流,这样发起人在该组合中就持有次于外部投资者的权益。该投资组合的应收款被组合成两种成分:外部投资者持有的高级权益,高级权益承担较小的信用风险;发起人持有的次级权益。

当转移可以作为销售处理时,卖方在交易前后都会审查其资产负债表。首先,卖方将识别销售产生的所有财务成分;其次,卖方将记录财务成分(按财务成分的市场价值和结转机制记账);最终卖方将销售所产生的账面净值和已售资产的账面价值进行比较,二者的差额就是交易损益。我们假定卖方在测定财务成分时,可以得到公允价值信息。下面的两个例子说明了具体的会计处理方法,其中第一个例子说明了证券化交易中产生的新成分;第二个例子说明了销售过程中产生的新成分的会计处理方法。

例一:某一金融机构发起了第二抵押贷款,并将该种贷款“打包”后销售给一

家特殊目的机构(SPV),尽管贷款的平均期限为 5 年,但 SPV 权益的持有者有权在一年后让卖方购回其未偿还的贷款本金余额。

根据 FAS125 的规定,我们可以判断发起人已放弃了对资产的控制,资产转移到表外。交易过程中也产生了新的负债,卖方须将新成分记入合同卖权(written put option)这个账户。

例二:工业公司将账面价值为 100 元的贸易应收款卖与一证券化载体,售价为 98 元。该销售没有追索权,工业公司将购回所有违约的应收款;工业公司没有承诺再销售更多的应收款(忽略服务)。工业公司设计了双层结构来隔离资产,而且交易也满足了其他销售条件,载体对工业公司的追索权的公平价值为 3 元,该公司没有用销售收入清偿债务。

工业公司在应收款销售前后的资产负债表,如表 12.3 所示。

二、财务成分的确定

如果证券化交易满足的确认条件,那么其内在的财务成分可以分为三类:售出权益(sold interests)、留存权益(retained interests)和销售收入(sale proceeds),销售收入为所得现金、其他类型的资产及衍生工具之和扣除产生的负债之后的余额。

FAS125 对这些成分的处理方法,如表 12.4 所示:

表 12.3 工业公司应收款销售前后的资产负债表

	售前	售后	销售收入净额的变化
资产			
现金	100	198	98
应收款	100		(100)
其他资产	1000	1000	
总资产	1200	1198	(2)
负债和权益			
应付票据	198	198	
追索权义务		3	3
其他负债	500	500	
权益	502	497	(5)
负债和权益总额	1200	1198	(2)

表 12 4 FAS125 的处理方法之一

成分	计量基准	示 例
售出权益	按原来的账面价值,以公平价值分配为基准(计入收入账)	转移至合格的资产的受益人权益(不是由卖方保留的部分);非卖方保留的未分割权益
留存权益	按原来的账面价值,以公平价值分配为基准(仍作为资产保留在卖方的资产负债表上)	转移至合格的资产的受益人权益(由卖方保留的部分);服务资产; 卖方保留的未分割权益
销售收入	按公平价值	现金持有的卖权或买权; 议定的卖权或买权; 追索权义务远期回购承诺; 销售额外应收款的远期承诺; 利率掉期,货币掉期

三、分配基准(allocation basis)

卖方在出售资产之后,必须先确定出售部分和留存部分的价值,再来登记账簿——这样卖方就需要确定一个分配价值的基准。下面仍以 FAS125 为例来说明这个问题。

FAS125 规定,卖方将金融资产的账面金额在出售部分和留存部分之间进行分配,这就产生了计量留存权益的基准——结转基准(carryover basis)。这种财务分配方法实际上延迟了一部分利润或亏损的发生。FSAB 拒绝采用一种更简单的方法,即按公平价值计量因资产转移而产生的成分。在公平价值方法中,卖方会确认在证券化期间由金融资产产生的所有经济损益。

例 3:某财务公司将一本金总额为 10 万元的抵押贷款组合卖与一证券化载体,所得现金为 98800 元。该贷款组合的净账面价值为 99000 元。该交易的结构如下:

	本金数额	价格	公平价
种类 A	96000	100	96000
种类 B	4000	95	3800
纯利差	0		1500
剩余	0		1000
总额	100000	102300	

财务公司保留了纯利差和剩余部分,并保留了服务权(现值 700 美元)。按以上的假定,以置存价值为基准的分配如下所示:

	公平价	占总公平价的 百分比(%)	分配到的账面价值 (99000 × x %)	出售部分	保留部分
服务	700	0 .68	673		673
种类 A	96000	93 .20	92268		92268
种类 B	3800	3 .69	3653		3653
纯利差	1500	1 .46	1446		1446
剩余	1000	0 .97	960		960
总额	103000		99000	95921	3079

贷款销售以后,须作以下日记账分录:

现金	98800
服务性资产	673
纯利差	1446
剩余	960
贷款置存价值	99000
税前销售收益	2879
(记录资产的转移和交易的损益)	
纯利差	54
剩余	40
权益(如果是交易型(trading)债券,则被记为收益)	94
(将保留的纯利差和剩余部分所分配到的置存价值调整为它们的公平价值)	

四、服务费和利差

(一) 基本处理方法

在证券化过程中,服务性资产通常为留存权益。极少数情况下,服务费没有得到充分补偿,此时,卖方将其记为负债。服务性负债已不再是留存权益,发起人会按服务性负债的公平价来冲减销售收入。

在证券化过程中,如果卖方保留了服务权,那么该过程会产生一服务合同。卖方会估算所有可能的服务收益:如果收益超过了充分补偿额,那么服务合同就会产生一项资产;如果收益不能提供充分补偿,那么服务合同就产生一项负债;若收益恰好等于充分补偿额,则服务合同不会产生资产或负债。

(二) 超额利差(excess servicing)

在美国,在财务会计准则上第 122 号(FAS122)实施之前,卖方通常会记录超额利差资产。超额的服务费应收款代表服务商有权按合同或其他规定收取的超过普通服务费的所有费用数额。按 FAS125,超额的服务费可能会产生两种

资产,首先是服务性资产,其次是纯利差。

例 4:发起人将年收益为 10 % 的金融资产证券化,其中支付给 SPV 受益权持有人(卖方不持有受益权)的过手利率为 8 % ,服务合同规定服务商可以收取 100 个基本点(1 %)的费用作为服务补偿。卖方有权保留 100 个基本点,并将其作为超额利息(excess interests)。这些资产的正常服务费就可以充分补偿替代服务商。那么超额利差为 100 个基本点,纯利差为 25 个基本点。

FAS125 产生的影响体现在纯利差上,纯利差以前只是作为超额的服务费应收款的一部分。根据 FAS125,纯利差的计量类似于债券(在 FAS125 中被划分成可销售型(available for sale)和交易型(trading)的债券)投资的计量。在售后期期间,纯利差按当前公允价值记录在资产负债表中。纯利差的公平价和其账面价值的差额为未实现的损益。未实现的损益包括在股东权益(若属于可销售型)或收益(若属于交易型)中。

例 5:在销售会计处理中,转让人确认纯利差资产的价值为 50,它是转让人的留存收益。50 代表其账面价值(实际上,其转移日的公平价为 55)。转让人将所有资产划分为可销售型资产,并在资产出售后按该分类进行了会计处理。他所做的日记账分录如下:

纯利差	5
股东权益	5

(将纯利差作为可销售型资产,并按公平价进行会计处理。)

五、公平价(fair value)

这里我们引用 FAS125 对资产公平价的定义:当前交易中,自愿进行交易的双方买卖资产时所支付的价格;公平价不是被迫销售或清算销售中的价格(对负债公平价的定义也是如此)。

公平价在证券化中的作用非常重要,公平价是记录新成分的会计基准,也是在保留成分和出售成分之间进行分配的基准。如果不可能估计公平价,那么收益就会减少或消失。也就是说,如果转让人难以估计证券化中的资产的价值,他就会认为资产没有价值,结果收益会减少(或损失增加)同该资产的理论价值相等的数额;如果转让人不能估计证券化中产生的负债的价值,他就不能确认任何收益,转让人会将下列二者之差记为负债:(1) 所得资产和新产生负债的公平价之间的差额;(2) 已转移资产的账面总价值。但是,在美国,如果美国财务会计准则第 5 号公报(FAS5)要求以更大的数额来代替由此计算所得的数额,那么转让人应按 FAS5 规定的数额记录该负债。

FAS125 规定,交易活跃的市场中的市场报价是公平价的最好参照物。如果可得到此类数据,那么转让人可将其作为公平价使用。对证券化过程中产生的大部分财务成分来说,采用市场报价并不合适,因为这样做会使测定过程变得更为复杂。

在测定公平价值的时候,应注意以下几点:

1. 估计必须以当前环境下可得到的最优信息为基础;
2. 估计必须考虑到同类资产和负债的价格,还要考虑在当前环境下运用现存的不同估值技术所产生的不同结果;
3. 估值技术必须含有这样的假设,即市场参与者会运用他们对价值、未来收入和未来费用的估计;另外,在估值技术的假设中,还包括有关利率、违约、预付、价格波动的假设;
4. 当用预期的未来现金流来估计公平价时,必须在合理假设和预测的基础上作出最准确的估计,另外还应根据证据的客观性来决定证据在估值的过程中所起的作用;
5. 如果可以估计出可能发生现金流的时间区间和数量区间,那么还应考虑这些可能的结果发生的概率,以对未来现金流作出最准确的估计。

估值技术包括未来现金流现值法(运用和风险匹配的折现率)、期权定价模型、矩阵定价法、期权调整利差模型(option_adjusted spread models)和基础分析。

六、简单成分和复合成分

当每一成分由一单独的金融工具代表时,鉴别和测定证券化中产生的成分就变得简单易行了。例如,转让人将固定利率资产卖给一合格的特殊目的机构,同时,转让人和特殊目的机构达成一转让人政府浮动利率,接受固定利率的利率互换。无论未来的利率变动的方向如何,该互换都使 SPV 能履行支付浮动利率的义务。该证券化产生了由一单独的根据代表的利率互换成分。在销售日,转让人按公平价确认该互换(资产或负债)的价值。

如果一种工具包含两种或两种以上的成分,会计问题就会变得相当复杂。例如:服务协议(假定其产生的是资产)中规定了服务费,含有一货币互换,并且金融资产以美元计值,而投资者寻求以日元计值的收益。在这种情况下,服务协议不只含有一种成分,其中服务是留存权益,因而应按账面价值来定值,而货币成分不属于留存权益的范围,因而应按销售日的公平价来计值。

对上述问题的一个可行的解决办法是,将复合成分分成几个经济要素,然后分别进行处理,但是对复合成分的划分也非常复杂。区分已转移资产和来此权益和新产生的资产是很困难的。仔细研究现金流、风险和其他规定有助于解

决大多数问题,但在某些情况下,由有关结构提供必要的指导是非常有益的。

七、现金备付账户(cash reserve account)

某些证券化结构要求卖方在资产转移时建立现金备付账户,以应付可能发生的违约现象。假定销售的现金收入为 50 元,卖方拿出 3 元建立孳息的现金备付账户;再假定卖方认为现金备付账户不能用于冲减任何损失(另外还存在其他的信用增级形式,如超额利差和资产组合的次级权益)。那么,卖方的销售收入是 50 元吗?还是 47 元加上其在现金备付账户中的权益?现金备付账户是最初的资产的留存权益(因而应按账面价值进行处理)吗?

答案有赖于单个交易发生的事实和环境,如果现金备付账户是证券化载体的资产(或在证券化载体的控制下),那么转让人销售的现金收入就是 47 元,证券化载体在转移日就增加了 3 元的资产和 3 元对卖方的负债。卖方可将现金备付账户作为已售应收款的留存权益。除了已转移资产产生的收入外,证券化载体不能得到其他的款项。

另一种情况,现金备付账户不由证券化载体控制,相反,它是卖方的专用资产,可使卖方在债务人违约时,仍能保证对买方进行偿付。在这种情况下,销售收入为 50 元,但卖方仍应根据公平价记录其在追索权条款下的义务。卖方对现金备付账户用途的限制应是公开的。这可能会影响到资产的分类,即决定资产是流动资产还是非流动资产。

第三节 合并问题

在第一节里我们已经对合并问题作了简要的介绍,从中我们知道,发起人要想实现表外处理的目标,他就不能合并资产的最终受让人——证券化载体的账目。下面我们先基于美国的通用会计准则,详细介绍同合并有关的问题。

一、有关合并的两个观点

(一) 观点一:符合合并条件的 SPV 也不应被合并

支持这一观点的专家认为:当财务报表公正地反映了某一集团内的某一公司直接或间接地拥有其他公司金融权益的控制权时,这一公司的账目才有必要和其他公司的账目进行合并。在发起人和 SPV 合并后,发起人就可以重新控制售出的资产。而当转移满足销售的条件时,发起人申明它已放弃了对已转移资产的控制。资产的销售同合并证券化载体的要求相矛盾。

(二) 观点二:依据现行规则,符合合并条件的 SPV 应该被合并

该观点的支持者注意到:1987年颁布的FAS94没有解决证券化载体在什么条件下应被合并的问题。结果,在1990年举行的新问题工作组(EITF)会议上,SEC的总会计师提出了营业指南——第D_14号专题和问题90_15也提供了类似的指导。所以当评价“有关合并会计报表的通用会计准则”时,发起人不仅应参考FAS94,还应考虑第D_14号专题和EITF90_15。

二、同SPV的合并有关的准则

同合并有关的准则为第D_14号专题和EITF90_15,这两个规则的实施要求正确地评估事实和环境。

根据第D_14号专题,支持非合并观点的因素和有利于发起人对销售进行确认的因素有:

1. SPV的多数股东(majority owner)必须是对SPV进行大量资本投资的独立的第三方;

2. 多数股东控制SPV;

3. 多数股东因拥有SPV资产(包括剩余权益)而承担了主要风险,享有大部分回报;

反之,支持合并论断的因素有:

4. 多数股东只进行了名义资本投资;

5. SPV近乎全部的业务活动代表的是发起人或转让人的利益;

6. 发起人或转让人承担了SPV的资产或负债中的主要风险,并享有其大部分的回报。

第D_14号专题的实施不无复杂性。首先,当母公司行使控制权时,可以合并其子公司,然而,发起人对证券化载体几乎无控制权可言。证券化载体雇佣服务商(发起人或其分支机构)来收集资产产生的收入,雇佣受托人来管理其资产,它还可能需要同投资有关的咨询服务。事实上,证券化载体在成立时,就已经决定雇佣这些“代理人”,此后,它几乎是自动运作的,因而难以评判证券化载体受谁的控制。发起人通常认为他并没有控制证券化载体,因为在理论上,该机构的受益权持有人可以代替他成为服务商。另外,即使证券化载体需要受托人,发起人通常也没有对受托人的选择权。

其次,某些证券可能同时具备以上两组因素所描述的特征,其中一组因素支持SPV的合并,另一组因素则正好完全相反,这使第D_14号专题的实施更为复杂。

实际上,合并与否的决定因素是SPV是否有足够的第三方权益投资(因素1和4):如果和发起人无关的当事人提供的资本额少于3%,那么SPV就应和发

起人合并(多卖方 SPV 的情况例外)。3% 是许多市场参与者和其会计人员共同遵循的标准,它的来源可以追溯到商业银行监管中规定的最低资本水平。

其他有关第三方权益投资的意见如下(也可以参考 EITF 问题 90_15 中的讨论):

(1) 投资形式非常重要。不管债务投资是否在破产清算中享有优先权,它均不能被视为权益投资;

(2) 证券化载体的权益持有者有权获得约定的收益率,这种投资具有优先股股票投资的某些特征。持有者获得的收益来源于证券化载体的收益(不能由机构外的第三方担保);

(3) 如果卖方持有破产清算或定期分配时的次级权益,那么外部权益不能为剩余权益。但是,只要交易符合了 FAS125 规定的销售的确认条件,卖方就可保留已售应收款的次级权益。

三、多卖方载体

如果名义权益投资额是决定是否符合合并的惟一标准,那么许多多卖方载体就有被合并的危险,因为它们的权益投资比例通常小于 3%,但多卖方载体不满足上面的因素 4——因为它们的业务活动代表多方当事人的利益,很多卖方(其中可能包括商业银行或投资银行)共同安排多卖方载体的业务。

但是,谁可以作为合并多卖方载体的母公司呢?理论上的解决方案是将 SPV 划分成几个足赤备付。每个发起人合并他所服务的资产及由该资产所产生的债务。但 GAAP 禁止按比例合并,从而摒弃了这种解决方法。

EITF 问题 96_21,是《有关特殊目的机构租赁交易会计的实施问题》,其中涉及多卖方载体的会计处理方法。实际上,EITF 的一致决定也适用于租赁交易。

EITF 还考虑了两种同多卖方载体相类似的情形。第一种情形,SPV 购买了两项资产,资金来源于没有追索权、没有交叉担保的两笔贷款。EITF 认为无追索权且无交叉担保的债务有效地将两项租赁的现金流和资产分开,因而实质上产生了两个 SPV。EITF 考虑到的第二种情形为包含租赁的多卖方 SPV 结构。

金融资产证券化的发起人是否应按该规则进行类推呢?目前尚没有法规在这一方面作出具体的规定。

第四节 交易后会计期间的会计处理

上面几节主要介绍了在证券化交易发生时应如何对新成分进行会计处理。但是,某些财务成分在交易后的会计期间仍会发生变化。因此,我们现在就来介绍证券化交易发生以后某些财务成分的会计处理方法。

一、服务性资产和负债(servicing assets and liabilities)

证券化的过程中通常会产生服务性资产(产生负债的情况较少)。在交易后的会计期间,服务性资产和负债应根据服务收入或损失的数额以及它们发生的时间进行分摊。

计量服务性资产和负债应考虑到它所发生的减损(impairment)。发起人根据其服务资产某一个或某几个主要的风险特征,来对服务性资产进行分组,然后,发起人比较每一组的账面价值和现行公平价值,对于现行公平价超出账面价值的部分,服务商须建立计价备抵(valuation allowance)账户。计价备抵这个术语相当重要。在一组服务性资产的公平价上升时,服务商就可以对以前确认的损失进行弥补。但在任何情况下,每一组账面值都不能超过其摊余成本。

发起人不对服务性负债进行分组,而是将每项负债同其现行公平价进行比较。当负债的公平价超过其账面价值时,负债发生减损,服务商会改变先前的估计,并将增加的负债作为收入的损失。损失一般不能反向摊销,相反,损失只能在服务净损失发生后的剩余各会计期间进行摊销。

二、证券化金融资产的留存权益

证券化中许多留存权益(服务除外)在证券化以后的会计期间都按公平价计值。这种会计处理方法主要考虑了以下两个因素:(1) 留存收益的形式;(2) 权益持有人的收益对于债务人早偿而言的敏感程度。下表列出了美国有关的会计规定:

留存收益是否是证券形式	按合同规定,留存收益是否可以提前偿付或按其他方式结算以致持有者在很大程度上不能回收其投资?	会计准则
是	是	FAS115(交易或可销售)
是	否	FAS115
否	是	FAS115(交易或可销售)
否	否	AICPA 工业审计和会计准则

FAS115 对投资者使用成本会计作了如下的限制:首先,只有持有到期日的资产才有资格按成本计值,其余均按照现行公平价计值(参见下表);其次,投资者必须既有积极意图,又有能力将投资持至到期日。根据 FAS115,只有七个特定的、严格的原因可以证明将投资划分为可销售型是合理的。

根据 FAS 研究人员的出版物,由于任何其他原因导致的持有至到期日的债券的销售都会“污损”投资者其余的债券。这意味着,其余的持有至到期日的证券应被转移到其他的会计资产组合中,并在一段时期内,投资者不能将其新购买的债券划分为持有至到期日的债券。污损甚至会使监管人对投资者以前编制的财务报表中所采用的分类方法提出质疑。

表 12 5 FAS115 规定的会计方法:

会计资产组合	投资类型	会计处理方法	将债券分为该类型所必须满足的条件
交易型	可交易的权益证券; 债券(包括证券化中的保留部分)	每一证券按其现行公平价记账,公平价的变化反应在净收入的变化中	投资者通常希望从短期的价格波动中获利。该投资组合一般不发生变动
可销售型	同上 同上 有早偿风险的金融资产	每一债券都按现行公平价记账,公平价的变化体现股东权益的一个单独组成部分的变化中。非现期的价值减损作为已实现的收入损失入账。	不能划分为交易型或持有至到期日型的证券
持有至到期日型	没有早偿风险的债券(包括证券化中保留的部分)	每一债券都按其摊余成本记账。非现期的价值减损作为已实现的收入损失记账。	持有者有积极的意图和能力持有至到期,出售和转移该种投资组合中的部分证券通常会污损其余证券的分类

以上我们介绍的都是美国的具体情况,而我国目前还没有专门针对证券化方面的会计制度,而且现存的会计制度也与美国等国家的制度存在冲突。比如,在发起人编制报表的过程中,特殊目的机构的财务资料是否应该包括其中,我国的会计准则规定:公司需要合并对其有实质性控制权的子公司。现在中国已经入世了,很多会计准则应该逐步和国际接轨,因此我们可以借鉴美国的经验,完善我国的会计制度,推动证券化在我国的发展。

第十三章 资产证券化的税收制度

目前,我国的资产证券化实践仍处于以零星个案、小规模试点为主的初级阶段。资产证券化在我国进展缓慢的原因是多方面的,如法律、税收、会计、信用等方面的制度不够完善,基础资产的状况不够理想等等。但不可否认的是,税收问题是阻碍证券化发展的重要因素之一。因为税收直接决定了证券化融资成本的高低,决定了证券化融资结构是否有效。这里的“有效”具有两个方面的含义:其一是从证券化供给的角度来看,发起人通过开展证券化所获取的收益要大于成本,才有发起证券化的动力;其二是从证券化需求的角度来看,证券化产品应对投资者具有一定的吸引力。过重的税负不仅会缩小发起人的盈利空间,还会降低资产支撑证券对投资者的吸引力。而缺少供给与需求任何一个方面的支撑,证券化都无法开展。

那么,我国该如何确定合理的税收制度安排?本章将首先介绍证券化税收的两个基本问题,然后从证券化当事人的角度分析证券化过程中涉及的税收问题,最后,将运用博弈论的方法来分析证券化税收制度的形成机制,并从政府和税务机关的角度出发,就如何扫除我国证券化发展的税收障碍问题提出相应的政策建议。

第一节 资产证券化税收的两个基本问题

资产证券化过程中涉及的基本税收问题主要有两个:其一是税务机关和证券化当事人在税务活动中应遵循的税收原则;其二是担保融资和真实销售的界定,其界定原则将对证券化的税收成本和证券化资产的安全性产生重要影响。

一、税务机关和证券化当事人遵循的税收原则

证券化的税收涉及对立的两方,即征税者(国家税务机关)和纳税者(证券化的当事人)。下面我们分析一下税务机关和证券化的当事人在税收活动中所遵循的税收原则:

收益不仅仅指货币收入,它还包含其他方面的好处,如从流动性提高中所获得的好处。

一方面,政府和国家税务部门在征税时一般应坚持税收中性的原则。传统意义上的税收中性是指不要使纳税人承受额外的税收负担,具体到证券化交易,就是不应使证券化的当事人因证券化交易而多缴税或少缴税;引申意义上的税收中性原则是指税收对各种经济活动所产生的不良影响要减少到最低限度,尽量达到经济效率最大化,争取公平与效率的均衡。税收不是单纯的财政工具,它还能起到促进产业升级和创新的作用。由于资产证券化是一项重要的金融创新,所以国家在制定税收政策时,可适当地给与证券化当事人一定的税收优惠,以刺激证券化产品的供需,促使证券化在我国落地生根。需要注意的是,通过税收调节实现特定的经济和社会目标,虽是对税收中性有意识的偏离,但并不是对税收中性原则的否定。

另一方面,由于税收直接影响证券化的融资成本,因此,证券化当事人在架构证券化交易时,所遵循的税收原则是通过合法避税的方法达到税收成本最小化的目标。交易的架构者一方面会尽可能地减少当事人所缴纳的实体所得税,其中最为重要的是选择实体税负担较小或不须缴纳实体税的 SPV 进行证券化;另一方面则会尽量减少证券化各环节的流转税,特别是资产转移过程中的税收。税收成本最小化可以降低发起人融资的成本,增大资产支撑证券对投资者的吸引力。因此,税收因素是交易架构者所考虑的重要因素之一。

纵观资产证券化的发展历史,不难发现证券化的过程就是交易当事人和国家税务机关相互作用、动态博弈的过程:在证券化发展的初期,证券化当事人寻找税法的空隙,通过合法的手段达到避税的目的;后来,税务机关为了促进证券化的发展,规定处于某几种税收状态的 SPV 无需缴纳实体税,并提供了其他形式的税收优惠,从而使交易的架构有了法律依据。证券化也正是在二者相互作用的推动下不断向前发展。

二、资产转移方式的界定

金融资产的转移是作为销售还是作为担保融资进行处理,会给资产的买卖双方带来不同的税务后果。因此,真实销售和担保融资的界定问题就成了资产转移税收处理的关键问题。不同国家界定真实销售和担保融资时所遵循的原则并不相同。下面几点是界定资产转移方式时通常要考虑的因素:

1. 基础资产的买方是否承担了损失风险。当应收款的违约率大大高于历史违约率时,应收款的买方会遭受损失。如果买方承担了损失风险,金融资产的转移就是真实销售;若卖方或第三方担保买方不会遭受损失,资产的转移就是担

保融资。

2. 交易价格是否固定。在购买价格或折扣率浮动的情况下,卖方承担了利率风险,交易不能被界定为真实销售。

3. 买方是否拥有基础资产的控制权。买方只要具备按公平市场价格出售基础资产的能力,就可以从资产的升值中获利,交易就会被界定为真实销售。如果卖方对买方再次转移资产施加了某些影响买方获利能力的限制,例如,卖方拥有以固定价格回购基础资产的权利或用其他资产进行替代的权利,交易就会被界定为担保融资。但某些限制,如卖方保留的第一取舍权,不会使买方丧失获利机会,所以交易仍然会被界定为真实销售。

4. 债务人支付的款项是否直接转给基础资产的买方。如果资产的转移为真实销售,债务人支付的款项就会过手给买方,此时买方承担了再投资风险。但是,假如卖方保证在卖方收到款项和对买方进行偿付的时间间隔内,买方的款项可以获得一定的收益,交易就会被界定为担保融资。

第二节 资产证券化当事人的税收负担分析

资产证券化在我国尚属新生事物,它适应周围环境的能力十分有限,因此,我国的税收制度安排必然会对资产证券化产生更为重要的影响;税收成本甚至可能会成为证券化能否在我国存活的决定性因素。本节将分析资产证券化过程中涉及的主要税收问题,并研究我国税收制度安排对资产证券化产生的影响。

一、发起人的税收

发起人在证券化过程中占有重要地位。发起人是否愿意将持有的金融资产证券化,直接决定了证券化产品的供给。而发起人在决策时,必然会比较经济活动的成本和收益,所以他必然会将影响其成本的税收入入考虑的范围。下面着重介绍证券化过程中发起人的税收情况。

(一) 发起人转移资产的方式:真实销售和担保融资

证券化发起人从法律和会计的角度考虑,希望将资产的转移作为真实销售进行处理。首先,真实销售使特殊目的载体同发起人的破产风险隔离,保证了交易结构的安全性。其次,真实销售意味着证券化交易对发起人而言是表外交易。在实现销售之后,发起人资产负债表上的风险资产(应收款)减少,无风险资产(现金)增加,也就是说,真实销售改善了发起人的资产负债表状况。此外,发起

人还可运用销售收入,提高杠杆比率和资金周转速度。

但从税收的角度考虑,发起人则希望资产以担保融资的方式转移。实际上,在交易的整个过程中,真实销售和担保融资通常会导致相同的所得税负。二者不同的地方在于,如果发起人采用真实销售的方式转移资产,它就要立即确认收入,从而使纳税的时间提前;反之,如果发起人以担保融资的方式转移资产,它就不须在得到资产转移收入时确认收入,而是在债务人进行偿付时确认收益;发起人可以将支付的利息从应税收入中扣除。出于现金流和货币的时间价值两方面的考虑,大多数发起人愿意延迟缴纳税收,因而也就希望将证券化构建为担保融资。但在某些情况下,发起人会故意通过应收款的销售来加速应税收入的实现,例如,当营业净损失移后扣减将要到期时,发起人会采用真实销售的方式转移资产。

在实际交易中,证券化当事人会综合考虑法律、税收、会计、发起人意愿等因素来决定资产转移的方式。在不同的制度环境下,发起人进行资产转移所采取的方式也有所不同。在美国,大多数证券化交易中资产的转移为真实销售,而在欧洲,在早期的证券化架构中资产主要以担保融资的方式进行转移,后来则有越来越多的交易采取了真实销售的方式。

(二) 发起人转移资产的对象:居民 SPV 和非居民 SPV

当事人在向外国投资者、债权人、担保机构支付利息和其他款项时,可能需要缴纳预提税。预提税的征收会加重证券化当事人的税收负担,增加证券化融资的综合成本。

发起人在向居民 SPV 转移资产时,不会涉及预提税问题。但发起人可能会选择非居民 SPV 进行证券化。当发起人以折价形式将资产转让给非居民 SPV 时,折扣部分可能要缴纳预提税。但有的观点认为折扣和利息的性质并不相同,所以折扣部分不须缴纳预提税。因此,税务人员要根据本国税法的规定、折扣的性质、交易的架构等来确定折扣部分是否要缴纳预提税。

发起人是否能享受预提税豁免的待遇,取决于一国税法的具体规定以及同其他国家之间签订的双边税收协议。在通常情况下,发起人所在国政府会提供某些形式的税收优惠政策,以促进资产证券化的发展。例如,美国提供的预提税优惠政策有特殊种类的债券豁免、组合性权益豁免和税收条约豁免等。香港也完全豁免了证券化过程中的预提税。

(三) 发起人的所得税

发起人转移资产之后,获得的收益会被记入损益表中,因此要缴纳所得税。所得税数额取决于所得税率和应税收入。所得税率的高低取决于发起人的类型和有关税法的规定,不同类型实体的所得税率差别不大。就应税收入而言,证券

化产生收益(基础资产销售收入—基础资产的获取成本—转移资产过程中发生的成本)的绝对数额不会太大,因此,发起人缴纳的所得税对其融资成本不会产生重大的影响。

关键问题是,如果发起人转移资产发生损失,其损失是否可以扣税?如果证券化带来的损失被认为是发起人正常经营范围之外的损失,因此不能扣税,那么,这种做法虽然可以增加国家的财政收入,但却加重了证券化的成本负担,这对开展证券化业务是极其不利的。实际上,证券化可能带来的损失只是使发起人原已存在的潜在损失显现化,从会计和税收的角度看,这只是一个时间确认上的差异,而非核算口径上的差异。因此,证券化所带来的收益和损失都应作为计税依据,这种做法对减轻证券化的成本负担、推动我国资产证券化的发展无疑具有重要的意义。

(四) 发起人是否缴纳营业税、印花税

如果基础资产以担保融资(表内融资)的方式转移,这就相当于一种债项安排,因此发起人无需缴纳营业税。但如果发起人采用真实销售的方式转移资产,证券化融资就是表外融资,发起人就要缴纳营业税。营业税的缴纳会在很大程度上增加证券化融资的成本,缩小证券化的利润空间。

一般情况下,买卖合同和财产转让合同都要缴纳印花税。印花税的税率并不高,但印花税和上面的营业税一样,其计税依据为总交易额。证券化交易涉及的金额巨大,所以印花税的征收对证券化的成本有相当重要的影响。

(五) 我国同发起人有关的税收规定

目前我国的预提税是以所得税的形式出现的。《外商投资企业和外国企业所得税法》(1991)对此作出了规定:外国企业在中国境内未设立机构、场所,而有取得来源于中国境内的利润、利息、租金、特许权使用费和其他所得,或者虽设立机构、场所,但上述所得与其机构、场所没有实际联系的,除国家另有规定外,应按收入金额适用20%的税率计算征收预提所得税。常用于减免利息预提税的方法有以下两种:建立相关国家之间的避免双重课税条约;通过一定的结构安排将境外融资转化为境内融资。前一种方法是税务机关主动给予当事人的税收优惠,不会损害交易的效率和灵活性;而后一种方法则是证券化交易架构者采取的避税手段,它是一种被动的应对措施,通常会改变发起人境外融资的初衷。因此政府最好能够采取主动提供税收优惠的办法,以保证交易的效率和灵活性。

再者,《中华人民共和国营业税暂行条例》(1993)规定,无形资产的转让要缴纳5%的营业税;《印花税暂行条例》(1988)规定,资产转移过程中订立的文件如属借款合同,要缴纳万分之零点五的印花税,如属产权转让合同,要缴纳万分之五的印花税。根据我国资产证券化还处于起步阶段的情况,必须减免营业税和

印花税以降低融资成本,从而推动资产证券化的发展。

由于我国税法没有明确规定证券化发起人的资产转移损失是否能够扣税,对于真实销售和担保融资的界定问题,也没有专门的法律作出规定;证券化当事人在这些方面面临着税收的不确定性。为了消除不确定性,交易架构者在避税时,应得到国家税务机关的确认和许可。

在现行的税法框架下,规避营业税、印花税和预提税还有一种可行的办法,那就是不设立特殊目的载体,以担保融资(表内交易)的方式进行资产证券化。这种做法符合我国目前的实际情况,具有可操作性。例如,担保融资在法律、会计等方面基本不存在障碍,因此不需要对制度作大的修改或突破;证券化资产仍然保留在发起人的资产负债表上,这满足了商业银行想保留优质资产,尤其是住房抵押贷款的愿望。因此,担保融资是目前最可行的规避流转税的证券化方式。

二、特殊目的载体的税收

特殊目的载体是证券化中的核心机构,其税负的大小直接决定了证券化融资的成本。因此,选择税负较小的 SPV 进行证券化,是交易架构者的首要税收目标。

在设立 SPV 时,为了使其所得税负最小化,要考虑以下几个因素:首先,设立何种形式的 SPV 可以避免实体所得税。如在美国,授予人信托和有限合伙等是 SPV 的理想形式。其次,如果 SPV 要缴纳所得税,交易的架构者最好选择避税天堂作为 SPV 的注册地,如在开曼群岛、百慕大群岛等地进行公司注册。再次,发行何种类型的证券可以实现税收成本最小化的目标:如果 SPV 发行债券,它所支付的利息可以从应税收入中扣除;反之,如果 SPV 发行权益类证券,它所支付的股息和红利不能从应税收入中扣除。从这一角度来看,SPV 发行债券可以更好地规避所得税。最后,资产支撑证券的发行对象也会影响 SPV 要缴纳的税收。例如,如果资产支撑证券的发行对象是海外投资者,那么 SPV 向投资者支付的利息部分就要缴纳预提税。下面我们主要从 SPV 的形式入手来进行实体所得税方面的分析。

(一) 特殊目的载体的形式

一般而言,SPV 可以采取的形式有信托、公司、政府机构、有限合伙等形式。

1. 信托

信托是一种带有长期规划性质、极富弹性空间且更能保障受益人(在资产证券化中受益人为投资者)的结构,它可为公司、合伙或个人等形式。在美国金融资产证券化的实践中信托结构的使用很普遍。大陆法系国家也有采用信托结构设立 SPV 的,比如德国、法国和日本,但不少国家尚无信托的法律制度,因此必

须采用其他形式设立 SPV。

在证券化的过程中,出于避税的目的,美国人又创造了两种信托模式,即授予人信托和所有人信托。

(1) 授予人信托,是根据 1988 年美国《国内税收法》的第 671 和 679 条设立的。此类信托的特点是只发行单一种类的所有者权益证书(即信托受益证书,类似于过手证券),而且其资产组合必须是固定的,受托人只能作为信托财产的消极管理人,而无权利用信托财产任意投资。

授予人信托不作为独立的实体纳税,只有受益人(信托证书的持有人,授予人),即投资者,须对应收款收入缴纳所得税,这样就避免了双重纳税。正是由于这个原因,发起人经常选择授予人信托作应收款的购买者。

(2) 所有人信托,在所有人信托结构中,信托除了发行信托证书以外,还发行具有不同到期日和不同利息的转付证券。但不同的是,信托证书的持有人对信托财产享有衡平法上的所有权,而转付债券对信托财产享有的是债权。发起人将全部的转付债券和信托证书同时出售给投资者。

发起人构建所有人信托,目的就是使信托以授予人信托或合伙的身份纳税——在这两种情况下,所有者信托都不须缴纳实体税。但为了达到避税的目的,发起人必须确保所有者信托不会被定性为公司。

2. 有限合伙

有限合伙,是合伙方式中的一种。根据美国《统一有限合伙法》,有限合伙由一个以上的普通合伙人与一个以上的有限合伙人组成。普通合伙人承担经营管理职能,以其全部财产承担合伙债务,并承担无限责任;有限合伙人则不参与合伙事务的经营管理,根据出资额享受利润承担债务,只承担有限责任。英国《1907 年有限合伙法》的规定与此类似,它认为有限合伙是合伙和有限公司的混合物。有限合伙不是法人,因而可以避免双重征税。

3. 政府机构和政府组建的公司

在住房抵押贷款证券化的领域里,政府扮演着至关重要的角色。我们在上文中已提到,美国政府的三大机构——联邦国民抵押协会(FNMA)、政府国民抵押协会(GNMA)、联邦住宅抵押贷款公司(FHLMC)——都是 SPV 角色的扮演者。

此外,香港按揭证券公司也是典型的由政府组建的公司形式的 SPV。它根据香港《公司条例》成立于 1997 年 3 月,为一注册有限公司,由香港特别行政区政府通过外汇基金全资拥有,营运资本拟订为 10 亿港币。

虽然 FNMA、FHLMC 和香港按揭证券公司具有公司的性质,但它们都有坚实的政府背景,并在很多情况下与私人公司享有不同的税收待遇。

4. 私营公司/特殊目的公司(SPC)

SPC 也可实现证券化的税收目标。在很多情形下,公司形式比信托形式更受欢迎,因为公司不像授予人信托那样,受若干条件的限制。例如,SPC 可以有多种类型的所有者权益,也可以将偿还的本金用于再投资。

假定投资者权益被划分为债权,SPC 的应税收入就是其利息收入和利息支出之间的差额。因此,SPC 缴纳的所得税数额很小。但如果投资者权益被定性为股权,那么,对投资者进行的支付就是以 SPC 收益和利润为基础的红利支付,SPC 就没有利息支出来冲减利息收入,其所得税负担就会增大。因此,要使缴纳的所得税数量最小化,当事人就应尽量使投资者权益被定性为债权而不是股权。这样,以公司形式成立的 SPV 就可以在基本不增加税收成本的前提下,实现更大的灵活性。

5. 不动产抵押贷款投资载体(real estate mortgage investment conduit, 简称 REMIC)

REMIC 是美国创造的一种适用于不动产抵押贷款证券化的结构。其产生的背景在于:长期以来,美国的住房抵押贷款市场主要由三家政府机构主宰,并且享有税收优惠,私人机构一直认为这有违公平。正是为了保护私人机构与政府机构的公平竞争,1986 年国会通过了《税收改革法》,规定从 1987 年 1 月 1 日起,符合条件的不动产抵押贷款的组合本身不再是纳税主体,而仅对证券的投资者征税。不须缴纳双重所得税是 REMIC 状态的最吸引人之处。合规的房地产过手、转付交易以及 CMO 结构都可以被视作 REMIC 状态处理。REMIC 状态使发行者能够在将多档债券出售给投资者的时候,不会受到诸多监管、会计和经济上的阻碍。

REMIC 为 SPV 的设立提供了充分的灵活性,发行人可以采用信托、合伙、公司、协会以及抵押权的组合等形式取得不动产抵押贷款投资载体的资格。

6. 金融资产证券化投资信托(financial asset securitization investment trust, FASIT)

1993 年 5 月 11 日,美国议院批准成立了一种新的资产证券化载体——金融资产证券化投资信托(FASIT)。FASIT 和 REMIC 都可以避免双重纳税,但二者的不同之处在于:FASIT 适用于所有类型资产的证券化,而 REMIC 只适用于不动产抵押贷款支撑的证券化。有关法规明确规定了 FASIT 的资产类型和发行证券的类型。FASIT 的出现在很大程度上推动了证券化的全面发展。

从上述分析可以看出,在证券化的发展初期,证券化当事人尽可能地利用合

法的手段避税;后来,政府提供了各种形式的税收优惠,主动创造了可供证券化利用的税收状态,从而顺应了证券化发展的要求。

(二) 我国设立 SPV 的税收环境分析

下文将以前文介绍的几种 SPV 形式为主线,对我国设立 SPV 的税收环境进行简要的分析,并提出我国设立 SPV 的几种可行的模式。

1. 信托

在我国,信托不是一个新鲜的名词。早在 1979 年,我国就成立了第一家信托投资公司——中国国际信托投资公司。但是,作为信托业发展基本法律依据的《信托法》直到 2001 年 4 月才刚刚出台。这对资产证券化的开展无疑是一个利好消息。目前发起人设立信托形式的特殊目的载体已经没有法律上的障碍。但是由于《信托法》及其他有关法律没有对信托是否要缴纳实体水平的所得税作出具体规定,这就使得发起人在税收方面面临不确定性。

2. 有限合伙

我国已经于 1997 年颁布了《合伙企业法》。提交人大常委会审议的《合伙企业法(草案)》曾规定有限合伙,但审议中以“问题较复杂”等为由否定了关于有限合伙的规定。因此,以此形式设立 SPV 在我国目前还没有法律和税收方面的依据。

3. 私营公司

由于我国《公司法》对设立股份有限公司的要求较高:注册资本要达到 3000 万元人民币;要遵守公众公司信息披露的要求;而且股份有限公司的设立手续繁琐,成本耗费巨大,审批程序复杂。因此,用此种方式设立 SPV 在经济上没有效率。

我国对有限责任公司的立法较为完善,对设立此类公司的要求也比较低。但是,公司形式的 SPV 都有一个共同的缺点:无法规避双重征税。我国境内以公司形式设立的 SPV 都要缴纳公司所得税。

在避税天堂设立公司形式的 SPV 可以免缴所得税。但在国外设立 SPV 进行证券化,必然要涉及到外汇资金的管理问题。我国目前实行的是一种购、存、售汇自主权相分离的外汇管理体制,不允许外汇交易拥有全面的自主权,这就给跨国证券化融资带来了不便。

4. 国有独资公司

我国可以借鉴美国、香港的做法设立 SPV,其经营业务为购买商业银行发放的住房抵押贷款和其他类型的资产,并以此为支撑发行证券。SPV 的首笔注册资金由政府投入,以后可以通过发行公司债券募集资金,所募资金专门用于购买基础资产。这种模式有《公司法》中有关国有独资公司的规定为依据;而且依

照《公司法》,国有独资公司也有发行公司债券的资格。因而此模式很具现实性和操作性,基本上不存在法律障碍。更为重要的是,国有独资公司可以享受税收方面的优惠。

综上所述,目前我国设立国有独资公司形式的 SPV 不存在法律和税收方面的障碍,因而是最可行的一种做法。另外,以信托形式设立 SPV 也是一种可供选择的模式,只是在税收方面要得到国家税务机关的确认。

三、投资者的税收

证券化投资者所缴纳的税收统称为证券税收。证券税收不仅能增加政府的财政收入,还能控制投资者的交易成本,调节证券市场的资金流向。因此,政府可以通过对不同种类证券征收不同的税率来引导资金流向,达到优化资源配置的目的。例如,政府对资产支撑证券提供税收优惠,可以增大投资者对此类证券的需求,降低发起人的融资成本,从而引导资金投向资产支撑证券。

在证券化的过程中,发行人发行的证券一般有两种形式:债券和权益类凭证。投资者在投资于这两类证券时通常会涉及以下几种税收:

(一) 对证券交易行为的课税

我国开征的证券交易印花税,就是对证券交易行为的课税。目前我国对股票交易的双方分别课征 4‰ 的印花税,并由办理股权交割手续的单位,按证券市场当日实际成交价格计算的成交金额的 4‰ 的比例代扣代缴;对债券、国库券等转让暂不征收印花税。印花税能够控制交易成本和投资者买卖证券的欲望,促使投资者延长证券持有周期。此外,印花税还能使资金流向适用税率较低的证券品种。

(二) 对证券投资所得的课税

证券投资所得包括债券利息和股票红利收入。我国在这一方面的税收安排如下:(1) 对个人取得的股息、红利所得纳入个人所得税的征收范围,由派发股利的股份制企业按股东应得股息、红利金额的 20% 代扣代缴。对个人取得公司所送红股,按红股面值的 20% 计征所得税。(2) 分配给法人的股息、红利并入企业所得税总额中,征收 33% 的企业所得税。

(3) 为鼓励支援国家建设,对个人和企业获得的国库券利息、国家发行的金融债券利息免征所得税。

(三) 对证券交易所得的课税

证券交易所得,是指股票、债券转让所取得的增值。大多数国家对证券交易所得课税,目的是通过征税来控制投资者持有证券的时间,缩小投资者之间的收入差距,维护社会公平。我国有关税法规定,企业的证券交易所得收入的所得税

按 33% 的税率征收,而个人证券交易所得暂缓征收。

(四) 预提税

如果资产支撑证券发行的对象是海外投资者,那么发行人要代扣代缴预提税。前面已经提到,我国税法规定应按收入金额适用 20% 的税率计算征收预提所得税。预提所得税构成了发起人海外融资的成本,不利于吸引国外的投资者。

我国在资产支撑证券的税收方面,应坚持普遍征收与区别对待相结合的原则。证券市场是一个有机的整体,按照税收的普遍性和公平性的原则,各种证券包括资产支撑证券的交易,都是税收调节的对象。但是证券市场是在不断发展变化的,各个品种在证券市场中的地位也不尽相同,因此,在税收政策上也应该有所区别。考虑到资产支撑证券的特殊情况及其对国民经济和金融的特殊影响力,在征税时可给予适当的照顾,采用免税或以较低税率征税的方法;在税种和税率的设置方面,应尽量使各类证券的风险和收益结构相对称,形成合理的利率结构,以达到调节资金流向、优化资源配置的作用。

第三节 资产证券化税收制度安排的博弈论分析

本节将运用博弈论来分析资产证券化税收制度的形成机制,以期为我国证券化税收制度的创新提供可资借鉴的建议。

一、资产证券化税收概述

证券化税收涉及对立的两方当事人,即征税者(国家税务机关)和纳税者(证券化当事人)。从双方税收的数量关系上来看,前者在证券化方面的税收收入就是后者的税收成本。为了分析方便,下面对前文作一总结,列出影响证券化税收成本的主要方面:

1. 证券化的特殊目的载体(SPV)是否要缴纳所得税。虽然 SPV 所得额的绝对数不会太大,但对其征收所得税仍会使证券化当事人承担额外的税收负担。因此,选择税负较小的 SPV 开展证券化就成为交易架构者首要的税收目标。

2. 证券化发起人以真实销售的方式转移资产时,是否要缴纳营业税;在转移资产的过程中,有关合同是否要缴纳印花税。由于营业税和印花税的计税依据是交易总额,因此,即使这两个税种的税率很低,它们的征收也会给证券化当事人带来较为沉重的税收负担。

3. 证券化发起人的所得税。一般情况下,转移资产带来的收益要缴纳所得税。这方面的争议之处在于,发起人转移资产导致的损失是否可以扣税。

4. 当发起人以折价形式将证券化资产转让给非居民 SPV 时,折扣部分可能

要缴纳预提税;当 SPV 向海外投资者发行证券时,它是否应就支付的利息部分或债券的折扣部分替投资者代扣代缴预提税。

影响证券化成本的税种大致可分为两类:第一类是能够合法避税,而且避税之后可以提高证券化融资结构效率的税收,如 SPV 的所得税;第二类是无法合法避税,或者是避税之后会影响证券化融资结构灵活性和效率的税收,如营业税、印花税和预提税等。下面对这两类税收分别进行阐述。

(一) SPV 的所得税

在住房抵押贷款证券化的发展初期,政府信用型企业在证券化过程中扮演着重要的角色。例如,美国的联邦国民抵押协会、政府国民抵押协会、联邦住宅抵押贷款公司都是 SPV 角色的扮演者。香港按揭证券公司也是典型的由政府组建的公司形式的 SPV。这些机构尽管具有公司的性质,但它们有坚实的政府背景,并与私人公司享有不同的税收待遇。

私人以公司形式组建的 SPV 虽然具有较大的灵活性,但它必须缴纳所得税。因此,交易的当事人只能在现行的税法体系下架构其他形式的 SPV,以达到合法规避所得税的目的。例如,美国的证券化当事人可以将 SPV 架构为有限合伙形式。此类 SPV 因不是法人,而无须作为独立的实体纳税。后来,美国人创造出了两种信托模式:一种是授予人信托,其优点是它不须作为独立的实体纳税,缺点在于它只能发行单一种类的所有者权益证书(即信托受益证书,类似于过手证券),而且受托人只能作为信托财产的消极管理人,无权利用信托财产任意投资。为了弥补授予人信托的不足之处,交易者又创造出了所有人信托。只要所有人信托能够以授予人信托或合伙的身份纳税,它就不需缴纳所得税。所有人信托的优点在于它除了发行信托证书以外,还可以发行具有不同到期日和不同利息的转付证券;这增大了发行人和投资者的选择余地。由于信托具有上述优点,它已成为美国金融资产证券化实践中被普遍运用的一种结构。

由于证券化当事人的税收目标是税收成本最小化,所以他们采用各种可能的方法避税。政府也意识到了这一点。而且,随着证券化逐渐向纵深方向发展,这一项金融创新的外部经济性和带来的金融效率的提高也逐渐显现出来。于是,美国政府承认了证券化当事人建立 SPV 时采用的税收状态的合法性,并主动创造新的证券化载体。美国 1986 年《税收改革法》中就确立了一种新的载体——不动产抵押贷款投资载体(REMIC)。不需缴纳双重所得税是 REMIC 状态的最吸引人之处,而且,REMIC 状态使发行人能够向投资者发行多档债券。REMIC 促进了私人机构与政府机构之间的公平竞争,为不动产抵押贷款证券化和 SPV 的设立提供了充分的灵活性。

1993 年 5 月 11 日,美国议会又批准成立了一种新的资产证券化载体——

金融资产证券化投资信托(FASIT)。FASIT 和 REMIC 都可以避免双重纳税,但二者的不同之处在于,FASIT 适用于所有类型资产的证券化,而 REMIC 只适用于不动产抵押贷款支撑的证券化。FASIT 的出现推动了证券化的全面发展。

(二) 营业税、印花税和预提税等

从税收的角度考虑,发起人希望将资产的转移设计为担保融资,因为这样就不须立即确认资产转移的收入,也不须缴纳营业税。法律和会计方面的因素则比较复杂,发起人从安全性和流动性的角度出发,希望将交易架构为真实销售。但是,不同国家的制度环境不同,发起人进行资产转移所采取的方式也有所不同。在美国,大多数证券化交易中资产的转移为真实销售,而在欧洲,在早期的证券化架构中资产主要以担保融资的方式进行转移,后来则有越来越多的交易采取了真实销售的方式。所以,证券化交易人会综合考虑法律、税收、会计、制度环境等因素来决定交易的架构和是否规避营业税。

一些国家和地区的政府为了促进证券化在本国的发展,在流转税方面提供了某些形式的优惠,如香港和澳大利亚某些州的税法规定,构架为真实销售的证券化交易也无须缴纳印花税。实际上,后起国家在证券化的发展初期免征营业税和印花税,能够降低证券化的融资成本,推动证券化的发展。

此外,证券化当事人要想规避预提税,还可以通过一定的结构安排将境外融资转化为境内融资,但这样做无疑会损害证券化融资结构的效率和灵活性。当然,最好的解决办法是相关国家之间能够签订避免双重课税的条约,这样证券化的当事人就无需缴纳预提税了。

从上面的分析中可以看出,证券化税收的发展过程就是交易当事人和国家税务机关相互作用、动态博弈的过程。在证券化发展的初期,证券化当事人努力寻找税法的空隙,争取通过合法的手段实现避税的目的;后来,税务机关为了促进证券化的发展,规定处于某几种税收状态的 SPV 无需缴纳实体税,并提供了其他形式的税收优惠,从而使交易的架构有了法律依据。资产证券化在此过程中不断向前发展,与此同时,证券化所在国也逐渐形成了较为合理的税收制度安排。

二、证券化税收制度安排的博弈论分析

(一) 几个基本假设

1. 博弈的参与人为国家税务机关和证券化当事人。
2. 国家税务机关和证券化当事人各有两种行动可供选择:前者为征税和给予税收豁免;后者为纳税和合法避税。
3. 参与人掌握的信息是完全信息。
4. 参与人都是经济人。国家税务机关和证券化当事人的目标都是利益最

大化。不同的地方在于,前者要考虑的利益不仅包括自身的利益,还包括整个社会的利益。

5. 假设证券化的总收益为 a ,如果证券化当事人依法纳税(税收成本为 c),其净收益(即支付)为 $(a - c)$;如果证券化当事人合法避税而且避税不会导致灵活性和效率的丧失,其净收益就为 a_0 。

6. 假定国家税务机关的征税成本为 b 。此外,它预期豁免税收 证券化发展 金融效率提高这一过程给全社会带来的好处为 d 。如果政府选择征税,其收益(支付)为 $(c - b)$;如果政府选择提供税收豁免,其收益为 d 。

(二) 第一类税收:一个完全信息动态博弈模型

如前文所述,第一类税收是能够合法避税,而且避税之后可以提高证券化融资结构效率的税收,如 SPV 的所得税。此类税收的演变可以用下面的博弈树来进行分析。

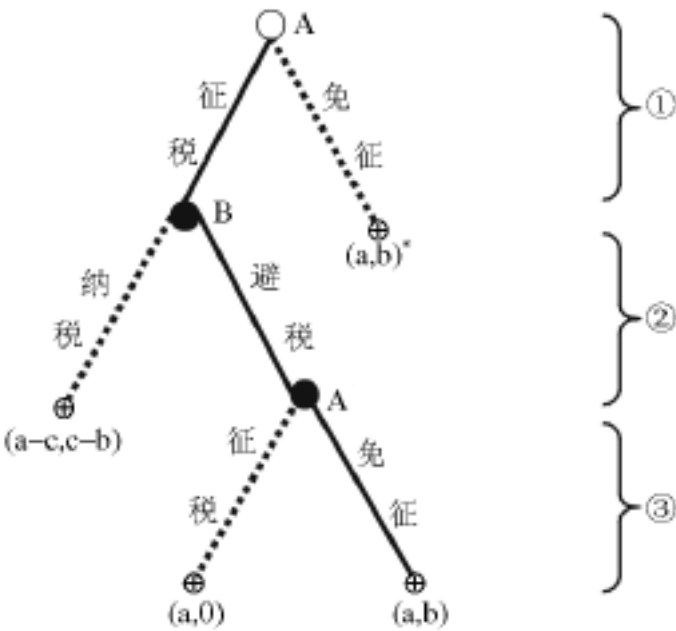


图 13.1 关于第一类税收的博弈

* 表示博弈树终结点博弈参与人的支付。括号内前面的数字表示证券化当事人的支付,后面的数字表示国家税务机关的支付。

在上图中,A 代表国家税务机关,B 代表证券化的当事人。图中的 表示证券化发展初期政府的行动。在这一阶段,政府尚未意识到证券化在提高金融效率方面的作用,如果它不提供税收优惠,其支付就是 $(c - b)$;反之,如果它提供税收优惠,其支付为 $d - 0$ 。因为 $c - b > d$,所以政府会选择征税,如上图实线所示。在证券化的实践中,这表现为国家税务机关在证券化发展初期没有对证券化当

国家税务机关在证券化方面的税收收入等于证券化当事人的税收成本 (c) 。

事人给予特殊照顾,仍然按照原先的税法征税。

表示证券化当事人在现行税法的框架下如何选择自己的行动。如果当事人组建的 SPV 必须缴纳所得税,其支付就是 $(a - c)$ 。但当事人在组建 SPV 时,可使其符合某种现存的或新创的税收状态,以达到合法避税的目的,因为这种做法不仅降低了证券化的成本,还增加了交易结构的灵活性;此时证券化当事人的支付为 a 。由此分析可以看出,在税务机关不提供税收优惠时,当事人的占优策略是通过合法的手段避税。

表示国家税务机关对证券化当事人合法避税所作出的反应。如果税务机关仍然按照原来的税法征税,由于证券化当事人可以采用各种手段避税,税务机关就征不到税,其支付为 0 。反之,如果税务机关提供税收优惠,为证券化当事人的避税手段“正名”,就可以促进证券化的发展,而证券化的发展又能够提高金融效率,这给全社会带来的好处为 d 。所以在证券化当事人选择避税的情况下,税务机关的占优策略是为证券化提供税收优惠。在上文中曾经提到,在美国证券化的发展过程中,税务机关创造了 REMIC 和 FASIT 等税收优惠状态,从而促进了证券化的发展。这也是对上述分析的一个很好的例证。

上图中用实线标出了证券化当事人和国家税务机关博弈的全过程和博弈结果。这里应该注意的是,政府提供税收优惠的做法不仅没有违反税收中性原则,还更好地贯彻了这一原则。因为证券化的当事人使用免税的 SPV 进行证券化,没有因证券化交易而多缴税或少缴税,同时这种做法也促进了经济效率和金融效率的提高。

(三) 第二类税收:一个完全信息静态博弈模型

同第一类税收不同的地方在于,营业税、印花税、预提税等税种有些是难以规避的,有些在规避之后会导致灵活性和效率的降低。例如,如果要规避营业税,就必须将交易架构为担保融资,但真实销售方式能够更好地实现破产隔离。所以规避营业税限制了资产转移的方式,并可能导致证券获得较低的信用等级。这里假设灵活性和效率的降低所带来的损失为 e 。如果证券化当事人规避此类税收,其支付就是 $a - e$ 。下表为参与人的支付矩阵:

表 13.1 关于第二类税收的博弈

证 券 化 当 事 人	国家税务机关	
	征税	免征
	纳税	(a, d)
避税	(a - e, 0)	(a, d)

一般情况下,证券化当事人从法律、会计、信用评级等角度考虑,并不愿意将交易构架为担保融资来规避营业税。同样,它在筹划境外融资时,也不愿因规避预提税而将交易构架为境内融资。印花税的情形与这也基本类似。这就意味着规避此类税收带来的损失 e 超过了纳税时的税收成本 c , 所以 $a - c > a - e$, 此时缴纳此类税收是证券化的当事人的占优策略。

由于国家税务机关掌握的是完全信息,所以它可以在得知纳税人纳税的情况下选择自己的行动。从表中可以看出,如果征税时的支付 $c - b > d$, 国家税务机关就会选择征税;而如果 $c - b < d$, 则选择提供税收优惠。国家税务机关在选择自己的行动时,可能会有以下两种情况:

1. 在证券化创始国,如美国,政府在证券化的发展初期可能尚未完全意识到这项金融创新的外部性,也就是说, d 值较小,政府按照原来的税法征税,没有提供税收优惠。当证券化走向成熟之后,政府再提供税收优惠所发挥的促进作用很小,这种情况下 d 值也较小。在这两种情形下,政府会选择征税,均衡解为

。

2. 对模仿国,如澳大利亚而言,在证券化的发展初期提供税收优惠可使这项金融创新存活下来并得到快速发展,而证券化的发展又促进了经济效率和金融效率的提高。也就是说,此时 d 值较大。当 $d > c - b$ 时,政府会提供税收优惠(表中的 为均衡解),这种做法也符合引申意义上的税收中性原则。

当然,在某些国家中,由于特殊的制度环境使得资产以担保融资的方式转移更为经济,也就是说,规避营业税带来的损失 e 小于纳税时的税收成本 c , 即 $a - c < a - e$, 所以发起人不会采用真实销售的转移方式,政府也不能得到流转税收入。但担保融资不代表证券化的发展趋势,有的观点甚至认为它不是严格意义上的资产证券化,所以我们对这种情形就不再进行分析。

在介绍了税收制度的形成机制之后,我们将据此对如何解决我国证券化税收的问题展开分析。

第四节 对如何解决我国证券化税收问题的政策建议

目前,资产证券化在我国的发展仍然面临着税收方面的障碍。首先,法律没有明确规定 SPV 可以采取的法律形式和税收状态,在现行法律法规下组建既合法又能避税的 SPV 存在很大困难。其次,我国税法规定,无形资产的转让要缴纳 5% 的营业税;资产转移过程中订立的文件如属借款合同,要缴纳万分之零点五的印花税,如属产权转让合同,要缴纳万分之五的印花税。征收流转税会加大证券化的成本,甚至会关系到证券化的成败。再次,证券化发起人在转移资产的

过程中发生的损失是否能够扣税?我国税法对此没有明确的规定。最后,我国的《外商投资企业和外国企业所得税法》(1991)规定,外国企业在中国境内未设立机构、场所,而有取得来源于中国境内的利润、利息、租金、特许权使用费和其他所得,或者虽设立机构、场所,但上述所得与其机构、场所没有实际联系的,除国家另有规定外,应按收入金额适用20%的税率计算征收预提所得税。这也构成证券化海外融资的成本。诸多环节的税收会给资产证券化的当事人带来沉重的成本负担,从而会影响到他们利用这项金融创新融资的积极性,阻碍资产证券化的开展。

在这种情况下,政府有必要介入资产证券化过程,通过税收制度的创新来降低证券化的税收成本,推动证券化的发展。本章第三节分析为此提供了理论依据:对于当事人可以有效规避的税收,两参与人博弈的最终结果是国家税务机关免征所得税;对于营业税、印花税、预提税而言,模仿国一般也会提供豁免待遇,以促进证券化的发展,我国也属于模仿国的行列。具体而言,我国政府应从以下几方面入手完善同资产证券化相关的税收制度:(1)明确规定特殊目的载体采取的形式和税收性质。政府可规定特殊目的载体不须缴纳实体水平的所得税,以避免双重税收。(2)减轻资产转移过程中的税收负担。政府有必要对发起人转移资产提供税收优惠,如免征营业税和印花税,规定资产转移过程中导致的损失可从应税收入中扣除等。(3)对投资者投资于资产支撑证券提供税收优惠。例如,政府可以规定投资者投资于资产支撑证券可暂时享受和投资于国债相同的税收待遇,即免征印花税和交易所得税,以刺激投资者对此类证券的需求。(3)在预提税方面,政府可以采取的最好办法是和有关国家签订避免双重税收的条约;政府还可以直接对证券化当事人提供税收优惠,即规定豁免证券化交易过程中的预提税。这两种做法的目的都是为了降低证券化海外融资的成本。政府主动参与税收制度安排的创新,可减少证券化过程中可能存在的不确定性,降低社会成本,增强金融体系的稳定性。当然,在市场经济条件下,政府的税收安排必须在尊重市场配置资源的原则下进行。

对证券化交易者来说,它们的目标是尽最大可能提高证券发行在税收方面的吸引力。因此,在政府出台和资产证券化相关的税收制度之前,交易的架构者会采取各种手段来规避现行制度框架下的税收。前面的分析表明,目前最能够做到税收节约的办法是发起人采用如下的安排进行证券化:以担保融资(表内证券化)的方式转移资产;利用国有独资特殊目的载体向国内投资者发行债权类凭证。前一安排的目的是规避资产转移过程中的营业税和印花税;后一安排的目的是尽量减轻特殊目的载体和投资者可能的税收负担,其中采用国内特殊目的载体,向国内投资者发行证券是为了减少证券化过程中的预提税。这一结构安

排可以用下图表示,其中特殊目的载体的图框用虚线,表示发起人可以不设立SPV,直接用基础资产作担保来筹集资金。

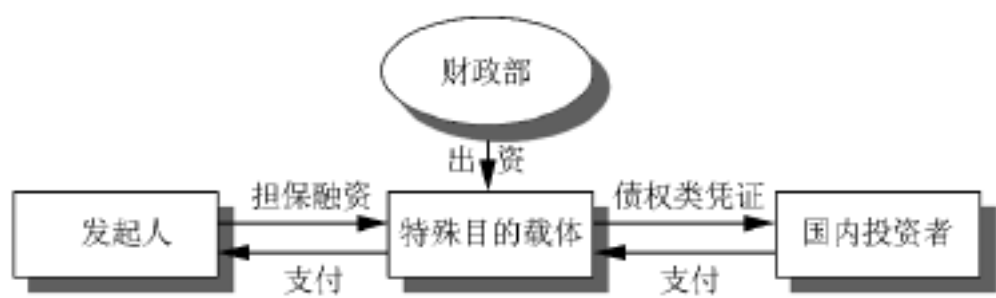


图 13 2 税收节约的证券化结构图

当然,在我国税法没有作出明确规定的情况下,上述安排在税收方面可能存在一定程度的不确定性。因此,证券化当事人应征询国家税务机关和有关主管部门的意见,以确保实现规避税收的目标。

第十四章 资产证券化与信用制度

市场经济是法治经济,更是契约经济、信用经济。信用是整个市场经济的基石,它对金融市场和资产证券化的运行有着重要的影响。健全信用制度,培育良好的信用环境,为资产证券化交易提供有力的信用保障,是证券化得以开展并不断向前发展的基础性条件。

第一节 信用对资产证券化的重要性

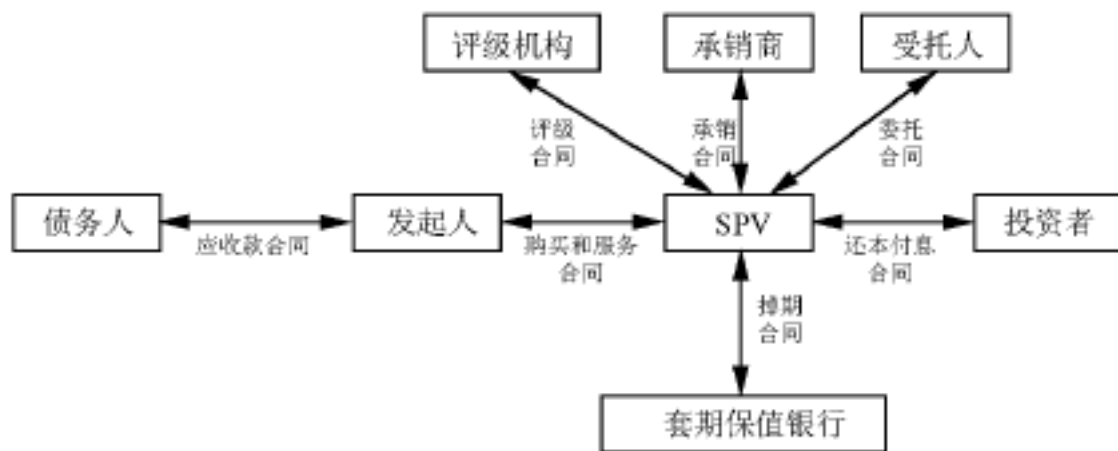
一、信用的含义

《辞海》中列出了信用的三种释义:其一为“信任使用”,这主要是从心理学的角度来考察信用,即“信任,信心”之义;其二为“遵守诺言,实践成约,从而取得别人对他的信任”,这是从伦理学方面来考察信用,指人们在社会及经济活动中诚实不欺,恪守诺言,以赢得声望和声誉;其三为“价值运动的特殊形式”,这是从经济学的角度来考察信用,即信用是价值的单方面转移,它一般以合同为形式,以偿还为条件,以借贷为特征。本文所说的信用是上述含义的综合体,尤其是指金融市场参与者的信用,即金融市场主体能否恪守诺言,从而赢得彼此之间的信任。

信用对金融市场的发展意义攸关。金融市场的交易大都不是“一手交钱,一手交货”的实物买卖,而是以偿还为条件的价值的单方面转移。因此,金融活动必须建立在信用的提供者和使用者相互信任的基础之上。信用犹如金融市场的生命线,正如韦伯斯特所言,“信用为现代商业制度中的重要气氛,其赐福于我们,实千百倍于全世界的宝藏。”在缺乏信用的社会里,金融机构的规模越大,业务量越多,投资人投入的资金越多,金融安全的问题也就越严重。所以,信用直接影响着金融市场包括资产证券化的正常运行。

二、信用对资产证券化的重要性

资产证券化是由若干合同组成的复杂过程。首先,资产证券化的基础资产一般是金融资产,此类资产的法律形式一般是合同权利,例如贷款协议的债权、租赁协议的收租权等,这是资产证券化和传统证券化的一个重要区别;其次,证券化交易的架构过程中,每一环节都离不开合同(证券化过程中涉及的主要合同如图 14.1 所示)。实质上,资产证券化的过程就是合同权利的实现过程。这一过程成功的关键,在于结构设计的合理性和每一个合同能否顺利执行。建立在无序信用基础上的证券化,债务人在借款到期时可能不还本付息;发起人可能不按时传递现金流;SPV 可能不按时向投资人支付资产支撑证券的本息。只要证券化过程中任一环节出现了违约情形,资产证券化就有失败的可能——证券化当事人对资产证券化的信心也会因此受到打击:发起人不再愿意利用资产证券化这一手段来筹集资金,投资者不再愿意持有和购买资产支撑证券,结果导致资产证券化市场因缺少供需双方的支持而无法正常运行。所以,证券化稳健发展的前提是市场参与者能够按时履约并彼此信任,也就是说,市场的信用基础是证券化产生、发展所要求具备的最根本的条件之一。



中,住房信贷和消费信贷应收款占很大比重,而这两种信贷的发展则离不开信用制度尤其是个人信用制度的完善。

此外,证券化参与者的信誉(信用)也非常重要,它是参与者进入证券化市场的通行证。例如,评级机构必须具有良好的信用,其信用评级才能获得广大市场投资者的认同,经过评级的证券才能得到投资者的踊跃认购;只有具有良好信用的担保机构提供的外部信用增级,才能提高资产支撑证券的信用等级,增大证券对投资者的吸引力;其他参与者也只有具备了良好的信用,别的当事人才愿意与之进行交易。

从上述分析可以看出,信用渗透于资产证券化的全过程,并在这一过程中起着基础性的作用。可以毫不夸张地说,信用之于资产证券化的作用,犹如空气、阳光之于人类的作用。因此,证券化的产生和持续发展必须以良好的信用为基础。

第二节 我国信用秩序的现状及其经济分析

随着我国经济改革的深入推进和市场经济的培育与完善,信用对经济运行的重要性日益凸现出来,信用问题也引起了人们的极大关注。为了维护市场经济发展所必须的信用秩序,国家制定了一系列法律法规,发挥了一定的作用。然而,从整体上看,作为信用经济基础的社会观念和法律制度基础还没有稳固地建立起来,社会的总体信用状况仍然难以尽如人意。首先,企业信用缺失是当前影响企业正常经营和国民经济健康运行的一个突出矛盾。这主要表现在:很多企业在经营过程中,不能恪守信用,违约现象时有发生;部分债务人逃债、废债、赖债思想严重,总是想方设法逃废银行债务和其他企业的债务;有的企业借款后根本不准备还款;更有甚者,置法律于不顾,制造假冒伪劣产品以牟取暴利。其次,尽管个人信用是社会信用的基础和核心,但我国个人的信用意识淡薄,且尚未意识到个人信用是可以利用的资源 and 财富——这在很大程度上导致我国个人消费信贷发展缓慢。总之,我国尚没有完善的信用体系,资产证券化的开展缺乏稳定的支撑。

经济学家们试图对我国存在的信用问题作出理论解释,很多人将其归结为历史、体制、政策操作等方面的原因。本文则主要从新制度经济学的角度来解释信用问题:信用秩序混乱的根本原因是机会主义倾向和道德风险的存在。为了解释道德风险,我们先介绍新制度经济学关于人的行为假定:首先,人类行为动机是双重的,一方面追求财富最大化,另一方面,又追求非财富的最大化;其次,由于环境的不确定性、信息的不完全性和人的认识有限性,人的理性是有限的,

即有限理性;第三,人的机会主义倾向,即人对自我利益的考虑和追求。也就是说,人具有借助于不正当的手段为自己谋取更大利益的行为倾向。他会有目的有策略地利用信息,按个人目标对信息加以筛选和扭曲,并会违背对未来的承诺。

在这三个假设中,机会主义倾向假设以有限理性假设为前提:由于人的认识能力有限,交易者不可能对复杂多变的环境了如指掌。在这种情况下,处于有利信息条件下的交易者就有可能通过各种利己的手段,造成另一方的损失。

机会主义倾向可分为事前机会主义和事后机会主义。事实上,道德风险是事后机会主义,即在达成契约后,一方利用信息优势不履约或不认真履约。这里所说的道德风险只是一种实证描述,而不具有伦理学方面的含义。根据国际货币基金组织出版的《银行稳健经营与宏观经济政策》一书中的定义,道德风险是指当人们将不为自己的行为承担全部后果时变得不太谨慎的行为倾向。机会主义倾向与道德风险是人们在社会活动中“失信”行为产生的根本原因,它危及了金融市场的信用基础,导致了市场机制的运行失效。具体到资产证券化市场中,机会主义倾向和道德风险的具体表现主要有以下几种:一是债务人违反借款协议,拖欠还款或根本不还款;二是发起人违约,没有将基础资产产生的现金流及时地传递给特殊目的载体;三是特殊目的载体取得资金后,没有按时将资金转移给投资者,致使投资者发生损失。

机会主义倾向是全人类所共有的,但人们是否会在这种意向之下采取“失信”行为(即发生道德风险)则取决于各种因素:制度的约束力、经济主体对这种行为风险的认识、成本—收益分析等等。实际上,道德风险产生的根本原因可以归结为个人追求收益最大化与制度约束软化的矛盾。如果制度约束软化,经济当事人就不须承担行为的全部后果,违约成本就很低。在违约得到的收益比所付出的代价(法律制裁和道德谴责)大得多的情况下,利益的驱动就导致了一个不讲信誉的社会形成。我国著名经济学家吴敬琏先生曾说过,传统道德共识的瓦解和法治精神的缺乏是产生道德风险的温床,这句话强调了道德约束和法律约束在降低道德风险中的作用。除制度约束软化之外,信息不对称也是导致道德风险的重要原因。贷款人放贷要建立在對借款人资信信息充分了解的基础上,但我国目前对借款人资信状况尚无明确的调查与评估方法,贷款人无法掌握借款人的详细信息,因此无法准确判断借款人的还款能力。借款人有不能被贷款人准确观察或了解的行动,所以借款人就成了信息优势方,贷款人为信息劣势方。贷款人如果放贷,就可能给借款人制造败德机会,从而遭受损失。

由于机会主义倾向是失信行为的根本原因,所以,进行制度创新,遏制人们的机会主义倾向,降低金融市场的道德风险就是解决信用问题的关键。

第三节 改善信用环境,促进资产证券化的发展

西方发达市场经济国家目前有着比较好的市场信用基础,究其原因,除了长期积累的商业道德的作用外,就在于有一定的制度安排来强化对金融市场参与者的约束,增大他们的违约成本,以达到遏制其机会主义倾向和道德风险的目的。这些制度安排成为市场信用的有利支撑。我国也应该借鉴西方国家的做法,完善信用制度,为资产证券化的发展提供良好的信用保障。

一、强化道德观念的约束

我国已经由计划经济逐步向市场经济过渡,但市场经济的价值观念还没有完全形成,人们在道德观念方面出现了过渡性的迷惘,由此造成了人们行为的失范和信用的无序状态。道德约束弱化的问题,不能仅靠市场规律的自动调节。政府必须加强信用方面的宣传和教育,制造舆论环境,使每一个人、每一法人都意识到信用是立足于社会、立足于市场经济的根本,不守信用是对他人权利的侵犯和剥夺,并将为社会所不容。政府可采取各种形式的道德教育,把市场经济的道德要求变为人们内在的道德观念、价值取向和评判行为是非的标准,在全社会形成遵守契约、诚实守信的行为规范。严守信用的道德观念也是证券化当事人应具备的基本素质之一。

二、建立信用记录体系,完善信用制度

信用制度的产生已经有 150 多年的历史了。目前,有很多西方发达国家都建立了企业和个人的信用记录。其中欧洲国家一般是由中央银行和政府出面,深度介入,资信评估机构实际上成为政府的附属;而美国则完全交给市场化的资信公司去做,其核心的竞争是看能否采集到全面的资信来源、个人信用预测准确度。美国目前专门从事金融市场参与者的信用记录业务的著名公司有环联公司(TU)和邓白氏公司等,前者是美国最大的资信公司,也是美国三大消费信用联合征信机构之一,后者是全球最大的从事企业信息搜集和企业信用风险评估

主要指法律体系的完善和信用制度的建立。

联合征信是指第三方中介机构把分散在各商业银行和社会有关职能部门的居民和企业的信用信息汇集起来,进行加工和存储之后形成信用档案信息数据库,为有关方面提供信息服务。

的公司。美国的具体做法是:资信公司首先从各个金融机构购买客户的信用记录原始材料,然后将这些材料整理成信用评估报告,输入电脑数据库。任何银行、公司和业务对象都可以付费查询信用报告。这种做法在很大程度上解决了贷款人和借款人的信息不对称问题,从而减少了败德行为发生的可能性。更为重要的是,美国个人如果有不良信用,信用记录上将保留七年,这会使具有不良信用记录的个人在金融市场上寸步难行。从某种程度而言,不良信用记录(影响个人长远发展)是比法律制裁(只是暂时的制裁)更为严厉的手段。所以美国的居民和企业大都非常珍视自己的信用记录,并严格遵守信用,以防被打入“另册”或“黑名单”。这样,信用记录就产生了很强的约束作用,遏制了个人的机会主义倾向。

对于证券化来说,参与者无论是借款人、发起人、特殊目的载体(SPV)、证券投资者还是证券化过程中的中介服务机构,他们的信用都是有记录的。虽然法律的强制性作用未体现在其中,但这种信用记录在资产证券化市场上自动发挥着作用,对证券化参与者形成了有力的信用约束。

我国也已经开始借鉴西方国家的做法来建立健全信用制度。2000年7月1日,国有性质的上海资信有限公司正式成立,这标志着我国迈出了建立个人信用制度的第一步。该公司按企业机制运营,按理事会模式管理,属非银行性质的金融信息服务机构,是我国首家开展个人信用联合征信的权威机构。上海资信公司的诞生,使得上海180万已有信用记录的市民,可以只凭自己良好的信用记录,而无须再作任何担保、抵押、质押等手续,在需要资金时到银行贷款,贷款最高额可达30万元。上海之外的其他地区也已开始对个人信用制度进行探索,如建设银行济南市分行就出台了《个人信用等级评定办法》,将个人信用分为A、B、C、D四个等级。建设银行武汉市分行也开始对申请龙卡的客户进行信用评级,将个人信用等级分为3A、2A、A、3B、2B、B、C七个等级。与此同时,我国也已经开始建立企业信用制度。个人和企业信用制度的建立,是健全信用制度的良好开端。信用制度的完善有助于改善我国的信用环境,并推动消费信贷的发展,扩充可供资产证券化的基础资产种类,给予证券化发起人以更大的选择余地。

不过,我国的信用制度还刚刚起步,仍需要大量推广性、全面性的工作。根据欧美先进国家的经验和我国的现实情况,笔者提出如下的政策建议:在建立信用制度时,政府应积极推动,借助其综合协调职能快速有效地建立信用记录体系;随着信用制度的建立和完善,政府应注重引导市场力量的进入,通过引入竞争来提高信用体系运作的效率。

三、法律和司法程序保障

由于人类具有逐利的本性,所以仅靠道德不可能有效约束金融市场参与者的经济行为,道德约束只能处于法律约束的从属地位。信用记录也只是一种市场约束手段,有时它也会对某些不讲信用的人起不到约束作用。因此,必须依靠法律的力量,将一切信用活动纳入法治的轨道,才能维护和培育良好的信用秩序。

首先,应该从立法上明确法律责任,充分体现保护债权人合法利益的原则。目前我国虽有《民商法》、《担保法》、《个人信用实名制》等信用方面的法律,但法律体系不健全,部分法律的立法层次不高,效力层次较低,在保护债权人的合法权利方面还不够完备有效,如《破产法》中关于债务人在破产程序中仍然享有对其财产的管理权和处分权的规定,关于破产受偿条款等不利于有效保护债权人的公平受偿。立法机关应修订部分不合理的法规,完善法律体系,对立法条件不成熟的可结合实际情况制定一些过渡性的法规条例,以弥补法律上的空白。

其次,必须有完备的司法程序保障法律判决的执行。对于不执行法律判决的人,法院将采用强制手段来执行。中国目前的司法程序特别是民事经济法律程序离市场经济的要求也还有相当距离,需要进一步改善。其问题突出表现在:(1)司法上地方保护主义的存在威胁了司法公正的实现;(2)程序日趋繁琐,案件久拖不决的现象屡见不鲜;(3)由于“执行难”的存在,生效判决的内容得不到及时实现或难以实现。我国应该建立完备的民事诉讼程序和有效的强制执行手段,深入改革司法制度和审判程序,为市场信用基础的司法保障创造条件。

最后,金融市场参与者要有法律意识,要重视用法律诉讼的手段来解决信用问题。由于传统法律文化的影响,中国多数商业组织普遍不愿意介入诉讼,因此主动提起诉讼能给其以较大的震慑力。当事人在经营资产证券化业务时,应该有意识地保全法律证据,准备有关材料,这样在提起诉讼时就会有较大把握。

第十五章 资产证券化中的政府推动与监管

在第七章中,我们已经提到了,在政府主体与非政府主体参与制度安排的社会博弈中,由于政府主体在政治力量与资源配置权力上均处于优势地位,所以政府主体往往是决定制度供给方向、形式、进程及战略安排的主导力量,在资产证券化的发展过程中政府的推动作用和监管作用表现得尤为明显。

第一节 政府推动

一、美国资产证券化发展过程中的政府推动作用

美国是世界上最早开展资产证券化也是这一金融创新发展最为成熟的国家。众所周知,美国是崇尚市场机制的国家,但与其他经济金融部门相比,住宅抵押市场是美国政府干预较深的一个领域。一方面它通过为抵押贷款提供保险和发起设立若干准政府机构,通过它们的市场活动来影响抵押贷款市场的发展:

在美国,资产证券化市场的创立可以追溯到大萧条时期。对于大萧条给金融市场带来的影响,国会的反应是组建一些公共目的机构。其中所设立的机构之一就是致力于处理当时抵押贷款计划问题的联邦住宅管理局(FHA),这家政府机构发展和推广了固定利率平均偿付完全摊还的抵押贷款,还为抵押违约提供保险。由于申请抵押人必须满足联邦住宅管理局的承保标准,FHA成为第一家对抵押条件进行标准化的机构。一级市场的标准化对于资产证券化资产池的构建是必不可少的。1944年,退伍军人管理局(VA)也开始对合格的抵押提供保险。

1938年,美国国会创立了联邦国民抵押协会(FNMA),这是一家具有公共目标的政府信用企业。FNMA负责为联邦住宅管理局(FHA)和退伍军人管理局(VA)担保的抵押贷款提供二级交易市场,具体的交易形式就是购买抵押贷款合同。FNMA需要一个获得资金的渠道以避免头寸紧张,于是国会授予FNMA从财政部借款的信贷额度,为它解决了这个问题。而且,作为一家政府代理机构,无政府背景的资产证券化所难以克服的法律和管制等问题均可以轻而易举地获得解决。例如:作为一家政府代理机构,FNMA可以享受蓝天法案以及其

他投资法规的豁免待遇,从而可以通过投资银行广泛地发行抵押支撑证券。1968年, FNMA 分立为两个机构:一个继续使用联邦国民抵押协会的名称,即 FNMA,另一个是作为住宅和城市发展部附属机构的政府国民抵押协会(GNMA)。国会于两年后又设立了联邦住宅抵押贷款公司(FHLMC),它也负责购买联邦住宅管理局(FHA)和退伍军人管理局(VA)担保的抵押贷款,并发行抵押贷款支撑证券。GNMA 通过为私人实体发行的证券提供担保来完成它的目标。这些私人实体将抵押贷款组合在一起,然后将这些抵押贷款用作所出售证券的担保。FNMA 和 FHLMC 购买抵押贷款,将其组合起来,然后运用这些抵押贷款的组合作担保发行证券。用这种方式所创立的证券被称为抵押贷款过手证券。许多以前避免在抵押贷款市场投资的投资者也开始购买抵押转付证券。

政府代理机构的参与最终促成了资产证券化的最早品种——房地产抵押贷款证券化的成功,而抵押贷款支撑证券市场也随之以惊人的速度蓬勃发展起来。到了 20 世纪 80 年代,抵押贷款过手证券的私人发行者开始降低对政府代理机构的依赖,一些发行人不运用上述三家机构的支持,而是运用私人信用增级的一些形式,发行由常规家庭抵押品和商业性房地产抵押品支撑的资产支撑证券。

另一方面它则通过制定详尽的法律法规来规范和引导市场的发展:

1. 美国国会于 1984 年通过了《加强二级抵押贷款市场法案》(The Secondary Mortgage Market Enhancement Act, SMMEA)。该法案确保所有已评级的抵押贷款支撑证券对几乎所有的投资者来说都成为合法的投资对象,为其提供了法律上的支持。这就使得机构投资者成为证券化产品的需求主体,从而大大降低了证券化发行的成本。紧接着,美国联邦证券监督委员会(SEC)也据此同意所有抵押贷款支撑证券均可通过“暂搁登记”方式承销。这一规则的实行,大大简化了 SEC 的审查程序,降低了抵押贷款支撑证券的发行成本。

2. 1986 年,美国国会又通过了《税收改革法案》。该法案增加了不动产抵押投资载体(real estate mortgage investment conduit, 简称 REMIC)条款,该条款为房地产抵押贷款证券提供了合理的税收结构体系,使证券发行者免于纳税,并规定了相应的会计、税收和法律条件,清除了以前严重影响交易的税收障碍。

3. FASIT 立法提案。根据该立法提案,诞生了一个新的资产证券化载体——金融资产证券化投资信托(financial assets securitization investment trust, FASIT)。这种证券化载体可以避免双重征税,但相比 REMIC 来说,其资产范围则从单纯的不动产扩大到多种金融资产。这一法案的通过为资产证券化的开展给予了更为宽松的税收待遇。

4. 美国 1933 年银行法中的《Q 条例》,诞生于 30 年代对金融业的严格管制的背景下,其中对商业银行和储蓄协会贷款利率上限的严格规定,使得抵押贷款

主要发放机构不能维持稳定的资金来源和以浮动利率抵押贷款方式转移流动性风险和利率风险。而 70 年代末 80 年代初金融自由化浪潮的兴起,特别是关于存款利率上限的条例的取消,则使得储蓄机构逐渐陷入危机之中。针对这一情况,美国国会于 1980 年通过《放松管制和货币法》,又通过了《1982 年存款机构法》,即高恩—圣杰曼法案,分阶段废止了《Q 条例》,取消了利率上限,并允许各金融机构的资金运用进行业务交叉。

5. 1997 年美国财务会计标准委员会(The Financial Accounting Standards Board, FASB)以 FAS125 规则替代了 FAS77 规则,重新确定了“真实出售”的会计标准,进一步放宽了对“真实出售”的认定,有利于鼓励住房抵押贷款证券化的发展。

二、建议我国政府在资产证券化中发挥推动作用

从上面的分析中我们可以看出,美国政府在资产证券化发展过程中起到了不可或缺的巨大作用。但是目前我国开展资产证券化却存在着多方面的障碍:法律法规的不健全;抵押担保机制的欠缺;证券评级业不发达;个人信用机制基础薄弱等等。所以在我国资产证券化发展的初始阶段,政府应该积极参与,推动证券化的发展。

(一) 放宽限制,加快立法,构筑相应的法律法规体系

资产支撑证券是一个新的金融品种,其性质和发行过程不同于公司债券与股票,而新颁布的《证券法》也没有将其纳入管辖范围,因此应该有资产证券化方面的专门法律或行政法规来对资产证券化的从业机构的组织形式、证券化资产的组合、收益的来源和分配等进行严格的规范,以防止资产证券化成为某些人的新型的圈钱工具,损害投资者利益。但目前我国在这方面的法律法规或者与之相抵触,或者还是一片空白。

首先要修改《经济合同法》、《借款合同管理条例》、《破产法》以及《担保法》中的一些与证券化交易存在冲突的条款:首先是契约变更的确认问题:《经济合同法》中要求“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”,而证券化资产的投资者人数众多,逐个征求同意,成本太高;二是销售性质的认定,主要涉及真实销售的许可和所附抵(质)押物权的转移问题,尤其是“真实销售”,是确认资产证券化表外融资的关键;三是特殊目的机构(SPV)购买的资产必须与资产原始权益人实现“破产隔离”,即在资产原始权益人(发起人)破产时,这些资产不能作为清算资产,这与《破产法》中的某些规定相矛盾。

其次是证券化涉及到 SPV 的参与,必须尽快制订有关 SPV 的市场进入、经营和退出等方面的法律法规,其中关键是要制定有关 SPV 的税收优惠政策以减

轻资产证券化的成本。

另外,在证券化过程中,关于证券化资产的定价、资产证券发行的会计处理等都存在着争议。因此要尽快制定统一的会计准则,使得主管部门能够对资产证券化业务实行有效的监控。

(二) 培育良好的金融环境

(1) 培育理性的机构投资者,允许并扩大包括投资基金、保险基金、商业银行等机构在内的投资范围,使其能够成为证券化产品二级市场的需求主体。

资产证券化能否顺利推行,需求是一个决定性的因素。从发达国家的证券化发展的历史来看,机构投资者是证券市场,尤其是资产证券化市场的主要的需求力量。由于资产支撑证券的复杂性,个人投资者没有能力对自己投资的证券进行深入细致的分析,无法凭自己的专业知识对投资可能带来的后果作出判断,无法回避投资风险,进行投资组合和自觉的风险防范,无法或没有条件及时根据市场的变化而对自己的投资策略进行科学的调整。因此,个人投资者不可能成为资产支撑证券的主要投资者。而目前我国的机构投资者的情况却不容乐观:不仅机构投资者自身的力量就不够壮大,而且大多数对资产支撑债券的投资又都受到法律的严格限制。由于没有机构投资者的参与,个人投资者又力量弱小,因此我国资产证券化的市场需求严重不足。国家必须花大力气来培育真正的、理性的机构投资者,这是任何一个国家的证券市场走向成熟的重要标志,也是资产证券化发展的客观要求,关于这一点我们在下文中有详细的论述。

(2) 加快发展抵押贷款市场、担保市场、证券市场等相关市场,为资产证券化的二级市场奠定坚实基础。特别是要大力发展债券市场,为确保证券化产品的流动性与合理定价奠定基础。结合当前宏观金融调控完善之需对货币市场发展的要求,以及优化企业资本结构对企业债券市场的发展要求,大力发展我国的国债市场与企业债券市场,形成具备一定深度的债券市场,是金融资产证券化的必备基础环境。因为资产证券化是以流动性来实现收益与分散风险的,没有一定深度的债券市场,特别是如果没有健全发达的国债市场,也就没有基准利率机制,证券化产品也就缺乏合理定价的必需依据,更不可能根据标的资产的风险、期限与还款期限分组打包予以证券化。而且如果在没有一定深度的债券市场的情况下硬要发行证券化产品的话,因为不具备起码规模的二级交易市场,流动性得不到保证,长久持续的市场需求力量难以形成,所以即便有也顶多是投机性需求。

(3) 调整相关利率。由于目前居民个人住房抵押贷款利率是按同期固定资产贷款利率下浮一个档次执行,而国债利率与固定资产贷款利率则相差无几,结果使得住房抵押资产证券化可操作的空间接近于零。所以政府如果有利率调整

空间,最好能调整相关利率,这样证券化才有发展的空间。目前恐怕政府还没有动力进行利率调整,但是入世以后,我国的相关利率水平肯定要受到国际利率水平的冲击,因此应该会有一个大的对证券化有利的调整。

(4) 建立规范的担保与评级中介服务机构。资产证券化具有信用风险转移的特征,它在将资产的未来现金流经过一定的分割组合后重新发行证券卖给市场上的投资者的同时,将这部分资产的信用风险也分割转移给了不同的投资者。由于证券化涉及风险与收益,因此对证券化的资产进行信用评估定级是必不可少的。但是目前我国的证券评级业运作很不规范,信用评估不细,信用评级透明度不高,没有一个统一的评估标准,而且很多评级机构都与政府、企业、银行、证券公司等有着千丝万缕的联系,因此不但很难做到独立、公正的评估,甚至还有可能会为了实行证券化肆意地美化资产,提高它的信用级别。所以国家要规范评级机构,加强监管,培育一些国际知名度高的评级机构。为了吸引更多的投资者并降低发行成本,SPV 必须对整个证券化交易进行信用增级,而进行金融担保则是提高证券信用级别的一个有效方式,但是目前我国的担保机构也很缺乏。

(5) 建立个人信用制度体系。我国应该尽快建立个人信用登记制度以及抵押贷款信息库,为抵押贷款的拆卸整合和信用保险提供充分的信息支持。我国目前的信用基础较差,如果不能严格债务人的偿还责任,资产证券化后,其现金流的归集在时间安排和数量安排上就会出现問題。所以,政府要强化债权追偿的法律规范与约束,消除债务人有钱不还的风险,确保债权人充分的债权收益索取权,以保障支持证券化资产的稳定与确定性收益,这样才能使得证券化资产具有成为高质量证券的起码基础。

(6) 严格信息披露制度。信息披露的真实准确对资产证券的发行和交易至关重要,在资产证券化过程中,一笔贷款从金融机构转移给资产处理公司,再从资产处理公司转移给证券购买人,每经历一个环节,有关债务人的资信状况、债务人的还款能力、贷款本身的现金流量等信息如果披露不完全或失真,就不仅会影响资产接手人对贷款价值的判断能力,而且会使投资者的利益遭受不同程度的损失。因此,资产证券化的正常运行要求金融机构能够提供真实、准确的信息,但由于我国目前关于信息披露方面的法制不健全,还没有相应的法律手段来确保金融机构的信息披露的真实性——目前我国证券市场上的信息披露存在的主要问题有:信息披露的非主动性、随意性或者不规范性、滞后性和不连续性、虚假性以及信息披露过程中的信息操纵行为非常严重,这种信息披露失真对于资产证券化的推行将是一个很大的障碍——因此政府一方面要加强完善证券市场的信息披露制度,另一方面则要严厉打击证券市场上出现的违规行为,以起到警示的作用。

(三) 借鉴美国的做法,设置政府机构和政府信用企业

前面我们已经提到,在证券化的一级市场上美国成立了联邦住宅管理局(FHA)和退伍军人管理局(VA)为抵押贷款提供保险并标准化抵押条件,这对于资产证券化资产池的构建是必不可少的。1938年,美国国会又创立了联邦国民抵押协会(FNMA),这是一家具有公共目标的政府信用企业,负责为联邦住宅管理局(FHA)和退伍军人管理局(VA)担保的抵押贷款提供二级交易市场,具体的交易形式就是购买抵押贷款合同。1968年, FNMA 分立为两个机构,一个继续使用联邦国民抵押协会的名称,即 FNMA,另一个是作为住宅和城市发展部附属机构的政府国民抵押协会(GNMA)。国会于两年后又设立了联邦住宅抵押贷款公司(FHLMC),它也负责购买联邦住宅管理局(FHA)和退伍军人管理局(VA)担保的抵押贷款,并发行抵押贷款支撑证券。GNMA 通过为私人实体发行的证券提供担保来完成它的目标。这些私人实体将抵押贷款组合在一起,然后将这些抵押贷款用作所出售证券的担保。FNMA 和 FHLMC 购买抵押贷款,将其组合起来,然后运用这些抵押贷款的组合作担保发行证券——用这种方式所创立的证券被称为抵押贷款过手证券。许多以前避免在抵押贷款市场投资的投资者也开始购买抵押转付证券。

美国的这些政府代理机构的参与最终促成了资产证券化的最早品种——房地产抵押贷款证券化的成功,而抵押贷款支撑证券市场也随之以惊人的速度蓬勃发展起来。

借鉴美国的经验,同时考虑到目前我国的情况,建议政府可以考虑以下措施:

(1) 增加住房抵押贷款机构:目前我国发放住房抵押贷款的主要是以建行为主的四大国有商业银行,由于考虑到银行资产的流动性等各方面的问題,提供的住房抵押贷款相对于需求来讲明显不足,而且对于证券化都没有太多的动力;随着我国住房体制改革的进一步深入,应该多增加一些提供住房抵押贷款的机构;

(2) 设立抵押贷款经营公司:二级市场的发展完善对抵押贷款证券化的发展是相当重要的。设立抵押贷款经营公司(类似美国的 FHLMC),从提供住房抵押贷款的机构手中购买抵押贷款,才能更好地促进抵押贷款市场的迅速发展;

(3) 设立政府担保机构:在美国,由政府机构担保的证券,如果其利率调整的频率低于每 762 天一次的话,它的期限被认为是等于到下一次利率调整的剩余期限。这样的话,设立政府担保机构就可以多元化证券化产品的期限结构,从而可以满足不同投资者对期限的多元化要求了。

利用这些机构参与住宅抵押贷款一级市场,使之标准化,可为资产证券化特

别是抵押贷款二级市场提供前提性条件;而且由于其特殊的身份,能豁免法律上的要求,同时在经济上得到政府的支持,在我国目前资本市场不发达、相关法律不是很完善的情况下比较容易获得成功;从而不仅可为私人实体的证券化提供经验,吸引私营参与者进入这个市场;也可让投资者逐步了解了这类产品的特点,逐步体会到证券化产品的优势,并能对此作出必要的投资决策分析,有利于形成一个合格而成熟的需求主体。

三、政府在推动资产证券化的同时需要注意的问题

政府在证券化过程中起着很重要的甚至是关键的作用,但也应该看到,在美国当资产证券化市场发展起来以后,政府的“行政主导”角色就逐步让位给“市场主导”,从而为更有效率的私营机构进入资产证券化市场提供了市场准入机会和公平竞争环境。而在我国由于长期计划经济体制的影响,政府几乎介入了经济的每一个领域,导致政出多门,所以更要处理好政府和市场的关系:我国政府在启动抵押贷款证券化项目之初,就应作好转型准备;政府部门除了要在适当的时候出台专门的证券化法律外,更要加强对市场的监管;政府对资产证券化的支持并非一定要以“运动员”的身份参与进去,最重要的还是各部门尽职尽责在各个环节作合格的“裁判者”,要多排除障碍而不是设置障碍。政府作为市场规则的制定者、监督者和执法者,应该以社会利益最大化为目标,减少市场摩擦,提高市场运作效率和公平,使社会资本转移最大化和最优化,使投资者得到最大的保护,使市场得到稳定的发展。

第二节 资产证券化过程中的政府监管

上节我们已经提到,政府在资产证券化市场成熟以后,要淡出市场——政府信用企业逐步私有化,同时政府还要出台鼓励私营机构参与证券化的措施,为更有效率的私营机构进入资产证券化市场提供市场准入机会和公平竞争环境。

“监管是国家凭借政治权力对经济个体自由决策所实施的强制性限制”,而在市场经济条件下,对经济的监管是由两类主体完成的:第一类是所谓的“公共机构”,主要是政府的各个部门,就金融方面的监管而言,就是“金融当局”,它们的权力是由国家授予的。它们负责制定经济监管的各种规章制度以及这些规章制度的实施,如果有人违反了这些规章制度,就会受到法律法规的处罚。第二类主要是各种非官方的民间机构或者私人机构,它们的权力不是来自于政府,而

是来自于其成员对机构决策的普遍认可。

经济监管包括政府监管和私人监管两个部分。政府监管涉及面广、权威性强,对那些具有很强的外部性、带有普遍性和后果严重的市场失灵问题,一般以政府监管为主。实施政府监管的总原则就是:政府监管能比私人监管做得更好、成本更低。

而资产证券化是金融创新发展的高峰,代表了履行、技术和结构技巧的完美平衡,能够有效地分散和消除资产的流动性风险和信用风险,但如果证券化过程中任一因素出现故障,整个的证券化交易就将面临极大的风险。另外,资产证券化本身也有它自己特定的风险:(1)提前偿付风险。在市场利率下降尤其是下降幅度较大时,原贷款的借款人便会筹集资金对原来利率较高的借款进行提前偿付,这样就会对资产证券的投资者造成提前偿付风险,因为投资者将不得不面对进行再投资的选择并承受由此带来的损失。而在利率上升时,提前偿付行为必然减少,从而投资者无法迅速抽出资金投资高收益的证券。如果投资者选择在二级市场抛售持有的资产证券,由于市场利率高,能变现的资产证券的价值就会比较低,投资者同样要遭受资产证券折价的损失;(2)结构风险。资产证券化是将金融资产重新组合后再分割转让给投资者,投资者对这种重新组合的资产结构进行投资,如果资产证券化架构失败,投资者的投资将遭受损失。另外资产证券化过程还将产生技术风险、欺诈风险、证券等级下降的风险等。

但是由于我国目前资产证券化方面的法制不健全,又缺乏资产证券化的操作经验,要对资产证券化带来的这些风险做到有效的防范,就需要政府一方面要加快完善确保资产证券化有效设计和运行的法律环境,另一方面要加强监管,防止资产证券化带来更多的风险。下面我们对资产证券化特设载体(SPV)的组建和运作规范及资产转让等关键性的监管问题进行探讨。

从操作结构上看,资产证券化融资最具特色之处,就是通过设立一个特设交易载体(special purpose vehicle, SPV)作为交易中介来达到防火墙的效果。从发起人角度来看,证券化所要实现的基本财务目标主要有以下两个方面:(1)提高资产的流动性和盈利性;(2)实现一定的会计效果(表外处理或表内处理,主要是表外处理)。一切的资产证券化融资计划都是围绕着这两个财务目标进行的。为了确保预期目标的顺利实现,需要构建一个有效的结构机制,使得证券化资产的风险与收益与发起人自身的资信相隔离,并提高该项目的信用级别,而SPV的设立就是实现这一目标的手段和机制。因此资产证券化结构设计的核心环节就是SPV的设计,其他各当事人都是通过合约的形式明确各自的权利和义务,共同组成一个紧密的利益共同体。下面我们就从对SPV的组建、资产转让与真实销售、经营运作规范等几个方面来阐述我国政府应该在哪些方面加强监管。

一、对 SPV 产权组织形式监管

如果以私营形式组建 SPV,其产权形式一般有两种:第一种是由发起人专门为证券化交易而组建子公司,但是由于母子公司关系的存在,容易使发起人对 SPV 的资产转让过程是否属于“真实销售”产生质疑,同时这种关联关系使得发起人有机会从对 SPV 的管理服务及利润分成中取得特权,从而有损投资者的利益。所以,一般法律和行业监管条例都明文规定,建立在这种形式基础之上的证券化行为被认定为是一种担保融资,只能进行表内处理。SPV 的另外一种产权形式是由独立第三方所组建并拥有,不为发起人所控制,而且其组建不以盈利为目的。独立第三方通常为基金形式,并由其委托受托管理机构代表该基金权益持有 SPV 的股份。基于这种形式基础之上的资产转让,可以认定为真实销售,并获得表外处理。

而政府形式设立的 SPV,比如美国的 FNMA、GNMA、FHLMC 等都是 SPV 角色的扮演者,虽然它们都具有公司的性质,但它们都有坚实的政府背景,并在很多情况下与私人公司享有不同的待遇。政府对 SPV 产权组织形式的监管主要针对私营形式的监管。

二、对资产转让与真实销售的监管

资产转让是发起人把经组合的资产打包转让给 SPV 的行为。资产转让需以买卖双方已签订的资产书面担保协议为依据。出售时卖方拥有对标的资产的全部权利,同时买方要对标的资产支付对价。无论资产转让采取的是更新形式还是出售形式,首先必须是合法转让。而要看转让是否合法,就要判定合同资产是否可转让,即必须确保原始合同基本条款中无“禁止转让它方”条款的约定,并以书面形式通知原始债务人。

其次,在 ABS 交易中,一笔资产是以“真实销售”的形式被转让,还是仅仅作为融资抵押,关键是要看投资者对发起人享有多大程度的追索权,以及 SPV 对该项资产的实际控制权大小。而从法律形式的角度看,在发起人向 SPV 单方面转让资产时,SPV 是否及时、正式地告知原始债务人,并作成相应的法律登记,就成了判定该项资产转让是否属于法定转让,即“真实销售”的最有力的证据。

再次,还要判断担保资产的转让是否符合法律公平原则。

(1) 要确保转让价格的公允性。因为对于那些事后被判定为不公正的交易,法律制度一般都不予保护。如果转让价格不符合公允性,在发起人无力清偿或濒临破产时,法庭经常会宣布原先资产转让交易无效,该部分资产仍作为发起人的破产财产进行破产清算,这样就会加大投资者的投资风险。

(2) 要避免“ 优先待遇 ”这个法律事实。因为一个机构在其因无力偿债而正式获准破产时,可能早已达到法定破产界限。为了保证“ 公平清偿 ”,破产法都规定需对破产时间进行合理追溯,在推定破产日到实际破产清算日这段“ 优先偿债期 ”(preference period)内,一切的非对等、非正常行为都被视为无效,已接受了该机构偿还的资金须如数退还,纳入破产财产。需要注意的是,我国法律规定“ 优先偿债期 ”为破产前的 180 天。

除了“ 真实销售 ”外,我国也可以考虑担保融资方式。因为我国的《破产法》规定了别除权。所谓别除权是指债权人不依破产程序,而就破产人的特定财产单独优先受偿的权利。如果在担保融资交易中,资产组合是作为债权的担保出现的,根据别除权的规定,它在原始权益人破产清算前,不作为破产财产而由 SPV 优先受偿。这样也能保证 SPV 与原始权益人的破产风险相隔离。

但是,从总体上来讲,真实销售比担保融资,不仅能改善原始权益人的资产负债表,而且在破产隔离的实现上也比担保融资更彻底,所以,对于“ 真实销售 ”的确认的监管非常重要——它关系到一个资产证券化项目的成功架构与否,关系到是否有效地隔离了发起人的破产风险。

三、对 SPV 的经营运作的监管

真实销售和破产隔离是实现表外融资不可或缺的两个条件。我们接着再讨论为实现“ 破产隔离 ”这一法律要求,应该对 SPV 的经营运作加强监管的几个方面。

(一) 对 SPV 的资产管理与权益信托的监管

我们知道,SPV 近乎一个“ 空壳公司 ”,只拥有名义上的资产和权益,实际管理和控制均委托它人进行,通常情况下委托给发起人进行管理,这是因为发起人作为原始权益人有管理原本属于自己的资产的经验 and 能力。但是,这样 ABS 中的各个职能就不能有效分离,不容易起到互相牵制的作用了。所以在发起人自己本身的资信不是特别好的时候,可以考虑让独立第三方执行 SPV 的资产管理职能。另一方面,SPV 的权益必须全部移交给一家独立的受托管理机构进行托管,然后以此为基础发行资产支撑证券。受托管理机构作为投资者的代表持有证券的全部权益,收取证券本息,并分配给投资者。在 SPV 出现违约时,受托管理机构将代表投资者采取必要的法律行动。只有这种实质上的信托结构才能有效地牵制各方行为,从而起到保护投资者利益的作用。

(二) 对 SPV 的具体运作的监管

1. 目标和权力限制。SPV 的特征之一在于,该实体几乎只能从事同结构交易有关的业务活动。由于与证券化资产和已评级资产支撑证券的发行无关的业

务活动产生的索取权会导致内部破产风险,所以对 SPV 进行限制就是为了减小这一风险。因此,除交易规定所必须进行的活动外,应该禁止 SPV 进行任何其他经营和投融资活动,除非交易的当事人允许证券的评级反映出这些业务活动对实体的资源、现金流及偿债能力的影响。

2. 独立董事。SPV 的职能由董事会、普通合伙人、管理委员会和管理人员行使。如果 SPV 设立董事会,公司的业务活动就在董事会的监督和指导下进行。董事会由董事组成,董事由股东即公司的所有者选举产生,但董事中应该至少有一名独立董事。在执行破产程序、实质性地改变 SPV 的目标和修改文件时,应征得独立董事的同意,独立董事在决策中应以 SPV 债权人的利益为出发点。所以,当 SPV 为一有限责任公司时,通常要求 SPV 中有一独立董事

3. 债务限制。SPV 除了履行交易中确定的债务及担保义务外,不应再发行任何其他债务和提供其他担保,除非再发生的债务满足以下条件之一:(1)新发生的债务完全从属于先期发行的评级债券;(2)评级机构对另外的债务进行信用评级,所给出的信用等级至少和既定结构交易中已评级证券的信用级别一样;(3)除满足支付评级债券后余下的现金外,对发行人拥有的资产无追索权,并且新债务因资金不足得不到履行时,新债权不得对发行人提出补偿请求;(4)实体的所有债务符合评级机构的资产隔离标准。也就是说,SPV 只能发行与先前发行的已评级证券相一致的债务,或者发行与先前发行的已评级证券相关的无追索权的从属债务。

4. 分立性。SPV 应保证遵循有关保持 SPV 分立的契约,保证:(1)保持簿记及记录同其他任何个人或机构分立;(2)保持资产不同任何其他机构的资产混合;(3)只以自己的名义从事业务;(4)保持分立的财务报表;(5)遵守公司所有规章制度;(6)不同其他分支机构发生关联方关系;(7)不对任何其他机构提供担保或为其承担债务,或者用自己的资信为其他机构提供债务保证;(8)不用自己的资产为其他机构提供抵押;(9)保持完全是一个独立的实体及接受年度检查。

5. 不得发生重组兼并。除在某种特定环境下,SPV 应保证不与他方合并或转让原始权益。在未事先通知有关当事人的情况下,不得对其经营合同及章程作修改。只要已评级资产支撑证券的本息尚未偿清,SPV 实体就不能兼并、解散、进行清算及销售资产。这保证了已评级资产支撑证券尚未清偿时,SPV 破产隔离的状况不会遭到兼并或其他任何形式的重组、清算或资产销售的破坏。

6. 财产抵押。SPV 不得用原始权益人的资产设立抵押,而且不能对其他实体发放贷款或垫付款。

7. 合同权益的保护。除在某种特定条件下,SPV 应保证不豁免或减轻任何当事人在合约中所规定的义务。

(三) 对 SPV 的资产负债表的监管

SPV 是为了便于融资的产物,因而资本的占用越少越好,一般注入最低法定资本金要求的资本即可,但是这无疑加大了 SPV 的风险系数,所以要加强对 SPV 的资产负债表的监管。为了减小风险,有时发起人或独立第三方会以从属性债券(subordinated debt)的形式贷给 SPV 作为其启动资金,这部分从属性贷款只有等 SPV 全部偿还投资者本息后才能用剩余资金偿还,换言之,该种资金的偿还优先序列低于一切其他债务资金形式。在这种形式下,从属性债券就带有准资本的性质了。

从上面的分析来看,政府对 SPV 的监管任务非常重大,这对于减少资产证券化的风险、保护投资者的利益是非常重要的。当然政府对其他方面也应该加强监管,比如:对如何防范早偿风险的监管,对证券化过程中证券的信用等级下降风险的监管等等。政府的监管和政府的推动应该是相辅相成的,是同一个过程里的并不矛盾的两个方面,都是为了推动资产证券化在我国的健康发展。当然在不同时期重点也应有所不同:初期应该以推动为主,而等到资产证券化发展起来以后,就应该重点加强监管了。当然监管也是一种推动,是推动资产证券化在规范的市场环境中健康成长。

第十六章 资产证券化与机构投资者

机构投资者采取专家理财,根据与投资者商定的投资方向和策略,把集中的资金适当分散投资于多种证券及其他金融商品,即根据对金融商品的各自特征、市场机遇与风险的分析等等,进行品种和期限、收益与风险的配比,形成最佳的金融商品组合,以尽可能实现投资的收益极大化,如保险公司、投资基金、投资公司、信托投资公司等专业投资机构。机构投资者具有相当雄厚的资金实力和长期投资经验,它的形成、发展有利于增加证券市场的需求,扩大证券市场的规模,维护证券市场的稳定。这是判定一个证券市场是否成熟的标志。

这一章我们主要通过论述资产证券化与机构投资者之间的互动关系来阐明发展机构投资者对于资产证券化市场的重要性;通过分析我国的机构投资者现状以及发展动向来剖析资产证券化在我国的可行性。

第一节 资产证券化与机构投资者

任何国家的资产证券化市场的发展都离不开机构投资者的参与,而机构投资者也需要通过参与资产证券化市场来壮大自己,发展自己。

一、资产证券化市场需要机构投资者

一种新的金融创新工具能否顺利推出,关键看需求。资本市场的需求者主要有两类:一类是个人投资者,另一类是机构投资者。其中,机构投资者是资本市场同时也是资产证券化市场的投资主体。追溯资产证券化的历史我们可以发现,机构投资者的参与程度对于证券化的成败关系重大。历史上第一次真正的资产证券化实验的成败就与机构投资者有关。1977年,由所罗门兄弟公司作承销商,美洲银行发行了第一笔抵押贷款支撑的过手证券。尽管该证券的信用级别被定为AAA级,但是此次发行却遭到彻底的失败。失败的原因除了当时法律规定的限制(由于蓝天法并未对过手证券作出明确规定,因而该证券仅在15个州中被定为合法)外,就在于机构投资者自身的限制性规定——这些限制使得许多机构投资者不能投资于这一证券。例如纽约退休养老金系统的章程规定,只有规模在100万美元以上的抵押贷款才能当作投资对象。这就使得这一以个

人住宅抵押贷款作支撑的 AAA 级转付证券仅因为贷款规模太小便失去了潜在的大买家。

现在资产证券化市场的一个重要特征就是保险公司、养老基金、共同基金等机构投资者日益成为市场主体。

机构投资者成为资产证券化市场的主要参与者,是资产证券化市场发展的客观需要。

第一,投资者结构是决定资本市场成熟、完善有效的重要标志,合理的投资者结构必须要有一批理性、成熟、具有一定规模的机构投资者介入,使投资行为向理性化、合理化、规范化、规模化、制度化方向发展。而资产证券化市场的规模巨大,仅靠个人投资者的实力是无法承受的,所以机构投资者的参与对资产证券化市场的发展非常重要。

第二,以机构投资者作为需求主体,将大大降低证券化产品的发行成本。

第三,机构投资者是证券市场上资金的稳定注入者,在资金运用上具有明显的长期性。所以机构投资者购买资产证券化产品对于这个市场的长期稳定及证券化产品期限结构的合理化、新产品的不断推出等都具有重要作用。

第四,资本市场中的机构投资者的发展壮大使得证券化的发行人需要直接面对不同的客户要求,并因此而发现了自己向投资者提供的产品中存在的缺陷——即不能满足各类不同需求的缺陷,从而促使发行人为了不断地满足客户需求而不断地开发新的投资品种。

二、机构投资者需要进入资产证券化市场

资产证券化市场的产生及发展拓宽了机构投资者的投资渠道,增加了交易品种,满足了机构投资者的投资偏好,并将改变他们对资产的购买、监督和定价行为。这是因为:首先,大多数机构投资者的投资范围受到严格监管,不能投资于风险高的资产,而证券化产品正具有收益稳定、风险小的特点。例如,住宅抵押贷款支撑证券在美国被称为“银边证券”,其风险仅高于被称为“金边证券”的国债。从许多国家的情况来看,证券化产品是机构投资者极为重视的投资对象,可以说,资产证券化市场也赋予了机构投资者发展壮大的机会。其次,机构投资者是通过在证券市场上投资于不同的证券即组合投资来达到分散风险并牟利的。而组合投资能否有效地发挥作用,则取决于证券的多样化程度。证券品种越多,多样化投资越能发挥分散风险的作用。这就要求,证券市场必须具备一定的质量要求的多样化的证券。而资产支持证券由于有政府机构担保和其他资信强化措施,所以它为机构投资者提供了一种更安全、更稳健的投资品种。再次,机构投资者还要求证券市场必须达到一定的规模,而资产支持证券具有大批量的

典型特征,这也充分满足了机构投资者的需求。

保险公司在证券化交易中一直是活跃的投资者。1990年初在美国,各类保险公司购买了英特尔公司的某附属公司私募发行的总价值为8910万美元的证券化产品。这些证券是以铁路火车应收账款这一资产池为支撑发行的,从而开创了对铁路火车应收账款进行证券化之先河。保险公司或其附属公司还从事以下列金融资产为支撑而发行的证券的投资:住房权益贷款、流动住房合约、多户家庭抵押贷款、旅馆抵押贷款、娱乐设施贷款、流动住房分期付款合约、游艇贷款、汽车贷款、飞机租赁、信用卡应收账款、医疗保健应收款、贸易应收账款、特许权贷款、溢价融资贷款、特许收入及其他金融资产。

养老基金也是资产证券化市场的积极参与者。以美国为例,其养老基金代表着世界上最大的可用于投资的资金组合,它的资产额以每年增加54000亿美元的速度增长。尽管受ERISA(《雇员退休收入保险法》)的限制,养老基金仍能投资于由合理架构的基金发行的资产支撑证券的投资规模扩大提供了条件。

此外,货币市场基金、房地产投资信托(REITS)、银行和银行控股公司、储贷协会也都积极投入资产证券化市场。

但是,中国的机构投资者在资产证券化市场上的投资则要受法律规定以及其自身章程等方面的限制,下文我们将逐一进行分析。

三、证券化市场发展中与机构投资者相关的三个条件

机构投资者作为证券化产品的主要购买者,他们的积极参与是证券化市场获得持续发展的关键。例如现在资产证券化在中国虽有星星之火,却无燎原之势,其中很重要的原因就是机构投资者的匮乏与法规对其投资方向的限制。为了将证券化从一个概念转变为对机构投资者有足够吸引力的市场投资工具,必须具备以下三个条件:

- (1) 改变现有的对机构投资者的法规限制;
- (2) 计算机技术的发展;
- (3) 让投资者对证券化有更深入全面的理解。

(一) 法规的修改

相关证券法规的修改对证券化市场的发展至关重要。以美国养老金投资者为例,有关法规过去不允许其购买以不动产为抵押的证券。美国机构投资者进入证券化领域的重要前提是对“劳动法”的修改和对“雇员退休收入保险法”(Employee Retirement Income Security Act, ERISA)的修改,因为这两种法律对养老基金的投资作出了严格的规定。再如,美国抵押证券的发行方式由最初的授予人信托发展到信托协议(trust of agreement),也是证券化机构和各相关方协

商克服授予人信托的局限性(很被动,一旦被创造出来,它就不能在管理过程中被改变)的结果。

而中国现有法规对保险资金、证券投资基金的投资方向、投资比例都有严格的规定,为了让更多的机构投资者进入证券化市场,应该对现有法律进行必要的修订。

(二) 技术的发展

资产证券化作为一种投资工具有其独有的经济风险。

现金流的分档以及构造 CMO 需要技术的支撑,特别是计算机技术的支撑。20 世纪 80 年代早期,华尔街的几家公司开始对相关的计算机技术进行开发研究,解决了技术问题,从而使人们能够运作抵押资产池,并从中分离出现金流以构造新的证券品种。

抵押贷款的存续期也是一个问题。在 70 年代和 80 年代早期,30 年期抵押担保支撑证券是按照假定其有 12 年生命期的行业惯例来交易的;这个数据是根据美国住房和城市发展部(Department of Housing and Urban Development, HUD)对运作 FHA 贷款得到的经验数据的研究得出的。而 12 年生命期只是一个假想的标准,投资者要做的是估算贷款的真实生命期(true life),然后根据自己的估算进行交易。直到 1983 年,美国第一波士顿公司的一名研究人员测算出了 HTG(honest to goodness)收益,即“诚实信用”收益。该研究人员认为,人们可以根据贷款资产池的情况测算出早偿率,并得到一个测算成熟期的数列,其期限有的比 12 年长,但更多的比 12 年短。人们可以把这些具有不同平均生命期的资产放在不同的资产池中。这位研究人员进一步论证说,人们可以确切地将现金流分成不同的类型,并且还可划分出不同的期权调整利差(option_adjusted_spread)。这个研究结果具有突破性的意义,它使证券化从此步入一个全新的发展阶段。

这两个问题解决后,人们设计出了多档债券,CMOS 也开始出现了,从而使华尔街能够根据新投资者的新需求和实现其市场目标而有选择地将一批证券打包出售给机构投资者。

(三) 教育的普及

机构型投资并不是我们所说的绝对投资,它基本上是一种相对投资,机构投资者的投资组合模型的目标函数是“合理分布”。其中最为典型的是指数股,它们所投入的比例与该股在指数中所占的比例是一致的,这给证券化投资带来了新的挑战。因为在 1985 年以前,市场上并没有作为业绩衡量指标的证券指数可供投资者参考。一个保守的基金管理人会努力使其管理的基金的业绩能与债券指数相竞争,他将非常不愿意将抵押证券放入其投资组合中,除非他有绝对的理

由相信其收益要高于其他的被选作指数的证券。由于抵押证券不属于指数证券,投资管理人如果把抵押证券放入其投资组合中,就需要承担特殊的风险——这种风险不但会影响到投资委员会,甚至会影响到投资管理人的职业生涯。

所以,证券发行人需要通过加大对客户教育的投资——举办投资者研讨班;广泛宣传有关的研究文章;举办各类会议等方法向机构投资者解释清楚为什么 AA 级或 AAA 级、利率比国库券高的抵押证券是一种很好的投资品种。

四、机构投资者面临的主要问题

(一) 信息需求

证券化机构必须满足机构投资者对其所购买的复杂的证券化产品的信息需求,使投资者能获得可靠和及时的信息。这种对信息的需求不但存在于证券发行时,而且贯穿于证券的整个生命周期。如果没有充分的信息提供,证券化市场的发展将会受到阻碍,房屋购买者为申请抵押贷款而付出的成本就会有可能会提高。

(二) 定价机制

如何对证券进行准确而持续的定价是机构投资者面临的第二个大问题。投资者必须依照一定的规则对他们的投资进行评估定价。证券化产品的投资者持有成千上万种不同档的证券,每天都要对其进行准确定价是件非常困难的工作,况且有的档流动性非常差。虽然现在有的市场参与者提到使用期权调整利差来定价,但由于期权定价模型没有一个权威和统一的标准——如果人们运用华尔街五家不同公司设计的期权模型作为定价标准,他们将看到同一种证券将会出现五种不同的价格,所以它并不能满足投资者对及时、可靠和具有连续性的定价方法的需求。

定价问题已经引起了美国证券交易委员会(SEC)的高度重视,SEC 已在计划建立一个全国性的定价信息交换所,由该所每天收集和公布所有公开交易的抵押支撑和资产支撑证券的价格信息。信息交换所将从市场中的所有公司那儿收集价格信息,并据此每天向外公布一个官方的行业价格。只要 SEC 拥有一个所有的市场参与者都接受的标准,并且对该标准的修订具有权威性,那么制定出的价格就将更具连续性和一致性,投资者将受到更好的保护,市场也将更趋完备。即使有人不赞同这个被共同遵守的价格,他也可以据此进行交易,来获取潜在收益。所以,共同标准的制定实在是当务之急,它将使市场更趋理性化。

资产证券化作为一种融资方式,它需要有稳定的资金来源或资金供给,也就是需要有比较稳定的对于资产证券的需求,即该证券的投资者。从发达国家的情况来看,资产证券的最主要的投资者(购买者)是机构投资者,包括养老基金、

保险公司、商业银行、共同基金、外国投资者等,甚至可以说,资产证券化市场在很大程度上是由机构投资者支撑的,而不是分散的个人投资者。但是,在中国,机构投资者的现状却十分不令人乐观。一方面,中国能够参与各种证券投资的机构投资者很少,尤其是类似于国外典型的机构投资者的数量十分有限。这里可以看一下中国股票市场 A 股投资者的构成情况:机构投资者占开户总数的比例可以说是微不足道的(仅占 0.41%),而且其中有些是假机构(假机构之名),有些是非典型的机构。另一方面,机构投资者能够真正用于证券投资的资金规模也很有限。在下面几节里我们主要通过透视中国的机构投资者状况来展望资产证券化在中国开展的前景。

第二节 证券投资基金

一、我国证券投资基金发展的历程与现状

在三大基金中我国的证券投资基金的发展速度很快,参与资本市场的力度最大,目前的全部基金实际上都是封闭型,并通过资本市场(证交所、证券交易中心、柜台交易)解决了流通问题。所以从我国目前的情况来看,证券投资基金是资产证券化产品最可能的购买者。下面我们就来看看我国证券投资基金的情况:

1997 年 11 月 14 日国务院和国家证监会颁布了《证券投资基金管理暂行办法》,这使我国的证券投资基金的管理逐步向规范化方向发展,也被认为是我国政府培育机构投资者的开始。《办法》所称证券投资基金(以下简称基金)是指一种利益共享、风险共担的集合证券投资方式,即通过发行基金单位,集中投资者的资金,由基金托管人托管,由基金管理人管理和运用资金,从事股票、债券等金融工具投资。证券投资基金本质上是一种信托投资方式,它通过专家进行经营管理,以较为合理的投资组合来防范风险,以理性投资、长期投资为经营理念。

以《办法》颁布之日为分界点,我国证券投资基金的发展可以划分为两个阶段。从 1991 年 10 月我国第一批投资基金成立起至 1997 年 11 月《办法》颁布,这一阶段可以称为我国发展证券投资基金的试点阶段。在这段时期内,我国共设各类投资基金 78 支,基金类凭证 47 支,募集资金总规模约 100 亿元人民币,其中,规模最大的是天骥基金,5.8 亿元,规模最小的是武汉基金 1000 万元,全部为封闭式基金。我国试点阶段设立的这些老基金最大的特点是总体规模和个体规模都偏小:我国这些老基金总规模仅 100 亿元人民币,基金的平均规模为 1.2 亿元。另外,这些老基金还存在证券投资基金比例偏低的问题。据 1997 年

年末统计,老基金中 27 支上市基金实业投资(包括房地产投资)平均比例为 52.5%,而证券投资比例则仅为 24.5%。因此,这些老基金中属于严格意义上的证券投资基金并不多。大部分基金没有固定的投资领域,同时,由于没有达到一定的经济规模,老基金也没有真正发挥出其应有的作用。所以,在《办法》出台之前,证券投资基金对我国证券市场的积极影响并没有凸现出来,当然对资产证券化的可能影响就更小了。

《办法》的出台和新基金的批准募集,标志着我国的证券投资基金进入规范发展的阶段。《办法》中规定:一个基金投资于股票、债券的比例,不得低于该基金资产总值的 80%。可以预见,证券投资基金的产生和发展,将会大大促进我国证券市场中的有效需求的增加,为我国证券市场的繁荣和发展提供巨大的动力。截止到 2001 年 5 月,共有 25 支新基金在《办法》的规范和协调下设立,并在沪深证券交易所挂牌交易。而 2001 年 8 月 18 日华安创新基金的成立,则标志着中国第一只开放式基金的诞生。随后,南方稳健成长基金将于 19 日开始认购,而 11 月中旬证监会又批准了华夏成长证券投资基金的成立,这将是我国的第三支开放式基金。

二、证券投资基金目前存在的主要问题

我国证券市场中以往的机构投资者多为券商和企事业单位,他们进行自营和证券投资的资金来源不稳定,投资一味追求短期收益最大化,导致投资行为短期化,投机的成分大于投资的成分,这种短期投机行为加剧了市场的波动。与之相比,证券投资基金以其稳定的资金来源、雄厚的资金实力和理性的投资方式,更能抵御市场的风险,从而成为稳定市场的重要力量。《证券投资基金管理暂行办法》中明确指出,“促进证券市场的健康、稳定发展”是发展证券投资基金的主要宗旨。

但是,从这两年的情况来看,基金的投资组合变化率虽然比散户低,但是仍旧很高,并未达到长期投资的标准,投机性仍很强。究其原因,我国证券市场本身发展的不完善性是其中的主要因素:我国证券市场规模和可供投资的品种单一,制约了证券投资基金的投资组合空间。发展证券投资基金不能脱离证券市场的发展阶段,必须与证券市场的发展相适应。而目前,我国证券市场上可供证券投资基金投资的品种除了国债、流通 A 股外,再无其他。而国债的品种、流通性和可交易规模都是极其有限的,企业债券也一直未获得较大的发展,货币市场交易工具近年来甚至不断萎缩。在证券市场还不完善的情况下,由于缺乏可供投资的证券品种和对冲避险手段(如股指期货等),基金经理无法构造有效的投资组合。而证券投资基金又要保证自身的业绩,因而只能采取一些短线操作手

法。

另外,上市公司本身状况不佳也是其中的一个重要因素:我国上市公司的质量偏低,使得证券投资基金不敢做长期投资。上市公司的质量是股市的生命线,但是,发展时间还很短的中国股市,如今垃圾股已经遍地(根据对上市公司 99 年报的统计,大多数公司业绩平平,有一百多家公司出现亏损);更致命的是,一些上市公司甘冒财务报告审计被出具保留意见或否定意见之险也要拼命作假,而有关监管部门却又对此无能为力,致使投资者对上市公司的业绩的真实性、可靠性丧失信心,对其的投资也就不能以业绩为基础,而只能流于盲目投机。股市不能实现优胜劣汰、大量“绩劣股”的存在是我国股市不稳定的根源。

所以,当前证券投资基金的主要问题是资本市场中如何规范投资,并寻求新的盈利点。资产证券化产品具有安全性好、盈利性也很好的特点,完全可以成为证券投资基金的一个重要投资对象。特别是像 CMO 这种采用分档技术的证券化产品,能够为机构投资者提供不同期限、风险和收益特征的品种,大大丰富了证券投资基金的可投资对象。但是目前我国的投资基金法尚未出台(但投资基金法起草工作小组组长王连洲在日前举行的中国证券投资咨询业务拓展研讨会上表示,投资基金法则将在今年 8 月份提交有关部门审议),而现有的《证券投资基金暂行管理办法》中第三十三条对基金的投资组合的规定为:

- (一) 1 个基金投资于股票、债券的比例,不得低于该基金资产总值的 80%;
- (二) 1 个基金持有 1 家上市公司的股票,不得超过该基金资产净值的 10%;
- (三) 同一基金管理人管理的全部基金持有 1 家公司发行的证券,不得超过该证券的 10%;
- (四) 1 个基金投资于国家债券的比例,不得低于该基金资产净值的 20%;
- (五) 中国证监会规定的其他比例限制。

同时,《办法》的第三十八条规定:“基金收益分配应当采用现金形式,每年至少 1 次。基金收益比例不得低于基金净收益的 90%。”

我们再来看看我国证券投资基金的情况:

截止到 2000 年 12 月 31 日,我国 22 家大型封闭式证券投资基金由 10 家主要的基金管理公司管理着,发行总规模为 505 亿,净值总规模 730 多亿元,市值规模 629 亿元,其中基金资产规模最大的为基金安顺,为 47.82 亿元,由华安基金管理公司管理,最小的是基金景博,才 14.12 亿元,由大成基金管理公司管理;二级市场市价均大大低于净资产值,平均贴水 13.84%。22 只基金 2000 年度拟分配净收益 156.88 亿元,平均每单位基金分红 0.31 元,按现在市价水平计算,基金投资收益率 26.71%(红利/市价)。

从以上数据我们可以看出,我国的基金规模总体偏小,再加上《办法》中对其投资组合的限制,它可以投资于证券化产品的资金非常有限,当然这与我国证券市场发展状况很有关系(正如上文所分析的那样)。但是,证券投资基金作为我国目前最典型的机构投资者,应该而且最有可能通过发展和完善自己,成为我国证券市场上的举足轻重的力量以及资产证券化产品的最大需求者。结合证券投资基金这几年来的发展历程,我们可以展望一下我国证券投资基金今后的发展方向:

1. 在发展封闭式基金的同时注重加大开放式基金的试点。我国目前的证券投资基金全部是封闭式投资基金,这主要是由于我国基金业发展的历史不长,还缺少丰富的管理经验以及成熟的投资者,因此从封闭式基金开始探索是符合我国实际的。但是封闭式基金难以形成对管理者的有效约束机制,同时很多投资者把封闭式基金当作股票来炒作,投机性很大。所以,开放式基金应该是我国基金业发展的方向。我们应该在不断完善现有基金的基础上,总结经验,积极进行开放式基金在我国的试点工作,促进开放式基金在我国的发展。

开放式基金,是一种投资人按照基金的净值,向基金管理人买进或赎回基金份额的基金。与封闭式基金相比,开放式基金有以下一些优势:

(1) 不存在“折价”交易或“溢价”交易的问题:在封闭式基金的情况下,投资人不仅要面对基金管理人能力的风险、市场大趋势变化的风险,更要面对基金市场本身供求关系变化的风险。在基金净值健康成长的时候,基金的市场价格完全有可能不动甚至反向滑落;在基金本身已经存在较大风险的时候,基金价格却可能不断走高,大幅溢价。反观开放式基金,其交易价格是按照基金净值再加附部分手续费来计算的,因此完全可以避免这个问题。

(2) 有内在的优胜劣汰与激励机制:开放式基金管理规模由市场而不是其他因素来决定,无疑会给基金经理人带来更强烈的竞争意识与危机感。那些管理上水平、运作能力强的管理人,可能会由此而迎来一个规模迅速扩张的机会;而对一些内部矛盾重重、运作业绩不佳的管理人来说,则将面临直接的生存威胁与挑战。与此同时,社会资源向优秀基金管理人的流动,也符合市场化资源配置的原则;而优秀基金管理人管理规模的增长则会给管理人带来更多的管理费用收益,从而形成更好的激励机制;

(3) 开放式基金的“开放性”,将给证券市场带来更多的资金:正如许多基金研究人员所指出的那样,由于开放式基金的规模可以不断变化,基金总规模的扩充能力会更强。为了基金的顺利设立、顺利运作和基金管理人自身的利益,基金管理人必将会更加注重基金的销售和客户服务,而这些则都会有力地扩大市场的资金供给;

(4) 由于开放式基金管理人势必会加强客户服务,投资人的利益有望得到更多的尊重与保护。随着开放式基金在我国的发展,最终会有基金管理人逐步走上与普通投资人面对面交流、面对面服务的那一天;

(5) 开放式基金的设立,还会给中国证券市场营造一个与国际交流的平台。由于海外多数基金市场以开放式为主,开放式基金在中国的出现也标志着中国证券市场的发展在国际化方面有了的新突破。开放式基金的发展,会深刻改变市场投资理念,如对投资组合中资产流动性的认识,对市场弹性的认识,对“大盘股”、“小盘股”的认识;开放式基金的发展,更将为中国证券市场的开放,为中国国内机构投资人逐步形成与境外机构抗衡的能力创造条件。

2. 根据国家惯例和我国国情,积极探索建立和发展多种多样的具有不同收益—风险特点的基金形式,努力塑造投资基金的“风格”和“特色”,建立一个完整的、丰富多彩的证券投资基金体系。

从最早推出的两个开放式基金的出师不利可以看出目前我国证券投资基金存在的很多问题。基金华安由于第一个推出,引来了喜欢热闹的市民认购,还算踊跃。可第二个南方基金却一次次发布公告,宣布认购从时间上延长,从空间上多设网点,却还是认购不踊跃。现在华夏成长降低门槛,5000元即可买了,同时不设销售级差,即在最低限额基础上,投资者每次可认购任意金额的基金。这也是为了离中小投资者更近一些,提高认购率。

基金管理公司鲜明的风格和个性化设计的产品是开放式基金保持长盛不衰的根本。而这则正是目前我国市场上开放式基金的最大缺陷:各公司投资管理风格的雷同,产品设计的大同小异,使得基金名称上的“百花齐放”已经没有了实际意义。

我国目前巨大的居民储蓄以及企业投资多元化的需求,为开放式基金未来在中国的发展提供了良好的基础。而在此之前打造一个良好的综合环境也已刻不容缓。这一综合环境不仅要包括基金投资产品的丰富,更要包含基金业整体投资理念的转变,这样才能带来整个基金业的长足发展和不断繁荣。

3. 不失时机地设立中外合资基金管理公司和中外合资基金。

4. 在发展证券投资基金的同时,着力发展风险投资基金和产业投资基金。

其中,最迫切的是把对投资基金的监督和管理放在一个十分突出和重要的位置,建立全国统一的、多层次的投资基金市场监管体系,包括全国性的、权威的、专门的基金管理机构,投资基金行业自律组织,以及投资基金的社会监督机制。

第三节 保 险 资 金

众所周知,一个运行良好的资本市场离不开一定数量的机构投资者。保险业务的特性使得保险公司能够获得大笔长期稳定的投资基金,成为资本市场上一个重要的机构投资者。保险公司参与资本市场,可以有效地扩大市场规模,促进市场主体的发育和成熟,改善市场结构,促进市场机制的有效运行。在美国的资本市场上,寿险公司是仅次于商业银行和共同基金的第三大机构投资者,1997年它向资本市场提供了 1990 亿美元的资金,占总资金的 13.8%。

一、我国保险业的现状

改革开放以来短短 20 年时间,我国的保险业取得了令人瞩目的成就:保费收入从 1980 年的 4 亿多元人民币增长到 2000 年的 1595.9 亿元人民币,年均增长 35.8%,大大高于世界平均水平。但是长期以来,我国对保险资金投资方向进行了严格的规定。根据 1995 年颁布的《保险法》的第 104 条规定,保险公司的资金运用仅限于银行存款、买卖政府债券以及国务院规定的其他资金运用形式,而这些金融产品的共同特点是安全性高,盈利性差。在此情况下,保险公司的资金投资渠道非常狭窄,投资效率也十分低下。据统计,到 2000 年 11 月底,保险资产总额达到 3174 亿元,其中约有 40% 到 60% 的资金沉淀在银行里。但是 1996 年 5 月—1999 年 7 月中央银行七次降息和 1999 年 11 月 1 日起开征 20% 的利息所得税,使银行存款利率达到历史最低点。与此同时,国债、金融债和企业债的收益也大幅下降,保险公司面临着越来越严重的“利差损”问题(即在前几年利率较高的时候,保险公司开发出预定利率比较高的寿险产品,现在利率下降了,保险公司不可能从银行或其他渠道获得较高的收益又必须兑现原先的预定利率较高的保单合同),仅寿险业就因此损失 280 亿元左右。

二、我国保险业的困境

国家对保险资金投资方向原有的规定,本是出于投资安全的考虑,但是事实上却有违初衷,投资渠道的狭窄反而使得整个保险业面临着较大的经营风险。保险公司的经营成本越来越大,资金保值能力却越来越低,保险业的发展面临极大的困境。而在西方发达国家,保险公司投资范围广泛,除了存款、债券,还可投资于住房按揭贷款、证券和房地产市场,保险资金参与资本市场已是十分普遍的做法。我们知道,保险公司的利润主要包括两大块:一块是承保利润,一块是投资利润。在一个竞争性的市场环境中,承保利润往往很低,甚至为负,投资利润

则占很大的比重。例如,1975—1992年,美国、日本、德国、法国、英国、瑞士6国的承保盈亏率(盈亏/保费)分别为-8.2%、0.33%、0.51%、-11.62%、-8.72%和-8.48%,投资收益率(投资收益/保费)分别达到14.44%、8.48%、8.72%、13.01%、13.29%和11.55%。以上资料显示,西方主要发达国家保险资金的投资收益普遍很高,其投资收益除了用来填补保费收入与赔付之间的亏空外,还用于支付经营成本并维持一定的经营利润。随着我国申请加入WTO,我国保险公司将面临着巨大的压力。由于投资效益不高,我国保险业至今仍然靠承保盈余,以60%左右的低赔付率来维持保险业的发展。这既有悖于保险的基本职能,不利于保险公司经济补偿功能的发挥,也不利于降低保险费率,从而限制了保险公司的竞争。因此,寻求保险资金新的投资增值渠道就成为保险业摆脱当前困境的一个紧迫课题。

三、我国保险投资政策的改革——保险资金可以间接入市

关于保险投资政策的改革一直在进行之中:1998年10月,人民银行批准保险公司加入全国同业拆借市场,不过仅可从事债券现券交易;1999年7月,人民银行批准保险公司在国务院批复的额度内购买信用评级在AA+以上的中央企业债券,并可对在沪、深证券交易所上市的债券进行交易,但购买的企业债券额不得超过该公司总资产的10%;1999年8月12日,人民银行发出通知,批准保险公司在全国银行间同业市场办理债券回购业务,交易券种为人民银行批准交易的国债、央行融资券、政策性银行金融债券等,交易期限最长为1年。1999年10月26日,经国务院批准,保险资金可通过购买证券投资基金间接进入证券市场,根据实施方案的规定,保险公司将在控制风险的基础上,在二级市场买卖已上市的证券投资基金和在一级市场配售新发行的证券投资基金;经证监会批准新发行的基金,将按不超过基金规模的30%向保险公司配售,并根据保险公司的投资需求增发新基金。首次向保险公司配售的同盛基金,共有11家保险公司获准参加配售,其中有中国人寿保险公司等10家中资保险公司,还有1家金盛人寿保险公司系中法合资。2000年1月初,中国保监会为了促进我国保险业的健康发展,又大幅提高了8家保险公司投资证券的资金运用比例,其中平安、泰康、华泰、金盛保险公司由10%提高到15%;美国友邦上海分公司由5%提高到15%;新华人寿由10%提高到12%;中国人寿由5%提高到10%。所以,目前可投资金额占公司上年末总资产最高比例为15%的公司包括:中国平安保险股份

引自《论寿险业投资的市场化运作——兼论中国监管者面临的两难选择》,孙祁祥,John Maxwell,《经济研究》,1998年第十二期。

有限公司,泰康人寿保险股份有限公司,华安财产保险股份有限公司,金盛人寿保险有限公司和友邦保险有限公司上海分公司,中国太平洋保险公司。而比例为 12% 的公司包括:新华人寿保险股份有限公司和华泰财产保险股份有限公司。比例为 10% 的公司有:中国人寿保险公司、中国再保险公司、天安保险公司、大众保险公司、永安财产保险公司、中宏人寿保险有限公司、友邦保险有限公司、太平洋安泰人寿保险有限公司、安联大众保险有限公司、信诚人寿保险有限公司和中保康联人寿保险有限公司。比例为 5% 的有:中国人民保险公司、美亚保险有限公司上海分公司和美亚保险有限公司广州分公司。今年 3 月 2 日,中国保监会再次公布,将平安、新华人寿和中宏人寿三家保险公司的投资连结保险在证券投资基金上的比例从 30% 提高到 100%。

保险公司购买和参与配售证券投资基金,打开了保险资金间接进入股市的大门。截止到 2000 年底,全国入市保险资金已达 134 亿元,比 1999 年增加 113.8 亿元,投资证券基金平均收益率达到 12%,增长速度高于国债投资(据有关方面统计,至 2000 年 11 月底,国债投资收益率为 7%)。而获准入市资金比例最高(15%)的太平洋保险公司仅 2000 年上半年投资收益即达 3.9 亿元,占利润总额的 70%。(《中国保险》2001 年第三期)

四、进一步加大保险资金入市的力度,培育理性的机构投资者

尽管中国保险投资政策在过去两年中发生了很大的变化,但是改革的任务还远未完成,保险投资的选择范围还需要进一步扩大。仅仅是在二级市场上买卖已上市的投资基金和在一级市场上配售新发行的投资基金,显然还无法满足保险公司巨大的投资需求。因为尽管证券投资基金呈快速增长势头,但占保险总资产的比例依然较低,仅 3.6% 左右。这主要受到入市资金比例和现有基金规模的限制,保险公司入市资金比例仅为 10%—15%,基金规模近 600 亿元。而且,目前投资连结保险的资金虽然可以 100% 地投资在证券投资基金上,但是中宏人寿保险公司的投资连结保险刚刚起步,形不成规模性投资;平安的投资账户在去年 10 月才运行,该账户累计资金 700 万;新华人寿也仅为 2 亿元。

对保险资金的开发,国家会有个循序渐进的过程,保险业界已经就保险资金入市的可能途径展开了积极的探讨。目前正在讨论中的入市方式还有:如果企业和国家发行利率高、风险小的债券,应让保险公司有适当认购比例;保险资金委托证券机构管理;可以直接组建公司型保险基金,保险公司作为基金的发起人,基金公司直接管理基金资产等等。而投资于资产证券化产品是保险资金的很好的一个投资途径。我们知道,保险业是长期负债的行业,保险资金特别是寿险资金属于长期性的、比较稳定的资金,要求保险公司实现资产和负债在期限上

的匹配。负债是长期性的,投资于资产证券化的资产也是长期性的,这样可以保持一个合理的资产负债结构,而且证券化资产的安全性要高于证券投资基金,盈利性要好于国债的收益率,这对于保险公司的长期存续以及对保户的承诺十分重要。同时,为了实现非系统性风险最小化和收益最大化的目标,保险公司在进行证券投资的时候,必然要建立广泛的投资组合,而这种广泛的资产组合必将加大对证券投资工具和品种的需求,刺激资本市场金融工具的创新和深化,带动证券化市场的一个大的发展。保险公司投资于证券化市场,有利于培育和壮大机构投资者力量,强化理性投资的理念,促进证券化市场的健康发展。

我国允许保险资金进入股市的政策出台后,基金持有人结构发生了明显变化:在 23 家新基金中,有 22 家基金的最大持有者是保险公司,其中主要是寿险公司。今年上半年,全国中资保险公司投资证券的投资基金已达 91.5 亿元,比去年同期增加了 65.5 亿元,增幅达到了 252%。申银万国证券股份有限公司电子商务总部副总经理白又戈认为,保险公司已成为资本市场的重要机构投资者,保险机构的稳健经营对整个证券市场的稳定和社会经济的发展具有重要的支撑作用。

第四节 其他的机构投资者

一、养老基金

养老基金和保险基金一直是工业国家金融市场的传统机构投资者。养老基金要求保障退休职工的收入和生活水平能跟上工资和物价的上涨,资金运用的安全性和收益性的要求特别高。但是我国近年来,由于国有企业经营效益低下,统筹保险费收缴率下降,大部分省、市、自治区出现养老保险基金收不抵支,有的地方企业缴费率尽管已高达 25%,总缴费率达到了 30%,但养老保险基金仍入不敷出。1998 年底局面仍没有改观。近年来各地为了减轻企业负担,借助统筹账户与个人账户的“混账”管理,不断透支个人账户,个人账户空账规模迅速扩大——这实际上是在用未来的基金风险减轻当前的基金压力。据劳动和社会保障部的统计,到 1997 年底,全国基本养老保险基金历年积累为 682.85 亿元,1998 年减少到 587.41 亿元;空账规模由 1997 年底的 140 多亿元上升到 448.85 亿元;1999 年底个人账户空账已超过 1000 亿元。为了弥补养老保险基金当期收支赤字,解决养老金欠发、退休人员不满引起的社会养老问题,近年来,中央和地方财政事实上已在不断给养老保险补充资金。1999 年下半年,中央财政拿出 76 亿元用于补发拖欠养老金,另外又拿出 63 亿元用于提高退休金标准。一些老工

业城市为了解决养老金赤字问题,地方财政也以各种形式补充养老保险基金,有的还建立了应急基金,其中相当一部分资金来自于财政等渠道。这一情况说明,现在的养老保险基金所面临的主要任务不是怎样进行投资保值增值的问题,而是怎样尽快扭转目前养老保险基金入不敷出、收不抵支的格局。可以认为,养老保险基金这一国外最大的机构投资者要成为我国资产证券的最主要的投资者,还面临着一系列的制度建设任务。

二、私募基金

我国金融市场中常说的“私募基金”或“地下基金”,是相对于受中国政府主管部门监管、向不特定投资人公开发行受益凭证的证券投资基金而言,一种非公开宣传的、私下向特定投资人募集资金的集合投资。其基本方式有两种:一是基于签订委托投资合同的契约型集合投资基金,二是基于共同出资入股成立股份公司的公司型集合投资基金。

目前我国的私募基金数额有多大,没有专门的统计。据报载,大约有 3000 亿元至 6000 亿元左右,最近有一份报导更是将其扩大为 7000 亿。

“私募基金”的存在是我国市场机制成熟过程中不可避免的现象。与美国股市市值一半左右由几十万个专业投资者经营相反,目前我国股市 16000 亿元的流通市值,除去 33 家公募基金管理约 800 亿元外,剩下 15000 多亿元由在深、沪交易所开户的 99.6% 的散户投资者和隐蔽的“地下基金”及一些证券公司以资产管理业务名义经营着。而《证券法》又没有赋予证券公司开展代客理财、委托投资业务:《证券法》第 142 条指出“证券公司办理经纪业务,不得接受客户的全权委托而决定证券买卖,选择证券种类,决定买卖数量或者买卖价格”。第 194 条指出“证券公司经办经纪业务,接受客户的全权委托买卖证券的,或者对客户买卖证券的收益或者赔偿证券买卖的损失作出承诺的,责令改正,处以 5 万元以上 20 万元以下的罚款”。第 199 条指出“证券公司违反本法规定,超出业务许可范围经营证券业务的,责令改正,没收违法所得,并处以违法所得一倍以上 5 倍以下的罚款。情节严重的,责令关闭”。另外,目前我国公募基金的最大问题不仅是总体规模小,更是基金的各个利益主体存在严重缺位,特别是对基金经理人的利益约束软化,激励机制欠缺,其投资行为与切身利益没有直接联系,所以出现了令投资者大失所望的“基金黑幕”。而“私募基金”的最大特点则是投资者(委托人)与管理人(受托人)之间形成了荣辱与共、休戚相关的利益关系。如果这样一支力量得到法律的认可,那么我国证券市场将形成一种有新的力量充实其间的庞大的机构投资者格局。这对于我国资产证券化的发展是非常有利的。

现在的问题是:面对中国已经存在的估计在 7000 亿元左右的“私募基金”,

是一律取缔,还是因势利导?这是摆在决策者面前必须正视的一个严重问题。

继续采取视而不见的态度是危险的:一是容易为非法集资者钻空子。有的投资咨询公司工商执照业务范围中根本没有代人理财业务,却向自我保护能力较差、知识经验缺乏的中小投资者筹资,秘密运作并承诺固定利益回报,如果炒作失败,则纠纷难断;如果进一步为不法分子恶意利用,将委托资金携款潜逃,发生群体性事件,威胁将更为严重。二是助长证券市场事端不断,对证券市场的稳定发展造成严重冲击。不少“私募基金”公司身份不明,缺乏监督,也没有一定的内控机制,其操作手法往往以“做庄”为主,如果不予以正确引导,难免会出现“中科创业”第二的事件。三是已经出现“私募基金”与证券公司联手,以股票作抵押、二倍或三倍于委托资金的方式从银行套取贷款炒股票的现象。一旦遇到股市下跌,银行措手不及,造成的严重损失也不容低估。

目前,“私募基金”由于缺乏法律上的明确界定和保障而隐蔽于地下,逃避监管者的监管,躲开市场的注视,成为证券市场潜伏的危机源和不稳定因素。如果让这些群体公开化,“浮出水面”,对他们的监管将变得容易和可以控制,这对于市场的健康发展是有益的。并且,让暗处的“私募基金”浮出水面,成为市场中一个公开公平的竞争对手,对于市场上的其他投资力量,包括公募型的证券投资基金、中小投资者,都非常有利,有助于形成证券市场有序竞争的环境。

现在入世以后,我国应尽快做大私募型投资理财业务。入世后,外资参股成立合资基金管理公司的比例可达33%,三年后比例可达49%。而现在我国基金管理公司的内资最大持股比例为30%,如果外资的持股比例达到33%或者更高,外资将会对国内基金管理公司中的中资股东提出挑战。届时国内机构如果没有过硬的实力和投资管理水平,将难以与外资抗衡。而现在国内基金管理公司基本上还处于政府发牌、垄断经营的局面,管理公司数量少,持股比例有限制,业内缺乏激烈竞争,加之管理人的竞争意识差,市场压力不大,所以市场化步伐不快,管理水平的提升相对比较慢;因此有必要在更大范围内发展市场化程度较高的“私募基金”。应该说,大力发展机构投资者不应仅仅局限在公募型证券投资基金上,“私募基金”的需求更为殷切。对此,我们不能忽视市场自身发展的力量。“十五计划”纲要已经明确提出“凡是对外资开放的领域,内资均可进入”,同样,在“私募基金”领域,在对外资不得不开放之前,应想方设法率先向国内开放。

第十七章 资产证券与中介机构

资产证券化市场可以分为下述几个组成部分:(1) 主体,即证券化的当事人,包括债务人、发起人、投资者等;(2) 客体,指交易的对象;(3) 载体,指制度环境和基础设施;(4) 介体,即为市场主体交易服务的机构或个人。中介机构就相当于市场中的介体,它是市场体系的一个重要组成部分,是社会分工在市场领域精细化的产物,它的产生和发展是市场成熟的标志。

中介机构在资产证券化的发展过程中,具有不可替代的重要职能:一是服务职能,中介机构可利用专业知识和技能为证券化当事人提供各类服务,如交易设计、证券承销、信用担保、信用评级等。它的服务促进了交易活动的效率,降低了交易费用。二是公证职能,中介机构作为证券化交易中独立的第三方,会以公开、公正、公平的原则独立、客观地进行公证、鉴定和评价等活动,从而维护了公正合理、平等竞争的市场秩序。律师事务所提供的法律意见书就具备这一职能。三是监督职能,中介机构以必要的法律依据和技术手段对市场秩序和市场主体进行有效的直接监督,从而规范了市场行为,确保了市场的正常运行。信用评级机构和担保机构对证券化当事人的监控就起到了规范的作用。

总之,中介机构是证券化市场正常运行必不可少的重要组成部分。它们各司其职,协调行动,好比市场中的润滑剂、协调器和保险钮。下文将对担保机构、信用评级机构、投资银行、律师事务所等中介机构在资产证券化市场中的具体作用进行简要介绍,并对我国中介机构的现状和前景进行阐述。

第一节 担保机构

担保机构提供信用担保的过程就是外部信用增级的过程。在资产证券化市场上,提供信用担保的机构包括政府机构、担保公司、保险公司、银行等,担保的方式主要有以下几种:银行提供信用证;保险公司提供保函;担保机构开立现金抵押账户(CCA)和抵押投资账户(CIA)。其中,现金抵押账户是指担保机构将一笔款项贷给特殊目的载体,并将其存入专门开立的账户,以保证本金和利息

的偿付。抵押投资账户是指担保人通过购买次级证券来承担信用风险,虽然理论上任何投资者都可以购买次级证券,但还是拥有信息和技术优势的担保机构在 CIA 业务中占据了统治地位。

根据担保范围的不同,担保可以分为部分担保和全部担保:前者只担保偿付资产支撑证券的部分本息,后者担保资产支撑证券全部本息的偿付。如果采用后一种担保方式,特殊目的载体发行的证券就可以获得较高的信用等级(收益),但要付出较高的担保费用(成本)。特殊目的载体采用的担保程度取决于它对收益和成本的权衡。

在利用担保进行信用增级的结构交易中,评级机构不再对主要债务人的资信进行评估,而是对担保人的资信及担保的合规程度进行评估。一般情况下,评级机构要求资产支撑证券的投资者是担保契约的受益人;不经过全体投资者的一致同意,担保机构不能单方面修改或中止担保协议;担保机构提供的担保是无条件的,担保人放弃了抵消权、抗辩权等权利;担保机构必须有较高的信用等级,否则会影响资产支撑证券的评级。证券化交易要获得较高的信用评级,就必须符合评级机构规定的标准,所以评级机构的标准就逐渐演变成证券化当事人交易活动时遵循的规则。

担保机构承担了证券化市场上的信用风险,从而进一步实现了风险的隔离,保证了交易的安全性,因此担保机构的作用非常重要:第一,对发行人来说,担保机构的担保可以提高资产支撑证券的信用等级,降低发行人的融资成本。经过担保的证券比较容易被投资者接受,证券的期限也可以较长一些。第二,担保机构在提供担保时,一般要求证券化交易满足一定的条件;在提供担保之后,它们为了自己的利益还会继续对债务人的信用和资产池的质量进行监控。担保人的做法保证了投资者能够按时得到偿付,节省了投资者的监督成本。第三,担保简化了承销商的分销工作,降低了销售成本。下表概括了信用担保带来的好处:

表 17.1 证券化当事人从信用担保中得到的好处

发行人	投资者	承销商
交易结构可以获得较高的评级; 较低的融资成本; 可获得较长期限的融资; 比较容易进入资本市场; 吸引更多的投资者; 减少信息披露; 增大融资的灵活性;	可投资于投资及证券; 可以及时获得本息的偿付; 证券有较高的流动性; 较高收益,有限风险; 降低了监视成本; 改善信息不对称的状况;	分销较为容易; 降低销售成本;

从国外的发展经验来看,在资产证券化的发展初期,政府或政府机构的担保

占据了主要地位。以美国为例,美国政府从 20 世纪 30 年代起就建立了初级市场的住房贷款信用保险制度,对个人住房抵押贷款提供保险和保证;70 年代初期,针对住房抵押贷款一级市场疲软的情况,美国政府授权三大政府中介机构购买金融机构发放的住房抵押贷款,并发行抵押支撑证券,而后又授权上述机构以政府的名义开办政府再抵押债券信用担保业务,为各住房抵押贷款机构提供再融资的便利——政府的支持推动了住房抵押贷款证券化的发展。但有人认为,政府的做法实际上增加了交易的成本,违反了市场规律,造成了不公平的结果。

后来,非政府担保逐渐发展起来,担保的形式逐渐多样化,如前面提到的银行信用证、保险公司保函等。1971 年,美国又诞生了一个新的行业——金融担保行业。目前经这一行业担保的债务已超过一万亿美元,而且没有任何经过担保的债务出现违约。随着金融担保行业的发展,金融担保机构在资产证券化过程中发挥着越来越重要的作用,金融担保也成为一种很有吸引力的、被发行人和投资者广泛接受的信用增级技术。它提高了交易的效率 and 安全性,从而帮助资产支撑证券成为股票、债券和银行贷款的重要融资替代物。

近几年来,我国出现了抵押贷款担保机构和企业信用担保机构,但目前信用担保业尚处于起步阶段。早在 1997 年,上海就成立了我国第一家抵押贷款担保公司——新长宁置信服务有限公司,该公司在购房者无力偿还房款的情况下,可出面处理抵押房屋,再偿还银行贷款。上海天安保险股份有限公司则推出了“商品房按揭保证保险”计划,该计划以购房者为投保人,贷款银行为被保险人和受益者,当发生连续三个月借款人无法按合同规定还本付息时,保险公司先予以赔偿,然后由保险公司向借款人追偿代付的本息,如借款人无力偿还债务,则由保险公司处置抵押住房。这些担保业务降低了抵押贷款的信用风险,为开展资产证券化业务打下了良好的基础。但总的来说,我国私营担保机构尚不发达,机构规模较小,资金不够雄厚,应对信用风险的能力也不够强。而资产证券化涉及的担保数额巨大,对担保机构的信用等级也要求甚高。因此,从目前的情况看,我国私营担保机构的规模和信用状况难以满足资产证券化的要求。

解决上述问题有两种可行的思路。第一种思路是由政府和政府机构为资产证券化提供担保。但目前这样做存在法律上的障碍,因为我国《担保法》第 8 条明确规定:“国家机关不能为保证人,但经国务院批准为使用外国政府或者国际经济组织贷款进行的转贷的除外”。这就把政府的信用资源排除在可以利用的

Norton, A Time Bomb For U.S. Taxpayer, *Fortune* 1989 .10 .23, p .139 .

龚英姿,《住房抵押贷款证券化之法律问题研究》,北京大学硕士学位论文。

范围之外。而该条规定的立法本意是为了防止政府机关擅自进行非法担保,给国家财政造成重大损失,妨碍政府职能的转变。于是,政府的信用资源和政府宏观调控职能之间的冲突就成为政府能否为住房抵押贷款证券化提供担保问题的争执点。

我们知道,资产证券化是一项重要的金融创新,它可以提高金融和经济运行的总体效率,促进住房信贷、消费信贷及与此相关的产业的发展。先进国家的经验也表明,证券化发展初期政府和政府机构介入了证券化的担保,并推动了证券化的发展。因此,我国有必要修改或补充《担保法》,政府最好能够扮演起证券化过程中担保机构的角色,或成立资金较雄厚、信用等级较高的政府机构来提供担保。《担保法》应该明确政府机构担保的范围、责任和义务;有关监管部门应加强监管力度,有效控制政府信用规模,确保政府和政府机构依法提供担保,杜绝擅自担保、非法担保等现象的发生。但这一解决办法涉及到法律的修改,而且政府能否提供担保也始终存在争议,所以该方法执行起来难度稍大。

另外一种思路是,通过引入外国担保机构或建立中外合作担保公司来满足信用增级的需要。目前已有外国担保机构看好并进入亚洲和中国的资产证券化市场。如 1995 年底,亚洲开发银行和美国资本市场担保公司在新加坡组建了亚洲第一个金融保险机构——亚洲证券化和基础设施担保公司(亚洲担保)(Asian Securitization & Infrastructure Assurance, Ltd),致力于在亚洲地区推广资产证券化并提供金融担保;同时,亚洲担保又与豪升 ABS(中国)控股公司合作,开始进入中国市场,力求在中国推广资产证券化。外国担保机构的进入为我国资产证券化的开展提供了有利条件。

第二节 信用评级机构

证券信用评级是对证券发行者的信用及其所发行的特定证券的质量进行评估的综合表述。一般认为,证券评级不是向证券市场参与者推荐某种证券,而是将证券按合同还本付息的可信程度,用简单的记号或说明客观地展示给投资者。证券信用评级是由金融市场上的中介机构——信用评级机构完成的。

在市场经济发达的国家中,信用评级已成为社会经济正常运行不可缺少的环节。部分国家已建立了完善的评级机构和评级规范体系。其中,美国标准普尔公司(Standard & Poor's)、穆迪投资者服务公司(Moody's)、惠誉公司(Fitch)和 D & P 是世界上规模最大、最具权威与影响力的四大信用评级机构。信用评

级机构的生命在于信誉、在于投资者的信赖,而且信用评级机构之间也存在竞争关系,所以评级机构的评级会保持客观性,投资者不须怀疑评级的结果。

在资产证券化市场上,发起人或发行人一般都会要求信用评级机构对其发行的资产支撑证券进行评级。信用评级机构在接受要求之后,首先对基础资产的质量进行评估,考察借款人的信用状况、地理分布和资产组合的多元化情况;然后,评级机构要对证券化参与人和交易结构进行考察,分析交易架构中可能存在的风险。在这一过程中,评级机构要考察服务商和受托人的信用,并对真实销售、破产隔离、信用增级、触发事件的设计等问题进行审查;最后,评级机构要将审查结果输入模型,得出预期的损失水平,并会考察发生最坏情形时的损失水平,这称为“压力测试”,其目的是对整个交易架构的完整性和全面性进行考察。评级机构在对证券化的全过程进行了详细的审查之后,就可得出最终的信用评级结果。资产支撑证券获得的信用等级在很大程度上决定了其市场前景。

信用评级机构对资产支撑证券的评级有两个突出的特点:一是主要对资产池中的基础资产进行评级,而不是重点关注发行人的综合资信水平;二是对资产支撑证券的评级在很大程度上取决于交易架构的设计,所以评级结果有很大的灵活性。这两点是资产支撑证券和普通公司债券在评级方面的重要区别。

一、信用评级机构在资产证券化过程中的作用

信用评级机构在资产证券化市场上的重要作用主要体现在以下几个方面。

第一,发行人为了获得较好的信用评级,会按照评级机构的要求设计交易架构、提供信用增级;有的发起人还会在证券化开始时就让信用评级机构参与进来。因此,信用评级机构根据各国具体情况制定的评级标准,和各国的法律制度一起对证券化参与人的行为起着强有力的约束作用。证券化当事人或许可以绕过某些法律规定,但却不能绕过评级机构制定的标准,否则就无法获得较高的信用等级。

第二,信用评级机构的信用评级对资产支撑证券的发行人关系重大。其一,信用评级的高低直接影响发行人的筹资成本。资产支撑证券的等级越高,发行人的筹资成本越低。其二,信用评级的高低决定了资产支撑证券的市场需求,方便了其销售和流通。很多法律规范以及机构投资者(资产支撑证券的主要投资者)自身的章程都对机构投资者进行证券投资的范围规定了最低信用等级要求——达不到这样的等级要求,机构投资者就不能购买,这也意味着该证券没有市

大多数评级机构将 30 年代的大萧条作为最坏情形,少数几家选择 80 年代的石油危机作为最坏情形。

场。

第三,评级机构的信用评级使证券投资者能够超越自身在信息和分析能力方面的局限性,对资产支撑证券的信用程度和风险水平有一个比较客观的认识。资产证券化是一项非常复杂的金融创新,而且随着市场的发展,新产品层出不穷,信用增级的手段和方法也呈现出复杂多样的特点,一般投资者缺乏对其风险进行评估的能力。因此,投资者在投资时会将评级机构的评级作为决策的参考。

但是,信用评级机构只是对资产支撑证券的信用风险进行评价,而不可能对市场利率的变化以及证券在证券交易场所的价格变化进行评价或提供保证,而且不同的投资者有不同的风险偏好,所以评级结果是投资者进行投资决策的重要参考指标,而不是惟一依据。

第四,评级机构在赋予证券信用等级之后会保持对该证券的监督,并可能修正信用等级。发行人发行证券之后,为了防止证券被降级,就必须保持基础资产的高质量。所以,评级机构对发行人起到了监督的作用,它的存在有效地防止了败德行为(如以坏资产替代好资产)的发生,保护了投资者的利益。

第五,投资者可根据信用评级机构的评级结果和自己的风险偏好选择要投资的资产支撑证券。这些选择能够使各种证券按质论价。因此,评级机构的评级体现了证券市场的公平,有利于证券价格的形成和证券市场的稳定。

二、我国的信用评级机构

我国的信用评级机构出现于 20 世纪 80 年代。1988 年以前,许多省市的人民银行都成立了信用评级委员会。在 1989 年清理整顿公司过程中,此类评级机构有的被取消,有的则被更名为信誉评级委员会挂靠在人民银行。1987 年上海社会科学院发起组建了我国第一家独立于银行体系之外的地方性信用评级机构——上海远东资信评估公司。1992 年,首家全国性的资信评估机构——中国诚信证券评估有限公司成立。

我国的信用评级业刚刚起步,信用评级机构还存在诸多不规范之处,这突出表现在以下几点:

第一,许多信用评级机构由金融机构筹建或管理,其体制和组织形式不符合中立、规范的要求,受行政影响大,缺乏权威性、独立性;第二,评级市场地方分割严重,统一的评估市场尚未形成;第三,评级机构的评级标准不够科学,评级程序不够规范,也缺乏对评级对象的跟踪监测;第四,法律规范缺乏,对信用评级、信用评级机构、信用评级从业人员都没有法律规范;第五,缺乏被市场普遍接受和认可的信用评级机构,从而影响市场和投资者对信用评级价值的接受度。

由于资产证券化对信用评级的依赖更大、要求更高,因此,我国信用评级机

构的现状难以适应资产证券化在我国的开展。但我们可以从以下两个方面入手来解决这一问题:

一方面是改造我国现有的信用评级机构。信用评级业生存与发展的基础是市场经济规则,信用评级机构的性质、机构的组建和运作应该符合市场经济的要求。有关主管部门应以此为标准来规范整顿现有的信用评级机构,同时制定有关信用评级机构的法律法规,对信用评级机构的组建、审批、业务活动等进行规范,并建立信用评级从业人员的职业准入体系。

另一方面是可以考虑引入外国著名评级机构为我国的资产证券化市场提供评级服务。同时,加强国内评级机构与国际著名评级机构的合作,引进先进的评级技术与职业规范,以提高自身素质与业务水平。目前我国在这一方面已取得了实质性进展:1999年6月,中国诚信证券评估有限公司与著名的惠誉国际评级公司合资组建了我国第一家合资评级公司:中诚信国际信用评级有限责任公司;7月,我国另一家全国性信用评级公司——大公国际资信评估有限责任公司也与美国穆迪投资者服务公司签署了正式合作协议。

第三节 投资银行

一、投资银行的中介作用

资产证券化是投资银行最重要的金融创新之一。投资银行不仅创造了资产证券化这一新型融资方式,还作为中介机构在证券化交易的各个环节中发挥着重要作用。投资银行的中介作用主要体现在下述几个方面:

第一,投资银行可为发行人设计证券化的交易架构,以使其符合相关法律、法规、会计和税收等方面的要求,实现融资者希望达到的目的。如选择适当形式的特殊目的载体开展证券化,确定基础资产的转移方式,根据潜在投资者的投资偏好设计资产支撑证券的品种,预测和分割基础资产产生的现金流,确定发行方式等等环节,都离不开投资银行的帮助。投资银行通过设计现行制度环境下最可行的、成本最节约的交易结构,来降低证券化的融资成本,增大资产支撑证券对投资者的吸引力,从而通过供需两方面的作用促进资产证券化的发展。

第二,资产支撑证券的承销工作由投资银行来操作完成。发行人可以采用公募或私募的方式发行证券。当证券公开发行时,投资银行作为承销商,从发行者手中购买这些证券,通过其销售网络向社会公开发售。当证券以私募方式发行时,投资银行作为中介机构,为发行者寻找合适的买方。因此,投资银行是沟通证券买卖双方的桥梁,它为资产支撑证券的成功发行提供了保障。

第三,资产证券化的发行对象主要是机构投资者,基金是重要的机构投资者之一。而基金的设立、管理、投资咨询、份额的销售以及基金资产的保管都是投资银行业较为核心的业务领域。也就是说,投资银行还可以通过基金业务间接影响资产支撑证券的需求。

正因为投资银行有如此重要的作用,所以资产证券化交易离不开投资银行的参与。1977年,美洲银行发行的第一笔抵押贷款支撑证券,就是由所罗门兄弟公司承销的;此后的证券化交易也都有投资银行参与其中。随着证券化向纵深发展,投资银行和证券化业务互相渗透,互相促进;投资银行成为证券化交易中不可缺少的中介机构,证券化业务也成为投资银行的核心业务。

二、我国投资银行与资产证券化的发展

1979年,我国成立了中国国际信托投资公司;进入80年代以后又涌现出了大批信托公司和证券公司等非银行金融机构——它们在一定程度上扮演了投资银行的角色。在随后的发展过程中,券商逐渐成为我国投资银行业务的主体。此外,信托投资公司、金融投资公司、资产管理公司、财务咨询公司等也在从事部分投资银行业务。

尽管我国的投资银行业在过去的十几年中获得了迅猛的发展,但从总体上看,它尚处于发展的初级阶段。这主要表现在:

第一,投资银行的规模普遍偏小,缺乏竞争实力。目前,我国有证券公司90余家,各类信托公司200多家,各类证券营业部2000多家。据有关方面统计,2000年,我国证券公司的平均资产仅为20多亿元——这与世界大的投资银行差距甚远。另外,我国投资银行的资本金普遍很低,10亿元以上的仅有21家。这21家的资本加在一起不到45亿美元,尚不及全球排名第十位的野村证券,而排名第一的美林公司在1999年就达703亿美元,排名第二的摩根斯坦利·迪恩威特也达到379亿美元。

第二,我国证券公司业务功能不全,存在着经营品种单一、业务结构高度趋同的问题。从券商的利润来源看,经纪业务、新股发行和自营三大传统业务仍是目前我国券商的最主要利润来源,这三类业务收入几乎占到利润总额的90%以上。从业务类型上看,传统型业务(证券承销、自营和经纪业务)所占的比重大,资产证券化创新型业务基本上没有开展。

从国外大投资银行的情况看,它们已经突破了证券发行与承销、证券交易经纪、证券私募发行等传统业务框架。企业购并、项目融资、风险投资、公司理财、投资咨询、资产及基金管理、资产证券化等都已成为投资银行的核心业务。出于国内外形势和自身发展的要求,我国投资银行必须扩大业务领域,满足市场需

求。

第三,专业人才缺乏。可以说,人才、资本、声誉奠定了投资银行发展的基础。其中,人才是最为关键的。高素质的人才,特别是那种思维敏捷、富有挑战精神、有丰富的行业经验并有强烈成功欲望的投资银行经营者和管理者,是投资银行成功的关键。缺乏投资银行专业人才是困扰我国投资银行发展的主要问题之一。

从上述分析可见,我国投资银行的发展可谓任重而道远。它必须通过发展创新性的业务来提高自身的竞争力,培育有开拓能力的高素质人才。而资产证券化这一新型金融工具则给我国投资银行业带来了新的发展契机。目前,资产证券化已经引起投资银行界的重视,资产管理公司和部分证券公司也正在进行这方面的研究,并已提交了具体方案。投资银行还应进一步研究证券化的发展途径,大力推动这项业务的开展,借机拓宽业务范围,壮大自身实力,并力求和国际投资银行业实现接轨。

第四节 律师事务所

一、律师在资产证券化中的作用

资产证券化的运作必须遵守法律制度的规定。律师和律师事务所可以为资产证券化过程中涉及的法律问题提供专业法律服务,并为证券化市场的正常运行提供法律保障。因此,律师事务所也是资产证券化市场中不可缺少的中介机构。

在国际上,经过长期经验的积累,律师为资产证券化市场提供法律服务的方式已经基本固定,并形成了较为完善的工作程序。一般说来,律师从事资产证券化法律业务的主要内容如下:

(1) 为资产证券化的交易流程出具法律意见书。

律师对委托人所提供的各种事实和材料进行审查和法律分析后,依据法律规定和行业公认的业务标准和道德规范出具法律意见书。在资产证券化交易过程中,需要律师出具的法律意见书主要包括“真实销售意见书”、“非合并法律意见书”、“担保权益法律意见书”、“可执行性法律意见书”等。律师和律师事务所在出具法律意见书时,必须对委托人提供的文件内容的真实性、准确性、完整性进行检查和验证。如果出具的法律意见书虚假或者有严重误导性内容和重大遗漏,律师及所在律师事务所也应承担相应责任。

(2) 应邀参与项目谈判,审查、修改、制作相关法律文件。

应资产证券化相关当事人的要求,律师应审查、修改、制作证券化流程中相关的各种法律文件,如章程、合同等。具体来说,律师审查、修改、制作的法律文件包括:特殊目的载体(SPV)及其他专为证券化而设立机构的创立文件,如信托协议、公司章程、合伙协议等;与资产转移相关的法律文件,其中最重要的是资产转让合同;信用增级过程中的法律文件,其中最重要的是担保合同;SPV与服务机构之间的协议;证券发行文件和证券承销协议等。

(3) 担任资产证券化参与方的法律顾问,提供法律事务的咨询意见。

二、律师事务所与我国资产证券化市场

1996年,《律师法》的颁布正式确立了我国的律师制度。律师事务所也随之发展起来,并由过去单一的国资所模式发展为以合伙制律师事务所占主体。

随着中国证券市场的发展,律师事务所开始参与证券市场业务。司法部、中国证监会颁布的《关于从事证券法律业务律师及律师事务所资格确认的暂行规定》和中国证监会颁布的《关于加强律师从事证券法律业务的通知》对律师及律师事务所从事证券法律业务作出了严格的规定,并实行资格确认制度。1998年底颁布的《证券法》不仅确认了从事证券业务律师的地位和使命,还进一步细化、强化了律师的执业规程和法律责任。司法部、中国证监会还从1999年起举行全国证券律师资格考试。按规定,只有具有4年以上执业经历且具有良好职业道德的专职律师才能参加考试,取得证券律师资格。

这些法律法规的出台为律师事务所从事证券业务提供了法律保障。显然,这将为我国律师事务所参与即将启动的资产证券化市场提供良好的条件。但我国律师事务所参与证券业务的时间较短,对资产证券化这一金融工具创新还缺乏深入的了解。律师事务所应当改变这种状况,积极参与到资产证券化市场中来。

另外,资产证券化还涉及会计师事务所、受托人等多种中介机构。我国应规范此类机构的业务活动,使其在资产证券化市场上发挥应有的作用。由于篇幅限制,这里不再一一赘述。

第四篇

中国拓展信贷资产证券化 的产品

第十八章 住房抵押贷款证券化

一、发展历程

住房抵押贷款证券化 (mortgage-backed securitization, MBS) 是指以住房抵押贷款为支撑发行证券,在资本市场进行融资的过程和技术。住房抵押贷款证券化诞生于 20 世纪 70 年代的美国。70 年代后期,美国利率开始大幅上升,其结果,一方面使得实行短存长贷、浮动利率存款固定利率贷款的银行和储蓄贷款机构面临着日益严重的资产负债不匹配问题,存款利率反而高于贷款利率;另一方面,一些新兴的货币市场工具以较高的利率将资金从银行存款账户上吸收过去,使得银行发生周转困难;于是就出现了专门向银行收购住房抵押贷款的金融机构。银行出售期限较长的住房贷款,既可以改善资产负债结构,又可以获得急需的流动性;而这些新金融机构购买了住房贷款后,便转售给政府信用机构或者以贷款为支撑发行债券——于是住房抵押贷款支撑证券便诞生了。

住房抵押贷款证券化是由私人部门创新的,但推动其迅速发展的,则是美国的政府部门。为了促进住房贷款的发放,美国政府一直积极发展住房贷款的二级市场。MBS 出现之前,就成立了联邦国民住房贷款协会 (Fannie Mae)、政府国民住房贷款协会 (Ginnie Mae) 和联邦家庭住房贷款协会 (Freddie Mac) 三家机构,这三家机构向银行和储蓄贷款机构购买了大量的住房贷款。80 年代初,这三家机构开始对其拥有的住房抵押贷款进行证券化,在政府部门的推动下, MBS 迅速发展起来。MBS 的发展使得证券化的对象由住房抵押贷款扩展到了工商业贷款、信用卡应收款、商业应收账款、汽车贷款、收费性的基础设施等领域,证券化这一金融创新技术也由美国推广到欧洲、美洲、亚洲和大洋洲国家。至 1999 年底,美国 6 万亿美元的住房抵押贷款余额中有 50% (即 3 万亿美元) 已经证券化,住房抵押贷款支撑证券占美国债券市场份额的 30%,是债券市场最大组成部分。1998 年底欧盟住房抵押贷款债券余额占住房贷款余额的比重也达到了 19%。可以说,住房抵押贷款支撑证券为发放住房贷款提供了重要的资金来源。

我国商业银行发放的住房贷款规模在近两三年迅速扩大,至 2000 年底,四大国有商业银行个人住房贷款余额增加到 3000 亿元,分别为 1998 年和 1999 年的 4 倍和 2.4 倍。其中建设银行个人住房贷款余额近 1800 亿,工商银行达 1000 多亿,这两家银行的个人住房贷款业务占全国个人住房贷款业务的 90% 以上,因此首先试行 MBS 的将很可能是这两家银行。住房贷款虽然发展迅速,但由于起步晚,相对规模还比较小,占总贷款余额的比例仅 4% 左右,低于国际一般水平。随着住房制度改革的进一步深入,农村迁往城镇的人口增加,银行住房贷款业务将会在今后几年有迅速发展。总之,住房贷款已具备一定规模,并且在今后几年将迅速扩大,这为开展住房抵押贷款证券化业务创造了基本的条件。

二、基础资产

MBS 是以住房贷款为基础资产的,住房贷款是指金融机构向借款人发放的用于购买住房的贷款,借款人在未来以约定的条件分期偿还。住房贷款具有现金流量稳定且可预测、违约率低、贷款契约标准化、单笔贷款数额小易组合分散风险等特点,因而非常适合作为证券化的基础资产。以下是我国住房贷款的一些基本情况。

1. 担保方式

住房贷款的担保方式有抵押(指借款人或第三人以自有住房、所购现房或期房作为抵押物的一种担保方式)、质押(指借款人用有价证券作为质押物的一种担保方式)、保证(指借款人用具有足够代偿能力的法人或自然人作为保证人的一种担保方式)、抵(质)押加保证(指当借款人不能足额提供抵(质)押物时,同时由贷款行认可的第三方承担连带责任保证的贷款担保方式),发放的贷款中抵押贷款或抵押加保证的贷款占大部分。以工行北京分行的住房贷款为例,抵押方式占到全部贷款的 94%,保证方式占 5.97%,而质押则仅占 0.03%。为了保证资产池的资产同质性,便于计算违约的贷款损失率,资产池由抵押贷款或抵押加保证的贷款构成为宜。

2. 贷款利率

我国目前的住房贷款从资金来源上可分为住房公积金贷款和银行信贷资金贷款。个人住房公积金贷款是银行根据住房公积金管理部门的委托,以住房公积金存款为资金来源,按规定的要求向在中国大陆境内购买、建造、大修城镇各类型住房的自然人发放的贷款。个人住房商业性贷款则是用银行信贷资金向购房借款人发放的住房贷款。住房公积金贷款利率在 3 个月整存整取存款利率基

础上加点执行,信贷资金贷款利率按法定贷款利率减档执行,由于作为信贷资金贷款利率基准的法定贷款利率要高于作为住房公积金贷款利率基准的 3 个月整存整取存款利率,因此住房公积金贷款比信贷资金贷款利率低,同样期限的贷款,住房公积金贷款利率要低 1 个百分点左右。表 18 .1 和表 18 .2 分别是当前住房公积金贷款和银行信贷资金贷款的利率表。

表 18 .1 住房公积金贷款利率表

住房公积金贷款期限	年利率(%)
一年至三年(含三年)	4 .14
三年至五年(含五年)	4 .14
五年至十年(含十年)	4 .59
十年至十五年(含十五年)	4 .59
十五年至二十年(含二十年)	4 .59

表 18 .2 银行信贷资金住房贷款利率表

银行信贷资金贷款期限	年利率(%)
一年以下	5 .31
一年至三年(含三年)	5 .31
三年至五年(含五年)	5 .31
五年至十年(含十年)	5 .58
十年以上	5 .58

MBS 的债券信用级别通常低于国债,因此 MBS 应该提供高于国债利率的收益率。而 MBS 是由住房贷款支撑的,发起人至少要从中获得手续费、服务费等收入,参与的中介机构也要获得中介费,因此住房贷款利率应高于 MBS 的收益率。所以住房贷款利率与国债利率之间应存在足够的利差,否则就没有商业运做的可行性。我国目前市场上国债的收益率情况是:2001 年 8 月末,5 年期国债的收益率为 3 .1851% ,7 年期为 3 .4997% ,15 年期为 4 .3927%。 此外,考虑到国债利息收入可免税,其他债券则要缴纳 20% 的利息所得税,由此可知住房公积金贷款利率过低,对投资者缺乏吸引力,不适合发行以此为支撑的债券。可纳入证券化基础资产池的应该是银行信贷资金发放的住房贷款。

另外,我国住房贷款采取的是浮动利率,遇法定利率调整,住房贷款于下年初开始,按相应利率档次执行新的利率规定。因此每笔贷款在其到期之前利率并不是固定的。相应地,住房抵押贷款支撑证券采取浮动利率也就是比较合适

数据来源:中国债券信息网, www .chinabond .com .cn。

的。

3. 还款方式

目前,我国住房贷款有四种还款方式:到期一次还本付息法、等额本息还款法、等额本金还款法和递增还款法。

到期一次还本付息法仅限于 1 年期贷款,从发放贷款到出售贷款、组成资产池、发行住房贷款支撑证券需要一定的运作时间,1 年时间过短,因此此类贷款不适合纳入资产池。

等额本息还款法是指偿还的本金和利息之和每期相等。等额本息还款法适合于在整个贷款期内家庭收入有稳定来源的借款人,并且每期还款额相同,归还起来很方便。等额本息还款法是目前借款人选择最多的还款方式,借款人通常选择的还款周期为按月偿还。采用等额本息还款法的贷款可纳入资产池。

等额本金还款法是指每期偿还的本金数额相等,同时每期付清上一还款日至本次还款日之间的贷款利息。该方式的特点是还款初期借款人负担较重,随时间推移,每期还款金额逐渐减少,适合于已有一定积蓄但预期收入可能会逐渐减少的借款人,比如中老年职工家庭。采用等额本金还款法的贷款也可纳入资产池。

递增还款法是指同年各月的还款数额相等,但每年月偿还额比上一年增加一定数额或按一定比例递增。它的特点是随时间推移每期还款额逐渐增加,适合于收入逐年增加的家庭,比如年轻人家庭。但目前很少有借款人选用此种还款方式。另外该偿还方式下偿还额递增,借款人无力偿还的可能性会随到期日的临近而不断增大,这种偿还方式的产品在美国的资产证券化中遭遇过惨痛的失败。采取递增还款法的贷款不适合纳入资产池中。

因此,适合于纳入资产池的是采取等额本息还款法和等额本金还款法的住房贷款。

4. 贷款期限结构

住房贷款的期限一般较长,我国目前住房贷款的最长期限为 30 年。由于从发放贷款到出售贷款、组成资产池、发行住房贷款支撑证券需要一定的运作时间,因而期限太短的贷款不适合证券化。工商银行北京分行对其 2000 年末住房贷款的内部统计结果表明,贷款期限主要集中在 10—20 年和 5—10 年,分别占贷款比例的 61% 和 25%,而 5 年以下和 20 年以上的则只占 9% 和 5%。因此选择 5—20 年的住房贷款,发行相应的中长期贷款支持债券较为合适。

5. 贷款额与房价款比例(LTV, loan to value)

该比例是抵押贷款额与作为抵押的房产的购买价格或评估价值的比值,比值越低则抵押程度越充分。该比值的最高限额由 1999 年之前的 70% 提高到目

前的 80%。放入资产池的住房贷款应符合该比例的要求。

6. 违约情况

在我国银行目前的贷款中,住房贷款是违约率最低的贷款之一。以工行北京分行为例,该行发放的 26707 笔住房贷款中,在 2000 年 12 月份时,连续违约 1—3 个月的有 57 户,连续违约 4—6 个月的仅有 1 户,违约率仅为 2‰左右。虽然住房贷款违约率低,但放入资产池时仍应将资产质量在关注类以下及连续欠款超过 3 期(月)的贷款剔除。

7. 提前偿还情况

对借款人提前还款的问题,我国各银行大都规定可以提前还款,但提前还款必须一次性偿还全部剩余贷款本息。这种限制减少了提前偿还的情况。

以上这些是我国当前住房贷款的一些特点,在住房贷款进行证券化融资时,交易结构设计、产品设计都要充分考虑住房贷款的特点。

三、住房抵押贷款证券化的收益

商业银行进行住房抵押贷款证券化的收益包括货币化收益和非货币化收益。

货币化收益主要有两个来源:一是银行将贷款以高于初始成本(贷款余额加上贷款发放费用)的价格出售而获得的价差收益,价差收益的大小取决于贷款的利率与市场当前利率的差距大小;二是商业银行出售贷款后作为证券化交易中的服务商而定期收取的服务费,服务费的大小取决于未偿还贷款余额的大小。

非货币化收益主要有三个来源。第一,有利于银行加强资产负债管理。出售期限较长的住房贷款,可以使银行的资产与负债的期限相匹配,减少利率风险。随着住房贷款占贷款规模的比重上升,我国银行资产的期限会变长,解决资产负债结构不对称问题的迫切性会越来越强。第二,可以提高银行资产的流动性,避免流动性不足而引起的风险。第三,由于银行有资本充足率的要求,出售住房贷款,将其从资产负债表上剔除,可以释放原先支持这部分贷款资产所需的资本金,提高资本充足率,或者以这部分资本金为支持,发放新的贷款,发放利率更高的贷款,提高资本收益率。

住房抵押贷款证券化实际上将原先单独由银行完成的住房抵押贷款业务划分为两个部分:提供服务的业务和提供资金的业务。银行提供的是服务,负责发放贷款,收取偿还的本息;而持有住房抵押贷款支撑证券的投资者则提供资金。功能的划分可以发挥各方的比较优势,银行发挥的是服务上的优势,而投资者发挥的是资金成本上的优势,可以提供比银行成本更低的资金,从而降低住房贷款利率,使购房者获得实惠。住房抵押贷款证券化使住房金融由间接融资走向直

接融资,促进了银行的非中介化。

四、住房抵押贷款的风险

住房抵押贷款的风险特征决定着住房抵押贷款支撑证券的风险特征,证券化过程中的信用增级、信用评级、证券产品设计都要根据住房抵押贷款的风险特点来进行。住房抵押贷款存在的主要风险有:违约风险(信用风险)和早偿风险。

(一) 违约风险

住房贷款的违约风险是指借款人延迟或无力还款而造成的风险。影响违约风险的主要因素有:

1. 还款能力指标——偿付收入比(payment_to_income, PTI)

PTI 等于借款人的月偿付额(抵押贷款本息)与月收入之比,它衡量的是借款人按月偿付抵押贷款的能力。PTI 越低,借款人就越能够偿还贷款,违约风险就越低。借款人向我国各商业银行申请住房贷款时,都需要提交证明经济收入的材料,因此每笔贷款的 PTI 都是可以计算出来的。

2. 还款意愿指标——贷款房价比(LTV)

LTV 等于抵押贷款额与作为抵押的房产的购买价格或评估价值之比。借款人在房产中所占的比例是借款人在财务困难时期是否作出违约决定的支配因素。如果作出违约决定,房产将被银行拍卖,LTV 越低,借款人在房产中所占比例越大,那么借款人自身所遭受的损失也就越大。因此 LTV 越低,借款作出违约决定的可能性就越小,违约风险也就越小。另外,LTV 越低,抵押房产对抵押贷款所提供的担保就越高,如果借款人违约并将抵押品出售的话,贷款人所受的保护就越大。当前,我国住房贷款的 LTV 上限是 80%。

3. 影响违约风险的其他因素

(1) 借款人职业稳定性

由于工作性质不同以及在工作中承担风险的程度不同,私营企业主、个体户和自由职业者收入的不确定性较大,而领取工资、薪金的公司企业的员工或公务员等有固定的收入来源,收入比较稳定,因此雇佣者、自雇者比受雇领薪水者的违约可能性更大。

从借款者当前的职业变更情况看,如果在近三四年内职业变更次数较多或者当前处于下岗失业状态,那么预计其将来的职业稳定性也很可能较差,因而其违约的可能性也就较大。

(2) 借款人个人素质

借款人的个人素质决定借款人是否能符合工作的基本要求,将来如果出现失业的情况能否顺利地谋取新的职业,从而影响到借款人的收入、借款人违约的

可能性。

借款人的个人素质主要有如下构成要素:受教育程度:受教育程度越高,越能适应社会的发展对个人知识学历的要求,从而违约可能性越小;健康状况:如果当前有较严重疾病的,将来可能无法继续工作,因此违约可能性就大;年龄:年龄在 50 岁(或 45 岁)以上的,将很快面临退休的问题,将无法继续保持现有的收入水平,因此违约可能性大。

(3) 购房目的

借款人购房可能是作为自己使用的居所,也可能是作为资产投资或作为第二套住房。如果是用于自住,那么这套住房作为借款人日常居住的场所,对借款人的重要性就更大,借款人违约的意愿就较小。反之,如果是作为投资和第二套住房的,这套住房的重要性就较小,违约的可能性就更大。

(4) 贷款当前的还款拖欠状况

还款拖欠的贷款比正常还款的贷款违约可能性更大。可根据不同的拖欠时间相应地调高违约率。当前拖欠时间超过一定标准的(建议为 3 个月)则不能纳入资产池。

(二) 早偿风险

由于住房抵押贷款允许借款人提前还款,因而就有可能产生早偿风险。早偿风险虽然不会像违约风险那样使贷款人、证券投资者遭受本金损失,但会带来再投资风险,使得提早偿还的资金无法获得与抵押贷款支撑证券同样高的利息收入,从而降低投资回报率。在固定利率贷款情况下,当利率变动使得当前贷款利率低于原贷款合同利率一定水平时,借款人就会进行再融资,从而造成早偿。由于我国住房贷款实行浮动利率,因而不会出现利率变动促使借款人再融资而造成早偿的问题。并且银行规定提前偿还只能是一次性偿还全部剩余贷款本息,因此我国住房贷款的早偿问题估计将会轻微得多(目前尚没有早偿情况的实际统计数据)。我国住房贷款早偿的原因将主要体现在以下两个方面:

(1) 更换住宅。借款人可能会在原抵押贷款合同到期之前就将原来的住宅转手给他人,提前偿还原贷款,申请新的住房抵押贷款来购买新的住宅。造成住宅更换的原因主要有:变更工作地点、购买更高档次的住宅、离婚导致的住宅财产分割。住宅更换的比例受宏观经济的影响,当经济增长时,工作变更的机会增多,人们的收入也会增加,进而也就会加快住宅更换,使住房贷款早偿率上升。

(2) 对违约贷款的处理。当借款人发生一些违约行为(比如未按期偿还贷款本息)时,贷款人将提前处分抵押房产,出售抵押住宅以清偿贷款本息,于是造成贷款被早偿,就好像是借款人提前偿还贷款一样。

由于我国住房抵押贷款发放的历史还比较短,因而目前贷款违约、早偿的统

计数据尚不完整,并且缺乏具体详细的原因分析。

五、交易架构

1. 资产池的构造

选择合适的住房贷款组成资产池是进行证券化的基础,放入资产池的住房贷款需要经过一定的筛选。

根据前面对我国住房贷款的特点的分析,选入资产池进行证券化融资的住房贷款应该是商业银行发放的信贷资金住房抵押贷款,还款方式为等额本息还款法或等额本金还款法,贷款期限为 5—20 年,担保方式为抵押或抵押加保证,贷款额与房价款比例不超过 80%,资产质量在关注类以上,连续欠款不超过 3 期(月)。

为了便于预测基础资产产生的现金流,估算基础资产的风险,一般都选择同质性较高的贷款来组建资产池,因此,放入同一资产池的住房贷款在期限、还款方式、LTV、担保等特征上都应该尽量相同。

出于分散风险的考虑,在条件允许的情况下,选择不同地区的、不同银行发放的贷款组成资产池,可以降低资产池的集中度,从而降低证券化的信用风险。

2. SPV 的设立方式

设立 SPV 最主要的目的是使抵押贷款与贷款发放者隔离,使得用于证券化的抵押贷款免受或减轻贷款发放者破产的影响,从而提高抵押贷款支撑的信用评级,降低融资成本。

根据是否设立 SPV 以及 SPV 设立方式的不同(从而抵押贷款与贷款发放者隔离程度不同),MBS 可以分为以下三种不同模式:

(1) 表外证券化(美国模式):银行将住房贷款出售给 SPV,由 SPV 发行证券。该 SPV 与银行无关,通常是政府设立的专门购买贷款、发行 MBS 的机构,比如美国的 Fannie Mae、Ginnie Mae 和 Freddie Mac 这三家机构,或者是私人部门设立的专门机构。银行对贷款的出售是“真实出售”,贷款合同所带有的所有法律上的权利义务关系被完整地转移给 SPV。由于是真实出售,所以实现了贷款资产的破产隔离,当银行破产时,该资产池内的贷款不受影响,是非破产资产,从而保护了住房贷款支撑证券投资人的利益。同时,该贷款也从银行的资产负债表上剥离出来。

(2) 表内证券化(欧洲模式):不需要设立 SPV 购买银行的住房贷款,银行直接以一组住房贷款为抵押发行债券。住房贷款实际上是作为债券的抵押物,债券的本金利息偿付未必来自贷款产生的现金流,银行破产时,债券投资者作为贷款的抵押权人获得优先偿付。因而,表内证券化没有实现破产隔离,贷款也没

有从银行的资产负债表上剥离。(事实上,表内证券化并不是严格意义上的资产证券化。)

(3) 准表外证券化(澳大利亚模式): 银行设立全资或控股子公司,由子公司作为 SPV 向银行购买贷款发行住房抵押支撑证券。贷款的出售是真实出售,实现了破产隔离。但子公司的资产负债表要与母银行合并,子公司的贷款资产最终要体现在母银行的资产负债表上。

可见,三种模式在效果上最重要的区别在于是否实现了破产隔离,贷款资产是否从银行的资产负债表上剥离。破产隔离可以提高抵押贷款支撑证券的信用等级,使其信用等级从与贷款发放银行的信用等级相联系转变为与贷款资产本身及 SPV 的信用等级相联系。而贷款资产从银行的资产负债表上剥离可以提高银行的资本充足率,以降低风险或释放资本,进一步发放贷款,提高收益。因此,从商业的角度上看,选择何种模式最主要是看通过 SPV 发行债券是否能较大地提高债券的信用等级以降低融资成本以及银行是否有提高资本充足率的需求。

下面我们来考虑我国住房抵押贷款证券化的问题。我国四大国有银行由于有很强的政府色彩,在国内的市场上信用等级是很高的(但在国际上信用评级不高),因此,如果是在国内发行抵押贷款支撑证券,在目前情况下采取表内证券化或准表外证券化模式就可以获得很高的信用评级,不需要政府部门专门设立 SPV(即采取表外证券化方式)来提高信用等级。四大国有银行虽然有提高资本充足率的需求,但考虑到目前住房抵押贷款占银行资产的比重很小,可用来证券化融资的住房贷款规模就更小了,因此,目前情况下将贷款资产从银行资产负债表上剥离并不能提高多大幅度的资本充足率,表外证券化对提高银行资本充足率的意义不大。另一方面,采取表外证券化或准表外证券化交易结构比较复杂,需设立 SPV,而设立 SPV 又需要突破税收、会计方面较多的障碍。因此,在目前情况下,采取表内证券化是操作比较简单、效果适中、比较可行的模式。但从长远发展的角度看,表外证券化可以有效地提高债券的信用等级,降低融资成本,提高银行的资本充足率,同时,由政府单独成立 SPV,可以推动住房贷款二级市场的建立,规范一级市场,发展和健全我国的住房金融制度,因此表外证券化应是今后努力的方向。

3. 证券产品设计

如果是采取表内证券化的形式,以住房贷款为抵押物发行债券,那么其产品设计、信用评级、运作过程等与一般的抵押债券没有太大的区别,整个交易结构也是比较简易的。下面介绍的产品设计、信用增级与评级、运作过程都是针对表外证券化或准表外证券化而言的。

住房抵押贷款支撑证券可以设计成过手证券,也可以设计成抵押担保支撑证券(collateralized mortgage obligation, CMO)。过手证券将贷款资产池产生的现金流在扣除了有关费用后按投资比例支付给所有的债券持有者。过手证券的现金流偿付结构比较简单,但有品种单一、期限较长、早偿风险大的缺陷,而CMO通过对现金流进行重新安排和分配,可以满足不同投资者对风险、收益和期限等的不同偏好,可以较好地解决过手证券的问题。CMO类型很多,针对住房抵押贷款容易出现早偿的问题,运用得比较多的是计划摊还伴生结构(planned amortization classes, PACs),这种CMO结构的一大特点是计划摊还档债券的现金流是比较稳定的,不易受早偿率波动的影响。这种结构由计划摊还债券和伴生档债券两类债券构成,两档债券都以期初未偿本金余额为基础按月定期向债券持有者支付利息,但本金偿还顺序则不同。若住房贷款资产池产生的本金超过了计划偿还额(即实际早偿率大于预计的),超过部分将被用来偿还伴生档债券的本金。反之,若资产池产生的本金不足以按计划向计划摊还档债券偿还,则应偿还给伴生档债券的本金将被用来偿还计划摊还档债券。这种结构实际是通过牺牲伴生档债券的稳定性来保证计划摊还档债券本金偿还的稳定性,PACs结构还可以与顺序偿还结构、仅付利息/仅付本金结构等相结合,设计出更多档级、更加复杂的债券结构。

考虑到目前我国债券市场还不发达,许多类型的债券还未出现过,过于复杂、陌生的债券一时还难以被投资者理解和接受,所以在住房抵押贷款支撑证券发行初期,采取结构简单的过手证券形式是比较合适的,易被投资者接受。根据我国住房贷款的特点,发行的过手证券期限在5—20年之间;利率是浮动利率,随住房贷款利率的变动而变动,考虑到发行成本,有关费用在最初可能会比较高,债券利率可能会比住房贷款利率低半个百分点至一个百分点;债券每月还本付息,利息以期初未偿本金余额为基础计算,本金的偿还则随住房贷款是采取等额还款还是等额本金的不同方式而采取相应的方式。为了增强债券的流动性,可以安排在证券交易所上市。

4. 信用增级与信用评级

在信用增级前,首先要估计住房贷款资产池的风险,以计算出为达到一定的信用等级,住房抵押贷款支撑证券所需的信用提高幅度。前面已经分析了影响住房抵押贷款的违约风险的主要因素,偿付收入比和贷款房价比是影响违约风险的最主要因素,因此,在估算住房贷款的违约概率时,以偿付收入比和贷款房价比估计出基本的违约概率,然后,再根据其他因素的情况调整违约概率。估算违约概率需要有住房贷款回收情况的历史数据,由于我国住房贷款起步晚,有关数据还比较缺乏,因此在根据已有数据进行估计的同时,还可以参考国际上的标

准。惠誉评级公司对香港房屋抵押贷款违约率作出如表 18.3 所示的估计。

表 18.3 香港房屋抵押贷款违约率

违约率 % 贷款 房价比 (%)	偿付收入 比 (%)					
		< 20.00	20.00—29.99	30.00—39.99	40.00—49.99	50.00
30		6	7	7	8	9
30.01—40.00		7	8	9	10	11
40.01—50.00		9	10	11	12	14
50.01—60.00		10	11	13	13	16
60.01—65.00		11	12	14	15	17
65.01—70.00		12	13	15	16	18

从我国住房贷款的当前违约情况来看,采用上表的违约率估计标准将过高估计我国住房贷款的违约率,因此相应地应较大幅度调低违约率估计标准。

在根据偿付收入比和贷款房价比估计出基本的违约率的基础上,再根据其他因素对违约率估计进行调整,比如,对自雇者和雇佣者的贷款违约率提高 30%,对购房目的是作为投资和第二套住房的,违约率提高 10%—25%,等等。违约率的调高标准需要根据统计情况进行估计。经过调整后,就可以得出最终的违约率。

下一步,估算发生违约时的损失程度。 $\text{损失程度} = (\text{贷款额} - \text{收回价值}) \div \text{贷款额}$ 。抵押品的回收价值等于住房的原始价值减去估价下降额、回收费用。如果贷款除了有抵押担保外,还有保证担保,那么违约时保证人须承当还款的义务,由于有保证人还款,因而贷款损失度将降低。

将违约概率与损失程度相乘就可以计算出每一笔抵押贷款所需要的信用提高度。例如,违约率是 10%,损失程度是 40%,则需要的信用提高度就是 $10\% \times 40\% = 4\%$ 。根据每笔贷款所需要的信用提高度以及每笔贷款在资产池中所占的比重,就可以算出整个资产池所需的信用提高度。

根据所需要的信用提高度,就可以确定信用增级方式和信用增级水平。信用增级方式可以采用备付金、利差账户、优先从属结构等内部信用增级方式,以及保险、信用证和现金抵押账户等外部信用增级方式。

评级机构最终会根据资产池情况、信用增级程度、交易结构模式等对住房抵押贷款支撑证券确定一个信用等级。

5. 运作过程

整个运作过程如下:

(1) 商业银行向住房消费者提供住房抵押贷款。

(2) 贷款发放银行向银行自己设立的 SPV 或政府设立的 SPV 真实出售住房抵押贷款。

(3) SPV 将购买的抵押贷款组合为资产池,对即将发行的抵押支撑证券进行信用增级,邀请评级机构对该债券进行信用评级。

(4) SPV 通过证券承销商向投资者发行抵押支撑证券。

(5) 贷款发放银行作为服务商定期向借款人收取本息,将偿还的本息交给 SPV,SPV 在扣除一定费用后向债券投资者支付债券本息。

六、主要问题及障碍

在我国开展住房抵押贷款证券化除了面临其他证券化业务同样会遇到的法律、税收、会计等制度问题和市场投资主体中介机构发育不完善的问题外,还面临着动力不足的问题。推动证券化这一金融创新业务发展起来的是市场的需求。住房贷款证券化产生的背景是商业银行存在短期流动性不足以及资产负债不匹配问题,因而银行有强大的动力出售住房贷款,开展住房贷款证券化的业务。但我国目前几大国有银行并不存在资金瓶颈制约,恰恰相反的是银行难以找到优良的贷款项目,资金得不到有效利用。企业贷款的不良贷款率太高,导致出现银行惜贷的现象。而住房贷款是银行所拥有的优良资产,银行是否愿意出售这部分优良资产,很令人怀疑。所以,住房抵押贷款证券化面临着银行动力不足的问题。由此我们也就不难理解这几年在住房贷款证券化这一事情上,讨论多而实际进展却很缓慢的缘故了。

第十九章 商用房产抵押贷款证券化

商用房产抵押贷款是指以商贸、服务业使用的建筑物以及写字楼、标准厂房等为抵押发放的贷款。贷款主要用于商用房地产的建设或购置,以中长期为主,还款的现金流将主要来自于借款人出租房产的租金收入。商用房产抵押贷款证券化(commercial mortgage-backed securitization, CMBS)是指以上述抵押贷款作为支撑发行证券的过程。

一、发展历程

住房抵押贷款证券化是发展最早最成熟的证券化品种,后来基础资产逐渐扩展到其他形式,商用房产抵押贷款证券化就是在这种情况下逐渐发展起来的。

最早的商用房产抵押贷款证券化出现于 1983 年。在此之前投资者主要通过二级市场进行整笔商用房产抵押贷款的交易,1983 年 Fidelity Mutual 人寿保险公司将价值 6000 万美元的商用房产抵押贷款通过证券化的方式出售给另外三家人寿保险公司,这一交易被评为 AAA 级。之后多家公司效仿这一交易方式,商业银行、储贷机构和投资银行等机构随后也逐渐进入该领域,零息债券等金融工具也逐渐被运用于证券化过程中。在最初的发展阶段,信用增级的方式主要有公司担保、信用证担保和优次分级三种方式,而且,贷款本息的收取和向投资者支付证券本息的工作都由发起人一方承担。从 1990 年到 1993 年上半年,RTC 危机的解决成为商用房产抵押贷款证券化发展的主要推动力并创造了商用房产抵押贷款证券化交易的模式。在此阶段,证券化发展的重点是与证券化相关的专门服务机构的建设,同时评级机构也逐步确立了交易的评级标准,CMBS 逐渐成为一项比较成熟和相对稳定的融资手段和技术。近年来 CMBS 的发展侧重于不断丰富信用增级手段,并选择更加有效率的交易结构上。

随着证券化交易在美国的成功和不断发展,其他各国也相继引入这种新兴的金融工具。虽然到目前为止其他地区(包括欧洲)CMBS 的规模相对美国来说还很小,但已经越来越显示出强劲的发展潜力。

二、证券化动力

任何金融工具要获得成功就必须对供给方和需求方都具有吸引力。CMBS

交易会参与各方带来不同的收益,例如服务商得到提供服务的费用,评级机构则增加了业务品种。这里主要分析证券化交易给发起人和投资者带来的收益。

1. 发起人

抵押贷款的贷款人一般可以通过出售整笔贷款的方式来重组资产,但由于每笔商用房产抵押贷款的规模都比较大,要找到合适的交易对象需花费的成本很高,条件也很苛刻,因而交易受到很大的限制。CMBS 提供了一条解决这一问题的有效途径。

(1) CMBS 的出现使得贷款人的选择更加多样化。贷款人可以通过选择最有效最方便的方式来重组资产,提高资产管理和运营的效率;

(2) 证券化交易所特有的信用增级制度使得那些自身信用级别低,无法正常地从资本市场上获得资金的贷款人也可以有效地进行融资。

(3) 证券化融资方式灵活,选择空间较大,在筹资规模和时间的选择上具有较大的自由度,筹资成本也较低,不受贷款人自身资产经营和收益状况的影响。

(4) 在贷款利率较高,而同时证券市场利率较低的情况下,贷款人更可以通过证券化的途径获得利差收入。

对于银行这一主要的商用房产抵押贷款的贷款人来说,证券化首先可以为其解决流动性的问题,从而大大弱化了银行业内在的由于资产与负债结构性不对称所带来的风险,这一特点在经济发展较快、信贷额度紧缺的情况下表现得十分明显。其次,大多数的资产转移,尤其是在美国,均为真实销售,贷款资产的售出会释放一部分资本金,从而提高银行的资本充足率,银行也可以借此释放的资本金继续发放贷款,扩大其客户基础。

2. 投资者

CMBS 满足了不同投资者的投资需求。

(1) 商用房产的投资规模都比较大,要求也比较高,一般投资者很难进入这一领域,而且普通投资者由于缺乏房地产行业的专业知识,很难对投资的风险和收益进行评估,这些因素都导致了商用房产的投资者范围比较窄。而商用房产抵押贷款的证券化则为中小投资者以及其他类型的机构投资者创造了间接投资商用房地产的机会:CMBS 交易得到专业评级机构的评级,可以很容易为更多投资者认可和接受。

(2) 对包括原来的房地产投资者在内的所有投资者来说,由于证券化的基础资产可以来自多项房地产,同一个投资者面对的是广泛分散的债务人,再加上证券化过程中的信用增级工具的使用,投资风险大大降低。更为重要的是,证券化通过重新安排现金流设计出了不同的证券类别,从而满足了对风险和收益有不同偏好的各类投资者。

三、基础资产池

CMBS 是以不动产贷款中的商用房产抵押贷款为支撑发行证券的,在证券化比较发达的国家,可以作为证券化基础资产的贷款种类有很多,涉及到的房产主要包括多家住宅(multifamily)、零售房产、宾馆、办公用房、工业用房、库房和自助储存设施等。由于房地产市场发展的限制,目前我国主要的商用房产抵押贷款主要有办公楼写字楼、商业营业用房以及其他商用房等。

1. 资产池构造的原则

实施资产证券化的前提条件是基础资产的违约率和损失情况必须能相当精确地预测出来,即资产的预期收益必须是确定的。对商用房产抵押贷款证券化资产池的构造也要求综合历史数据和信息能够对资产池内贷款的未来现金流作一预测。

2. 资产的选择

相对住房抵押贷款来说,不同的商用房产抵押贷款之间同质性较差,贷款人通常会根据具体交易来确定贷款的各种条件。因此,构造基础资产池时对贷款的标准化程度要求会降低。但为了提高资产池的质量,进而保证交易的信用级别,选择资产时应考虑以下几个方面的问题:

(1) 与贷款所对应的项目阶段

在我国现阶段,商用房产抵押贷款的借款人主要是从事房地产建设的开发商,在项目的建设期由于没有现金流入,因此贷款的偿还并没有保证。项目建成后,租金收入短期内不能马上弥补所有成本,因此最初的贷款到期时借款人偿还部分本金后一般会申请续贷,并以租金收入作为还款的来源。考虑到证券化的现金流要求,应该以最初贷款的后期(借款人有租金收入后)或续贷阶段的贷款为主。

(2) 房屋或楼宇的空置程度

商品房的空置程度是影响借款人租金收入的重要因素。空置程度越高,借款人的租金收入越没有保证,还款现金流越不稳定。不同商品房的空置程度除了与经济周期等宏观因素有关之外,还受其所在的地理位置、商品房用途等因素的影响。贷款人可以根据历史数据对具体贷款所涉及项目的出租情况作出预测,选择出租水平相对较高而且稳定的贷款项目组成资产池。

多家住宅通常是指中小规模的用于出租的公寓楼。

零售房产是指处于商业零售用途的房产,包括商店、购物中心等。

自助储存设施是指为满足家庭和商业短期储存物品的需要而提供的房产,租期一般以月为单位,但有些商业公司的承租期会比较长,承租的空间也通常比较大。

(3) 贷款占项目总投资的比率

房地产开发商的项目建设资金主要来自于四部分:企业自筹资金、贷款、外资利用以及其他资金。随着我国房地产业逐渐成熟以及银行对项目审批的加强,银行贷款在总投资中的比率已经下降。据统计,2001年上半年我国房地产开发投资中国内贷款所占的比重为24.6%。银行贷款在偿还顺序上优于其他投资,因此,贷款的比率越低,还款越有保障。为了保证资产池的质量,贷款人应该设定最高的贷款/项目总投资比率,以低于该比率的贷款作为构造资产池的考虑对象。

此外,除了交易的发起人即贷款人在资产选择过程中的主导作用之外,目前正有一种新的趋势,允许BBB级以下证券的投资者参与资产池的构造。因为这类投资者多为房地产专业投资机构,它们承担的风险更大,因此也更谨慎。

3. 资产池的结构

在住房抵押贷款证券化交易中,资产池一般是由数量众多的贷款构成;而在CMBS交易中,单笔商用房产抵押贷款的规模比较大,因此资产池内的贷款数量也相对较少。资产池的结构一般分为三种情形:

(1) 多个借款人,多种资产(贷款)

(2) 单个借款人,多种资产(贷款)

(3) 单个借款人,一种资产。在这种情况下,贷款主要是大规模的零售房产抵押贷款和办公用房抵押贷款。

四、贷款的转让及SPV

CMBS的SPV可以是由拥有大规模商用房产抵押贷款的银行设立的子公司或者在银行内部新设的部门来担任。银行汇总其所属各分支行的合规资产通过真实出售或者担保融资的方式转让给证券化交易的SPV。

中小银行的资产规模难以达到证券化的要求,因此它们可以将所属资产出售给其他银行外部的SPV,采取表外方式融资。

五、商用房产抵押贷款证券化过程中的风险

商用房产抵押贷款所涉及的风险不仅仅是银行发放贷款时确定贷款期限和利率的重要依据,也是证券化交易风险分析的重要内容。具体来说,这些风险主要包括以下方面:

1. 早偿风险

早偿风险是指由于借款人在贷款合同到期之前部分或全部偿还贷款本金的行为造成的风险,它是大多数证券化交易都必须关注的风险类别。在商用房产

抵押贷款中,造成早偿的因素可能是经济景气或房产所处地带的繁荣使得房产升值及租金收入增加、市场利率下降等。但因为商用房产抵押贷款的期限比住房抵押贷款短得多,即使借款人可以通过再融资的方式提前还款,其获得的收益也相对较低,因此借款人提前还款的动力并不充足。实际上,早偿风险已经不是商用房产抵押贷款最重要的风险了。

2. 信用风险

商用房产抵押贷款的信用风险主要与借款人的拖欠和违约行为有关。因此,任何可能导致借款人拖欠或违约的因素都会增加证券化的风险。

(1) 借款人的营业收入

借款人的营业收入取决于出租人的经营能力和承租人的租金支付,但这两者都会受到经济景气情况的影响:经济越景气,房产的空置率越低,承租人的租金支付也更有保证,借款人拖欠或违约的可能性就越小;反之,经济不景气时,借款人的还款就很难得到保证,拖欠或违约率也就会上升。

(2) 租赁合同的期限和废止

出租人与承租人之间租赁合同的期限与 CMBS 发行证券的存续期限的相对长短也是对基础资产进行风险分析的重要方面。如果租赁合同的期限相对较短,则需要再租赁的次数就会增加,相应地,由于寻找承租人和订立合同所花费的交易成本也会增加,更重要的是,增加了房产出租水平的不稳定性,并最终可能导致拖欠或违约的增加。另外,如果承租人终止或取消租赁合同以及相应的偿债义务,基础资产的现金流也会受到不利影响。

(3) 房产所承担的义务

借款人的租金收入除了偿还贷款之外,还必须支付与房产相关的税收、城市规划费用以及其他有关税费等,这些费用的支付会直接影响借款人对贷款本息的偿付。

(4) 基点风险

基点风险是指抵押贷款的利息与证券化需支付的利息之间的缺口。这些风险主要来自于三个方面:利率基准不同、利率调整频率不一致和抵押资产不匹配(指用固定利率抵押贷款支撑浮动利率证券或用可调利率抵押贷款支撑固定利率证券)。

(5) 由于债权抵消造成的风险

即使承租人有能力按照租赁合同支付租金,在租金转化为向投资者支付的现金流的过程中还可能存在着与交易结构相关的风险,例如:承租人支付租金的义务被它对出租人的其他债权抵消、租金被用来支付借款人对证券化发起人或证券化交易的第三方当事人的债务或抵押贷款的借款人将租金用来支付他对独立

于证券化交易之外的第三方的债务等。以上因素都可能会导致交易风险的增加。

3. 其他风险

其他风险主要与服务商的现金流管理能力有关。如果服务商对现金流管理不力,难以保证收取的租金和应支付的现金流之间的对应和匹配关系,则交易的风险显然就会增加。

六、信用增级

如上所述,CMBS 过程中存在着各种风险,证券化交易主要通过各种信用增级技术来减少上述风险对投资者的影响,从而提高交易的信用级别。

1. 备付金账户。备付金账户是为了保护投资者利益而设立的现金账户,可以是发起人存入的现金,但更多的是由所转让的资产产生的现金流(包括资产池中超过投资者的投资所产生的额外本金和资产池产生的现金流支付了投资者及其他各方的费用后的余额)。该账户除了防止或减轻投资者遭受的损失之外还可以用来垫付延期偿还的贷款,是比较常用的信用增级手段。

2. 设计不同优先级别的证券产品。将所发行的证券分为 A、B 两档或更多档,也称为优先档证券和次级证券,A 档/ 优先档证券的偿付优先于 B 档/ 次级证券。虽然两档证券所对应的资产的风险相同,但是一旦损失发生,B 档/ 次级证券就将首先承担损失,而 A 档/ 优先档证券投资者的收益则可得到保护。B 档/ 次级证券的发行量越大,A 档/ 优先档证券获得的保护就越充分。除了在优先顺序上的差别之外,不同档证券在偿付内容上也可能会有所不同。

3. 超额担保。这种信用增级方式主要通过抵押超过支撑证券化的资产池价值的房产来达到。如果证券化基础资产产生的现金流不足以支付投资者,超额抵押品的现金流将被用来弥补投资者的损失,当这部分现金流仍达不到偿付的需要时,残余的风险才由投资者承担。

另外来自其他机构或者保险公司的担保和保险也会为 CMBS 交易进行外部信用增级。与 MBS 不同的是,在 CMBS 交易中来自政府方面的担保和保险并不多见,因此它要求更多地使用其他信用增级手段,相应地投资者承担的风险也就更大了。

七、证券化产品

我国银行所发放的商用房产抵押贷款一般都采取期末一次性偿付本金的方式,考虑到基础资产现金流的这一特点,CMBS 发行的证券也应该设计成相应的偿付方式,尤其是如果基础资产池内的资产多为新发放贷款,则在发行证券的初

期阶段应减少对投资者本金的支付。

CMBS 投资级证券多采用公开发售的形式,而 BBB 以下级的证券则主要或全部通过私募发行,甚至还会有未经评级的证券在机构投资者之间私下交易。非投资级的证券在市场上的流动性并不强,多由专门的机构投资者持有,他们购买证券的目的就是为了持有。

此外,有些 CMBS 交易中还设计了留存(residual)证券。这类证券在所有发行证券的偿付序列中处于最末,只有所有其他投资者都获得了足额偿付之后的余额才能用于偿付此类证券。显然,这类证券的风险是最大的,因此一般由发行人自己持有,因此其所附带的风险也由发行人来承担。

八、专门服务机构

CMBS 交易一般会设两个服务商:主服务商和特别服务商。

1. 主服务商负责监督借款人的还款情况,管理现金流并定期向投资者支付本金和利息。在我国目前银行所发行的贷款中,由于一些抵押贷款的偿还是一次性的,即在抵押贷款到期日时将所有的抵押贷款额全部还清——这种还款结构实际上增大了银行抵押贷款的风险——同时如果实行证券化的话,就更要求专门服务机构在现金流的管理上通过相应的技术使其与需要支付的现金流更吻合。

2. 特别服务商在 CMBS 交易中的作用是对违约贷款合约进行修正或对违约后的资产进行重组,以实现未来现金流的最大化。与其他资产证券化不同的是,如果借款人违约,一般来说并不会取消借款人的赎回权,而是对借款人的债务进行重组,并让借款人继续经营该房产。这种情况在整个市场处于低迷或衰退的情况下更为普遍,因为借款人相对于其他机构对该项房地产的情况更熟悉,故也最有可能带来最大的未来租金收入。

九、信用评级

信用评级机构会根据每笔证券化交易机构中基础资产的性质、证券化专门服务机构的服务、信用增级和所发行证券中包含的风险对发行的各档证券进行评级,供投资者参考。

另外,由于某些专门从事于房地产投资的机构对评级机构投资级以下的证券评级的认可程度不如对评级机构相同级别的企业债券的评级的认可,他们更愿意自己依据房地产业内的标准对 BBB 以下级证券所包含的风险进行评估。

十、CMBS 在我国的实践

证券化这种金融创新在我国目前尚处于探索阶段,目前理论界以及各实际操作部门多将证券化的突破口放在住房抵押贷款证券化上,因此商用房产抵押贷款证券化在近期还不会有大的发展。实际上,我国银行体系内属于商用房产抵押贷款的资产规模并不大,这主要是因为现阶段银行在商用房产抵押贷款的发放上更加谨慎,单笔贷款规模和贷款数量都处于较低的水平上。相对于银行总的贷款水平来说,商用房产抵押贷款占的比例还很小,银行没有动力实施证券化。

但从另一方面来讲,如果能够充分利用 CMBS 提供的各种便利和收益,银行可以扩大其对房地产商的贷款规模,并将贷款证券化,实现由利差收入向费用收入的转变。对银行来说,这也是提高其竞争力的手段之一。

第二十章 工商业贷款证券化

一、概述

工商业贷款支撑证券(CLO, collateralized loan obligations)是指以一个或多个商业银行向工商业贷款客户发放的贷款组成的资产组合为支撑的债券。

CLO产生于1996年11月,当时英国国民西敏寺银行(Nat West)作为发起人,发行了总金额为50亿美元的世界上第一笔CLO。此后,许多银行纷纷效法,采用这种方式来处理其拥有的庞大的工商业贷款组合。1997年下半年,美国国民银行进行了一笔总额为42亿美元的CLO交易,成为第一家从事此项业务的美国银行。同年,花旗银行澳大利亚初级公司发行了一笔CLO,为亚太地区开展CLO交易打开了大门。自产生之日起,CLO交易以较快的速度在全球发展起来。1997年仅由标准普尔一家评级机构评级的CLO交易就有30多笔,总金额超过400亿美元。但与其他证券化资产相比,目前工商业贷款中证券化的比率还较小。以美国为例,美国证券化的工商业贷款只占工商业贷款未清偿余额的3%—4%,远低于住房贷款的证券化水平。因此,CLO还有待于进一步开拓。

我国1999年底金融机构的短期贷款余额为63887亿元,长期贷款余额为23968亿元(见表20.1)。在贷款结构中,个人贷款所占比重较小,工商业贷款则占主要比例——金额巨大的工商业贷款为开展CLO奠定了基础。另外,在国有商业银行的工商业贷款中,不良贷款所占的比重是相当惊人的,它严重影响了银行的健康发展以及金融体系的安全。如何处理如此大规模的不良贷款,成为一个很棘手的问题,用证券化的方法解决这些不良贷款是目前大家讨论得比较多的,因此,不论是优良的工商业贷款还是不良贷款,讨论其证券化运作的问题都是很有必要的。我们将在后面中国证券化的突破模式一篇中对不良贷款证券化的问题进行探讨,本章主要讨论优良工商业贷款证券化的问题。

表 20.1 1999 年金融机构信贷资金平衡表(资金运用)

项 目	金额(亿元)
资金运用合计	123230.6
各项贷款	93734.3
短期贷款	63887.6
工业贷款	17948.9
商业贷款	19890.9
建筑业贷款	1476.9
农业贷款	4792.4
乡镇企业贷款	6161.3
私营企业及个体贷款	579.1
三资企业贷款	2985.8
其他短期贷款	10052.4
中长期贷款	23968.3
信托类贷款	2504.6
其他类贷款	3373.8
有价证券及投资	12505.8
在国际金融机构资产	604.1
金银占款	12.0
外汇占款	14792.4
财政借款	1582.1

数据来源：《中国统计年鉴》。

二、工商业贷款证券化的收益

银行最基本的业务就是吸收存款发放贷款,那么银行为什么要将其拥有的工商业贷款以证券化的形式出售呢?这是因为 CLO 能给银行带来益处。

1. 降低信用集中风险

如果商业银行的贷款主要集中在某些借款人、某些行业或地域上,银行就会面临信用集中风险。当某些情况发生使得银行的贷款客户普遍遭到不利的影响时,银行就很可能受到牵连,面临大批贷款同时发生损失的危机。因此,银行管理条例对贷款发放的集中度会作出限制,我国《商业银行法》规定:“对同一借款人的贷款余额与商业银行资本余额的比例不得超过 10%”。但另一方面,如果银行发放的贷款比较集中于某些行业或某些地域,那么它就会对这些行业或地域有比较深入的了解,可以在对该行业或地域的贷款发放方面形成自己的优势。CLO 方法正好可以解决以上矛盾。银行可以将贷款比较集中地发放于自己熟悉的领域,然后发行 CLO,由资本市场上的投资者持有不同银行发行的 CLO 来分散信用集中风险,同时银行也可以购买其他银行发放的 CLO,通过购买 CLO 进入它以前较少参与的领域,使自己的资产组合多样化,从而降低信用

集中风险。我国一些近几年新成立的股份制商业银行,由于规模较小,贷款的集中度是比较高的,比如,在 1999 年底,民生银行最大的十家贷款客户所占的比例是 57.45%,浦东发展银行最大十家客户所占的比例是 56.5%,因此可以说这些商业银行都有发行 CLO 或购买 CLO 来使自己的资产组合多样化,降低信用集中风险的内在需求。

2. 释放资本金,提高资本充足率

商业银行工商业贷款资产的风险权重都比较高(通常为 1),由于资产充足率的要求,这些贷款会占用银行大笔的资本金。而发行 CLO 则可以使银行出售贷款组合释放资本金,提高资本充足率,同时可以利用这些资本金去持有收益率更高或风险权重更小的资产,从而增加利润。当然,商业银行发行 CLO 后这部分贷款的风险权重怎么算,取决于人民银行对它的规定。

3. 提高流动性和资金利用率

银行出售期限较长的工商贷款,持有流动性较高的资产,比如其他银行或自己发行的 CLO,可以提高资产的流动性,避免流动性不足而造成的风险。另外,银行利用出售贷款收回的资金去发放新的工商贷款,可以提高银行资金的利用率,同样利用一笔资金可以获得多次的服务费收入和利差收入。

4. 保持与客户的良好关系

当银行从贷款集中度、资本充足率、流动性等方面考虑不打算持有某笔工商贷款,但又不想影响与贷款客户的良好关系时,发行 CLO 就是一个两全其美的方法。如果采取将贷款出售给另一家银行的方法来剥离贷款,就会使购买银行有机会同贷款出售银行的客户建立起业务关系,从而失去了原有的客户和未来的贷款业务。而如果采取 CLO 的方式,贷款出售银行在贷款出售后通常还担当证券化交易的服务商,继续承担贷款组合的管理、服务职能,还可以继续保持与原客户的关系。

总之,CLO 将贷款的发放与贷款的持有这两个职能分割开来。商业银行可以专注于对借款人进行信用分析和对贷款进行架构与发放,充分发挥它们在这方面的专长,而把出于资本充足率、流动性等方面考虑不适合自己的贷款资产出售给愿意持有这些贷款资产的投资者,比如养老基金、保险公司、共同基金等。与此同时,商业银行还能继续保持与贷款客户的良好关系。

三、基础资产

与同样作为证券化基础资产的住房抵押贷款相比,工商贷款在进行证券化

方面有两个有利的地方：一是工商贷款利率较高，我国同样期限的工商贷款利率比住房贷款利率高 1 个百分点以上，较高的利率使得在支付证券化中介机构各项费用之后仍有较大的操作空间，能更好地满足投资者的获利要求；二是工商贷款的早偿问题要比住房抵押贷款小，住房贷款的借款人有权不受惩罚地提前偿还贷款，而工商贷款早偿须事先征得贷款银行同意，且很可能要多交一部分利息作为惩罚，并且我国目前企业要想获得贷款并不是一件很容易的事，企业通常都不会提前偿还贷款，浪费难得的贷款机会的。但工商贷款也有不利的方面，主要是贷款资产同质性较差，工商贷款种类繁多，各有不同特点，且贷款合同都是针对不同的借款人签署，每份合同都有一定的针对性，相互之间有较大差异。

我国工商贷款目前主要有流动资金贷款和固定资产投资与项目贷款两种。流动资金贷款用于满足企业生产经营资金周转的需要，贷款期限较短，短则几个月，长则 3 年以内。固定资产投资与项目贷款用于借款人新建、扩建、改造、开发、购置等固定资产投资项目，贷款期限较长，通常在一年以上、十年以下。考虑到证券化的运作时间、贷款资产现金流的稳定性问题，比较适合放入资产池的应该是固定资产投资与项目贷款。

按贷款的担保情况可以分为信用贷款和担保贷款，担保贷款又可分为保证贷款、抵押贷款和质押贷款。信用贷款主要针对信誉好的企业发放，所占比重较小，同时考虑到 CLO 的信用评级问题，在贷款违约时担保贷款的本金回收率大，因此纳入 CLO 资产池的应该是担保贷款。

商业银行贷款利率可以在法定利率基础上浮动，上、下浮动的最大比例均为 10 %。目前法定贷款利率如表 20.2 所示。对于固定资产投资与项目贷款，贷款利率实行一年一定，是浮动利率；与此相对应，发行的 CLO 则以采取浮动利率为宜。

表 20.2 中国目前的法定贷款利率

贷款种类	年利率(%)
一、短期贷款	
六个月(含)	5.58
一年(含)	5.85
二、中长期贷款	
一至三年(含)	5.94
三至五年(含)	6.03
五年以上	6.21

关于还款方式，固定资产投资与项目贷款的利息采取按日计息，按季结息，每季付息一次，贷款本金则按合同约定，在宽限期后分次或到期一次偿还。

通常规定,提前还贷需事先征得银行同意。我国工商企业提前还贷的情况是很少的。

四、主要风险及对策

1. 信用风险

工商贷款借款人的信用风险是 CLO 交易中最重要风险。分析信用风险时,需要考虑的几个重要因素是:借款人的信用质量、借款人集中度、行业集中度。

如果借款人已经被某一评级机构评定了信用等级,那么这一信用等级可以直接用来作为借款人信用质量的估计。由于我国的评级制度还很不发达,公司债券市场也很不发达,因而缺乏评级机构对各公司企业的公开信用评级,所以在进行 CLO 发行操作时,就需要花费不少人力物力对借款人的信用水平进行评级。评级的标准是评级机构的信用评级标准,而不是商业银行在发放贷款时所采用的自己设计的信用评估标准。除了单个贷款人的信用质量会影响 CLO 交易中贷款资产池信用评级外,资产池的借款人集中度、行业集中度也会影响信用评级。构成资产池的借款人数量越多,投资者面对的信用风险便越分散在大量的资产上,从而降低了总体的风险,资产池的信用等级便会提高。根据国外 CLO 交易的经验,当资产池的规模缩小到小于 30 个债务人时,违约率或预计损失将急剧增加,这表明贷款集中于单一债务人的限制性标准约为 3%。贷款资产池中债务人所处行业的多样化也可以降低资产池的风险,提高信用等级。处于同一行业范围内的公司通常都具有相似的行为,经营状况受相同的经济因素的影响,这表明处于同一行业范围内的公司之间具有高度的信用风险相关性,因此,资产池中债务人所处行业的多样化可以使整个 CLO 交易对某一特定行业的风险暴露得到有效的控制,降低某一经济因素恶化给资产池造成的潜在的损失程度。

我国商业银行贷款中坏账的比例很大,这反映出我国工商企业信用水平不高,整个社会还没有形成良好的信用机制,以至于出现有些借款人有能力偿还贷款但却偏偏不愿意偿还的不讲信用的情况。在这种背景下,信用风险问题就成为决定 CLO 能否在我国顺利开展起来的关键因素。只有选择质量良好的贷款构成资产池,对借款人信用级别进行公正而全面的评价,采取足够的信用增级方式将信用风险降到最低点,才能使投资者建立起投资于 CLO 产品的信心;否则,如果使信用风险成为困扰投资者投资于 CLO 的问题,那就会大大增加 CLO 的融资成本,最终使得 CLO 没有操作的空间。

2. 上升期/循环期风险

在一笔 CLO 交易中,可能存在一个让管理者用证券的发行收入去购买基础贷款的初始时期,这一段获取贷款资产的特定时期称为上升期。由于基础资产是在证券发行结束后几周甚至几个月内才获得的,这笔 CLO 交易就存在贷款资产与发行的证券不相配的风险:即实际获得的贷款资产与原先计划获得的贷款资产不一致,没有实现原先的计划。比如资产的信用质量没有达到计划的水平,贷款资产池的集中度过高,贷款集中于少数债务人、少数行业。

CLO 资产中还有可能存在一个时期,在这个时期内发行人有权将现有资产池中的某些贷款销售出去,也可以购进新的资产补充资产池,这个能对资产池进行交易的时期被称为循环期。之所以设置循环期是为了能获得以下好处:管理者可以在贷款资产违约前将信用状况恶化的贷款打折销售出去,购入质量较好的资产,从而将损失降到最低;可以对早偿基金进行再投资,保证投资者的收益;还可以从贷款的买卖中获得价差收益。但设置循环期也有可能会导致资产替换后反而使资产池的信用质量恶化,因此需要规定资产替换的条件,并且需要比较资产替换前后资产池的违约率情况。此外,每次发生资产替换时发行人要及时向评级机构提供资产池的有关信息,让评级机构决定是否对交易重新进行信用评级。

3. 利率风险

CLO 的利率和偿还条件还可能与贷款资产不同,这种资产和负债的不匹配会造成以下几种形式的风险。一是利息支付日期不同而造成的风险,比如同一资产池中的不同贷款都是按季支付利息,但付息日期不同,就会造成这方面的风险。二是利息支付频率不匹配而造成的风险,当贷款资产收到的利息有不同频率时,这方面的风险会更加严重。三是利率调整风险,当贷款资产之间以及贷款与发行的证券之间的利率调整日期不同时,就会产生利率调整风险。利率风险造成的主要不利后果是由于贷款资产与证券的利息支付不匹配而使得发行人可能不能按期对证券进行偿付。降低利率风险的一种方法是建立流动性备付金账户,用该账户中的资金来应付交易期内发生的所有利息短缺的情况;另一种方法是与第三方签订利率互换协议,但使用利率互换协议方式时,选择的协议对手方的信用等级应该至少与 CLO 最高档证券的信用等级一样高。

五、主信托机构

主信托机构是发起人以一定资产组合为基础建立起来的,以发行证券来为这些资产融资的信托机构。发起人能灵活地增加信托机构的资产,同时增加发行以这些资产为支撑的证券。主信托机构是一种较特别的 SPV,它除了具有满足破产隔离等 SPV 所具有的共性外,还有自己的特别之处。它的特别之处在于

它所掌握的基础资产池是不断变化的,相应地,它也发行新的资产支撑证券。主信托结构最初一直用于周转速度较快的短期资产(如信用卡应收账款)的证券化,1997年,美国的CLO交易发起人将这一技术引入到工商业贷款的证券化中。

我国商业银行的工商业贷款期限相对于住房抵押贷款来说要短得多:流动资金贷款期限最长为3年,固定资产投资和项目贷款也不超过10年,低于住房抵押贷款最长20年的期限。工商业贷款证券化采用主信托结构是比较合适的:一方面设立一个主信托机构可以陆续发行多笔CLO,降低了每笔CLO的发行成本,解决了工商业贷款由于期限较短而导致发行CLO费用相对过高的问题;另一方面商业银行可以根据自己的需要随时向主信托机构出售符合信用等级条件的贷款,充分满足资产负债管理、风险管理的需要。

主信托机构历次发行的证券都平等地和按比例地得到主信托机构资产的担保,并按照事先规定的分配条款来分摊交易的本息收入、损失、回收等,但不同的证券在本息偿付的数量上和时间分布上则不相同。主信托要事先设立一套合规标准,历次购入贷款资产、发行证券都要满足这个标准,以保证发行的证券的信用等级都维持在事先预定的水平内。在每次发行新的证券时,都应对已有证券的总余额和总担保资产池进行详细分析,以保证新证券的发行不会对已有证券的信用等级带来负面影响。

六、信用增级与信用评级

在进行信用增级前需要对工商贷款资产池的信用质量进行估计,以确定所需的信用增级水平。

我们在前面对CLO交易中存在的主要风险的分析中已经提到,影响贷款资产池信用风险的几个主要因素是:借款人的信用质量、借款人集中度、借款人所处行业的集中度。借款人集中度低,可以使资产池获得较高的信用等级,借款人所处行业的多样化也可以使资产池获得较高的信用等级。虽然分散化可以提高资产池信用水平,但分散化存在着边际收益递减的现象。比如,国外经验揭示:一个含有13个行业的贷款,每一行业的资产不超过8%的资产就已经很分散化了,进一步分散化所得的边际收益可能还无法弥补增加的成本。因此,用分散化来提高资产池信用质量有一个适度的问题。在估计了资产池信用风险、违约概率之后,还要估计当违约发生时,贷款的资金回收水平或损失程度,贷款回收率主要由贷款的担保情况和银行对违约贷款的管理能力决定。我国银行发放的工商贷款中,违约贷款回收率很低,其中一个重要因素就是贷款的担保情况不好。尽管近几年信用贷款所占比率已经下降了很多,但担保贷款的抵(质)押品变现

能力差,变现价值低,不少作为抵押的机器、厂房根本拍卖不了多少钱。因此放入资产池的工商贷款就应该有比较良好的担保情况,以提高预计的贷款回收率,提高资产池信用质量。

估计贷款资产池违约概率、违约后的回收率之后,就可以测算出资产池所需的信用提高度,进而确定信用增级方式和信用增级水平。CLO 交易采用的大多是内部信用增级方式。内部信用增级方式主要有优先/次级结构、备付金账户、利差账户等。

优先/次级结构指的是在证券化交易中发行的证券按本金的偿还次序分为两档:优先档和次级档。优先档债券优先获得本金偿付,当优先档债券偿付完本息之后,次级档债券才开始偿还本金;如果资产池发生损失,则在次级档本金数额内的损失都由次级档的持有者承担。次级档债券是处于从属地位的证券,信用等级比优先档债券低,相应地,作为承担风险的补偿,次级档债券具有较高的利率。通常,次级档债券由发起人持有,其数额大于或等于交易预计发生的损失水平,以保证优先档债券的持有者不受损失。前面在对 CLO 交易的风险分析中已经指出,信用风险问题是决定 CLO 能否在我国顺利开展起来的关键因素之一。我国工商贷款信用质量差已经是众人皆知的问题,在这种情况下,投资者对 CLO 按期还本付息的信心是很弱的。由于贷款出售银行与投资者关于贷款的质量情况存在信息不对称问题,投资者将根据贷款的一般情况作出判断。在这种判断下,投资者很可能会低估贷款资产池的信用质量(投资者不会相信贷款资产池信用情况很好),从而要求 CLO 有较高的利息率。因此,信息不对称的情况以及工商贷款普遍信用质量不高的观点将使得投资者低估 CLO 的信用等级,从而大大提高了 CLO 的融资成本。为了解决这个问题,采取优先/次级结构作为我国发行 CLO 的信用增级方式是比较合适的。作为发起人的商业银行持有次级档债券的举动会向外界表明,支撑 CLO 的工商贷款是信用等级较高的,因为银行自己承担了绝大部分风险,从而可以大大提高投资者对 CLO 的信心,降低 CLO 融资成本。而另一方面,如果纳入资产池的贷款真是优良贷款,那么银行实际上并没有承担多大风险。因此,采取优先/次级结构并由银行自己持有次级债券作为信用增级方式,可以解决现阶段投资者对投资工商贷款信心不强的问题,并有利于推动 CLO 在我国开展起来,这是目前首选的信用增级方式。

除优先/次级结构外,还可以辅之以利差账户、第三方担保的信用增级方式。

最后,评级机构根据资产池情况、信用增级情况对 CLO 评定信用等级,向投资者公布。

七、证券产品设计

根据我国工商贷款的特征以及在采取主信托结构和优先/次级结构信用增级方式的前提下,CLO产品可以作如下设计。

CLO将由主信托根据分批购入工商贷款的时间而分批发行,每期发行的证券都得到主信托所有的贷款资产的担保,但发行规模、利率、还本付息的时间安排等可以不同。每一期发行的证券都分为两档:优先档和次级档——优先档向投资者发行,次级档则由银行自己持有,也可以出售一部分次级档债券给其他机构投资者持有。优先档和次级档的比例根据贷款资产池的损失估计来确定。次级档债券本金应大于贷款资产池的预计损失。

考虑到发行费用以及次级档债券承担较大风险,利息应更多的原因,优先档债券的利息率将比工商贷款利率低1.5个百分点左右,具体来说,3—5年期的CLO在目前情况下年利率为4.5%左右,5—10年期CLO年利率为4.8%左右。CLO利率与贷款利率同步调整,每年重新确定一次。

债券的期限与相应的贷款期限相同,主要有3—5年期的中期债券和5—10年的长期债券。债券的还款方式为每季度付息,本金偿还是等额本金摊还还是递增本金等方式则由贷款资产池的本金偿还方式决定。

八、运作过程

CLO交易的整个运作过程如下:

- (1) 商业银行向工商企业发放贷款;
- (2) 贷款发放银行向主信托(SPV)多次出售工商贷款;
- (3) 主信托将每次购买的工商贷款组合为资产池,对即将发行的CLO进行信用增级(主要采取优先/从属结构的信用增级方式),邀请评级机构对债券进行评级;
- (4) 主信托通过证券承销商向投资者发行多期优先档债券,贷款发行银行购入并持有次级档债券;
- (5) 贷款发放银行作为服务商定期向借款人收取本息转交给主信托,主信托支付中介机构费用,向债券持有者支付债券本息。

第二十一章 应收款证券化

本章主要介绍以应收款为基础资产进行的证券化交易。在实际操作中,应收款的种类可以是多种多样,我们将以比较普遍和成熟的贸易应收款证券化和信用卡应收款证券化为例来进行介绍。

第一节 贸易应收款证券化

一、贸易应收款

当卖方向制造商、分销商、零售商或消费者提供商品或服务时,根据双方交易合同,买方在交易完成后的一定时期内向卖方付款。买方付清所有应付款前,这笔交易在卖方的资产负债表上就表现为对买方的应收款,它代表了卖方对已出售货物或已提供服务的求偿权,是卖方资产的重要组成部分。

根据买方所处的地理位置不同,贸易应收款可以分为国内应收款和国外应收款,相对应地,买方的支付也采取了本币支付和外币支付两种不同形式。大多数贸易应收款都会在交易之后 30—60 天内首次付款,全部款项的偿付取决于交易合同中卖方提供的信用条件。

随着市场竞争日趋激烈,卖方为了取得市场优势,在付款方式上也越来越多地采取赊销和分期付款等策略,而且付款期限也不断延长。但对卖方来说,如果企业债务管理不善,就会很容易造成应收款结构不合理,从而产生流动性问题。

二、四种应收款再融资(receivable financing)的方式

目前在实践中广泛应用于解决企业尤其是出口商这种基于应收款而产生的流动性不足问题的主要方法有商业票据贴现、应收账款买断、资产支撑借款(asset backed borrowing)和应收款证券化等。

1. 商业票据贴现

商业票据贴现是指企业将应收款向特定的金融机构贴现,在票据到期日之前按照一定的折扣率提前收回现金。但是当提供贴现的金融机构到期不能从票据的最终付款人处收回款项时,有权向出售应收账款的企业追讨贴现资金。

2. 应收账款买断

应收账款买断又称保理 (factoring)。根据国际统一私法协会《国际保理公约》的定义,保理是指卖方/ 供应商/ 出口商与保理商间存在的一种契约关系。根据该契约,卖方/ 供应商/ 出口商将其现在或将来的基于其与买方(债务人)订立的货物销售/ 服务合同所产生的应收账款转让给保理商,由保理商为其提供贸易融资 (trade finance)、销售分类账管理 (maintenance of the sales ledger)、账款代收 (collection from debtors)、信用销售控制 (credit control) 和坏账担保 (full protection against bad debts) 等服务中的至少两项。相对于票据贴现来说,提供应收账款买断业务的保理商不仅提供资金,还可能提供其他的服务,而且一般没有追索权。在保理业务中,原始权益人最多只能得到发票金额 80% 的融资,而且还要承担有关汇价和迟付方面的残留风险。在我国,保理商一般为银行,而且开展的业务大多都是针对某一特定买方,根据对买方的信用评估核准一信用额度,这种额度的限制有时很难满足某些企业较大规模的融资需求。

3. 资产支撑借款

资产支撑借款类似于资产回购。资金提供方预付一笔资金,要求应收款的原始权益人用该资产获得的收益支付借款的利息,等应收款账面资产全部收回时,用回收的资金来归还借款的本金。在这种方式下,资金提供方不承担任何可能出现的拖欠或违约的损失。

4. 应收款证券化

应收款证券化是指借助于证券化的工具,将未来的应收款现金流转化为当期出售资产的收益。应收款证券化的主要流程可以用图 21.1 来表示。

在上述流程中,出售过程 1 是为了实现真实销售,实现相对于原始权益人的破产隔离。由于产生应收款的公司可能来自不同国家,真实出售的要求会有所不同,因而不同公司向证券化交易的发起人出售应收款的合同条款也是不同的。而且在整个证券化的过程中,这种出售随着应收款的产生是经常发生的甚至每天都会进行。发起人向应收款的原始权益人支付的购买价格一般会在应收款的账面价值上打一折扣,或者发起人支付全部的应收款账面价值,同时向应收款的原始权益人收取一定的费用,作为提供融资服务的报酬。发起人收取的费用或者获得的折扣必须足够支付证券化交易的各种费用并弥补债务人违约、拖欠或者应收款减值 (dilution) 等造成的损失。

出售过程 2 是为了将未分割权益 转移给特别目的机构/ 发行人。在有些

未分割权益指的是与发行人享有的收益权对应的整个资产池所产生的现金流(的一部分),而不是资产池中某一特定资产产生的现金流(的一部分)。

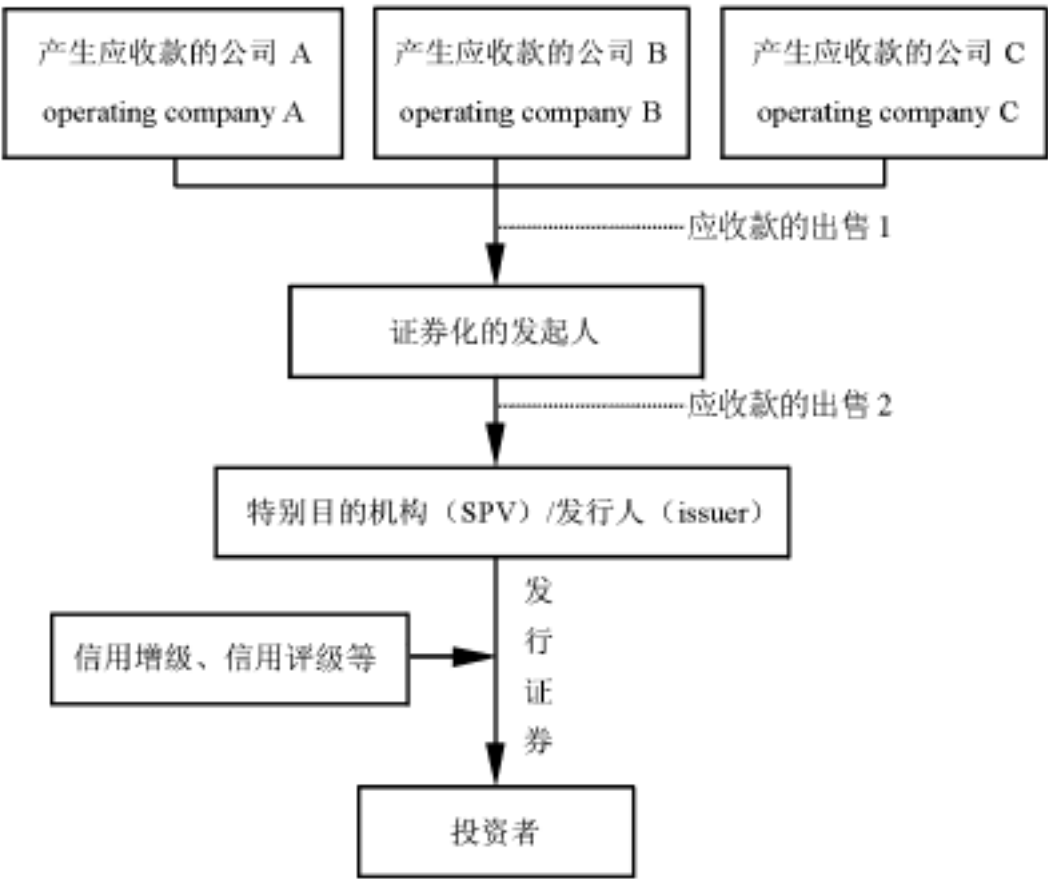


图 21.1 应收款证券化的主要流程

情况下,发起人自己会持有部分次级权益(subordinated undivided interest),从而减少发行人的信用风险。而且,由于卖方出售资产的行为会贯穿整个证券化的循环期,交易的价格也会随着商业票据的利率波动而不断变化,因此过程 2 通常会被认定为担保融资。

在证券化交易中,原始权益人将应收款真实出售给证券化的发起人,实现了破产隔离,原始权益人承担的风险大大降低。另外,如果债务人支付的款项在向投资者支付了本金利息并扣除了各种费用之后还有剩余,则这部分余额应由发起人处理或者出售给第三方。

应收款的所有者究竟采取何种方式融资应综合考虑多种因素,例如会计准则和财务制度的要求、财务报表的结构、资金供给方的约束以及各种融资方式的成本等。由于应收款证券化能够达到破产隔离的目的,具有表外业务的特征,而且受资金供给方的直接约束较少,因此在实践中得到了越来越广泛的应用。

三、贸易应收款证券化

(一) 基础资产池

作为贸易应收款证券化基础资产的可以是已经发生的或将来发生的应收款。二者对证券化交易的不同影响在于如果基础资产是已经发生的应收款,则

证券化交易的评级仅与原始权益人售出的应收款有关,而与其经营状况等因素无关,因此可以通过信用增级等各种手段使证券化交易的信用级别高于原始权益人的信用级别。如果发行证券时产生应收款的交易尚未实际发生,则资产池的质量不仅仅与应收款本身有关,还与原始权益人的经营状况和信用水平有关,因此证券化交易通常不会高于原始权益人的信用级别。

由于每笔应收款所包含的风险会影响到资产池的质量,因此在选择应收款时应遵循一定的标准。

1. 应收款的拖欠、违约

拖欠和违约是指债务人无法在合同规定的付款期内偿付或全部偿付应付款项。相对于其他证券化资产而言,贸易应收款中拖欠账户的存续时间可能较长。原始债务人的违约与交易双方的关系、销售合同的信用条件、收款政策的宽紧和收款程序、行业竞争的性质以及原始债务人的经营状况等因素有关。一般来说可以通过历史数据对应收款的回收的拖欠和违约情况作出预测,构建资产池时应尽量选择对还款记录良好的客户的应收款。

2. 债务人集中度

证券化交易一般要求应收款的分布尽量分散,来自同一债务人和同一地区的应收款不得高于资产池中应收款总价值的一定百分比,具体比例会因特定债务人的信用评级不同而有所差异:信用级别较高的特定债务人所占的比例的最高限可以稍高些,而信用级别较低的债务人所占的比例的最高限相对较低。

(二) 资产的转让

在贸易应收款从原始债权人资产负债表中向发起人账户,以及从发起人账户向特殊目的机构账户转移的过程中,双方一般会选择折价出售,折扣部分应收款可以保证有充足的现金流支付各种费用和本金利息。

(三) 循环期、摊还期和提前摊还

贸易应收款的期限一般都比较短。在资产池中原有的应收款逐渐回收的同时,可以通过循环购买的方式,不断向资产池中注入新的应收款,以维持资产池的规模,从而保证证券化交易可以长达 2—5 年。

多数证券化交易都采取了循环购买的方式:开始阶段回收的应收款除了向投资者支付利息之外并不支付本金,而是用来购买新的合规应收款,这一阶段称为证券化交易的循环期,期限一般为几年。与循环购买相对应的是要求发起人必须有能力持续产生或购买到应收款。

循环期之后是 1—4 个月的摊还期,在这一阶段,不再有新的应收款注入资产池,债务人的还款主要用来向投资者摊还本金。摊还期的设计可以比应收款的平均偿付期延长一些,以防应收款回收时拖欠时间超出预期期限。

证券化交易的循环期和摊还期是事先规定的,但如果在循环期内发生触发事件,则循环期可能提前结束,发生提前摊还。触发事件的规定在不同的证券化交易中有所不同,一般来说包括以下两类:一类是与资产池有关的,例如违约拖欠的增加、付款期限的变化、资产池没有通过抵押充足性测试等;另一类是与资产池无关的,例如发起人破产、发起人的交叉违约、发起人进入法律程序或其他突发事件,例如发起人的重要子公司的出售等。一旦触发事件发生,资金将被冻结在某一特定账户内,并同时寻求解决途径。如果在许可的时间内问题仍未解决,则应立即进行提前摊还。

(四) 证券化交易的风险

除了上述提到的应收款拖欠、违约的风险之外,证券化交易过程中还存在以下风险。

1. 应收款的贬值风险

贬值是指应收款回收过程中非违约因素导致的应收款价值减少。卖方提供的折扣、产品的退回或账单误差等都可能导致应收款贬值。

2. 资产池价值波动的风险

有些卖方的贸易应收款的季节性或周期性波动很明显,更一般地,因为循环期内已回收的应收款与新购买的应收款不可能完全相同,因此资产池的价值也会随时间而不断变动。例如最初阶段资产池中所有应收款价值可达 1000 万美元,但某一阶段资产池的价值可能只有 600 万美元。在这种情况下,相差的 400 万美元可以通过发行可变融资凭证 (variable funding certificates) 的方式弥补,由此来熨平应收款价值的波动。

3. 主权风险和汇率汇兑风险

(1) 国内贸易应收款的证券化

对国内贸易应收款来说,应收款产生于一国内部,以本国货币计价。证券化交易可以在本国市场向国内投资者融资,也可以在国际市场以外币融资,当需要到国际市场融资时,汇率和汇兑风险就产生了,所以证券化过程中往往会通过设计一相应的货币互换协议来抵消这两类风险。此外,本国应收款会受到国内

抵押充足性测试是指总的应收款价值减去信用增级部分的价值必须大于未偿还本金,从而保证有足够的现金流支付投资者。如果收回的账款减少或损失增加,则都会出现抵押不足的情况。

为了熨平贸易应收款季节性的波动给证券化交易造成的影响,证券化的发行人除了向普通投资者发行资产支撑证券之外,还会向一发行商业票据的载体发行可变融资凭证,该凭证代表了商业票据载体对资产池价值减去其他投资者持有的证券的价值之后的应收款头寸的持有。商业票据载体通过调整其票据发行的规模为其所持有的应收款头寸融资。

在互换交易中,互换协议的国外一方负责向本国应收款支撑的证券的外国投资者支付本金和利息,而国内应收款的还款则用来支付互换协议国外方对本国债权人的负债。

经济、政治和法律环境的约束(包括国内的通货膨胀率、真实利率水平、实际收入、经济衰退或政治和社会动荡),因此一国的主权风险对证券化交易的影响也需考虑到。但一般来说,这一风险无法通过其他手段完全抵消,因此这类交易的评级会受到一国的主权评级的限制。

(2) 国外贸易应收款的证券化

国外贸易应收款多是出口应收款,以硬币(例如美元)计价。因此这类交易不存在汇率和汇兑风险,也很少受发起人所在国的宏观环境和信用级别的影响。证券化交易的评级可以高于本国的主权评级。但由于还存在发起人所在国政府干预甚至在极端情况下没收应收款的可能性,因此发起人向 SPV 转让应收款的合同中的某些条款也可能会受到该国法律的管辖。

4. 应收款的转付风险(redirection risks)

卖方将贸易应收款出售给 SPV,因此随着收款人的变更就产生了转付风险。一方面,由于不同应收款的付款人不同,因此有必要通知所有付款人有关收款人的变更事宜并得到他们的确认;另一方面,由于应收款的付款方式比较复杂,可以以现金支付,也可以采用信用证、付款交单、承兑交单等,即付款人可能是债务人,也可能是其开户行或议付行,因此必须设计合理的机制确保所有的付款都归入 SPV 专门为该证券化交易设立的账户。

5. 欺诈风险

欺诈风险主要指卖方/服务商可能的欺诈行为给投资者造成的损失。为了减少欺诈风险,最初资产池的情况、开票程序、披露程序等必须经由会计师事务所审计。在证券化的整个生命期内服务商必须按事先规定的形式对应收款、备付金和合同执行的信息作出披露,并经过会计师事务所的审核。另外,也可以选择由一个无相关利益的第三方服务商披露有关资产池和应收款的信息。

6. 服务风险

在贸易应收款证券化中一般由发起人充当服务商。由于应收款的偿还速度很快,要求频繁地对应收款的情况进行披露,因此必须有一套复杂完善的应收款管理系统。如果服务商财务有问题,收款不积极,债务人还款的积极性就会降低,从而也就可能会导致更多的拖欠,直接对资产池现金流产生不利影响。在新兴市场中,证券化交易的信用级别一般要高于服务商/发起人的信用级别。为预防服务商/发起人破产,通常要求有一个备用服务商,一旦主服务商不能履行其义务,备用服务商可以在最短的时间内投入工作。备用服务商有两种,一种备用服务商建立与主服务商平行的应收款管理系统,在主服务商破产或不能履行其职责时可以随时接替;另一类备用服务商在主服务商工作阶段只是接触主服务商的定期服务报告,审核资产池的现金流等。备用服务商必须可以及时了解应

收款的动态,熟悉有关应收款的各种文件和数据,服务商之间的接替程序事先必须作出说明并有明确规定。

(五) 信用增级

贸易应收款的信用增级手段主要是应收款的折价出售和设立备付金。

1. 折价出售

发起人向 SPV 出售应收款时,一般会在应收款资产池真实价值的基础上打一定折扣,折扣部分用于预防应收款现金流不足以偿付投资者和证券化的各种费用情况的发生。

2. 备付金

作为信用增级手段的备付金主要有两种形式:可变备付金和不变备付金,与其对应的信用增级方式分别称为动态信用增级和静态信用增级。随着应收款的回收,资产池的构成和特点也会发生变化。动态信用增级方法下,备付金的水平随着资产池的构成和特点的变化不断调整,投资者和发起人都倾向于此方法。从投资者角度来说,可变备付金水平与基础资产直接对应一致,在资产池状况急速恶化的情况下可以为投资者提供充分的保护;从发起人的角度来看,可变备付金成本更低,还可以减少提前摊还的发生。可变备付金一般分为两部分:损失备付金和减值备付金,前者用于预防应收款的拖欠和违约的发生,并一般以历史上违约和拖欠损失的一定倍数作为提取备付金的标准;后者用于预防退货等减值事件的发生。可变备付金设一最低水平,以预防债务人集中和预期的贬值风险。如果资产池的价值变动不是很大,则可以采取静态信用增级的办法。要计算静态信用增级的备付金数额,需有过去 4—5 年的应收款的情况、违约和贬值数据,数据要反映该行业在至少一个经济周期的历史。另外因为应收款本身并不产生利息,备付金还必须至少足以支付证券化交易过程中所发生的各种费用。

四、我国的贸易应收款证券化实践

在证券化交易发达的美国,贸易应收款的证券化已为各行业各类型的公司作为一种成本较低的融资渠道普遍甚至是频繁使用,所涉及到的贸易应收款也不仅仅是进出口贸易应收款,而是泛指所有产品和服务的销售产生的应收款。目前我国已有贸易应收款证券化的案例,中国国际海运集装箱(集团)股份有限公司将其价值 8000 万美元的国外应收账款通过荷兰银行旗下的 TAPCO 公司发行商业票据证券化了。该交易得到了 A1+ (标准普尔)和 P1 (穆迪)的信用评级。

正如图 21.1 中所示,在通行的贸易应收款证券化的操作中,融资方将应收款出售给专门的购买机构(即图中的证券化发起人)。他们从原始权益人处将应

收款汇集起来,组建成一定规模的资产池,并以此为支撑发行证券。这些机构长期从事证券化业务,有非常丰富的经验,相对于由融资者直接发起证券化交易来说,这些机构的参与有助于提高证券化的信用级别。不仅如此,对我国企业来说,由于目前在国内开展证券化交易的条件还不成熟,所以充分利用国际市场上的专门购买应收款机构的优势将不失为企业融资的一种重要手段。

1. 我国企业从整体上来说信用级别并不高,或者根本没有经过国际信用评级机构的评级,因而很难获得国际投资者的认可。同时,国家对发行外债的种种条件和规模上的限制以及国际投资者对发展中国家市场和投资环境的顾虑也使得企业很难在国际市场上以较低的成本融资。但由于贸易应收款证券化的信用评级只依赖于基础资产的质量,而与应收款原始权益人的信用无关,如果企业仅仅以应收款的原始权益人身份参与到证券化交易中来,则可以规避以上方面的融资限制,甚至还可以大大降低国际融资的成本、简化融资程序、弱化融资风险。因此这可以作为目前我国部分企业进入国际市场融资的途径之一。

2. 应收款证券化对资产池质量的强调也对试图利用这一途径融资的企业提出了比较高的要求。如果企业希望最大程度地降低融资成本,则必须提高其所持有的应收款质量。一般来说,历史上还款记录良好、客户的信用级别高、国际资本市场运作经验丰富的企业更适于使用证券化这种工具。另外,由于在目前阶段比较可行的方式是采取国际融资的方式,因此考虑到货币、汇率等方面的风险,还要求企业有一批付款信用高的国外客户,以尽量减少以上风险,并得到投资者的认可。

3. 证券化交易目前在国内尚处于探索阶段,短期内开展国内应收款的证券化还有相当的困难。然而,证券化交易的种种优势以及其他发展中国家的经验表明,证券化必成趋势之选。对国内企业来说,目前最需要改善的当属企业之间的信用关系,因为应收款还款过程中的拖欠、违约等因素必将严重影响应收款的质量,因此也会阻碍证券化的顺利开展。

第二节 信用卡应收款证券化

信用卡是银行或其他机构向申请人发行的用于在指定商户消费或在指定银行机构存取现金的特殊的信用凭证。信用卡除了为持卡人提供了一种便利的支付工具之外,其突出的特点是可以提供无担保的消费信贷。根据发卡人不同,信用卡可以分为:

1. 银行卡

银行卡是由银行发行的具有消费信贷、转账结算、存取现金等全部或部分功

能的信用支付工具,也是最为普遍使用的信用卡。

2. 零售卡

零售卡是由零售商直接向消费者发行的用于购买其零售商品或服务的一种信用卡。与银行卡不同的是,零售卡的发行一般不以盈利为目的,而通常只是一种市场营销的手段,所以相对来说发放标准较松,月偿付率也更低。

3. 联名卡

联名卡是发卡机构与企业联合发行的一种信用卡,持卡人在联名企业可以享受优惠服务。

另外,还有认同卡(发行对象是有共同兴趣的人群,使用范围一般较小)、旅游娱乐卡(由旅游娱乐公司发行,例如美国运通公司发行的运通卡)等。

一、我国的信用卡业务

在我国,除了少数机构发行了联名卡之外,最为普遍的信用卡形式是银行卡。到2000年底,我国已有国有商业银行、股份制商业银行、邮政储汇局以及29家城市商业银行、11家农村信用联合社等共计55家金融机构开办了银行卡业务,各类银行卡发卡量达到2.7亿张,年交易总额4.2万亿元。但由于中国人民银行审批信用卡发行极为严格,同时我国的社会信用监控体系也不健全,因此发行行为减少透支风险损失,发行的银行卡多为借记卡。实际上只有10%的发卡量属于真正意义上的可提供消费信贷的信用卡(我国称之为贷记卡),加之各银行发行的贷记卡各不相同,而且片面追求发卡数量的竞争策略导致了许多“休眠卡”的存在,实际使用的信用卡数量还很小。

二、信用卡应收款与信用卡应收款证券化

信用卡的运作是建立在发卡人、商户和持卡人三者信用关系基础之上的。一般来说,信用卡都采用循环信用的方式。当申请人向发卡人申请信用卡时,发卡人会根据申请人提供的财力证明和可获得的信用记录决定给予持卡人一定的信用额度,申请人的财力和信用记录越好,所获得的信用额度就越高。在信用额度内,持卡人到商户持卡消费时并不直接付款,而是由发卡人代为支付,持卡人在规定的付款日之前向发卡人支付应付的款项。持卡人无需每月缴清所有应付款项,只需付最低应缴金额即可,余下金额可据自己的意愿决定偿还金额和时间。最低应缴金额是根据持卡人的新消费额、未偿余额、发卡人垫付余额、融资费用和年费等因素决定的。

正是由于信用卡可以提供无担保的消费信贷,持卡人可以在发卡人提供的

信用额度内延迟付款 和分期付款 ,由此产生了对持卡人的应收款。发卡人出于各种考虑可能会产生融资需求(如果发卡人是银行,这种考虑可能源于资本充足率的要求)。以发卡人的信用卡应收款为支撑发行证券融资被称为信用卡应收款证券化。

信用卡应收款证券化的交易过程与一般的证券化过程类似,也包括应收款的出售、资产池的构造、信用增级、信用评级、证券的发行以及将回收的应收款扣除各种费用后以事先约定的方式向投资者支付等。

三、应收款的现金流分析

信用卡应收款的现金流主要来自以下几个部分:

1. 本金

本金指持卡人每月还款金额中用于偿付发卡人代为垫付的部分。

2. 融资费用

融资费用指发卡人因向持卡人提供资金融通所收取的费用,相当于是发卡人提供的消费信贷的利息。如果信用卡发放时该账户上没有任何资金,而且持卡人在偿付日之前将信用卡内所有金额全部偿还或者持卡人属于便利使用者(convenience users),则发卡人不收取融资费用,否则,发卡人要对垫付的金额收取融资费用。融资费用根据收款期内平均每天的债务余额来计算,以日计息,起息日可以是发卡人垫款日、结账日或缴款截止日。

3. 其他费用

包括持卡人缴纳的会员年费、逾期手续费和透支额度费等。

4. 商户的折扣

发卡人通过发放信用卡为商户提供了更多的销售机会并承担了信用风险,商户通常要将持卡人消费额的一定比例作为折扣让给发卡人。

当发卡人将信用卡应收款出售给发行证券融资的信托机构时,上述现金流也需相应地转付给信托机构。

四、信用卡应收款的出售

为了做到破产隔离,发卡人会将应收款出售给一信托机构,但同时发卡人仍保留了对信用卡账户的某些权利,同时这一交易不需要通知持卡人。因此,在多

指持卡人可以先消费后付款。

指持卡人不必一次性地还清所有金额,只要每月缴清最低还款额即可。

便利使用者(convenience users)指持卡人每月均全额偿付,不付融资费用。

数情况下发卡人也作为证券化交易的服务商。

五、信用卡应收款证券化的交易结构

信用卡应收款也是一种短期应收款,因此与前面提到的贸易应收款证券化的交易结构相似,信用卡应收款也采取了“循环期+摊还期”的偿还结构。在循环期内,只向投资者支付利息,持卡人偿付金额的其他余额则用来购买新的应收款。如果当时没有新的应收款可供购买,则可购买卖方/发卡人在应收款资产池中的权益 或者将余额存入一超额融资账户直至卖方可以提供更多的应收款。循环期一般是 18—48 个月,之后便是向投资者支付本金的摊还期。摊还可以分次摊还或一次性摊还。在分次摊还的情况下,如果资产池产生的现金流扣除各种费用后仍多于向投资者支付的部分,则余额可用来购买新的应收款;在一次性摊还的交易中,资产池产生的现金流被存入一个本金累计账户直至到期日全部支付给投资者,但在本金累计结束之前,投资者仍会像在循环期那样每月得到利息收入。

同样,信用卡应收款证券化中也可能会出现提前摊还的情况。导致提前摊还的触发事件可能是:

1. 卖方或服务商未能将持卡人偿还的金额存入指定账户或支付给投资者;
2. 卖方未能将应收款转给信托机构;
3. 卖方或服务商违约、破产、清算或被接管;
4. 卖方提供的法律文件或担保有虚假成分,在规定的期限内仍不能达到要求;
5. 应收款资产池在一定时间内的平均超额利差为负;
6. 卖方权益低于要求的水平;
7. 应收款资产池的本金余额低于应付给投资者的本金。

六、信用卡应收款支撑证券的设计

几乎所有的应收款证券化都设计两种证券:投资者权益凭证和卖方权益凭证。

投资者权益凭证代表了投资者对应收款资产池收益的权利,其本金和利率在发行时即已确定,一般都经过评级机构的信用评级,公开发售,其偿付也优先于卖方权益凭证。

指卖方权益,详见“信用卡应收款支撑证券的设计”部分。但购买卖方权益有可能导致触发事件。

卖方权益凭证代表了信用卡应收款卖方对应收款资产池收益的权利,由卖方持有,一般不经过评级,不公开发售。实际上卖方权益总额相当于资产池应收款总价值减去投资者权益后的余额,因此它会随着应收款总值的波动而波动。卖方权益的存在可以有效激励卖方更好地维持应收款资产池的信用质量。

七、交易风险和信用增级

(一) 风险与防范措施

1. 信用卡消费的季节性波动性较强,这内在地决定了信用卡应收款随时间的波动性也很明显,另外除了每月的最低缴付金额外持卡人可以自由安排还款的金额和时间,这些不确定性都导致了信用卡应收款现金流不稳定。

2. 持卡人拖欠还款或违约,使应收款的现金流与预期发生偏离。

3. 持卡人向商户退还商品,持卡人使用假信用卡的欺诈行为等造成应收款贬值。

4. 持卡人过于集中,使应收款很容易受到某些特定因素的不利影响从而引起较大的波动。

5. 应收款资产池的组合收益率变化影响服务费和利息的支付。

在信用卡应收款证券化交易中主要通过卖方收益凭证的设计来尽可能降低或抵消以上风险。由于卖方权益的偿付是在投资者权益之后的,所以可以有效吸收上述因素对投资者的影响并保证向服务商等支付的各项费用。一般会对卖方权益规定一最低标准,卖方权益在应收款资产池中的比重必须高于这一水平,否则就视为触发事件,可能导致提前摊还。

此外,如果信用卡应收款和它所支撑的证券利率结构不同的话,也可能会导致基点风险和利率风险——这两种风险主要通过其他信用增级手段来减少。

(二) 信用增级

信用卡应收款属于无担保信贷,因此信用增级在证券化中的作用对保护投资者利益尤为重要。

1. 内部信用增级

信用卡应收款证券化的内部增级可以采用设置利差账户和发行优先级别不同的证券两种方式进行。前者主要是将当期应收款的收益在支付了各种费用和利息之后的余额存入一超额利差账户,用以弥补已经发生或可能发生的损失;发行优先级不同的证券更是一般证券化所普遍采用的增级方式,用次级档证券来吸收可能的损失以保证对优先档证券的偿付。

指持卡人偿还的款项除了偿付本金之外的余额。

2. 外部信用增级

(1) 信用证增级

早期的信用卡应收款证券化主要通过银行信用证进行外部增级,即由第三方银行发行无条件的不可撤销的信用证以备资产池产生的现金流不足时偿付本金、利息和各种费用之需。但在这种信用增级方式下,证券化交易的信用评级受到发行信用证银行的信用等级的限制,所以已渐渐被淘汰。

(2) 担保贷款(cash collateral loans, CCLs)

由第三方银行提供一笔现金贷款作为担保,为证券化交易进行信用增级。这笔现金通常会存入一高资信存款机构,其偿付顺序列在所有的证券之后,如果存在超额利差,则首先用来清偿第三方的担保贷款。

(3) 担保投资账户(collateral investment account, CIA)

传统的信用增级方式一般只发行 A、B 两档证券,B 档证券的偿付是由超额利差或者担保贷款来支持的;但在投资担保账户这种信用增级方式下,SPV 发行的证券一般分 A、B、C 三档,B 档证券由 C 档证券和担保贷款和/或超额利差的组合收益来支持。而且,如果组合收益高于 B 档证券的利息,超额部分可以用来进行高收益的再投资或者购买更多的应收款,而不是必须首先偿付担保贷款。

八、我国开展信用卡应收款证券化的前景展望

信用卡证券化以其发行的证券信用级别和收益水平高、早偿风险低等优点受到证券市场投资者的广泛欢迎,同时证券化也降低了发卡人的融资成本,为他们开辟了新的融资渠道,将某些利息收入转化为费用收入,如果发卡人是银行,则证券化对减轻资本充足率对银行的限制的作用也不可忽视。自 1987 年第一笔信用卡证券化交易发生以来,其规模已越来越大,并成为证券化最常用的方式之一。

近年来我国的个人消费信贷得到了迅速发展。统计数字表明,仅上海一个城市,1995 年发放个人消费贷款 1.5 万人次,金额共计 5.7 亿元;到 1999 年已累计发放 547 亿金额,68 万人次,三年翻了 100 倍。同时,在建立个人信用记录方面我国也已经进行了初步的尝试。2000 年上海首次引入个人信用制度。根据《上海信用联合征信制度》规定:任何人只要花 10 元就可以查看首批 180 万人的信用记录。用户的信用报告包括:个人身份信息、职业职称、最高学历;金融信息,含 15 个银行的信用卡透支和还款记录、个人贷款记录;个人特别记录,包括金融欺诈、特恶行为、行政处罚记录;信用查询记录(过高的查询频率表示你贷款频率过高)。报告中的不良记录非常严格。因为 15 家银行有不良记录的不同标

准,这一记录将根据 15 家商业银行的要求,一一记录。在首批 180 万人中不良记录拥有者不到 1%。可见虽然信用卡消费在我国还处于初期阶段,但相对于企业/法人信用和信贷来说,个人信用的良好记录和蓬勃发展的个人消费信贷两个方面的因素则意味着银行信用卡业务存在着巨大的发展潜力。在未来的几年内,信用卡业务必将成为银行业务和利润的重要组成部分。届时,将信用卡应收款进行证券化也将成为银行融资时的备选手段之一。

九、附录:关于循环结构

贸易应收款和信用卡应收款证券化过程中都涉及到了循环结构,这种循环结构是与其他证券化交易的摊还结构相对应的。摊还结构的特点是在每一个规定的偿付日,投资者都得到预先规定的本金和利息的偿付。但应收款类资产的加权平均期限一般都比较短,如果采取摊还结构的话,融资的期限会大大缩短,这不仅不能满足融资方较长期的资金需求,而且证券化过程中的各种费用也无法分摊到较长期间内,相对交易的成本就会大大增加。为了解决这一问题,在期限较短的基础资产证券化交易中一般引入循环结构。从本质上来说,循环结构和摊还结构的区别主要表现在对本金的处理上。

(一) 循环期

1. 概念

循环期指的是应收款支撑证券的存续期内只向投资者支付利息而不偿还本金的阶段。其中,利息是按凭证所载的息票率定期(如每月或每半年一次)向投资者支付。支付利息的资金来源于融资收费、前一个月的折扣期权金(discount option funds)或者来源于信用增级手段所提供的资金。循环期通常要持续 18 至 48 个月。

2. 本金处理

在循环期内,应收款资产池产生的本金将在应收款卖方和投资者之间按比例分配。分配给应收款卖方的部分实际上是对原来应收款卖方的卖方权益凭证的偿付,同时新的应收款卖方也会持有部分卖方权益凭证,从而使得卖方权益和投资者权益所占的比重也保持相对稳定。分配给投资者的部分并没有实际支付,而是被用来购买新的应收款。如果没有新的应收款可供购买,本金中用于购买卖方权益的比例可以相应增加,但如果卖方权益低于要求的最低标准,则可能会被视为触发事件而引起提前摊还。当然,在没有可购买的应收款资产的

关于卖方权益凭证,参见本章第二节信用卡应收款证券化第六部分“信用卡应收款支撑证券的设计”。

情况下,也可以将超额本金存入一个超额融资账户,并维持该账户至卖方能提供更多的应收款为止。

(二) 摊还期

1. 概念

摊还期又称本金摊还期(principal amortization period)、控制摊还期(controlled amortization period)或清偿期(liquidation period),是指紧随摊还期后开始向投资者偿还本金的阶段。

2. 本金处理

在摊还期,分配给投资者权益部分的本金将不再用于向卖方购买新的应收款,而是直接偿还给投资者。具体的偿还方式可以有多种,例如过手偿还结构、控制摊还结构或子弹型偿还结构等。

如果采取控制摊还结构,则每次摊还额是相等的。摊还期开始时根据初始投资者权益余额除以摊还期限计算出每次摊还额。如果收取的本金超过了应付的金额,则超额部分像在循环期一样用于购买新的应收款。

如果采取子弹型偿还结构,则分配给投资者的本金都存入一本金累积账户,到期日将累积的金额一次性地偿还给投资者。但在本金累积结束之前,投资者每月仍得到利息支付。

(三) 提前摊还期

1. 提前摊还与提前摊还期

提前摊还期是指由于触发事件的发生而导致的在规定的摊还期开始之前进行的快速摊还阶段。提前摊还期并不是循环期或本金摊还期之后的某一阶段,而是相当于对突发事件的紧急处理期,其本质是为了保护投资者的利益不受提前摊还事件所可能造成的损失的影响。

2. 本金的处理

在提前摊还期,所有收到的本金和/或累积账户中的资金都将被偿还给投资者。而且,原来应分配给卖方权益的部分也将用来向投资者支付本金,以尽量保护投资者免受损失。

触发事件的发生并不必然地导致提前摊还,但如果触发事件没有得到及时的处理或改善,则需进入提前摊还阶段。

第二十二章 基础设施收费证券化

一、概况

基础设施包括交通、电力、供水、通讯等,基础设施的改善对于人们生活水平的提高、工商业的发展有着重要的推动作用。但基础设施的建设往往又具有投资规模大、建设周期长、项目本身的回报率通常不太高等特点,这些特点决定了私人资本通常不愿意或没有实力投资于基础设施建设,需要政府投资或牵头投资。另外,基础设施具有公共品或准公共品的性质,这也决定了基础设施主要由政府投资兴建。我国目前正处于工业化与城市化的进程中,经济的发展对基础设施的改善提出了迫切的要求。根据世界银行的估计,我国 2001—2004 年期间交通、电力、供水和通讯方面的基础设施建设所需要的资金高达四、五百亿美元。因此如何扩大建设资金来源,促进基础设施的改善就成为各级政府面对的重要问题。

采取基础设施收费证券化的方式为基础设施建设融资是近几年来兴起的一种融资方式。基础设施收费证券化是指以基础设施的未来收费所得产生的现金流收入为支持发行证券进行融资的方式。由于基础设施的收费所得通常具有能在未来产生可预测的稳定的现金流(消费者对基础设施的消费数量或次数是比较稳定的,不会有较大的波动,消费价格受政府管制,也不会有较大的波动,因此收费所得稳定)、缴费拖欠的比例低等特点,故它是很适合采取证券化融资的资产。基础设施收费证券化是我国目前比较有条件、比较适合开展证券化融资的品种之一。

基础设施收费证券化不仅在国外有一定的发展规模,而且在我国也有了这方面的尝试:珠海高速和广深高速就是两个典型的例子。珠海公路有限公司于 1996 年 6 月和 7 月先后发行了金额为 11500 万美元的次级债券和 8500 万美元的优先债券,支撑该债券的基础资产为珠海市本地车辆的登记费和外地车辆通过珠海公路的过路费。优先级债券和次级债券的期限分别为 10 年期和 12 年期,信用评级为 BBB 和 BB。珠海高速债券的发行获得了极大的成功,发售获得了超额认购,配售范围较广,涉及约 40 名投资者,主要来自美国(75%)及亚洲(25%),其中许多均属首次购买中国债券。广州—深圳高速公路则是和合控股有限公司与广东省交通厅合作建设的,通过注册于英属维尔京群岛的广深高速

公路(控股)有限公司发行 6 亿美元债券为广深高速公路建设融资。债券于 1997 年 8 月发行,分为息票率 9.875%、期限 7 年和息票率 10.25%、期限 10 年的两档债券。这两次公路收费支撑债券的发行,分别为珠海高速和广深高速的建设提供了及时的资金,是我国基础设施收费证券化的有益尝试,值得借鉴。

二、基础设施收费证券化融资与其他融资方式的比较

基础设施建设需要巨额的投资,以往筹资的渠道主要有以下几种:银行或银团贷款,发行股票或企业债券,BOT。这几种融资方式各有其不利之处。

向国内银行贷款是常见的方式,但如果要筹集巨额资金,则比较困难,且期限通常不会超过 10 年。向国外银团贷款的不利之处是银团贷款一般要求与出口信贷一起使用,基础设施建设若不采用国外设备及国外总承包则不能满足这个要求。目前贷款给中国项目的外国商业银行主要为欲扩大世界银行市场占有率的中小银行,对中国市场有信心的大型银行则比较有限,因此融资额一般不大。银团为保证贷款的安全,介入项目的操作较大,要求也较高,取得融资所需的时间也较长。

发行股票或企业债券为基础设施建设融资是近几年我国发展较快的一个融资渠道。以经营收费公路的企业发行股票融资为例,截至 2001 年 3 月 31 日,就已经有福建高速、东北高速、延边公路等 12 家在深、沪上市的公司,有浙江高速、安徽皖通等 5 家 H 股公司以及 CTBR 等 1 家 S 股公司分别在深圳、上海、香港和新加坡的证券交易所发行上市,共募集了数百亿美元的建设资金。但发行股票融资需披露相当多信息,且发行上市的费用比较大,而在发行普通的企业债券方面,由于我国企业在国际上的信用级别很低,多数在 BBB 级以下,绝大多数企业难以进入高信用等级的债券市场,国际债券市场的大门还没有向我国企业敞开。

BOT 也是这些年来逐渐兴起的基础设施建设融资渠道,但 BOT 要求投资方自己有较雄厚的资金实力或者有较强的融资能力。

而采用资产证券化的融资方式,有资本市场上大笔大笔的资金可供选择,可以有相当大的发债规模。由于资产证券化实现了破产隔离,将债券现金流的风险与建设企业的风险分离开来,与发行普通的企业债券相比,提高了债券的信用等级,降低了筹资成本,融资所需的时间也比较短,因此可以推广资产证券化这种融资方式——可以单独采取资产证券化的融资方式,也可以与其他融资方式配合使用——来推动我国基础设施的建设。

三、证券化的基础资产

基础设施收费证券化的基础资产是能带来未来现金流的基础设施的收费

权。主要有公路收费权、电费收入和自来水收费等。

我国收费公路建设起步于 20 世纪 80 年代初,在“贷款修路,收费还贷”政策的指导和激励下,收费公路的建设进展迅速,同时出台了一系列优惠政策措施激励民间资本投资于收费公路,初步形成了收费公路投资主体多元化的格局。至 1999 年底,我国大陆已建成了 98509 公里收费公路,占通车总里程的 7.07%,成为世界上收费公路网络最大的国家。收费公路为我国公路的建设筹集了巨额的资金,大大促进了交通条件的改善,同时也提高了中国公路现代化水平,增强了公路整体的服务水平和服务效率。收费公路的收费方式通常是对于外地登记的车辆,每次通过收费公路时,按照车辆载重的不同而收取过路费,对于本地登记的车辆,根据车辆载重的不同,每年交纳一笔本地车辆登记费后就可以不限次数地通过公路。因此,公路收费支撑证券的基础资产由过路费和本地车辆登记费构成。由于随着时代的发展社会上车辆的拥有量总是逐渐增加的,两地之间的运输量也是稳步增长的,而两地之间的最主要最便捷的公路交通路径通常具有惟一性,车主没有什么选择余地,因而收费公路的收费是稳步增长的,现金流比较稳定,适合作为证券化的基础资产。根据历史数据算出当前的过路费和本地车辆登记费年收入以及两者的增长率,就可以估算出公路收费的未来现金流。深沪两市 11 家收费公路上市公司 2000 年的平均主营业务利润率为 51.25%,平均净资产收益率为 7.11%,可见,投资于收费公路的回报率还是较高的,同样也可以吸引投资者投资于公路收费支撑证券。

发电厂的电费收入也是基础设施收费证券化的一个重要的基础资产。2000 年我国电力行业发电量 13500 亿千瓦时,售电量 10470 亿千瓦时,分别比 1999 年增加 9.5% 和 10.2% (见表 22.1)。预计电力需求随着国民经济形势趋好,在未来几年仍将保持 5%—7% 的较快增长。我国电力行业上市公司 2000 年平均每家公司主营毛利率为 35% 左右,说明电厂的收益还是可以的,发行电费收入支撑证券应该有较好的还本付息保障。

表 22.1 我国 2000 年电力行业发电情况

	发电量(亿千瓦时)	比去年增长 %
水电	2400	12.7
火电	10920	8.7
核电	164.4	8.2
合计发电量	13500	9.5
售电量	10470	10.2

自来水厂的供水收入同样也可以发行以此为支撑的债券。

四、风险及控制

基础设施收费证券化存在以下几方面主要的风险。

1. 收费所产生的现金流不稳定和不足的风险

基础设施收费通常都是比较稳定或稳定增长的,这是它适合作为资产证券化基础资产的重要原因,但与贷款、应收款等资产不同,贷款、应收款作为债权,其未来所获得的本金利息回报是贷款合同或商品买卖合同规定的,有法律保障,而基础设施收费的现金流只是预计的未来收入,没有合同约定一定有人支付这笔收入,因此,当未来的现金流没有达到预期值时,不能像贷款、应收款那样在债务人违约时通过拍卖抵押品、索债等方式来弥补。因此,基础设施收费未来现金流不足或不稳定的情况相对于贷款等其他证券化基础资产而言是比较严重的。比如,珠海高速 2001 年 1 月 1 日应向债券投资者支付当期本利 750 万美元,但该公司只向受托人作出 420 万美元的还款,受托人只好通过动用偿债储备账户向优先级债券持有者支付本利,至于次级债券持有者则未获任何还款。据此,标准普尔对珠海高速公路公司所发行的优先级债券给予“CC”评级,对次级债券给予“D”评级,低于发行时评级。

对于现金流不足或不稳定的风险,可以采取如下对策:

采取合同约定 SPV(基础设施只有一个投资者,该投资者将部分收费权转让给 SPV 的情况)或 SPV 的发起人(当基础设施由多方投资兴建,其中一方以其所获得的收费权转让给 SPV 的情况)具有优先分配权,以项目其他参与人的收益来进一步提升债券的保障程度。比如按合同约定 SPV 发起人的收益占基础设施收费收入的四分之三,且具有优先分配权,发起人将自己所拥有的这部分收益权转让给 SPV,发行资产支撑债券,则只要基础设施实际获得的收费大于预计的四分之三,债券投资者就不会因为收费下降而蒙受损失。当然,这种方法加重了项目其他参与人的风险。

以地方政府的城市建设资金或诸如此类的资金作为收费不足时的弥补。地方政府都会掌握一笔城建资金,用于城市建设,若地方政府比较迫切地希望吸收资金投资于基础设施建设时,作为投资方的 SPV 发起人就可以与当地政府签订合同,当未来基础设施收费不足时由政府的城建资金弥补不足部分,政府的介入可以大大提高债券的信用质量。

调高收费水平。政府对基础设施收费通常会制定价格标准,限定最高费率,过路费、电费、水费都是不能随意涨价的,但根据经济发展水平、物价水平变动等情况,还是可以对费率作一定程度调整的。因此 SPV 发起人可以同政府有关部门签订协议,获得在收费不足时对费率作微小调整的权力。

2. 工程建设风险,经营风险

基础设施建设工程常常涉及大量的征地拆迁工作、大量的地下管线处理等,因此在工程建设费用及建设质量方面就存在着工程建设风险。基础设施投入使用后,由于基础设施涉及众多的人和广泛的地域,包括收费和成本控制在内的运营与维护管理工作是相当复杂的,因而又存在经营风险。

为了尽量减少工程建设风险、运营风险对债券未来现金流的影响,可以由发起人将基础设施的建设工作或运营工作委托给他人处理,签订《建设合同》、《运营与维护合同》,基础设施的建设、运营及有关的风险都由接受委托的一方承担。这样发起人将不承担建设、运营风险,相应地债券投资者也不承担这方面的风险。

3. 税收风险

由于我国税收政策变化较频繁,调整的次数较多,而税收对基础设施的经营收入有重要影响——它可能会造成债券未来现金流的不确定性。

可以采取中外合作方式设立项目公司,充分利用中外合作企业的税收优惠待遇获得税收优惠。

如果将基础设施的建设运营委托给了他人,那么建设、运营中的营业税及相关税费的变动风险也随建设、运营风险一并转移给了受托方。

4. 汇率风险

如果基础设施收费支撑证券在国外发行,以外国货币支付本息,那么就会面临汇率风险。国内基础设施收费获得的是人民币,而支付债券本息的则是外币,因此需要将人民币换成外币支付给债券投资者,当人民币贬值时,收费所得人民币就不能换成足够的外币,于是就出现了汇率风险。

从近几年人民币走势来看,我国政府一直坚持人民币汇率稳定的基本政策,即使在东南亚金融危机时也坚持不贬值。可以预测,在未来几年内政府都不会让人民币出现大幅贬值的。从国际收支情况看,我国年年都是出口大于进口,经常项目都是出超,国家外汇储备逐年增加,故有实力不让人民币贬值。因此人民币大幅贬值的可能性很小,但不排除人民币有小幅波动的情况。为了减少汇率风险,可以签订协议,规定 SPV 发起人所获得的这部分基础设施收费收入以美元计算,将汇率风险转由其他参与者承担,也可以通过购买外汇期货,签订远期外汇协议、货币互换协议等方式对冲汇率风险。

五、交易结构设计

为了使发行的证券的现金流只由基础设施的收费情况决定,而不受基础设施经营方的信用情况影响,需要由经营方设立 SPV,将基础设施收费权转让给

SPV, SPV 以收费权所能带来的现金流为支撑发行证券。另外, 还要指定一家机构作为信托人管理 SPV 账户, 向投资者还本付息, 信托人通常由一家金融机构比如银行担任。

SPV 有不同的设立方式, 最简单的方式是基础设施的建设经营方直接设立 SPV, 经营方将收费权(在一定期限内的收费权)转让给 SPV, 由 SPV 发行证券融资。这种方式运作简单, 但如果经营方是国内的经济实体并且要从国际资本市场上融资的话, 这种方式就不太适合了, 最主要的问题是以这种方式发行的债券很可能会成为外债, 而在当前外汇管制的情况下, 又很可能会无法通过外汇管理当局的审批。为了解决这个问题, 可以采取如下方式。由一家外国公司与国内建设经营该项目的经济实体共同设立中外合作公司, 中外合作公司对基础设施项目进行投资、建设、运营和维护, 并拥有项目的收益权。合作公司全权委托中方承担项目的建设、运营和维护工作, 合作期满, 合作公司的外方将其所拥有的合作公司的权益无偿移交给中方, 或者是合作公司将其所经营的基础设施无偿移交给政府。外国公司将其在合作公司中所拥有的那部分收益权转让给一家在境外设立的 SPV, 由 SPV 以这部分收益权为支撑在国际资本市场上发行债券。这种方式将基础设施建设经营项目分解成了两部分: 中外合作经营的投资结构, SPV 以资产证券化方式发行债券的融资结构。通过这种分解, 使得用资产证券化方式在国际资本市场上融资符合法律、政策的规定, 使得发行的债券不成为外债。外国公司最主要的作用是同时作为中外合作经营企业的外方和 SPV 的发起人, 将合作经营的投资结构和资产证券化的融资结构联系在一起, 起着桥梁的作用。由于中外合作公司可以将项目的建设、运营和维护工作委托给中方承担, 外国公司不需要对项目的建设、运营和维护进行实质上的介入, 它主要的功能就是为融资提供便利, 因此外国公司可以单纯到除了这个基础设施项目外没有其他业务。除了必要的注册资本外, 外国公司的资金来源可以主要来自债券发行筹集的资金。采取中外合作经营方式有以下好处:

1. 发行基础设施收费支撑证券的是外国公司设立的 SPV, 与中方经营者无关, 不构成外债, 与中方经营者有关的是中外合作经营方式, 这是外国公司的投资行为, 中外双方各担风险, 不形成中方对外方的负债。因此这种运作方式符合现行的政策法律的规定。

2. 通过设立中外合作经营公司, 可以享受中外合作经营企业的税收及其他方面的优惠政策。

3. 中外合作公司将项目的建设、运营和维护工作委托给中方承担时, 可以在协议中规定, 建设、运营及有关的风险都由中方承担, 这样就可以转移债券投资者原本所应承担的工程建设风险、经营风险, 从而提高债券信用评级, 降低债

券融资成本。

六、交易过程

以设立中外合作经营公司的方式为例,整个基础设施收费证券化过程如下:

1. 地方政府根据城市规划确定需要兴建的基础设施项目,选择合适的公司或单位负责建设、经营、维护该项目,根据项目的资金缺口,确定需要融资的规模。

2. 中方经营者寻找一家外国公司共同设立中外合作公司,中外合作公司与政府签订协议,负责基础设施的建设、经营、维护工作,同时取得基础设施的收费权。中外合作双方签订协议,中外合作公司将基础设施的建设经营维护工作全权委托给中方。

3. 外国公司在中国境外(通常是在免税地区,如英属维尔京群岛)设立 SPV,并将其所享有的那部分收费权转让给 SPV。根据这种部分收费权预计所能带来的现金流确定发行债券规模,采取措施进行信用增级,邀请评级机构对拟发行债券进行信用评级。

4. 通过证券承销商向投资者发行基础设施收费支撑证券,将债券发行收入投入项目的建设。

5. 中方经营者根据协议建设经营并维护项目。项目建成投入使用后,外国公司将其每年所获得的项目收入转入 SPV 账户,由信托人管理该账户并定期动用该账户向债券投资者还本付息。

6. 项目合作期满,外国公司将其所拥有的合作公司的权益无偿转交给中方,或者是合作公司将其所经营的基础设施无偿移交给政府,此时债券也到期,SPV 清算,SPV 账户上所余金额归外国公司所有。

七、信用增级

下面是比较适合于基础设施收费证券化的几种信用增级方式。

1. 优先/次级结构

SPV 发行两档债券:优先级债券和次级债券。优先级债券优先获得本金偿付,当优先级债券偿付完本息之后次级债券才开始偿还本金。若基础设施未来的收费不足以支付债券的本息,则在次级档本金数额内的缺少额都由次级债券的持有者承担。优先级债券风险比次级债券小,信用等级高,但相应地,收益也比次级债券小。珠海高速就采取了优先/次级结构。珠海高速的优先级债券息票率比次级债券低 2.375%。优先/次级结构可以满足对风险—收益不同偏好的投资者不同的需求。

2. 备付金账户

备付金账户用来保证当基础设施收费的未来现金流没有达到预期值,不能按时支付债券本息时,信托人有足够的资金来满足偿债的要求。备付金账户由信托人管理,它的资金来源有两部分:一是在债券发行后,直接从发行收入中提取一部分,作为备付金账户的启动资金;二是在债券到期之前,每年从超过债券本息的收费收入中提取一定的金额补充到备付金账户中,直到备付金账户的金额达到事先设定的水平,并且当动用备付金账户来为债券还本付息时,及时向该账户补充资金。备付金账户的资金由信托人管理,可以投资于国债及其他信用评级较高的债券,以便让该账户保值增值。

3. 担保

优先/次级结构和备付金账户都是内部增级方式,而担保则属于外部增级方式。担保是由专门的担保公司或金融机构对发行的基础设施收费支撑证券向投资者按时按量还本付息作出保证。当债券不能按时还本付息时,在一定限度内由担保方向投资者弥补。

八、债券产品设计

不同于信贷资产,基础设施收费产生的现金流大小通常与市场利率的变化无关。与此相匹配,以其为支撑的债券的利率采取固定利率是比较合适的,债券的票面利率不随市场利率的变化而变化。债券利率的大小与债券的信用评级有关。如果是在国际资本市场上融资,那么债券的利率大小将主要由以下几部分决定:债券利率 = 无风险的基础利率 + 中国主权级利差 + 项目溢价。由于在国际资本市场上发行的债券通常以美元标价,因此无风险的基础利率选择的是与债券期限大致相同的美国国债的利率。由于基础设施项目是在中国的一个项目,因此它的融资成本将包括在国际资本市场上发行的中国国债所支付的中国主权级信用风险的溢价。最后,还需要加上项目的信用评级与中国国债信用评级的差距而导致的项目溢价。举例来说,美国十年期国债利率是 5%,中国财政部发行的十年期扬基债券的信用评级是 A,与美国国债的利差是 75 个基本点,基础设施项目发行债券的信用评级是 BBB+,与中国国债的利差是 50 个基本点,那么债券利率 = 5% + 0.75% + 0.50% = 6.25%。如果采取了优先/次级结构的信用增级方式,那么将发行优先级债券和次级债券两档债券,次级债券的信用评级比优先级债券的信用评级低,因而利率较高,需要分别根据两档债券各自的信用评级来确定它们的利率水平。

由于基础设施建设周期长,投资大,资金回收时间长,因此发行的债券通常是 10 年以上的长期债券。在债券发行后的前几年中,项目处于建设期,还不能

产生回报,所以债券发行若干年后才开始还本付息,在前几年中债券是不偿还本金甚至暂不支付利息的。如果发行了优先级债券的次级债券,那么次级债券通常要等优先级债券本金偿还完毕后才开始获得本金偿还,因此次级债券的期限比优先级债券长。

基础设施每年的收费是大致相等或呈小幅增长的,与之相匹配,债券采取等额本息的形式来还本付息是比较合适的。在等额本息的偿还方式下,每年支付的本金和利息总额是相等的,其中利息在还款中所占的比例逐渐下降,本金所占的比例逐渐上升,利息的数额等于未偿还本金与票面利率的乘积,本金的数额等于还款金额减去利息的数额。如果发行了优先级债券和次级债券,那么优先级债券可以采取等额还款的方式,每年支付利息,逐年归还本金;次级债券可以采取一次性偿还本金的方式,在优先级债券清偿完毕前次级债券只支付利息而不偿还本金,设立一个偿债基金账户积累次级债券所应偿还的本金,在优先级债券本金清偿完毕后的两三年内,动用偿债基金账户一次性地偿还完次级债券的本金。

第二十三章 汽车贷款证券化

虽然汽车贷款证券化(auto_loan_backed securitization)在所有证券化交易中所占的比例并不大,但从1985年5月美国Valley国民银行和Marine Midland第一次以汽车贷款为支撑发行证券以来,它已经逐渐成为证券化交易的重要组成部分。本章将主要介绍汽车贷款以及汽车贷款证券化的各个环节,并分析近期内我国开展汽车贷款证券化的主要障碍。

一、汽车贷款

像住房抵押贷款一样,汽车贷款也是一种与消费相关的分期付款的融资方式。借款人通过贷款可以购买各种类型的轿车、客车或货车。在汽车市场发达的国家,提供汽车贷款的机构主要分为三类:商业银行、汽车制造商附属的财务公司以及某些独立的财务公司。我国从1998年10月才开始汽车贷款业务,目前提供汽车贷款的机构主要是商业银行。

(一) 汽车贷款的申请

任何一笔汽车贷款都开始于借款人的申请。我国银行对申请汽车贷款的借款人都规定了比较明确的条件,大致包括以下内容:有完全民事行为能力;有当地常住户口或有效居住身份,有固定的住所;有正当职业和稳定的收入来源,具备按期偿还贷款本息的能力;持有与贷款人指定经销商签订的指定品牌汽车的购买协议或合同;能提供贷款人认可的财产抵押、质押或第三方保证等。

借款人需要提供的申请材料包括:有效身份证件;贷款人认可的部门出具的借款人职业和经济收入的证明;与贷款人指定的经销商签订的购车协议或合同;不低于首期付款的银行存款凭证;抵押物或质押物清单、权属证明及有权处分人(包括财产共有人)同意抵押或质押的证明,有权部门出具的抵押物估价证明(以财产抵押或质押的);保证人同意担保的书面文件,有关资信证明材料及一定比例的保证金(由第三方提供保证的);在合法抵押登记和有关保险手续办妥之前贷款人指定经销商出具的书面贷款推荐担保函(以所购买车辆作抵押物的);贷款人要求提供的其他资料。

贷款人收到申请人的贷款申请后,一般会根据贷款申请书中所提供的信息以及公共信用机构所提供的个人信用资料(但在我国目前这一信息还不可得)对

材料的真实性、借款人的信用状况和偿债能力等进行评估。贷款人是否接受申请还取决于贷款人发放贷款的政策。

(二) 贷款的额度和期限

汽车贷款的金额,除了与借款人申请的贷款数量有关外,还受到各银行规定的汽车贷款额度的限制,最高不超过购车款的 80%。

1. 借款人以贷款人认可的质押方式申请贷款的或银行、保险公司提供连带责任保证的,首期付款额不得少于购车款的 20%,借款额不得超过购车款的 80%。

2. 以借款人或第三方不动产为抵押申请贷款的,首期付款不得少于购车款的 30%,借款额不得超过购车款的 70%。

3. 以第三方保证方式申请贷款的(银行、保险公司除外),首期付款不得少于购车款的 40%,借款额不得超过购车款的 60%。

相对于住房抵押贷款来说,汽车贷款的期限要短一些,各商业银行的最高期限略有不同,但都不超过 5 年。

(三) 贷款的利率和贷款偿还

在成熟的汽车贷款市场,贷款的利率根据借款人的风险程度不同而有所差异,借款人风险越大,贷款的利率也越高。我国目前所采用的汽车贷款利率执行中国人民银行规定的中长期贷款利率,并随利率调整作相应调整。

表 23.1 汽车贷款利率表

项 目	年 利 率 (%)	
	调整前 (1998 年 12 月 7 日)	调整后 (1999 年 6 月 10 日)
六个月以内 (含六个月)	6 .12	5 .58
六个月至一年 (含一年)	6 .39	5 .85
一年至三年 (含三年)	6 .66	5 .94
三年至五年 (含五年)	7 .20	6 .03
五年以上	7 .56	6 .21

贷款的偿还一般是按月等额偿还本金和利息,经贷款人同意,借款人可以(一次性地)提前偿还本息。

(三) 保险

如前所述,汽车贷款可以用自有住房作抵押,但因为房产价值需由专业机构评估,评估报告有效期只有半年或一年,在汽车贷款有效期内需多次重新评估,成本很高。若用所购汽车作为抵押物,担保法规定,应在其主管部门办理抵押登记。但是我国尚未建立健全汽车抵押登记和产权证制度,只有部分城市交通管

理部门办理汽车抵押登记;同时,由于缺乏汽车产权证书,即使办理了汽车抵押登记手续,也避免不了汽车转让、重复抵押给银行带来的风险。在消费者可提供的抵押物有限的情况下,保险公司开办的履约保证保险成为银行控制汽车消费贷款风险的主要手段。目前,在银行办理的汽车消费贷款中,大部分由保险公司提供履约保证保险。

二、汽车贷款证券化的发起

发放汽车贷款的不同机构发起证券化交易有不同的动机:

1. 对商业银行来说,出售其部分或全部的汽车贷款可以释放部分资本金,以便支持银行开展其他业务,扩大客户群。而且,银行可以变以往的利差收入为费用收入,减少风险。

2. 如果证券化的发起人是汽车制造商的附属财务公司,则其母公司一般是规模较大的汽车制造商,例如美国的通用汽车、福特和克莱斯勒(现在是戴姆勒—克莱斯勒)的制造商。证券化交易的主要目的是为母公司及汽车制造商提供资金融通。通常这些财务公司的证券发行在很大程度上会受整个市场环境的影响,发行量很不稳定。此外,汽车制造商通过附属财务公司发起跨国证券化交易也是常见的融资手段,这样的财务公司以美国丰田财务公司(American Honda Finance Corp)、三菱汽车信贷(美国)公司(Mitsubishi Motors Credit of America Inc.)、尼桑汽车承兑公司等为代表。

3. 对于少数不隶属于任何大的汽车制造厂商的独立财务公司来说,证券化是他们的主要融资渠道。

从证券化交易的需求方来说,汽车贷款的风险较小,因此是比较安全的投资工具;同时,发行的证券期限最长为5年(住房抵押贷款证券化的期限可以长达15—30年),对短期投资者很有吸引力。

三、基础资产池

汽车贷款证券化基础资产池的信用状况会直接影响到证券化交易,因此构造资产池时需要遵循一定的标准。具体来说,应注意以下几个方面:

1. 首期付款/汽车价格,贷款总额/汽车价

这两个比例是贷款分析的重要指标。首期付款所占的比例越高,贷款总额相对于汽车价款越低,借款人违约的可能性越小,即使违约造成的损失也较少。为了提高资产池的信用质量,应尽量选择首期付款数额大、贷款总额占汽车价款比例低的贷款。

2. 长期贷款的比重

贷款期限的长短往往意味着不同的风险。贷款期限长的借款人中低收入者居多,他们通过延长还款期限来减少每月应偿付的贷款额,这一类贷款的违约率相对较高;而且贷款期限越长,本金的摊还就越慢,一旦借款人破产,损失也就越严重。因此,从减少损失的角度出发要求限制长期贷款的规模。证券化交易一般会要求汽车贷款的期限不超过 5 年。如果资产池中包括超过 5 年期限的贷款,则其比重也必须很小。

3. 资产池中新旧汽车贷款的比重以及这一比重在整个证券化期限内的变化

根据经验分析,旧车贷款的违约和损失要比新车贷款严重,因此如果资产池中加入旧车贷款,就应该限制其比重。

4. 借款人的地理分布

如果借款人的地理分布过于集中,则地区性的经济衰退对资产池的影响就相对严重,因此应注意选择地理分布尽量分散的贷款。我国目前提供汽车贷款的机构主要是银行,如果资产池由各银行总行将其分支机构的贷款经过选择汇总后构成,因集中风险造成的损失就会大大降低。

5. 资产池的成熟度

汽车贷款的成熟度是指贷款合同已履约的时间。不同成熟度的贷款发生损失的概率是不同的。如果贷款人保存了足够长时期的历史记录,就可以通过分析以往借款人还款、拖欠和违约的资料,估计汽车贷款的损失多发期。国外资料表明,汽车贷款的损失多发生在贷款合同签订后的 6—18 个月期间,可见成熟度越高的贷款发生损失的可能性越小,越有利于提高资产池的质量。因此,选择贷款时应合理控制成熟的汽车贷款与新发放贷款之间的比例。

四、SPV 与受托人、服务商

汽车贷款的贷款人将贷款以真实出售的方式转让给 SPV,以达到破产隔离的目的。然后 SPV 将抵押资产交由受托人管理,由受托人负责向投资者支付本金和利息。

服务商在汽车贷款证券化中主要履行收款职责,并将款项转移给受托人。汽车贷款证券化交易一般不要求有备用服务商。但如果证券化交易的信用级别下降或服务商破产,则应该考虑寻找备用服务商并使其参与证券化交易。并不是在所有交易的信用状况恶化或服务商提出破产申请时马上由备用服务商负责贷款本金利息的回收,这主要是因为更换服务商造成的服务中断会给证券化交易带来损失。服务商在收款和资金管理方面的能力也是证券化评级的参考因素之一。

在没有备用服务商的证券化交易中,一旦原服务商确实不能履行义务时,通常由受托人作为继任服务商。在这种情况下,受托人的服务能力和专业技能也就列入了证券化评级的考虑因素之列。

需要注意的是,受托人与服务商在证券化交易过程中都负有资金管理的职责,但他们在交易结构中所处的位置和面向的对象不同。服务商属于资金管理的上游环节,直接面向借款人,如果借款人违约,服务商要履行垫款的职责;而受托人一般由银行担任,面向投资者,向投资者支付本息并代表他们的利益,属资金管理的下游环节。

五、风险分析与信用增级

相对于其他证券化方式来说,汽车贷款证券化的风险较小,这主要是因为其基础资产的质量相对较高。

(一) 风险分析

1. 借款人违约的风险

同住房抵押贷款相比,汽车贷款的规模较小,而且,在我国现阶段购买汽车的消费者多属于中高收入阶层,其收入状况决定了借款人违约的可能性较低。而且即使发生违约,因为大部分贷款都由保险公司提供了履约保证保险,所以贷款人遭受的损失也大大降低。

如果贷款以汽车本身作为抵押物,在借款人拖欠或违约的情况下,按照合同贷款人可能收回汽车以弥补损失。但通常来说贷款人都会给借款人以一定的缓冲期,只有确认借款人确实无法偿还贷款利息或本金时才进入回收程序。由于旧车的价值与新车相差很大,而且汽车的价值随着时间的推移减少很快,所以回收应及时迅速进行。发起人可以委托一专门机构为其处理回收汽车的变现工作。如果回收采取拍卖方式,则可以将一批回收的车辆集体拍卖,这样虽然每部车回收的价值会减少,但因为大大缩短了回收的时间,也就减少了因时间延长而可能带来的汽车价值减损,所以可以有效减少成本,降低损失。

2 早偿风险

借款人希望用现金提前偿还或清偿贷款以节省利息的动机或者汽车发生损失都可能引发汽车贷款的早偿。另外,在借款人违约的情况下,贷款人回收并出售抵押物也会导致现金流的提前回收。但一般来说,汽车贷款的早偿风险相对较低,这主要是因为汽车贷款对利率并不敏感,因此即使利率水平降低,借款人也不会通过再融资的方式获得资金来提前偿还贷款。通过分析发现,导致汽车贷款的早偿对利率变动不敏感的原因有以下几方面:

(1) 汽车的价值随时间的延长迅速减损,因为贷款交易发生后的很短时间

内贷款余额的价值就可能高于汽车本身的价值,如果此时仍以汽车为抵押物进行再融资,借款人能够获得的贷款额一般会低于第一笔贷款的未偿余额,借款人不得不通过其他渠道获得二者之间的差额。因此,一般来说借款人不会考虑通过再融资获得的资金提前还款。

(2) 借款人早偿的动机之一是在利率水平降低时通过再融资以低利率的贷款取代高利率的贷款,从而减少每一期的利息支付。但借款人再融资时提供的抵押物是旧车,在相对成熟的汽车贷款市场,旧车贷款的利率通常高于新车,因而再融资并不意味着较低的利息支付。

(3) 相对住房抵押贷款来说,每笔汽车贷款的金额比较小,即使再融资利率比初始贷款的利率更低,每月需要支付的利息也并不会减少很多,因此借款人也没有足够的动力通过再融资来早偿。

汽车贷款的早偿一方面造成现金流的不稳定,另外,由于汽车的回收一再出售或因为意外事件(如撞车等交通事故)造成的对汽车的损害也会影响现金流的总量。在汽车贷款证券风险分析中,一般用 CPR 和 ABS 来衡量基础资产池的早偿风险:

$$\text{CPR} = \text{每月实际早偿额} / \text{贷款组合的剩余未偿额}$$

$$\text{ABS} = \text{每月实际早偿额} / \text{贷款组合的初始金额}$$

(二) 信用增级

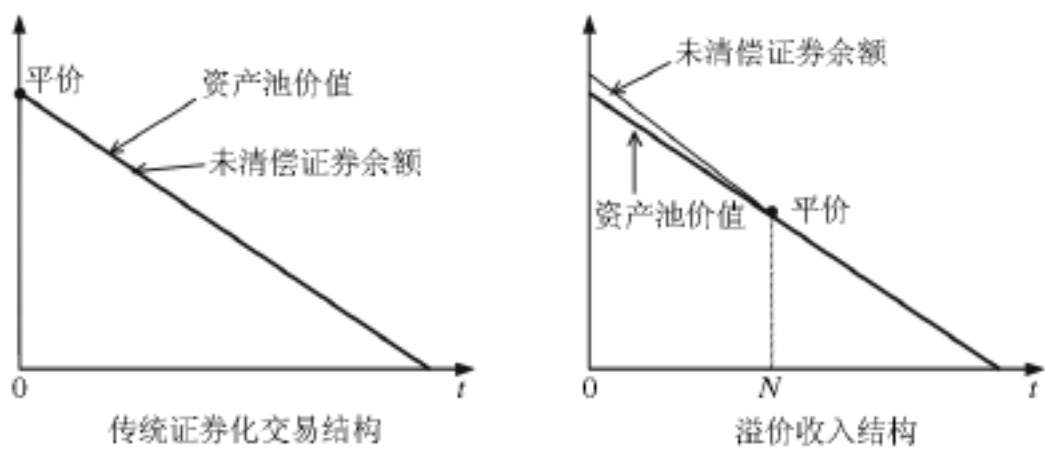
在汽车贷款证券化中,除了通过对汽车进行全额保险以及对汽车贷款提供履约保证保险等手段保证贷款现金流的回收之外,通常采取的信用增级手段还有其他形式的第三方担保、设立备付金、发行不同优先级的证券、实行超额担保、快速摊还、“涡轮”结构和对债券进行保险等。

六、证券发行

除了通常的证券化交易所采取的过手结构和转付结构之外,汽车贷款证券化还发展形成了新的溢价收入结构(premium proceeds structure)。

溢价收入结构的突出特点是债券发行额超过了担保品的价值,其实质是将证券化交易中预期的超额利差证券化。证券发行时其价值总额高于资产池的价值,在证券存续期的最初阶段,资产池产生的现金流除了偿还其他档证券的本金和利息之外,超额利差被用来偿付溢价档证券。经过一段时间,随着溢价档证券的本金逐渐被偿付,未偿证券金额与资产池的价值达到相等水平(平价)。下图比较了溢价收入结构与传统证券化交易结构的不同之处。

对溢价收入结构来说,最佳的偿付顺序是:其他档证券的利息—溢价档证券的利息—其他档证券的本金—溢价档证券的本金。由于初期阶段未清偿证券余



额(包括所有档证券)高于资产池价值,若在平价期之前需对抵押资产进行清算处理,则清算价值显然不足以偿付所有证券尤其是溢价档证券的本息,因此溢价档证券面临的风险被放大。由于溢价档证券的设计主要得益于超额利差的存在,因此这种结构对利率变动更加敏感。

七、我国汽车贷款证券化的实践

开展汽车贷款证券化除了制度方面的准备之外,还必须以发达的汽车贷款市场为前提,只有当汽车贷款市场发展 to 一定规模和程度,证券化才具有可操作性。但我国目前的汽车贷款市场还处于发展初期,经济体系中还存在一系列因素制约着汽车贷款的开展。这些因素包括:

1 . 90 % 以上的消费者收入水平较低,承贷力弱。

我国各银行所提供的汽车贷款服务一般都限制消费者购买汽车的品牌,这些品牌汽车的生产大多达不到设计规模,因此难以降低平均成本,价格居高不下,即使是 20%—30% 的首付款也超过了普通消费者的购买能力。此外,银行为了降低风险,要求汽车贷款申请者月收入在 3000 元以上,这实际上又限制了大多数消费者参加消费信贷。同时我国各银行规定的汽车贷款期限最长为 5 年,贷款偿还期相对较短,借款人还款压力很大,无力直接购买汽车或偿还汽车贷款。

2 . 汽车贷款的交易成本高

我国目前还没有建立完整的消费信贷体系,缺乏消费者综合信用资料库,同时银行间信息共享网络不健全,难以对借款人的信用状况作出科学评价。同时又由于资产评估和信贷担保制度尚未健全,因此银行在发放贷款时比较谨慎,贷款手续麻烦,交易成本难以降低。

3 . 汽车抵押登记和产权证制度不完善

在汽车贷款市场发达的国家,借款人一般可以用所购买的车辆作为抵押物申请贷款。但根据我国《担保法》规定,若以汽车为贷款抵押物,则应在其主管部

门办理抵押登记。由于我国尚未建立健全汽车抵押登记和产权证制度,所以阻碍了汽车贷款的开展。

4. 基层银行缺乏积极性

汽车贷款单笔业务额度小,户数多,客户分散,因此单位成本相对于发放其他贷款较高。据测算,发放汽车贷款的变动成本约为流动资金贷款业务的 4.9 倍,但收益却低于其他贷款,因此银行对开展汽车贷款缺乏积极性。

5. 银行消费信贷规模的限制

目前我国消费信贷在银行贷款总额中还不到 1%,而发达国家这一比例达到 20%—30%。信贷规模的限制影响了汽车贷款业务的快速发展。

据统计,到 2001 年 4 月通过汽车贷款购车占总购车量的比例不足 10%,几大有商业银行的汽车贷款总额不足百亿元,同时汽车制造商直接向消费者提供的贷款也没有充分开展起来。

虽然汽车贷款在我国才刚刚起步,各种制约因素短时期内还得不到有效解决,但从开展汽车贷款的角度来看,我国目前正处于一个特殊的时期:中国已经签订了加入世界贸易组织的协定,入世后,关税税率下降,汽车价格也会大幅降低,则起初因为价格过高而被压抑的中国汽车消费购买力很可能会一下子被释放出来,产生爆发性需求。据测算,到 2005 年,中国汽车需求量可望达到 580 万辆。随着汽车市场的需求扩张,相对应的汽车贷款总体需求也会大幅增加,同时,现行贷款发放过程中的贷款程序繁琐、实施成本过高的局面也将随着银行体系提高竞争力的各种举措而得到改善,再加上个人信用评估体系的不断发展,可以预测汽车贷款在近年内将有更大的发展。随着汽车贷款规模逐渐扩大,以及这种制度条件的改善,开展汽车贷款证券化的条件也会逐渐趋于成熟。

第二十四章 跨国资产证券化

1989 年花旗银行在欧洲市场上首次通过跨国证券化的方式发行信用卡应收款支撑证券时,证券化方式主要还是发达国家融资者充分利用不同证券市场在投资者和监管方面的不同特点和优势进行低成本融资的手段。近年来,随着证券化融资方式逐渐在全世界得到推广,跨国资产证券化已成为发展中国家介入证券化交易领域的重要渠道。

一、跨国资产证券化的定义及特点

跨国资产证券化(cross-border securitization)指的是国内融资方在国际市场上通过证券化的方式面向国外投资者融取资金的方式,其本质特征是由来自不同国家和地区的参与方通过对全球资源的充分利用,寻找成本最小效率最高的证券化融资结构。当证券化交易由国内市场扩展到国际市场,由于不同交易中发起人的特点、资产的属性、交易各方所面临各自国内法律法规和各种监管及管制、交易时机、有关国家以及整个世界的经济形势等各方影响因素不同,跨国资产证券化也呈现出形式多样的结构特点。

与其他国际融资方式相比,跨国资产证券化具备其独有的优势。

(一) 其他国际融资方式

我国企业可以采用的利用外资的方式(外商直接投资除外)有国际银团贷款、国际股权融资、国际债券融资、BOT 项目融资和国际贸易融资等。

1. 国际银团贷款

国际银团贷款又称“辛迪加”贷款,是由一家或多家银行牵头,多家分属于不同国家和地区的银行联合组成的一个银行集团,各自按一定的比例,共同向借款人提供一笔中长期贷款。该贷款具有金额大、期限长、风险小的特点,而且有利于扩大借款人在各家银行的知名度。随着我国对外开放和企业改革的深入,国内企业利用国际银团贷款的实践逐渐增多。

2. 国际股权融资

我国企业目前可采用的国际股权融资方式有境外直接上市、发行证券存托凭证(depository receipts,简称 DRs)以及境外借壳上市等三种方式。其中,境外直接上市是指股份有限公司向境外投资者发行股票,并将该股票直接在境外公

开的证券交易所挂牌上市;证券存托凭证是一种以证书形式发行的可转让证券,国内企业将其在本国发行的股票交给本国银行或外国银行在本国的分支机构保管(称之为“保管银行”),保管银行以这些股票作担保,委托外国银行(存托银行)发行与上述股票相对应的凭证,凭证的持有者据此间接持有国内企业的股票;境外借壳上市是指国内企业通过控制已在境外证券交易所上市或能够比较容易取得境外证券交易所上市资格的公司来达到间接上市的目的。

3. 国际债券融资

国际债券融资是指融资方在国际市场上以外国货币为面值向境外投资者发行债券的融资方式。虽然从1982年开始我国已经多次利用该方式融资,但融资主体均为金融机构。曾有少数企业通过发行可转换债券的形式直接到国际市场融资,但由于受到国家对企业发行债券的严格限制和控制外债规模等方面因素的影响,采用债券方式融资并不普遍。

4. BOT 项目融资

BOT(build_operate_transfer)项目融资是指东道国政府把由政府支配、拥有或控制的资源,如基础设施或公益项目,以招标形式选择国际商业资本或私人资本等发展商,政府通过与其签订协议,授权其为此项目筹资、设计、建设,并授予发展商在项目建成后的一定期限内通过经营收回投资、运营、维修费用和一些合理的服务费、租金等其他费用,以及取得利润等投资回报的特许权。在授权期结束后,发展商将项目无条件地转让给政府。

5. 国际贸易融资

企业通过国际贸易融资的方式获得资金的渠道有出口信贷、国际保理(international factoring)和福费廷(forfaiting)等。

相对于以上几种融资方式来说,跨国资产证券化作为一种新兴的融资方式,其优势主要表现为:

(1) 在跨国资产证券化交易中,原始权益人将资产真实出售给SPV,从而达到破产隔离的目的,融资方面临的风险较少。

(2) 证券化交易所发行的证券主要是以基础资产的质量为资信依据,除了在对未来应收款进行证券化等少数情况下交易受到发起人的经营能力影响之外,评级机构对交易的评级不会受到融资方整体资信的制约,甚至在某些情况下,通过构造高质量的基础资产池和适当的信用增级,交易还可以获得比融资方所在国国家主权评级还高的信用级别,从而可以大大降低融资成本。

(3) 投资者受融资方所在国经济环境的影响较小。自从发展中国家的债务支付危机和金融危机之后,国际资本出于安全性和流动性的考虑,向发展中国家的投资更加谨慎,纷纷压缩投资规模。但这些国家介入跨国资产证券化也正是

在危机之后。当融资方证券化的资产来自国外债务人时,可以通过将现金流直接由原始债务人向投资者的偿付来减少原始权益人所在国国内环境的影响,从而使风险得以控制。

(二) 跨国资产证券化是资产证券化由国内向国际市场的延伸,因此除了具有一般证券化的特点之外,还表现出更高的灵活性、复杂性和分工专业程度。

1. 跨国资产证券化交易结构的灵活性

一般来说,同一国家内部开展的证券化交易面临着相同的法律和税收环境、政府监管和市场需求,因此交易结构往往趋于标准化。这种结构具有一致性、可预测性,可以减少交易方获取信息和学习的费用,降低不确定性引起的各种成本。相对而言,由于每次交易都需要考虑到融资方、投资方和其他参与方的需求特点以及所涉及国家和地区的制度环境和市场因素,跨国资产证券化的交易结构表现出非常大的异质性,需要参与者根据具体情况为每笔交易量体裁衣,因而交易结构具有不可预测性,谈判和实施的成本也比较高。但这种跨越国界的交易容许相关方选择最优的策略组合,将分解的资产证券化子系统放在最适宜的国家和地区。如一家需要融资的中国出口企业可以将来自欧美地区的不同应收款出售给设在开曼群岛的特别目的载体(SPV)以达到避税的目的;由SPV在监管和信息披露要求相对宽松、投资者基础雄厚的美国私募资本市场上发行债券,并由该企业在香港的贸易伙伴为债券提供担保,受托人和财务顾问分别聘请欧洲某著名商业银行和中国的证券公司,由国际知名评级公司评级,通过上述运作来最大程度地规避无效率的制度约束,达到整体的效率最大化。在跨国证券化交易机构的设计过程中,市场成熟度高、资金来源广泛、各种监管和披露要求相对宽松、可以提供税收减免的国家和地区更容易被交易方接受。

2. 跨国资产证券化交易的复杂性

任何交易过程的设计出于节省交易成本的考虑,都应尽可能减少环节。但在跨国资产证券化交易中,为了更充分地利用全球资源,或者规避有关交易方所在国家法律对交易的限制性规定,交易结构的设计往往更加复杂。但这些结构的设计一般只是为了规避各种限制,对交易的效率不会有太大的影响。

3. 跨国资产证券化交易参与方分工更明确

跨国资产证券化是一种各参与方明确分工,各承担交易的某一/某几个环节的技术,这一特点使得由分处于不同国家和地区的参与方各自分工,共同完成整笔交易成为可能,同时跨国资产证券化的发展也进一步加深了这种分工的专业性。

二、跨国资产证券化的基本结构

跨国资产证券化的生命即在于其结构的设计。如前所述,由于不同交易的背景不同,结构设计也各有差异。下面将主要以一国内企业境内资产的跨国证券化和境外资产的跨国证券化为例,介绍跨国资产证券化交易的基本结构。

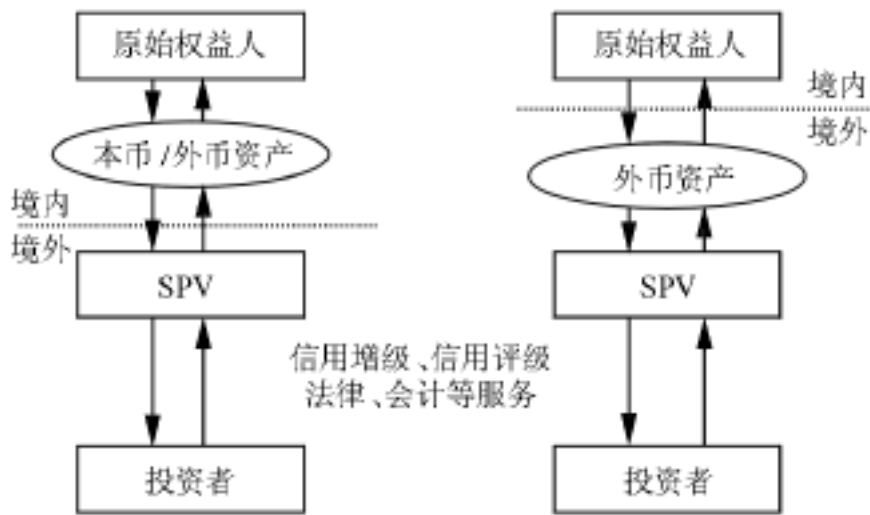


图 24.1 跨国资产证券化结构图

在图 24.1 中,除原始权益人和投资者位置保持不变外,其他参与者可以视具体交易而变动,并且随标的资产现金流的不同,现金流结构、风险、信用增级手段、融资成本、操作难度也会有较大的区别。但一般来说,在国内机构证券化评级技术尚不成熟的情况下,同时也为了能够更好地得到国际投资者的认可,一般都会请国际上著名的评级机构对交易进行评级。

三、跨国资产证券化的参与主体

跨国资产证券化的参与主体与一般资产证券化类似,但功能更加专业化。

1. 原始权益人/ 发起人。凡是具有稳定未来现金流收入、有融资需求的公司或金融机构均可以作为资产证券化的原始权益人,考虑将其所属资产通过证券化的方式发起交易。发起人的融资规模对整个交易的规模和模式都有很大的影响,其资产状况直接决定了交易的信用级别。参照十多年来发展中国家的实践经验,适宜跨国资产证券化的资产主要有三类: 第一,境内企业以外币表示的具有未来现金流的资产,如对外贸易和服务企业的应收款; 第二,有稳定的本币现金流的境内资产,如大型基础设施(高速公路、港口、电厂等)的收费权、自然资源开采的收益权、设备和交通工具的租赁费等; 第三,离岸资产,如本国跨国经营企业在境外的子公司的金融资产。上述三类资产也有证券化的要求。某些预期经济效益好、现金流稳定的基础设施建设的周期长,占用资金的规模巨大,单纯

依靠财政支持、银行贷款或/和股票融资难以满足需求;我国出口商品结构与东南亚许多国家相似,在国际市场上竞争激烈,而传统的信用证结算方式在很大程度上制约了我国外贸企业的竞争力,如果采用国际上通行的赊销方式,又会占用企业的大量资金,增加企业的流动性风险和违约风险甚至利率、汇率风险,而且因为应收款代表一种对境外消费者或中间商的求偿权(当这种应收款超过一定期限,就被视为对外债权),因此,将应收款证券化不会额外增加外债负担。如果把这类资产“真实销售”给境外的特别目的载体(SPV),那么证券化对我国国际收支平衡表也不会产生不利影响。

2. 特别目的载体(SPV)

SPV 是进行证券化交易专门设立的机构,可以采用信托形式,也可以采用公司或合伙形式。在跨国资产证券化中,除满足一般证券化中“破产隔离”的要求外,还应考虑税收政策、证券发行等对选择 SPV 设立地的影响。如果 SPV 设在国内,一般需要有丰富的国际资本市场的操作经验和较高的信用级别、良好的支付背景。如果设在境外,最好是无金融管制、可以减免税费的离岸金融市场,如开曼群岛等。某些交易并没有新设专门的 SPV:在国际市场上存在专门的机构负责收购符合其资产池标准的各类资产,他们在所介入的交易中充当了 SPV 的角色,但并不属于任何特定的交易。

3. 服务商

服务商是面向原始债务人,从事还款收集等相关活动的证券化服务机构。一般地,原始权益人(发起人)会继续担任证券化交易的服务商,也可以委托专业公司承担这一角色。服务商的收款和管理资金的能力也是评级的重要参考要素。

4. 投资者

跨国资产证券化的投资者多为机构投资者。

5. 受托人

受托人是面向投资者的、担任资金管理和偿付职能的证券化中介机构。在跨国资产证券化中受托人多设在国外,代表投资者与 SPV、服务商进行交易。

6. 担保、保险等信用增级机构

跨国资产证券化在给融资方带来各种便利和效率的同时也给投资方带来了更多的不确定性和风险。SPV 的设立、内部信用增级在很大程度上减少了跨国融资的风险,但有些风险依然存在(如国家风险、金融市场的系统风险等),因此引进担保、保险机构,进行外部信用增级就显得非常重要。提供担保或保险的可

以是政府或政府性质机构(如我国的国家开发银行、进出口银行),也可以是专业担保、保险公司和其他企业、金融机构。通过外部信用增级,债券就取得了与提供信用增级的机构大致相同的信用评级,现金流的偿付就有了充分的保证。证券化的组织者要权衡外部增级所需要的费用和由于采用外部增级的方式节省的融资费用孰高孰低,因此并不是所有的资产证券化都需要担保机构尤其是专业担保机构的介入。政府提供的信用增级费用往往较低且资信能力不逊于专业机构,因此发展中国家实施跨国证券化可以首先考虑这种方式。

7. 信用评级机构

信用评级机构在跨国资产证券化交易中起着至关重要的作用。不论基础资产属于发起人的境内资产还是境外收益权,由于信息披露等方面的限制,在购买证券之前国际投资者对基础资产的情况无法作出充分公正的评价,但投资者可以通过信用评级机构的公开评级对交易的情况进行了解。评级机构的信用标准应该明确,并且可以为投资者提供最佳的保护。跨国证券化交易一般都要有国际权威机构的评级。在债券存续期间,评级机构将根据发行人的财务状况、风险因素变动情况调整证券的信用级别。目前最为投资者广泛接受的国际权威的评级机构有标准普尔(Standard & Poor)、穆迪(Moody's)、惠誉(Fitch)以及达夫菲尔普斯(Duff & Phelps)。

8. 其他中介机构

其他中介机构包括投资银行、律师事务所、会计师事务所等。

投资银行在整个交易中担任证券化设计和证券承销的职能。资产证券化方案的设计和实施,要考虑的因素很多,涉及的交易方比较复杂,原始权益人和特别目的载体(SPV)必须借助投资银行的专业人才和广泛的联系网络,确保方案的整体设计和具体实施符合法律、会计、税收的要求,最终使证券发行顺利。跨国资产证券化设计的高度灵活性使投资银行的专业知识更加凸现。

律师事务所、会计师事务所为资产证券化市场的法律、会计、税收问题提供专业服务,在跨国交易中如何协调不同国家的制度差异是它们的重要职责。

四、跨国资产证券化产品的设计

许多国家由于证券市场发展还不成熟,很多证券品种还没有出现或者没有大规模交易,因此国内资产证券化产品的设计往往局限于现有的几种融资工具。但是在跨国资产证券化交易中,正像证券化结构设计所获得的灵活性和自由度一样,证券化产品的设计也可以有更多的选择或组合。交易方可以充分利用各证券市场的优势设计证券化产品,以满足不同投资者的需求。这些技术主要包括各种可交易的证券品种的应用、分档技术、期限结构等。

五、跨国资产证券化交易中的税收

在跨国资产证券化交易所涉及到的税种主要有所得税、营业税、印花税、预提税(withhold tax)。其中前三者是任何证券化交易所共有的,预提税只有在跨国资产证券化交易中才会涉及到。

如果一笔跨国资产证券化交易属于金融资产的真实出售,即证券化采取表外融资的方式,按现行税法规定,相关方应缴纳相应的营业税和印花税。但一般来说,证券化资产转让的交易额都比较巨大,即使税率只有万分之五的印花税支出对交易方来说也是一项不可忽略的成本,并会严重影响交易的利润空间。为了提高证券化交易的效率,考虑到税收中性的原则,建议减免这两项税收。

此外,有关资产出售的所有损益都应该被列入计税基础。一般来说,因为在证券化过程中发起人出售资产的价格要低于资产的真实价值,由此产生的损失可以冲抵有关方的应税所得,减少税收支出。

预提税是世界大多数国家对非居民在其税法管辖区获得的利息收入进行征收并由借款人代扣代缴的一种税项,是针对融资关系征收的,通常为贷款利息的10%—30%。我国目前尚没有预提税的具体规定,只是以所得税的形式出现。《外商投资企业和外国企业所得税法》规定:外国企业在中国境内未设立机构、场所,而有来源于中国境内的利润、利息、租金、特许权使用费和其他所得;或者虽设立机构、场所,但上述所得与其机构、场所没有实际联系的,都应当缴纳20%的所得税。在证券化交易中,如果采取担保融资的方式,且SPV是发起人所在国的非居民时,发起人向SPV支付的利息部分需要缴纳预提税;如果投资者的所在地是SPV所在国的“非税法管辖区”,则投资者获得的利息支付或债券的折扣部分也应缴纳预提税。预提税的缴纳无疑增加了证券化融资的成本。在现实操作中,如果相关国家之间缔结了避免双重课税的条约,则可以实现预提税的减免。在未签订此类条约的国家,可以通过发起人所在国或SPV所在国单方面的税收减免规定分别豁免发起人和SPV所应交纳的预提税。

六、货币风险

如果发起人的资产来自于国内债务人,则基础资产产生的现金流与支付给投资者的货币币种可能不同,并会涉及到将本币兑换为外币的问题,这时汇率波动就成为影响交易的现金流稳定性和可预测性的重要因素。规避这类风险的机制通常是签订货币互换协议。

货币互换是指合同双方就在未来按某种预先确定的规则互换现金流的一种协议,即以一方未来的某种货币的贷款或应收款交换对方另一种货币的贷款或

应收款,它是用来规避汇率风险的主要金融工具。在一笔包含货币互换协议的跨国资产证券化交易中,到期日时由互换协议的对方负责将应付的款项转移给证券化交易的服务商,以支付交易的各种费用和本金利息。因此,互换协议的对方的偿付能力和信用水平以及由此可能带来的风险也会反映在交易的信用评级中。

除此之外,如果证券化交易的基础资产是发起人的离岸资产,产生于基础资产的现金流和向投资者支付的本金和利息是同一币种,则货币风险对交易的影响就会小得多。

七、政治风险

政治风险指的是任何与商业活动或投资有关的,在其他相对稳定和发达的经济及完善的管理框架下不可能发生的风险。投资者考虑的政治风险主要包括国家对货币和外汇的管制、由于全球化所带来的经济整体上的不稳定等。这些风险对证券化交易各方的影响可能包括:债务人难以获得足够的资金偿付债务、原始债务人或发起人无法向 SPV 或专门服务机构汇出外汇、政府干预公司的经营或合同的执行等。

政治风险还包括有关交易方所在国家法律的不稳定性带来的风险。例如,由于资产证券化对大多数发展中国家来说还是一种新兴的融资手段,现阶段,为了积极推广这一融资手段,很多发展中国家都推出了专门针对证券化的新法律,但这些法律还未经实践检验,对于未来可能发生的诸如破产等行为还没有现成的案例可循。此外,一旦遇到紧急情况,法律的制定者还可能需要重新解释法律。

我国的外债规模限制和外汇管制将是考虑跨国资产证券化的政治风险时的重点因素。具体来说,如果境内企业将资产真实出售给境外的 SPV,只要该 SPV 不由发起人控制,发行的证券虽然作为发行人即 SPV 的债务,但不构成发起人的负债;相应地,从国家角度来看也不会构成对非居民的支付义务,不计入外债。即使资产证券化所得大于基础资产的价值,由于超额部分没有资产对价,可以视为担保融资,不属于资产交易的范畴。但如果交易被确定为外债,需要按照发行外债的程序处理,从批准的要求和需要的时间来考虑,显然会增加融资的难度。

在外汇管理上,国内原始债权人转让资产的收入按规定可以保留在企业的外汇账户上。由于原始债务已经转让,因此基础资产产生的现金流在汇出时应按经常项目处理。如果收入是人民币,则须按经常项目的管理规定由发起人向指定银行购汇。

从我国目前已经开展的几例跨国证券化交易来看,有关部门都采取了个案处理的方式,给予特殊的对待。随着证券化交易在中国发展的要求,外汇管理应该采取更为开放的方式以促进这一优势融资方式的发展。

在跨国证券化交易中政治风险是投资者要考虑的主要风险之一,但一般来说如果交易中包括了政治风险,则很难通过其他途径得以规避。

八、法律问题

在跨国证券化交易中,由于涉及到不同国家的当事人,因此选择适用的司法框架可以有效地减少交易成本,保证交易顺利进行。其中所涉及的问题不仅仅包括确定各方当事人在适用法律管辖下的理论上权利,更重要的问题是该权利是否能够得到有效的执行和实施。

(一) 发起人破产清偿的法律规定

跨国资产证券化可以采取真实出售或者担保融资的方式。如果采取担保融资的方式,则应考虑发起人破产时,发起人所在地的法律保护可能会对境外 SPV 或者投资者造成的不利影响。

(二) 有关资产转让的法律规定

资产证券化中的资产转让属于无形资产的转让,即使从法律形式上实现了转让,受让人(一般指的是境外 SPV)和投资者的权利仍然可能受到侵害,因此发起人所在地法律更具有现实的保护意义。在缺乏相关法律规定或者法律规定模糊不清的情况下,发起人的承诺、担保或合同条款的约束就具有非常重要的意义了。

有些法律体系规定资产转让需要通知所有债务人,有些法律体系只要求对转让交易进行备案或者公告。相对来说,前者对于债务人众多的证券化交易来说意味着更高的成本。此外,在对未来收益进行证券化的交易中,还需要关注适用法律对并不存在的资产的转移是否有限制性的规定。

(三) 优先权

当多个当事人对受让的资产提出权利诉求时,法律对偿付次序的规定就显得至关重要,通常按照债务登记的时间顺序赋予债权人对一项资产行使权力的优先序列。但有的法律体系则要求同等地对待所有债权人。

九、我国开展跨国资产证券化的实践

虽然资产证券化的发展在我国还处于探索阶段,开展国内证券化目前尚存在制度和市场方面的障碍,但我国企业在跨国资产证券化领域已经进行了有益的尝试,中远集团航运收入证券化、中集集团应收款证券化以及珠海高速公路未

来收费权证券化为其他企业或机构利用跨国资产证券化融资提供了成功的范本。在此主要介绍中远集团通过私募方式进行跨国资产证券化融资的案例。

(一) 背景介绍

中国远洋运输(集团)总公司是以国际航运为主业的大型企业集团,在全国各地都有自己的企业和网点,并在世界上 38 个国家和地区设有自己的代理机构或公司,在全球 150 多个国家和地区的 1100 多个港口设有自己的代理。

一直以来,中国远洋运输(集团)总公司都是通过在美国市场发行商业票据进行融资。商业票据最长期限为 270 天,通过组建银团进行分销,并且以信用证为发行的商业票据担保。在东南亚金融危机的冲击下,商业票据融资渠道的融资功能大大减弱,于是中远集团转而尝试通过资产证券化方式融资,并于 1997 年和 1999 年分别发行 3 亿美元的 7 年期证券和 2.5 亿美元的 5 年期证券。与发行商业票据相比较而言,资产支撑证券期限较长,不需要连续发行,并且它的融资成本低于通过商业票据发行的成本。

(二) 交易流程

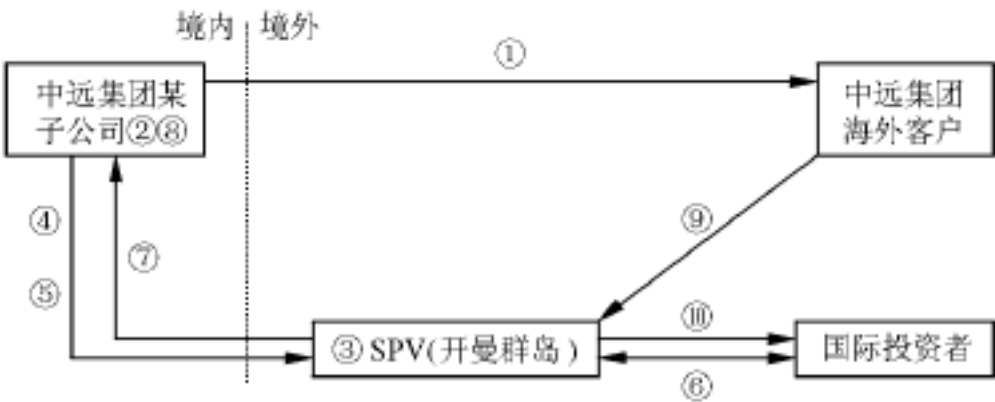


图 24.2 交易流程图

- 1. 中远集团某子公司将在未来几年向客户提供远洋运输服务。
- 2. 由大通银行担任中远集团下属公司的投资顾问,根据中远集团某子公司前几年的运营情况进行分析,以未来的运费收入构建基础资产池,并建立相应的协议与文本。
- 3. 在开曼群岛设立一特殊目的机构,该机构为独立法人,享受开曼群岛的免税待遇,除履行该证券化交易中的职责外没有其他任何业务。
- 4. 中远集团子公司将未来运输收入出售给 SPV。
- 5. 中远集团为 SPV 发行资产支撑证券提供担保。
- 6. SPV 在美国资本市场私募发行资产支撑证券;发行证券的收入转入到 SPV 在受托人(商业银行)处设立的 CACSO 账户上。
- 7. 发行证券的收入通过商业银行 CACSO 账户转入到中远集团某子公司账

户上。

8. 中远集团子公司向投资顾问和律师支付承销费和律师费。

9. 中远集团客户按协议和合同向 SPV 的 CACSO 账户支付运输费用。

10. SPV 通过 CACSO 账户向投资者支付证券的本金和利息。

在上述案例中,由于融资方作为基础资产的应收款来自国外客户,因此交易中没有涉及到货币风险。实际上,由于我国还没有实现完全的人民币可兑换,如果直接将国内资产尤其是国内人民币资产进行跨国证券化,会遇到国家金融监管部门的阻碍,因此这些资产的跨国证券化目前难度还很大。但毫无疑问,以境外外币资产为支撑进行证券化交易在现实中更具有可操作性,可以作为我国推广证券化融资方式的突破途径之一。

第五篇

中国拓展信贷资产证券化 的突破模式

第二十五章 既有实践的分析及突破模式的选择

20 世纪 70 年代始于美国的资产证券化极大地改变了西方发达国家的资本市场及人们融资的观念。从某种意义上说,证券化已经成为全球金融发展的潮流之一。相对而言,我国的资产证券化起步比较晚,到目前为止,仅进行过一些资产证券化方面的个案实践。尽管这些案例还不完全具备资产证券化的特点,但我们从中大致可以看出近十多年中国资产证券化的发展轨迹。

第一节 个案介绍及分析

一、三亚地产投资券的案例

(一) 案例简介

20 世纪 90 年代初我国沿海各地出现开发区房地产热,使海南省的房地产急剧增值。如何进一步加速三亚的开发,实现地产的增值,成为海南省政府当时关注的问题之一。1992 年,三亚市开发建设总公司发行了三亚地产投资券,以投资券的形式,通过预售地产开发后的销售权益,集资开发三亚地产。

三亚地产投资券以三亚市丹州小区 800 亩土地为发行标的物,所筹资金用于该片土地的规划设计、征地拆迁、土地平整、道路建设及供电、供水、排水等五通一平的开发。土地的每亩折价为 25 万元,其中 17 万为征地成本,5 万为开发费用,3 万为利润。这样发行的总金额为 2 亿元。市政府下属的三亚市开发建设总公司(也就是丹州小区的开发商,简称三亚开建)是该投资券的发行人,它对土地进行开发建设,负责按时保质完成施工,并承诺对因开发数量不足引致的损失负赔偿责任。投资管理人由海南汇通国际信托投资公司担任,在开发期间,它要负责控制向发行人支付发行收入的节奏,以确保与地产的开发节奏大体同步,

这里之所以将其称为“个案实践”,意在强调这些个案具有一定实践意义的同时,不可避免地存在其局限性。

对这个案例的详细介绍见《资产证券化理论及其在中国实践——对中国一个早期案例的研究》,何小锋,刘永强。

同时它还要监督三亚开建按规划设计标准及预定时间完成开发;在开发完成后,管理人要组织销售地产,并保证地产售价的公正性、合理性及竞争性。地产销售的方式分两种:若三年之内,年投资净收益率不低于 15%,则管理人代表投资人行使销售权;否则,则在三年之后由拍卖机构按当时市价拍卖。本次发行工作所聘请的顾问是中国管理科学院投资与市场研究所,它负责为投资券的发行提供可行的方案,其中何小锋教授为总顾问。三亚地产投资券于 1992 年 10 月 20 日至 10 月 31 日在三亚、海口两地向持有三亚市身份证的居民(含郊区居民)以及海南的法人团体发行,每张身份证限购一张投资券(面值 1000 元)。在 1993 年 3 月 13 日的上市公告书中公布的个人股为 1912.4 万股,占总发行额的 9.56%,其余皆为法人股。当时预计 1992 年 12 月动工开发丹州小区,1995 年 8 月 5 日前完成开发,清盘日期为 1995 年 11 月 10 日,清盘时一次兑付。开发后地产销售收入及相应的存款利息在扣除了管理费(按销售收入超出发行基价部分的 5% 计算)、应付税金、手续费、土地过户费以及地产销售或拍卖费(按投资券额的 13% 计算)之后,就是投资人的投资收益。

(二) 案例分析

从实质看,三亚地产投资券已经具备资产证券化“一个核心,三个基本原理”的本质特征。首先,三亚地产投资券是以未来的地产销售收入为支撑发行的,符合资产证券化过程中资产支撑证券以该项资产未来的现金流为基础的“一个核心”。其次,作为投资管理人的汇通国投承担了担保责任,降低了债券违约风险。除此之外,汇通国投还持有清盘前不得动用的 3000 万股法定冻结户,并控制着向三亚开建支付发行收入的节奏,这些措施提高了证券发行人——三亚开建的信用等级,起到了信用增级的作用。再次,尽管在三亚地产投资券案例中没有独立的 SPV,但汇通国投的担保措施实际上发挥着与破产隔离同样的功能。最后,投资券的基础资产是投资的地产收入,并且具有一定规模,通过发行债券,实现了现金流的重新分割与组合。这些措施都满足“资产重组”的原理。

从产品对象上讲,“三亚地产投资券”可以看做是实物资产房地产证券化。这类似于美国的房地产信托凭证(REMIC)。其交易结构如图 25.1 所示。

由于这次交易没有明确规定 SPV,“三亚开建”既是原始权益人也是交易发起人,它直接面对投资者,我们可以称之为载体型证券化。

从上面三亚的案例中,我们看到这也是一次不规范的证券化融资过程。首先,筹资过程中没有一个机构明确承担 SPV 的角色,以规范地实现地产的真实销售与破产隔离。其次,由于当时金融市场建设严重滞后,三亚地产券未经信用评级即面向市场发行,发行人与投资者对信用增级的认识不够。尽管这并没有影响到投资券的顺利发行,但从深层次讲,它间接影响了该证券后期二级市场的

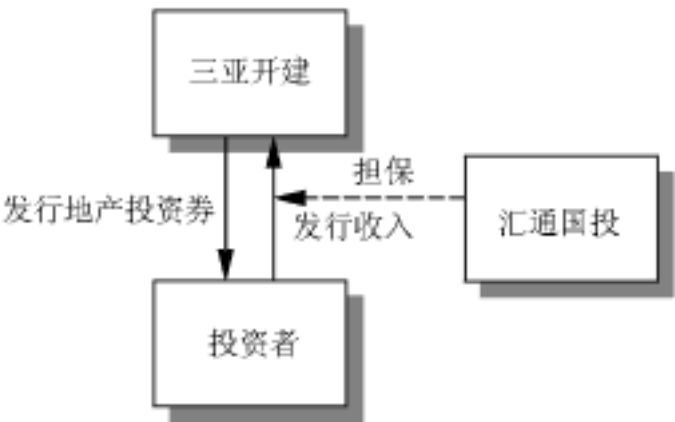


图 25 .1 三亚地产投资券的交易模式

价格以及收益的按时分配。第三,政府在这次证券化中起到了积极作用,营造了一个宽松的外部环境,没有政府这种非制度性支持,证券化的早期尝试不可能成功。但反过来讲,制度的不确定性也加大了我国推行资产证券化的难度。

二、基础设施收费证券化

基础设施是一国经济和社会发展的主要基础条件,它大致包括公路、铁路、航空等交通设施;通讯设施;市政设施(如供水、供电、和供气等设施)以及为国民经济和人民生活提供基本服务的设施。基础设施通常可以分为两类:第一类属于自然垄断行业,如电力、通讯、市政基础设施等。由于平均成本递减规律的作用,一定程度的垄断有利于提高效率、降低成本,因而政府通常采取严格的进入限制政策,除非获得特许经营权,一般私人部门很难进入;而第二类基础设施,如市政公路、排污设施、环保设施等,所提供的产品和服务具有非排他性和非竞争性两个特性,是典型的纯公共物品。对于纯公共品,人们无法制定恰当的价格也不存在收费的可能(或收费成本太高,使之成为不可能)。并且这些公共物品具有显著的外部正效应,任何私人部门都不愿进入该领域,因而只有采取政府公共生产的方式免费提供。因此,基础设施证券化针对的就是前面一类。

(一) 收费公路证券化案例

公路收费证券化是一种典型的基础设施证券化,是以项目所属资产收费权为支撑的证券化融资方式。我国自 20 世纪 80 年代初期开始收费公路建设,据中国收费公路网的不完全统计,截至 2000 年年底,中国大陆证券化的收费公路总里程为 11559 公里,独立桥隧 188828 米。收费公路证券化在我国大陆地区的 21 个省市自治区均有不同程度的分布,其中广东、江苏、安徽等省市是证券化程度最高的省份。

这里也包括广义的证券化的收费公路。这里的广义证券化包括一般意义的发行债券、股票。

1 . 珠海高速公路证券化。1996 年 8 月, 珠海市人民政府在开曼群岛注册了珠海市高速公路有限公司, 成功地根据美国证券法律的 144a 规则发行了资产担保债券。该债券的国内策划人为中国国际金融公司, 承销商为世界知名投资银行摩根斯坦利添惠公司。珠海高速公路有限公司以当地机动的管理费及外地过境机动车所缴纳的过路费作为支持, 发行了总额为 2 亿美元的债券, 所发行的债券通过内部信用增级的方法, 将其分为两部分: 其中一部分为年利率为 9 .125 % 的 10 年期优先级债券, 发行量为 8500 万美元; 另一部分为年利率为 11 .5% 的 12 年期的次级债券, 发行量为 11500 万美元。该债券发行的收益被用于广州到珠海的铁路及高速公路建设, 资金的筹资成本低于当时从商业银行贷款的成本。

2 . 广州——深圳——珠海高速公路证券化。广深珠高速公路的建设是和合控股有限公司与广东省交通厅合作的产物。为筹集广州—深圳高速公路的建设资金, 项目的发展商香港和合控股有限公司通过注册于开曼群岛的三角洲公路有限公司在英属维尔京群岛设立广深高速公路控股有限公司, 并由其在国际资本市场发行 6 亿美元的债券, 募集资金用于广州—深圳—珠海高速公路东段工程的建设。和合公司持有广深珠高速公路 50 % 的股权, 并最终持有广深珠高速公路东段 30 年的特许经营权直至 2027 年。在特许经营权结束时, 所有资产无条件地移交给广东省政府。

表 25 .1 是我国高速公路证券化融资的概况。

表 25 .1 我国其他高速公路项目融资的债券概况

DT 代码	SPV	债券 品种	息 率	到 期 日	筹 资 额 度	发 行 时 间	付 息 方 式
CATHAY	Cathay International	债券	13 .50 %	2008_4_15	\$ 350,000,000	1998_4_2	半年一次
GTBEIJ1	Great Beijing First Expressway	债券	9 .25 %	2004_6_15	\$ 100,000,000	1997_6_12	半年一次
GTBEIJ2	Great Beijing First Expressway	债券	9 .50 %	2007_6_15	\$ 188,000,000	1997_6_12	半年一次
GSSUP1	GS Superhighway	债券	9 .88 %	2004_8_15	\$ 198,000,000	1997_8_4	半年一次
GSSUP2	GS Superhighway	债券	10 .25 %	2007_8_15	\$ 389,900,000	1997_8_4	半年一次
TRAFF	Traffic Stream Infrastructure	债券	14 .25 %	2006_5_1	\$ 119,000,000	1998_4_24	半年一次
ZHAI1	Zhuhai Highway Co .	债券	9 .13 %	2006_7_1	\$ 85,000,000	1996_7_31	半年一次
ZHAI2	Zhuhai Highway Co .	债券	11 .50 %	2008_7_1	\$ 155,000,000	1996_6_30	半年一次

摘自:《收费公路证券化融资》,《资本市场杂志》2001 .5。

(二) 案例分析

我国公路收费权证券化的思路很清晰,即跨国资产证券化 ,其交易结构如图 25 .2 所示。

这种模式的优点有:

更确切地说,是境内本币资产的境外证券化。

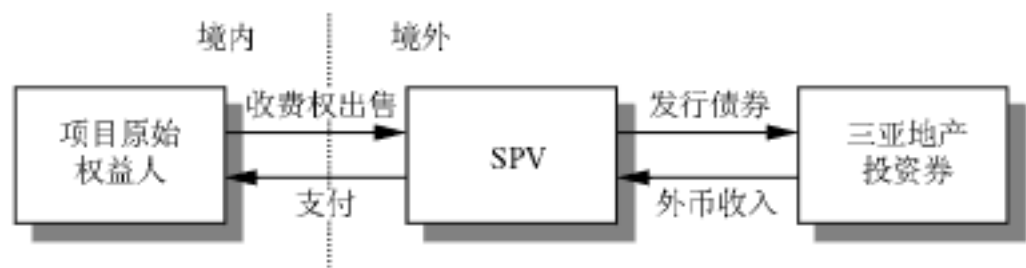


图 25 2 跨国资产证券化的交易机构

- 1 . 从证券化产品角度看:首先,基础设施收费的证券化符合资产证券化产品的要求,项目未来的现金流比较稳定可靠、容易计算,满足以未来可预见到的现金流为支撑发行证券的要求以及“资产重组”原理。其次,在这个交易机构中,原始权益人将项目的收益权转让给境外的 SPV,实现了证券化的关键一步——破产隔离。再次,以债券分档的方式实现内部信用增级,通过担保的方法实现外部信用增级;信用增级技术降低了国际资本市场的筹资成本。
- 2 . 从多种融资方式的比较看:收费公路的 ABS 融资与其他形式的项目融资相比具有很大的优势,首先它可以有效地克服借用国外贷款和吸收国外直接投资等传统引进外资所带来的外债压力与产业安全问题。其次,由于有信用增级的措施,当在资本市场大规模筹集增加时,成本可以降低。再次,收费公路 ABS 融资对已建成的和在建项目均适用,不受项目的局限,在收费公路 ABS 融资的过程中主权国政府始终保有项目的所有权。
- 3 . 从交易机构的地域分布看:首先,跨国资产证券化可以满足支撑债券发行国的法律要求,规避我国有关制度方面的不确定性,保证资产证券化的顺利完成。其次,在境外发行证券时面对的市场容量大,机构投资者也较多。
- 4 . 从融资角度讲:首先,收费公路的 ABS 融资与其他形式的项目融资相比具有很大的优势,它可以有效地克服借用国外贷款和吸收国外直接投资等传统引进外资所带来的外债压力与产业安全问题。其次,由于有信用增级的措施,当在资本市场大规模筹集增加时,成本可以降低。最后,收费公路 ABS 融资对已建成的和在建项目均适用,不受项目的局限;在收费公路 ABS 融资的整个过程中主权国政府始终保有项目的所有权。

三、贸易服务应收款证券化

进出口企业的应收款是跨国资产证券化的典型形式。应收款证券化是指以提供产品或服务所产生的应收款为支撑的证券化过程与技术,它是非实物资产证券化的一种。下面介绍两个应收款证券化的案例。

- 1 . 1997 年,中国远洋运输公司(COSCO)通过私募形式在美国发行了总额

为 3 亿美元的以其北美航运应收款为支撑的浮动利率票据。在这个案例中,原始权益人(中远分公司)、SPV、投资者均在境外,基本不涉及境内机构。

2. 2000 年 3 月 28 日,中国国际海运集装箱集团股份有限公司与荷兰银行在深圳签署了总金额为 8000 万美元的应收账款证券化的项目协议。在 3 年内,凡是中集集团发生的应收账款都可以出售给荷兰银行管理的资产收购公司,由该公司在国际商业票据市场多次公开发行商业票据——其总发行金额不超过 8000 万美元。在此期间,荷兰银行将发行票据的所得支付给中集集团,中集集团的债务人则将应付款交给约定的信托人,由该信托人履行收款人职责。而商业票据的投资者则可以获得高出伦敦同业拆借市场利息率 1% 的利息。此次中集集团应收账款资产评级获得穆迪、标准普尔在国际短期资金市场上的最高评级。

分析以上两个案例的交易结构如图 25.3 所示。

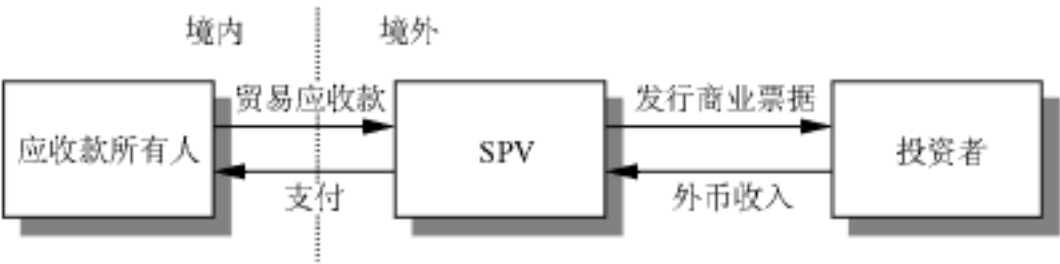


图 25.3 应收账款证券化的交易结构

对把进出口企业的应收款进行跨国证券化,其优点如下:首先,可以避免货币兑换风险。其次,证券化缩短了进出口企业应收款的回收期限,增加了企业的流动资金,促进企业扩大贸易规模,有利于增强进出口企业的竞争能力和发展对外贸易。最后,将外汇应收款证券化符合我国外汇管理的基本原则。因为应收款代表一种对境外消费者或中间商的求偿权(当这种应收款超过一定期限,就被视为对外债权)。因此,证券化产品以这种对外求偿权或债权为支持,不会额外增加外债负担。如果把这类资产“真实销售”给境外的特别目的载体(SPV),那么这种跨国资产证券化不会对我国国际收支平衡表产生任何影响。所以,无论是从基础资产的性质 还是从外汇管理的角度考虑,外币应收款都是跨国资产证券化优先考虑的对象。

我国规定为 180 天。

一般而言,贸易服务应收款具有现金流稳定、合约形势比较规范、历史记录完备、资产信用质量比较好的特点。

第二节 我国证券化的发展阶段

由上面的案例及分析中我们大致可以看出,我国资产证券化正处于孕育和突破的时期。如果说资产证券化独有的融资特点是证券化风靡世界的内在原因,那么金融市场、制度、技术完善与否则是证券化发展的外部原因和必要条件。下面我们把证券化得以推广和发展的内在原因与外部原因的结合程度作为依据,对我国证券化发展进行具体的分析。

从外部的推动因素看,我国资产证券化的发展已具备初步的条件。首先,资产证券化是随着金融体系的发展和演化而产生的金融工具。金融体系的发展大致经历了三个阶段:第一阶段是以间接融资方式为主的时期,这时银行成为积累储蓄和进行投资的主要渠道;第二阶段是广义证券化时期,通过直接融资,资本市场成为融通资金的主要渠道;第三阶段是直接融资方式的再深化,金融机构和其他资产所有者通过其资产的处理和交易,利用资产证券化融通资金。当然这三个阶段也能够并存于同一时期,其主要差异体现在该种融资方式是否能适应经济活动发展的趋势。按照这个标准判断,我国刚刚确立市场经济的目标体系,市场机制的不完善决定了融资方式以间接融资为主,商业银行作为资金中介、信用提供者仍居于主导地位。同时我国的直接融资发展迅速,在国民经济中的比重大幅上升,证券化已经具备一定基础。其次,我国金融市场正处于迅速发展、完善阶段,无论是法律制度还是行业规范都存在许多空白或漏洞,制度缺位既对资产证券化的发展构成制约,也为其实验、探索提供了机遇。以住房抵押贷款证券化为例,商业银行能否将贷款真实销售?能否以抵押贷款为支撑发行证券,进行表内证券化(或准表外证券化)?现实的制度法规没有作出回答。但随着住房抵押贷款证券化的实施,实践中的做法将会为今后的立法和银行或银行新业务的开展奠定基础。银证业务的适当交叉也不是不可能的。

从资产证券化发展的内部原因看,我国证券化虽初具雏形,但它更多的是作为其他融资方式的替代品,而不是金融市场的必需品,其自身融资特点没有凸现。我们可从发起人进行资产证券化的目的出发来分析证券化的融资特点。证券化最主要的目的当然是筹资,但在证券化的情形下,发起人在通过恰当地使用资产证券化所特有的交易构架实现筹资目的的同时也实现了其他目标,如把资产从资产负债表中移出,发起人获得低成本资金,扩大投资者范围,匹配资产与负债等。这些目标往往是发起人无法通过别的筹资交易机构廉价有效地加以实现的。要达到这些目标,应该把资产与发起人分离开。这是因为:首先,如果发起人实现真实销售,那么从会计方面考虑,就不难把这些资产移出表外,把风险较

小的业务从风险较大的业务中分离出来,以更低成本筹资。其次,在资产与发起人隔离后,以优质资产作支撑的债券会受到更大范围的投资者青睐。最后,这种隔离可把长期资产转化成流动性较强的资产,做到资产与负债的匹配。在我国资产真实销售尚未认可,信用增级、信用评级不完善、利率没有市场化,存在资本项目外汇管制的情况下,证券化融资的特点没有得到充分发挥。因此总体来看,交易双方进行证券化的动力不大。当然在一定条件下,这种状况也可能会改变。比如,银行体系中的住房抵押贷款不断增加,引发银行的流动性风险、信用风险、利率风险增大,对资产所有者银行来说,将资产证券化就是惟一的选择。

综合以上几方面,尽管我国目前证券化水平比较低,整体处于孕育和突破阶段,但我国资产证券化的大规模开展并非遥不可及。首先,我们可以发挥后发优势,通过模仿缩短与发达国家的差距。以定价技术为例,美国在相当长时间内,抵押贷款证券的定价都是在第12年提前还款的假设前提下进行定价,之后才借助提前还款模型来对抵押贷款进行定价的,出现了对提前还款期权的定价以及随之提出的期权调整价差法来更为精确地对住房抵押贷款证券定价。如果我们在此基础上开展证券化,这种技术演进的过程会大大缩短。对于制度而言,国与国之间差距很大,涉及因素众多,不能通过简单模仿解决问题,但如果政府从宏观整体目标出发权衡证券化的利弊后,积极推动制度变迁,就能最大限度地降低交易成本,同时避免盲目证券化的损失。其次,我国经济持续快速增长,发展潜力较大,资金需求旺盛,可证券化的基础资产庞大。如前所述,我国证券化资产主要集中在信贷资产、基础设施的收费权以及进出口公司的海外应收款上。一方面在我国这些资产都有较大规模。如在信贷资产中,住房抵押贷款在2000年底已达到3300多亿。此外,基础设施的收费资产也随着我国基础设施建设规模的扩大而增长。如果国家把资产证券化作为一种引入外资的方式加以规范,证券化融资在基础设施建设中必将显示出其独有的魅力。我国近年来的对外贸易规模不断扩大,出口总额居世界前十位,可证券化的海外应收款十分可观。另一方面这些资产的现金流相对稳定,也符合证券化的要求。

但同时也要看到我国证券化发展不平衡。这种不平衡表现在地域发展的不平衡,如沿海及经济发达城市可证券化的基础资产品种多,制度相对完善,金融市场较发达,而中西部地区直接开展证券化的时机尚不成熟;基础资产之间也存在发展不平衡,比如汽车贷款信用卡贷款受居民财富总量、消费习惯、信用制度的影响,发展较为缓慢,而住房抵押贷款却表现出强劲的增长态势。尽管我国证券化中会出现诸多不平衡,但由于基础资产数额较大,可先选择出较易证券化的资产率先进行实践。对实施证券化的地域,也可由国内金融中心向其他地区逐渐推进。

随着住房抵押贷款证券化的进行,大规模资产证券化的序幕已经拉开。也许在不久的将来,我们会迎来一个证券化时代。

第三节 中国拓展资产证券化突破模式的选择

中国究竟应选择什么方式作为资产证券化的突破模式呢?这个问题可以从多角度来看,但至少包括四方面的内容:证券化资产的选择、特别目的载体(SPV)的设立与选择、交易结构的构造、证券化产品的设计。突破模式就是以上几方面统一考虑到的最优选择。

一、基础资产的选择

从资产种类看,基础资产涉及到可证券化资产的各大类。如图 25 .4 所示。

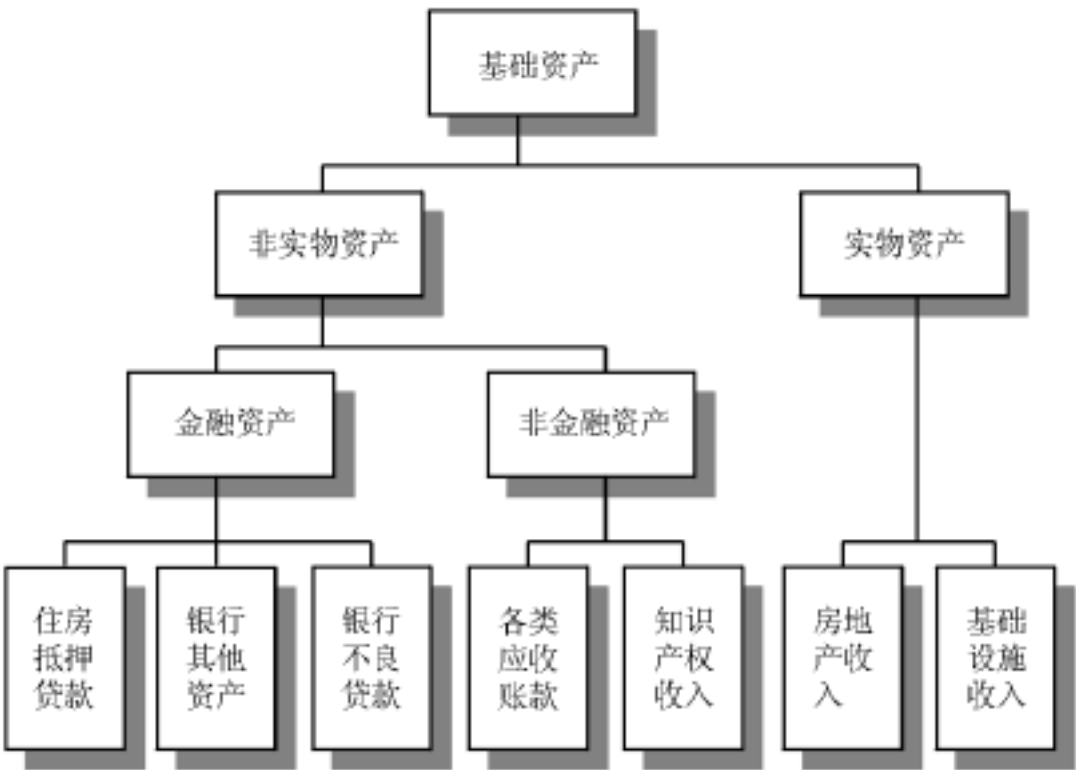


图 25 .4 证券化资产的选择

从基础资产的特性来看,各类资产不尽相同,其特征对比见表 25 .2。

本图是从实际运用的角度出发,为方便说明而进行的划分。

表 25 2 不同基础资产的证券化特征对比

	住房抵押贷款	基础设施收费权	贸易服务应收款	不良贷款
原始权益人	商业银行	基础设施收费机构	进出口企业	AMC、商业银行
债务人	国内居民	设施使用者	国外公司	各类法人
债务人信用状况	较好	现金支付 高	较好	差
现金流是否稳定	较稳定	较稳定	较稳定	不稳定
合约形式	标准化	现金支付 无合约	相对固定	不同质
历史记录	较完备	完备	完备	较差
规模	大	大	较大	较大
主要风险	早偿风险、利率风险	汇率风险	违约风险	违约风险
资产信用情况	好	好	好	较差

总的来说,较容易证券化的资产有以下几个特点:具有未来可预计的稳定现金流,持续低违约率,债务人比较分散,有良好历史记录,资产本身信用状况良好,规模较大,合约标准化。这些资产有:如住房抵押贷款、贸易服务应收款等。有些基础资产并不符合这些条件(如不良贷款),但通过强力信用增级等措施也可以使其证券化。更重要的是基础资产选择的不同、原始权益人的不同与交易机构相联系,比如说贸易服务应收款的证券化一般都是在原始权益人的表外进行、跨越国界的,而住房抵押贷款证券化中 SPV 的设立较为灵活,证券化过程一般都在境内进行。可以说,一个成功的资产证券化模式是基础资产与交易结构、经济环境、制度约束相统一的有机体,因为只有这样,证券化成本才能降到最低。

尽管国外证券化的理论与实践已经证明“只要是能产生现金流的资产就都可以被证券化”,但对于刚使用这种创新工具的发展中国家而言,还是存在一个对基础资产优先选择、排序的过程。将制度上较容易突破、质量良好的资产率先证券化,有利于证券化的迅速推广,并可降低其他资产证券化时的成本。在下面的论述中,我们将着重讨论不良贷款、住房抵押贷款、(对外)贸易服务应收款、基础设施收费权四种资产的证券化,但我国可证券化的资产并不仅限于此,事实上,中小企业贷款、房产收益权、各种交通工具的驾乘费也都能被证券化。

二、特别目的载体的设计与选择

1. 证券化从真实销售以及对原始权益人的影响来看,分为表内、表外、准表外证券化三种,在选择与设立 SPV 时首先要考虑的是进行何种证券化。表内证券化是指基础资产并不从发起人的资产负债表中剔除,尽管未来现金流的偿付仍来自相关资产,但由于没有实现破产隔离,投资者除对资产组合有优先追索权外,对这个发起机构也拥有追索权。当然,在发起人破产时,基础资产也可能被清偿。这种情况下对投资者的保护最小。表内证券化的优势在于交易环节少,不涉及“真实销售”、SPV 的法律地位以及税收、会计等制度,并使证券化的收益

留在发起人的资产负债表中,提高了微观主体证券化的积极性。准表外证券化指发起人设立独资或控股子公司,由子公司作为 SPV 向发起人购买基础资产。由于贷款的出售是真实销售,为破产隔离提供了基本保证。同时准表外证券化兼有表内证券化的优点:当子公司的资产负债表与母公司合并时,子公司的利润也会体现在合并报表中。但因为两公司是母子关系,在信用评级和债券发行时,会产生负面影响。表外证券化是由真正独立的 SPV 参与的标准证券化过程,原始权益人把资产真实销售给无关的第三方(SPV),由 SPV 以基础资产为支撑,在信用增级、信用评级的基础上发行资产支持证券。它的优点在于充分发挥资产证券化的独有优势,实现了其他融资方式无法达到的二级目标(如降低筹资成本、提高资本充足率,加强资产流动性、降低风险等)。但表外证券化要求参与各方密切合作,交易结构高效、低成本,相关法律、税收、会计制度完备。对我国而言,究竟选择哪种证券化方式取决于基础资产的性质、参与方的收益——成本分析以及外部制度环境。我们在已有案例中发现国内证券化的实践都没有独立的或明确的 SPV,而跨国资产证券化中 SPV 则成为每个交易的核心机构,并且都设在国外,这也间接反映我国目前缺乏表外证券化的制度条件,准表外或表内证券化是近期内更贴近实际的选择。

2. 从政府的参与程度讲,有政府信用型证券化和私人信用型证券化,那么设立独立的 SPV 是否应有政府的支持和参与呢?我们认为政府应根据基础资产性质及宏观经济目标有选择地参与证券化。比如住房抵押贷款证券化和不良贷款证券化关系到整个经济、金融体系,所以政府理应积极介入。此外,我国正处于证券化的孕育和突破阶段,市场机制不完善,社会信用制度基础较差,中介机构不能满足需要,相应的法律、税收制度还不完善,通过政府或政府性质企业的示范作用,可较大地降低交易成本,吸引非政府性质机构加入证券化领域。

3. 从 SPV 的组成结构看,有主信托结构、公司型 SPV 和合伙 SPV。

(1) 在我国信托并不是一个新鲜名词,大量的信托投资公司也在现实生活中存在,但却没有出现英美法和大陆法意义上真正的信托制度。我国信托业是作为融资手段恢复的,其业务范围和地位一直比较模糊,信托业从来就没有成为信托投资公司的主业,信托投资公司成了“金融百货公司”这种不规范的状态终于导致了信托业的混乱。为了防范和化解金融风险,中国人民银行于 1999 年初开始对信托业进行整顿。经过历时多年的酝酿,2001 年 4 月《中华人民共和国

信托法》终于出台。根据此法,信托有了明确的司法界定,信托机构也将逐渐规范。尽管信托立法时基于私人信托,根本没有考虑证券化中 SPV 的信托形式,但法律条文对此并不禁止。《信托法》第十五条认为信托财产不同于委托人财产,这样就可以认为是资产实现了隔离,委托人破产不会影响到受托财产。另外,值得注意的是英美国家规定信托财产事前可以不存在,所以证券化时需要真实销售,而我国规定信托财产必须是明确存在的,这方面与国际惯例不符。

总之,从理论上讲以信托方式设立 SPV 是可行的,但具体运行还有赖于今后的实践。

(2) SPV 还可以采取公司的形式。按照我国《公司法》的规定,设立的公司只能是有限责任公司和股份有限公司。在有限责任公司的形式下,无法回避双重征税,也不能设立一人公司(国有独资公司除外)。《公司法》对设立股份有限公司的要求较高,注册资本要达到 3000 万元人民币,并要遵守公共信息披露的要求,且设立手续繁杂,成本耗费巨大,审批程序复杂,从经济上考虑不适宜采用此方式设立 SPV。

(3) 此外,以有限合伙的形式设立 SPV 目前我国还没有法律依据。

4. 从我国 SPV 的具体构成讲,可由下列三方独立或共同组成:政府性质机构——如政策性银行、财政部、人民银行;政府背景的机构——如国有商业银行、资产管理公司、信托投资公司、证券公司;非政府性质机构——进出口公司等。

三、交易结构的选择

交易结构的选择是指证券化参与方根据基础资产情况、直接融资成本、法律税收等多种因素安排交易方式(如真实销售还是担保融资)的过程。尽管 SPV

下面简称《信托法》。

根据《信托法》第二条,信托是指委托人基于对受托人的信任,将其财产权委托给受托人,由受托人按委托人的意愿以自己的名义,为受益人的利益或者特定目的,进行管理或者处分的行为。

根据《信托法》第四条,受托人采取信托机构形式从事信托活动,其组织和管理由国务院制定具体办法。

第十五条 信托财产与委托人未设立信托的其他财产相区别。设立信托后,委托人死亡或者依法解散、被依法撤销、被宣告破产时,委托人是惟一受益人的,信托终止,信托财产作为其遗产或者清算财产;委托人不是惟一受益人的,信托存续,信托财产不作为其遗产或者清算财产;但作为共同受益人的委托人死亡或者依法解散、被依法撤销、被宣告破产时,其信托受益权作为其遗产或者清算财产。

在英美等国在架构证券化,形成信托关系前,证券化资产可以事先不存在,一旦需发行资产支撑证券可以把资产以销售方式转移给受托人,而我国规定信托关系成立的前提是存在信托资产。

有限责任公司,股东以其出资额为限对公司承担责任,公司其全部资产对公司的债务承担责任。

股份有限公司,其全部资本分为等额股份,股东以其所持股为限对公司承担责任,公司以其全部资产对公司的债务承担责任。

是整个交易架构的核心,但相同的 SPV 可以有不同的交易设计,即使在相同基础资产的情况下,也可能存在多种交易方式,这一点在跨国资产证券化中十分明显。比如,仅从交易种类上分,就有单宗销售与多宗销售证券化、单层销售与双层销售证券化、单一借款人证券化与循环型证券化。

交易结构的地域分布是指证券化设计者根据基础资产性质、投资者情况、制度约束将证券化各环节分布在不同国家,实现最低成本的设计。因此按交易结构的地域分布可以分为国内和跨国资产证券化。国内资产证券化指所有证券化参与人及交易环节均处于国内。跨国资产证券化的特征是由两个以上不同国家的参与人参加,其核心是在全球范围内寻找成本最小的资产证券化方式。跨国资产证券化往往表现出复杂的交易结构、法律法规、更高要求的风险控制、信用增级、信用评级、信息披露。如果以资产的币种作进一步的划分,可以有本币资产的证券化和外币资产的证券化两种。国内证券化的优点主要是节约交易成本,深化了市场。资产支撑证券在国内发行时,资产的转移和债券发行就没有预提税,不需外汇套期保值,从而可以节约大笔交易费用。同时资产证券化在国内推行,也有助于国内投资者对资产证券化的进一步了解,并能深化市场的风险意识,从长远看,有利于资产证券化的发展。但由于有些资产不易在国内证券化(如对外贸易、服务应收款)或者受国内资本市场发育、法律、税收、会计制度的影响,进行证券化的成本很高,所以也促进了跨国资产证券化的兴起。

四、证券化产品的设计

它包括品种选择、利率、期限、发行量、发行方式设计等多方面。

资产证券化的产品丰富多样,差异很大。在设计时一般遵循以下原则:要根据基础资产的特征来设计;要根据市场投资者对风险、收益、期限和流动性等偏好来设计多样化的产品,以最大限度满足投资者需要;要根据基础资产的质量来进行充分的信用增级,以保护投资者的利益。

从我国现有证券化的实践来看,产品主要表现为债券、应收款支撑票据。债券的结构比较简单,但都使用第三方担保及优先/次级债券分档技术。随着我国证券化的大规模开展,其产品种类、结构会日益复杂,其在证券市场中的地位将大大提高。

除了以上四方面外,我们还可以从法律的角度、政府主导的制度变迁角度、创新的角度来讨论中国资产证券化的突破模式。尽管我们可以从上面各点出发

横向地概括出我国证券化的模式,但我们还是以资产 作为划分突破模式的依据。这主要是因为:1.突破模式本身就是多种变量(如资产、制度、技术)作用下优化的结果,综合起来说明,符合逻辑顺序。2.从国内外证券化的实践来看,大规模资产证券化的开展也是从最初一、二种模式,几种产品开始的,以产品为区分进行论述,符合证券化孕育、发展时期的历史顺序。3.出于行文的方便及使读者易于理解。下面我们就从这个角度出发来总结、分析我国资产证券化的不同途径。

从 1995 年以来,国内理论界与实践部门对资产证券化的讨论越来越多,并逐渐深入到中国国情下,对不同基础资产支撑的具体运行模式进行探讨。在下面几章中,我们着重探讨了银行业不良贷款证券化、住房抵押贷款证券化以及跨国资产证券化。前两章是从证券化资产角度切入论述的,而第三章则是从证券化交易环节的地域分布出发来考虑的。这两种不同的考虑角度既有所侧重又密切联系。不良贷款和住房抵押贷款分别是国内证券化的突破口之一,但在一定情况下也可以跨越国境,面对国际资本市场的投资者发行资产支撑证券。跨国资产证券化虽然不是特指某类产品,但也涵盖了基础设施收费权、贸易服务应收款等资产;同时这些资产也不是跨国交易所特有的,在国内也可以将其直接证券化。总之,前两章与后一章的讨论各有所侧重,但可以看做是统一的。

在第三节中跨国资产证券化是论述对象,但它也包含了贸易服务应收款及基础设施收费权资产。

第二十六章 中国住房抵押贷款证券化的模式分析

住房抵押贷款证券化是指以住房抵押贷款为支撑发行证券,在资本市场进行融资的过程与技术。1968年,美国的政府国民抵押贷款协会(Ginnie Mae)首次在市场上推出一种叫做“抵押贷款证券”(mortgage backed securities, MBS)的金融工具。抵押贷款证券产生的基本过程,就是将抵押贷款组合为一个集合(pool),并以这个集合所产生的“现金流”(抵押贷款的还本付息)为基础发行证券。通过这一转换,期限长、流动性差的抵押贷款就被化为若干期限短、流动性强的证券。这一过程,被称为抵押贷款的“证券化”。抵押贷款证券最初只由美国三个政府创办的金融机构发行,后来,私人金融逐渐参与进来。

随着我国废除原有的实物分房制度,居民使用个人贷款购房迅速增加,对住房抵押贷款证券化的讨论也越来越多。据悉,中国建设银行和中国工商银行正积极筹备,准备在2001年底对住房抵押贷款进行证券化实践,中国人民银行正出台相关管理条例,MBS就要来到中国了。那么为什么要进行住房抵押贷款证券化的创新?我国的情况如何?我们应采取什么样的证券化模式?本章分三部分,第一部分讨论了住房抵押贷款证券化产生的微观动因,它对融资方式的变革、债券市场的影响及其在住房融体系中的重要地位。第二部分沿用第一部分的思路,考察了MBS在中国的情况。第三部分是对MBS在中国具体模式的探讨,包括对参与主体及交易机构,证券结构,及政府作用三方面内容。

第一节 住房抵押贷款证券化的创新与影响

住房抵押贷款证券化是金融领域分工创新的结果,它为商业银行、投资银

这三家机构是:联邦国民抵押贷款协会(Federal National Mortgage Association;简称FMNA或Fannie Mae)、联邦住房抵押贷款公司(Federal Home Loan Mortgage Corporation,简称FHLMC或Freddie Mac)、政府抵押贷款协会(Government National Mortgage Association,简称GNMA或Ginnie Mae)。最先参与资产证券化运作的是FHLMC,FHLMC的第一笔证券化业务是与所罗门兄弟公司合作,以永久储蓄协会的抵押贷款组合作为支持,面向全国发行证券。FNMA也于20世纪80年代初期开始购买抵押贷款并发行过手证券。GNMA是政府机构,它只将联邦住宅管理局(Federal Housing Administration,简称FHA)与退伍军人管理局(VA)担保的抵押贷款证券化。

行、保险公司、机构投资者和众多中介机构带来了专业化分工的递增收益,为金融市场创造了新的工具,带来了新的投融资观念。对消费者来说,可以获得更为宽松的购房资金支持。对国家而言,它是建立住房融资体系,实现福利分房向国家支持下的货币购房转变的关键步骤。下面我们就来对住房抵押贷款证券化带来的微观、宏观收益作一个一般分析。

一、微观主体的创新与收益—成本分析

住房抵押贷款证券化是一种典型的金融创新。从分工的角度理解这种创新固然可以:商业银行的优势在于信息的汇集、分析、管理,为各个不同客户提供服务。对投资者(资金所有者)而言,他们的禀赋在于资金,与银行相比他们可以提供比银行成本更低的资金。因此住房抵押贷款证券化使银行与投资者可以各自发挥比较优势,从而共同拓展了市场。此外担保机构、信用评级机构、证券承销交易机构、信托服务机构也参与到了这个过程中,原有的信贷资金运行链条被彻底分割。如图 26 .1 所示。

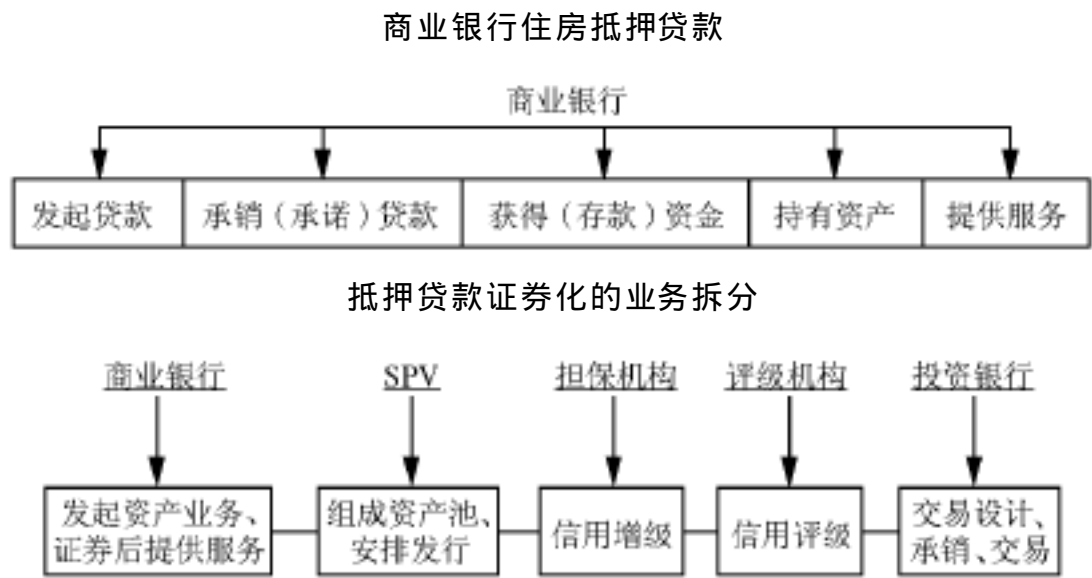


图 26 .1 住房抵押贷款业务分析图

但单纯以分工来解释 MBS 的产生并不能令人信服,因为最初抵押贷款是保留在银行内的,银行也可以作为资金供给方持有贷款,而不必将一部分收益让渡给投资者(资金所有者)。根据制度经济学的理论,只有专业化分工出售的递增收益大于分工引起交易成本的增加时,分工才可能实施。从另一个角度看,金融创新作为一种经济活动过程,贯穿始终的是经济主体追求利益最大化的原则,这

这里的收益指微观主体在创新中得到的利益,而不是一般会计意义上的收益,同样成本也泛指阻碍创新的因素。

是金融创新活动的内在动力。因此对 MBS 这种金融工具的产生应从创新的需求和供给两方面来进行分析。

MBS 创新的供给。MBS 的供给方指住房抵押贷款证券化的机构,它包括贷款出售银行及证券化发起人。任何创新都是供给者的创新,创新所遵循的依据是收益—成本分析(利益最大化原则)。国际清算银行根据金融中介功能的类型,将金融创新进行四种分类:风险转移(价格风险、信用风险转移),提高流动性,信用创造和权益增加。很显然,住房抵押贷款证券化体现了前面三项功能。

1. 源于价格风险转移的动力。价格风险主要指由于资产价格变动给资产持有者带来资产价值的负向波动的损失。住房抵押贷款是金融机构持有的长期资产,由于期限较长,资产的预期收益率受贷款期内利率和其他资产价格变化的影响很大。在 20 世纪 60 年代末,美国金融机构持有的住房抵押贷款多属于固定利率、等额分期偿还的贷款。由于利率不随市场利率变动,在市场利率上升时,金融机构所持有的抵押贷款资产价值下降;在市场利率下降时,借款者的融资成本降低,使金融机构面临早偿风险。因此,对于抵押贷款持有人而言,转移价格(利率)风险的动机非常强烈。尤其自 60 年代末以来,美国利率连续上升,70 年代末以后滞胀非常严重,利率波动剧烈,使抵押贷款面临高风险。为了转移风险,其中一种办法就是把利率风险向第三方转移。这种方法最早是由几个联邦住宅机构如 Fannie Mae、Freddie Mac、Ginnie Mae 等通过购买抵押贷款合同实现的。但利率风险却并没有消失,反而集中起来。在 Fannie Mae 的前 30 年历史中,它曾多次遇到过这种问题,并数次蒙受巨大损失。这不仅加重了政府预算的负担而且不利于抵押贷款市场的发展。

2. 源于规避信用风险转移的创新动力。是指借款者违约造成的债权的风险损失。同样是由于贷款期限长的原因,银行虽然是信用分析的行家,但对于长期限的贷款,谁又能做到事前完美的预测?何况经济环境会不断变化。此外由于美国三大政府机构参与担保,购买贷款,还可能会出现商业银行的道德风险。这些风险又如何转移?

3. 创造资产流动性的动力。商业银行、储贷机构 发放的住房抵押贷款是长期的,但存款往往期限较短,在资产负债表上表现出资产、负债使用期限上的不匹配。保持流动性的方法之一是实行浮动利率,这样就固定了存贷款利差,保

储贷机构(Saving and Loan Association,简称 S&L)产生于 19 世纪 30 年代,最初是一种带有慈善机构性质的封闭机构,主要的业务是接受会员的存款,并在机构范围内发放贷款。20 世纪 30 年代大萧条以后,储贷机构的业务被限定于发放住房抵押贷款方面。20 世纪 80 年代金融自由化后,储贷协会投机倾向逐渐加强,使用房产抵押贷款和垃圾债券等风险较大的投资成为协会的重要经营对象。由于美国市场的不景气及垃圾债券的破产,最终导致大量储贷协会破产。

证了流动性。但美国 30 年代来的《银行法》禁止金融机构以浮动利率贷款方式转移流动性和利率风险,并规定商业银行和储贷协会存款利率上限。20 世纪 70 年代美国利率上升,商业银行、储贷机构不能稳定资金来源,出现潜在清偿危机。几个主要联邦机构手中也有大量抵押贷款,它们也削弱了对商业银行、储贷机构的流动性支持。同时美国从前实行的是单一银行体制,不同地区之间也存在资金流动性问题。总之,在多种因素作用下,银行系统的流动性问题愈来愈突出。

4. 创造信用的动力。早期创造信用的动机与提高资产流动性是密不可分的。商业银行和储贷机构为追求资金使用的最优化,要求增加资产的流动性,加快资金周转。流动性增强了,银行盈利能力得到提高并且偿付更有保证,因此信用水平也会上升。在《巴塞尔协议》实行风险资本管理规则后,金融机构创造信用的动机有了新的含义。按照《协议》,银行资本对加权风险资产的比例应在 8% 以上。住房抵押贷款风险权重为 50%,与此相比,GNMA 发行的 MBS 住房抵押贷款证券的风险权重为 0, Freddie Mac 及 Fannie Mae 发行的 MBS 风险权重为 20%。风险权重的差异意味着采用 MBS 所要求的自有资金大大低于持有住房抵押贷款时的自有资金量,因此金融机构更倾向于持有 MBS。创造信用的动机促进了住房抵押贷款的发展。对于抵押贷款发起人而言,资产出售后,资产从资产负债表移出,释放了自有资本金,或将收入用来继续发起其他优质资产,提高资本收益率。

5. 产生创新的其他因素。除商业银行、储贷机构自身有创新需求外,金融体系中的其他机构也有参与创新的需要。(1) 担保保险等信用增级机构。担保保险机构在收取一定费用后向债权方提供履约保证,支持本金和利息的偿付。这些机构善于分析、承担风险,对金融工具中的风险有吸纳的需求,事实上,FMNA、GNMA、FHLMC 都有良好的业绩。(2) 信托机构,专门服务机构。信托机构是面向投资者的、担任资金管理和偿付职能的证券化中介机构。专门服务机构是指面向原始债务人(即借款人的),从事还款收集等相关活动的证券化中介机构。一般地,发起人会继续担任对抵押贷款提供服务的服务商。新的金融工具一旦被创造出来,他们就可以提供专业化的相关服务。

如果我们把微观金融主体的动力要求理解为生产新的金融工具的可得收益,那么创新中的制度安排、金融市场的基础设施则可以看做影响供给方成本的重要因素,收益体现着创新的动机,而成本代表阻碍创新的因素,它的大小决

在这里,我们没有把制度、经济环境作为独立于供给方、需求方的情况单独说明。这是因为经济主体做决策时必须考虑这些因素对成本——收益的影响(即作为经济主体决策函数的外生变量)。对供求双方分别做出这方面分析可能更有助于说明问题。

定创新能否成功及成功的难易。尽管微观金融主体有创新动力,但旧的制度安排使得创新成本增加,从而加大了创新的难度,妨碍了其的正常途径,有可能会引发一种次优选择的创新。20 世纪 60、70 年代的很多创新就是这样产生的。就 MBS 具体而言,由于半政府性机构的参与(GNMA)首次发行 MBS 工具,使这种制度安排的变动成为公共品,商业银行和其他抵押贷款所有者迅速模仿,MBS 的创新被广泛使用,下面就谈谈这种制度安排的变化。在美国房地产抵押贷款证券化中,政府起到了极其突出的作用。可以说,没有政府的制度支持,就没有美国房地产抵押贷款证券化的高度发展。政府的作用主要体现在以下几方面:(1) 政府设立机构参与保证、保险并构建二级抵押贷款市场。20 世纪 30 年代大危机后,美国国会通过立法成立数家为抵押贷款提供资金和保险的机构,包括 FHA(联邦住宅管理局)、FHA 同 VA(退伍军人管理局)为抵押贷款提供保险,Fannie Mae 负责购买 FHA 和 VA 保险的抵押贷款,Freddie Mac 则向储蓄贷款协会提供资金。FHA 和 VA 的承保条件促成了抵押贷款合同标准化,降低了贷款风险,促进了一级市场的规范,使 MBS 资产的组成更为统一。这些机构的参与,构建了二级抵押市场的雏形。(2) 政府性质的抵押贷款机构直接参与 MBS 创造,降低了其他进入者的成本。1968 年,Ginnie Mae 担保发行了第一批过手证券,1983 年,Freddie Mac 发放了第一笔 CMO,为金融机构住房抵押贷款的证券化提供了范例。(3) 法律制度安排。在 MBS 的发展中,政府从法律制度上修改了部分条文,从而承认了金融创新的部分内容,促成了金融自由化的发展。比如 1984 年,国会通过了“二级抵押贷款市场增补法案”,该法案为其所定义的“与抵押有关的证券”提供法律上的便利,联邦证券委员会(SEC)据此规定此“与抵押有关的证券”可以通过“上架注册”方式登记为公开出售证券。这一规则的实施,简化了 SEC 的审查程序,降低了抵押贷款发行成本。1986 美国在《税收改革法》中确立了一种新的载体——不动产抵押贷款投资载体(REMIC),REMIC 状态使发行者能够向投资者发行多档债券,促进了私人机构与政府机构之间的公平竞争,为不动产抵押贷款证券化和 SPV 的设立提供了充分的灵活性。1993 年,美国国会又批准了一种新的资产证券化载体——金融资产证券化投资信托(FASIT),FASIT 也同样避免了双重税收,并适用于所有证券化载体。这一法令推动了证券化的全面发展。

金融市场的基础设施也可以看做影响供给 MBS 的成本因素之一。金融市场基础设施的健全与否在某种程度上会影响金融创新的难易。自二战以后,美国就有世界上最发达的金融中心。各类市场中介完备,交易通讯设备先进,金融理论与实践成果也很丰富,这些为 MBS 的产生提供了基本条件。但 MBS 的发展也有一过程,比如在 70 年代以前,并没有形成专门的 MBS 评级体系,保险机

构也没有这类业务,各类中介在 MBS 流程中也没有完全磨合。在债券种类方面,最初是简单的“过手”债券,直到 1983 年才出现复杂的 CMO 债券品种。又比如,在相当长时间内,抵押贷款证券的定价都是在第 12 年提前还款的假设前提下进行定价,之后才借助提前还款模型来对抵押贷款进行定价的,出现了提前还款期权的定价以及随之提出的期权调整价差法(option adjusted spread technology)来更为精确地对住房抵押贷款证券定价。金融市场的基础设施不是产生金融工具的动因,但会影响创新的成本。对模仿国而言,完全可以通过学习而少付学费,减小这方面的成本。

需求方的分析。根据资产需求理论,不同投资者对资产风险、流动性和收益的偏好是不同的。养老金、保险基金的资金来源稳定,期限较长,因此它们愿意持有高收益、长期限的投资。货币市场共同基金则要求高流动性、安全性的投资工具。不同机构对资本市场工具的流动性、盈利性等方面偏好的差异,导致了多样化的资产需求。各类大型投资者的出现则为新的金融工具的出现创造了条件。

微观经济主体在自身利益的驱动下,通过需求与供给的共同作用,创造出了住房抵押贷款证券。

二、提供新的融资方式,丰富债券市场

在资产证券化产生以前,经济主体的融资方式为发行股票、债券或向金融机构借款。这些融资方式必须以融资方的资信为基础,虽然有些债券、贷款采取担保方式,但最终偿付还是与发起人相联系。而资产证券化实现真实销售,破产隔离后,融资方筹资完全不依赖于自身资信,只取决于资产预期的现金流,使金融市场资金的配置更为准确、合理。此外对原始权益而言,这种融资还避免了外部人对公司的控制或公司高负债的资本结构。商业银行进行资产证券化业务,经过各种信用增级,MBS 通常可以得到比发行人高的信用等级。较高的信用等级则使得融资成本降低。

在资产证券化比较发达的国家,MBS 是债券市场的优良品种。目前美国住房抵押贷款证券(MBS)的余额为 3 万亿美元左右,是债券市场最大的组成部分。1999 年底 MBS 占债券市场份额的 36%。

首先,MBS 的信用等级仅次于美国政府国库券,享有“银边债券”的美誉,所以 MBS 的风险通常很小。其次,MBS 的收益和流动性都相对较高。再次,MBS 的期限品种比较丰富,可以满足不同投资者的不同需求。MBS 的投资者有三类:(1) 保险公司、养老基金社会保障基金。这些机构的负债期限比较长,购买 MBS 等长期债券能够使资产与负债匹配。此外持有的 MBS 的风险权重比较

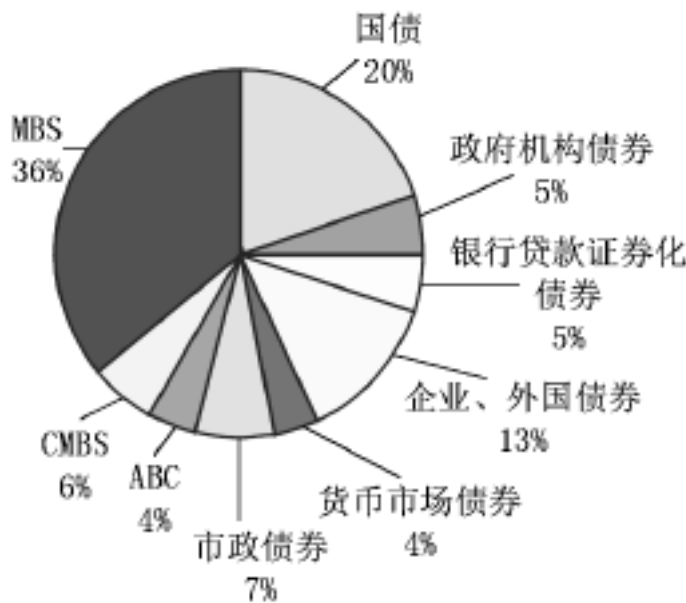


图 26 2 债券市场的构成

资料来源:转自 CICC, 固定收益证券:中国 MBS 来源:摩根斯坦利添惠

低,机构投资者可以扩大投资规模,提高资本收益率。(2)对银行而言,MBS 是风险管理的工具。MBS 具有流动性好的特点,可以提高银行资产的流动性,另一方面则可解决“短存长贷”等期限结构不匹配问题。MBS 具有地域分散的特点,也降低了银行持有风险。(3)一般投资者。指以多种方式持有 MBS 的各类投资者。由于 MBS 的收益率、信用等级和流动性都介于国债和企业债券之间,所以它不是其他投资品的替代品,相反,它能够丰富债券市场的投资品种,改善投资者的投资组合,降低投资组合的整体风险同时提高该投资组合收益。

三、MBS 有利于发展住房融资体系,提高居民生活水平,带动国民经济发展

美国是当今世界上比较好地解决了居民住房问题的大国之一,据统计 1991 年,美国 2.5 亿人口的人均住房面积为 59 平方米,基本实现了一人一房的水平;自有住房率 66%,居世界之首。美国政府把“为美国公民提供体面的住房”作为基本国策,通过了一系列住房法规,并采取各种政策措施推动住房产业发展。在这当中,建立高度发达的住房融资体系,对美国住房业的发展起了关键作用。尽管美国信奉自由竞争的市场经济,政府极少直接干预经济的运行,但住房融资却是一个例外,堪称“市场机制与政府干预相结合”的一个范例。美国居民购房资金的 80% 以上得自金融机构贷款,与广大居民直接打交道的金融机构都是私人的,贷款利率也由市场决定。政府在保证市场机制在资源配置层次上能正常

《美国住宅融资制度及其对中国的启示》,《金融研究》,李扬,1994。

发挥作用的前提下,一方面,为居民住房贷款提供保险或担保,为其贷款利息支出提供免税待遇及其他优惠,以保证让绝大多数居民都能得到住房贷款,并能负担贷款利息;另一方面则发起或直接出资建立若干规模巨大的全国性抵押贷款金融机构,为抵押贷款提供二级市场和政府的最后支持。这些金融机构的作用,相当于“联邦存款保险公司”。政府的参与使住房抵押贷款标准化、证券化,降低了融资成本,分散了贷款持有者风险,而且直接或间接地鼓励了居民低成本购房;与一般证券化相比,还部分地消除了证券化可能引发的系统性的金融危机。

我们知道住房融资包括两方面:对住房的生产者——房地产商的融资以及对住房的消费者——广大居民户或居民集体的融资。在美国,住房融资主要是针对居民或居民集体。在这方面,提供住房贷款的机构较多,金融工具也丰富多彩,政府亦给予很大的关注;而对房地产商的融资,则与一般的工商贷款区别不大。将融资重点置于住房的消费者,是市场经济下的自然选择,这种融资方向有什么优点呢?其一,它体现了居民户必须依靠自己的能力来购房或租房的要求。其二,只要居民户有了足够的资金来购买住房,房地产商的投资资金自不必担心来源。其三,购买住房是个人一生总体消费的重要组成部分,根据生命周期或预期收入理论,居民购房是总体财富或总预期收入的函数,住房抵押贷款帮助人们实现了最优决策,提高了社会福利水平。对房地产商的融资完全取决于居民情况,否则只能造成盲目投资,资源浪费。其四,住房供求双方直接见面,形成的住房价格也易合理。所以,以居民户为中心构造住房融资体系,既能使住房投资资金进入良性循环,也有利于住房市场实现合理均衡。

住房抵押贷款证券化(MBS)在住房融资中地位怎样呢?从各国的经验看,

证券化发展为什么会引起系统性的金融危机呢?一种认识是系统缺口理论:由于人们认识新的金融工具的时间有限,对各种证券可能蕴藏的风险往往缺乏足够的认识,在激烈竞争、专业化分工以及金融机构只负责整个金融过程一部分等现实情况的制约下,每一参与证券化的金融机构为取得竞争优势,往往采取低定价策略,但当所有环节的低定价汇总后,作为整体的金融机构用于支付资金成本、经营管理和坏账损失的风险暴露回报(return on exposure)将大大低于市场所要求的水平,实际的风险暴露回报与市场要求的风险暴露回报之间的差额就是“系统缺口”。随着缺口的扩大,金融风险会逐渐增加,当达到一个临界点时,就会引发危机。另一种认识是市场的系统灾难性近视假说:在金融市场中占有一定地位的金融机构,具有低估甚至忽略那些可能带来重大损失但发生概率极小的概率事件,这种行为称为“灾难性近视”。对盈利的追求、同业的激烈竞争以及相信政府在自己危难时必伸援助之手的道德风险助长了银行的灾难性近视,从而在定价时忽略小概率的重大损失,没有给自己留出应付这种灾难性事件发生的补偿资金。由于认识不足造成的系统风险是一种泡沫状的系统风险,所以在完全理性预期的前提下它是可以消除的。灾难性近视是一种典型的非理性行为,这种风险是一种气球状风险,在气球破裂之前,往往很难察觉。而政府性质的机构往往可以通过担保、保险、购买贷款、发行MBS等多种方式来影响抵押贷款证券化市场风险的累计,达到自己设定的政策目标。

MBS 是住房抵押贷款大规模发展的一个自然结果和要求。但是否必须等到住房抵押贷款一级市场发展 to 一定阶段再开展证券化的实践呢?其实并不一定。我国近两年的住房抵押贷款增长较快,截止 2000 年底,四大国有银行个人住房抵押贷款余额为 3000 亿元,分别为 1998、1999 年的 4 倍、2.4 倍,此类贷款余额占总贷款余额比例为 4%—5%,与国际水平相比仍然较低。但粗略估计我国今后住房贷款余额年增近 2500 亿,就绝对量而言,不算很小。此外,开展证券化,可以分步实施,短期内,做好基础工作,把住房抵押贷款标准化、组建资产池,发行简单的信用债券、担保债券或进行表内证券化,而长期的目标则是建立独立的 SPV,实现表外的证券化。

综上所述,住房融资体系的建立有助于住房产业的健康发展。而建筑业历来是工业化经济发展的支柱产业。以美国为例,自二战以来,美国的建筑业(住房建筑产值占其总产值的 55% 以上)曾长期与汽车制造和钢铁工业并驾齐驱,构成经济发展的“三大支柱”之一。据有关部门调查分析,住房的生产、消费、流通直接对几百大类、几万个品种的产品提出要求,与近百个部门的经济活动关系密切。根据世界银行模型和国家计委研究的测算来推算:每 1 亿元的住房抵押贷款证券化将能带动 5 亿元以上的国内需求。

第二节 我国住房抵押贷款证券化的发展

上节住房抵押贷款证券化的一般分析主要是以美国为考察对象,具体到我们国家特定的金融体系及经济发展阶段,一般规律会呈现出一些不同的特点。

一、微观主体的创新及收益—成本分析

这几年住房抵押贷款在我国发展迅速,但就整个银行体系(MBS 的供给方)来看,存在 MBS 创新动力不足的问题:

1. 面临价格风险的创新动力。在我国基本不存在住房抵押贷款的价格风险,因为根据我国“个人住房抵押贷款管理办法”第四章第 14 条规定:“(个人住房贷款)期限在 1 年以上的,遇到法定利率调整,于下年开始,按相应利率档次执行新的利率规定。”因此在现阶段我国住房抵押贷款均属于可变利率的抵押贷款,不存在固定利率抵押贷款方式。银行将其面临的利率(价格)风险完全转移给消费者,固然减少了自身的风险负担,但这种简单的做法弊大于利。因为对一般居民而言,其承担风险的能力是相对较小的,他们往往更加倾向于规避风险,

而不愿承担过多的利率风险。这样,只实行单一类型的浮动利率的抵押贷款时,希望规避风险的购买者就找不到令自己满意的住房抵押贷款方式,从而间接加剧了住房市场有效需求的不足。而银行及其他金融机构的特点之一就是善于分析风险、掌握大量金融衍生工具(如市场期货、利率互换等)来分散风险。如果反向把风险推给贷款者,将不利于业务的扩大,从而也会间接对 MBS 产生负面影响。从国外的经验看,MBS 的最初发展也是固定收益,即使现在其所占的市场份额也最大。因此为扩大住房抵押贷款一级市场,组建合适的基础资产池,我国应实行住房抵押贷款利率的多元化,即固定利率与可变利率两种贷款方式并举。

2. 面临的信用风险。一方面,与其他类型的银行贷款相比,住房抵押贷款质量最好。据占住房贷款市场份额 85% 以上的中国工商银行和中国建设银行统计,目前个人住房抵押贷款的不良率约为 2%,违约率在 1% 以下,贷款付息率在 98% 以上。另一方面,住房抵押贷款的总额相对不大,积累的信用风险不足以严重影响银行的系统风险。到 2000 年底,住房抵押贷款余额在贷款总额中约占 4%—5%,占 GDP 比重约为 3.3%。因此,即使出现经济波动,这类贷款对银行的威胁也不大。

3. 流动性创造的动力。我国银行系统的住房抵押贷款流动性问题并不尖锐,因为尽管住房抵押贷款期限较长,但由于在总贷款余额中所占比重很低,存短贷长的问题不突出;现在实行住房抵押贷款浮动利率,风险已转嫁给消费者;即使个别地区出现流动性要求,也可以通过总行的资金统一调度得到满足。此外,抵押贷款业务在不同地区和银行之间也存在发展不平衡的问题。深圳、上海、北京明显领先于全国。在四大国有商业银行中建设银行和工商银行占据绝对优势,其贷款量都超过 1000 亿。

这也说明,在全国范围内大规模开展证券化的时机还不成熟,MBS 还处于孕育和突破的阶段。

4. 信用创造的需求。银行进行 MBS 信用创新的主要目的是将资产出售,把表内资产转化为表外资产,改善资本充足率,调整资产、利率、收益结构。对我国银行而言,抵押贷款比重过低,即使实现真实销售,对资本充足率提高的作用也微乎其微。更重要的是,实现住房抵押贷款证券化,银行将把存贷款利差的一

如果对固定利率的抵押贷款实行证券化,不仅可以把一级市场风险转向二级市场的众多投资者,而且间接扩大了一级市场的容量。

美国从 20 世纪 30 年代到 70 年代期间流行固定利率(同时也是固定还款)的抵押贷款方式,在 70 年代后期储贷协会发生危机后,可变利率的抵押贷款方式逐渐占据市场上的主导地位。80 年代后,随着利率的稳定与回落,固定利率抵押贷款因其计算方便、借款人不必承担利率风险而重新得到市场欢迎。

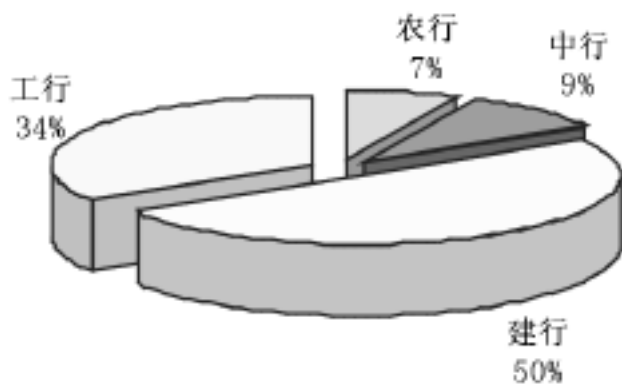


图 26.3 中国国有商业银行住房抵押贷款市场份额(2000)

资料来源：CICC 研究部，转引自其报告。

部分让渡给 SPV,加上证券化过程中的成本,最终银行收益可能小于非证券化时收益。

5. 产生创新动力的其他因素:担保、保险等信用增级机构和信用评级机构。我国住房抵押贷款担保、保险不发达在一定程度上制约了 MBS 的启动。在一级市场上居民购房都以个人或单位作为担保方,其信用等级较低,在实际处理中关系复杂、模糊,难以真正起到担保作用。在二级市场上,政府没有相应鼓励住房抵押贷款转让的担保措施。除广东、上海有专门担保、保险机构介入住房抵押贷款业务外,其他各地都没有专门机构提供此类服务。我们认为政府性质的机构应该以担保为突破口介入住房抵押贷款证券化,同时鼓励其他以盈利为目的的机构参与二级抵押贷款市场的担保与保险。评级机构的主要问题有:各机构的评估原则不统一,评级所依据的定性、定量指标不统一,缺乏横向比较的基础;评级结果的等级含义设置不规范,等级认定标志五花八门;不正当竞争问题严重、评级秩序比较混乱。但信用评级的滞后并不一定会阻碍 MBS 的开展。我们认为可以由国家金融管理当局(与评级机构协商)制定专门的 MBS 评级标准体系,从一开始就树立起市场评级的权威,而中长期的发展目标则是将 MBS 的评级标准纳入到整个信用评级系统。

综上所述,微观主体的创新动力不足严重影响了 MBS 的开展,这也是我国对 MBS 讨论多,而银行却迟迟不动的原因。但这也不等于银行完全没有兴趣实施住房抵押贷款证券化。首先,MBS 是住房抵押贷款发展到一定阶段的必然趋势。即使现阶段没有证券化的紧迫性,但银行开始这方面的实践也是必要的。以中国工商银行为例,按目前住房抵押贷款增长速度(年均约 1000 亿),5 年内将达到 5000 亿。就全国而言,年增长在 2500 亿左右,未来 3—4 年贷款余额将

具体论述见后文。

增至 1 万亿, 如果以 10% 的证券化率计算, 每年证券化的资产也有 250 亿。其次, 在一定制度安排、交易结构设计、经济环境下, 银行会产生这方面的需求。比如: 实行表内(或者准表外)的证券化, 使相关证券化的收益完全留在银行体系中; 国家支持 MBS 的发展, 相关证券化的成本较低; 抵押贷款数额继续急剧增加, 存贷款利差扩大化等。再次, MBS 可以为其他银行资产证券化提供经验。比如, 在我国许多工商业贷款也是中长期性质的, 它们是否能证券化在很大程度上取决于 MBS 的实践。

以上是影响我国 MBS 供给方创新的收益因素, 影响成本的因素主要有以下两方面。

首先是 MBS 的制度安排。具体来讲这涉及到法律制度、税收制度、会计制度、银行与资本市场等多方面的关系。适当的制度安排能极大地降低 MBS 的成本, 我们认为政府应该积极介入住房抵押贷款的证券化, 推动 MBS 的创新。这是因为:

1. 政府在制度变迁中具有强制力优势。住房抵押贷款市场是一个特殊而复杂的市场, 其中有大量的中介机构参与, 市场关系错综复杂, 必然要对传统的制度安排进行突破。如果让市场自发演进, 最终形成合理制度的时间会相当长, 成本也会非常大。政府主动参与制度安排的创新, 减少了社会成本, 增强了金融体系的稳定性。当然在市场经济的条件下, 这种安排必须在尊重市场配置资源的原则下进行。

2. 政府有参与证券化的必要。我国处于工业化加速时期, 住房业是国民经济发展的支柱产业之一, 并且直接关系到人民生活水平的提高。从目前情况看, 政府对居民购房、抵押贷款证券化的支持不够, 这成为 MBS 发展的一个瓶颈。金融管理部门正采取措施为 MBS 的发展创造条件, 比如中国人民银行重新制定了《个人住房抵押贷款管理办法》; 中国建设银行、中国工商银行住房抵押贷款证券化方案正在审批之中。可以预见, 制度安排所造成的成本会逐渐下降, 商业银行有实施证券化的可能。

其次, 金融市场的基础设施是影响成本的另一个因素。我国金融市场相对落后, 表现在现有中介服务机构、信托服务公司、评级机构、个人信用制度不能适应 MBS 需要; 现代商业银行尚未完全确立, 市场金融体制不完善; 专业化投资银行机制与金融担保机制欠缺, 风险管理水平不高; 金融工具创新的激励乏力, 金融深化的层次不高; 金融法律、金融会计等金融咨询服务质量不高。债券市场缺乏长期国债, 并且二级市场的流动性差; 对 MBS 定价缺乏相关的历史数据, 没有建立适合我国市场特点的定价模型; 利率还没有市场化。金融基础设施的落后, 加大了 MBS 创新的成本。

投资者。从现实情况来看, MBS 的机构投资者不多, 似乎不能满足证券化的需要。这一方面是由于我国有关法规禁止一些机构投资者的证券投资, 比如保险基金, 商业银行目前不能购买这类证券。另一方面, 机构投资者自身还不具备参与 MBS 的能力和要求, 如养老基金。但仔细分析, MBS 不乏潜在的投资者。首先, 由于发行的 MBS 是优良债券, 有利于金融机构降低风险, 获取收益, 金融监管当局完全有可能放松管制, 允许保险基金、商业银行等机构持有这样的资产。从金融深化的角度看, 我国机构投资者参与 MBS 是一种趋势。比如从这两年开始, 保险资金已经初步参与股票市场。其次, 我国有大量的中小投资者, 但投资渠道单一, 他们完全可以通过投资基金、信托方式参与 MBS 投资。第三, 我国住房抵押贷款总量不大, 机构投资者与 MBS 市场可以做到互动发展, 加上 MBS 的收益率、信用等级和流动性都介于国债和企业债券之间, 可以扩展债券市场空间, 满足不同投资者的需求, 因此发行 MBS 不存在需求不足的问题。

二、MBS 有利于债券市场的发展和居民融资体系的建立

在前面的论述中我们已讲到 MBS 作为优良的投资品种, 其收益率、信用等级、流动性居于国债和企业债券之间, 能够丰富债券市场的投资品种, 改善投资者的投资组合, 因此, 如果金融监管局放宽投资者的范围, MBS 肯定会成为市场受欢迎的债券。

现在, 我国住房融资体系还不完善, 国家对居民住房抵押贷款的支持主要体现在公积金贷款上。住房公积金作为我国房改的一项重要政策, 对促进我国由福利分房向货币分房的政策性转变, 起了重要的作用, 其运作机制适宜于作为一种行政强制性的、计划性的、非市场化的社会保障机制中政策性住房金融的主导体制。但也正是由于公积金的强制性特点和中国各地经济发展的不平衡、经济成分的复杂性, 使得它作为一种商业性的住房融资手段, 并不能解决我国社会各阶层和经济群体的住房问题。因此引导和鼓励商业银行从事个人抵押贷款业务, 在证券化过程中把商业银行的居民住房抵押贷款和作为住房公积金中心的公积金贷款统一考虑, 这样可以减轻政府对住房补贴的财政压力, 促进公积金制度的发展, 并可为最终建立政策支持的、以市场为导向的住房融资体系打下基础。

政府在支持 MBS 方式上以担保、保险为主, 这样不仅有利于提高担保水平, 扩大贷款投放量, 而且有利于一级市场的贷款标准化、二级市场的贷款流动性增强, 从而为 MBS 创造良好条件。

第三节 我国住房抵押贷款证券化的模式

一、住房抵押贷款证券化的主体设计

住房抵押贷款证券化的参与主体很多,有借款人、商业银行(住房公积金管理中心)、特别目的载体(SPV)、投资者、担保保险机构、监管机构及中介机构。下面我们就来对其可能的设计作一探讨。

1. 特别目的载体的选择及交易结构设计

特别目的载体的不同,直接影响证券化交易的成本及 MBS 今后发展的方向,因此它是整个交易结构的中心。在我国的国情下,应考虑是否立即设立独立的 SPV? 如果设立 SPV,是设立地区性机构还是全国性机构? 设立全国性的 SPV 时,是设立完全独立的机构还是政府参与设立? 沿着这个思路,我们来考察一下开展住房抵押贷款证券化时 SPV 的选择和以 SPV 为中心交易机构的设计。

一种思路是先不设立独立的 SPV,由银行(公积金管理中心)直接以一组贷款为抵押发行债券,或者成立全资(或控股)子公司,由子公司作为 SPV 购买住房抵押贷款,并发行以其为抵押的债券。这种方式称为表内或准表外证券化,其模式图如下:

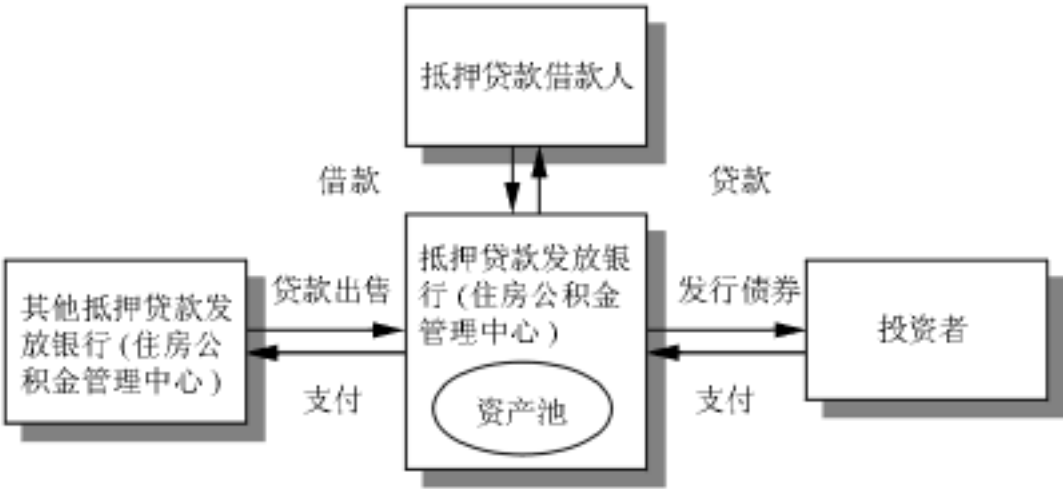


图 26 4 表内证券化示意图

这种证券化模式的特点是不需要建立独立的特别目的载体 SPV,抵押贷款发放银行(住房公积金管理中心)既是原始权益人、发起人,又是抵押债券的发行人,同时还是服务商。这简化了资产证券化的一般结构和过程,在我国现实情况下具有下列好处:(1) 抵押贷款银行(住房公积金管理中心)都具有较强的信用和背景,至少可以获得国内最优企业的信用评级,因此作为债券发行人有充分的

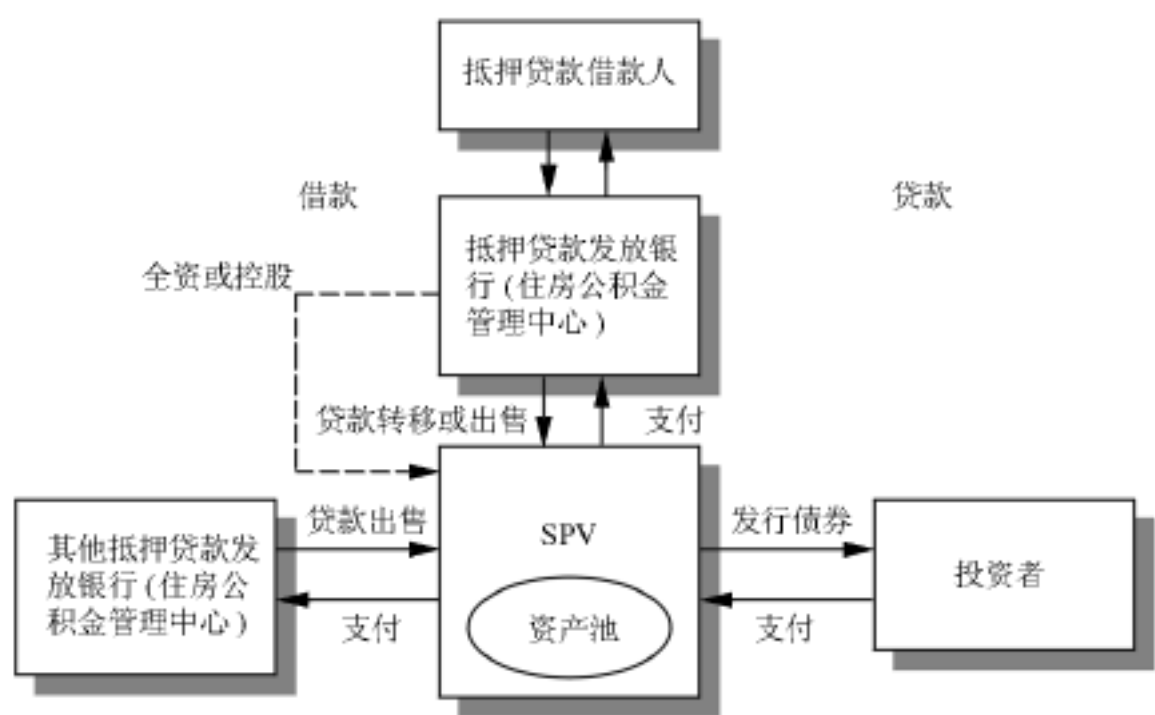


图 26 5 表外证券化示意图

信用保证,使证券化成本降低并且把可能的盈利保留在自己的资产负债表上(因为是表内或准表外),从而提高经济主体证券化的动力。(2)省掉了建立、规范抵押贷款一级市场的阶段,节省了时间,缩短了证券化的环节。(3)由于抵押贷款没有实现“真实销售”,不需要组建特别目的载体,从而规避了有关法律上的障碍。(4)以这种模式推进证券化,受到的阻力小,有利于迅速积累证券化的经验。

但是尽管这种证券化方式有以上优点,却也存在下述问题。(1)不能做到真正的“破产隔离”,不是严格意义上的住房抵押贷款证券化。近一两年,我国应以这种模式为主开展证券化工作。这种表内(准表外)技术不能隔绝其他债权人对证券化抵押资产的追偿,而风险隔离的不彻底则会影响评级机构对抵押支持债券的评级,同时如果证券化达到相当规模,还会造成证券化银行(住房公积金管理中心)风险过度集中,引发破产风险。(2)并不能规避现有法律的所有制约。如金融机构是否可以发行抵押支持证券,相关的税收和会计问题等。(3)不利于贷款合约和证券化操作的标准化,不利于抵押贷款二级市场的建立和证券化的发展,有悖于证券化的初衷。

另外一种思路是组成独立的特别目的载体(表外证券化)。
为什么要保持 SPV 的独立性呢?这是由 SPV 在证券化中的特殊地位和作用所决定的。设立独立的 SPV,国家住房抵押贷款证券公司有以下优势:

这里的独立指与证券化的其他参与主体之间的独立,而不指与政府的独立。

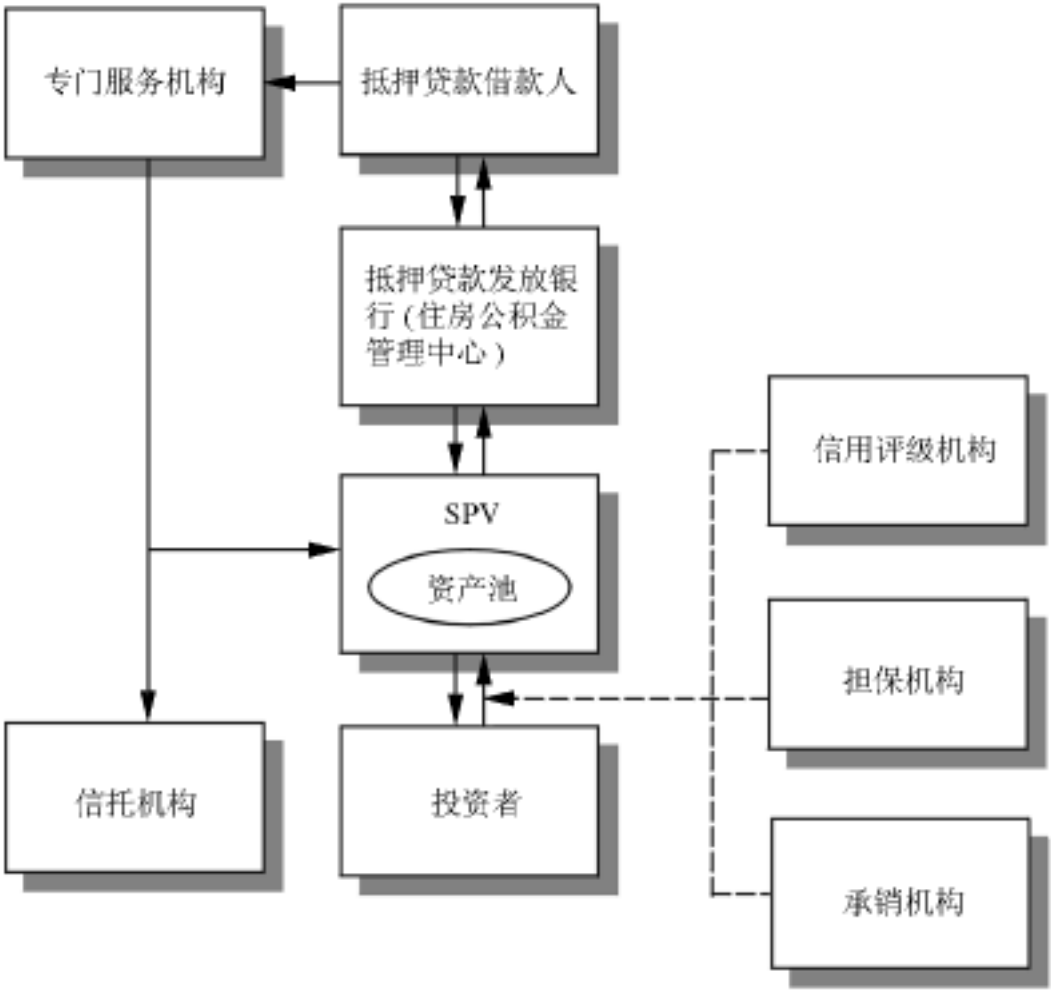


图 26.6 表外证券化示意图

(1) 设立独立的 SPV 后,实现了破产隔离。第一,抵押贷款发放银行将贷款“真实出售”给 SPV,避免了商业银行破产或信用等级降低对抵押贷款证券的影响。第二,SPV 严格限制自身的资产与负债业务,实现了自身的破产隔离。如果引起了其他债务,当其他债务工具发行出现违约时,SPV 必须采取措施确保不会影响到 MBS。第三,SPV 在股权组成上与其他金融机构独立,避免了关联交易,成为破产隔离实体。

(2) 设立独立的 SPV 后,可以通过“直接追索权形式”或“超额担保形式”来完成 MBS 的信用增级,达到减少与由投资者承担的住房贷款组合有关的信用风险的目的。

以上两点都是从一般资产证券化中 SPV 的独立性考虑的。显然,独立的 SPV 降低了抵押贷款证券化的风险,提高了债券的信用等级。此外,

(3) 设立独立的 SPV,有利于抵押贷款二级市场的形成和一级市场的完善,是建立我国住房融资体系的关键环节。我国住房金融制度中只有抵押贷款一级市场,没有二级市场。独立的 SPV 从抵押贷款发放银行那里购买抵押贷款,为银行转移贷款风险提供了市场和渠道。二级市场的建立也必将要求对抵押贷款

一级市场进行规范化、标准化。建立独立的 SPV 后,沟通了货币与资本市场,完善了住房金融的专门机构,有利于 MBS 的长远发展。

如果按 SPV 的经营区域划分则可分为:地区性的 SPV 和全国性的 SPV。我国经济发展不平衡,各地抵押贷款业务多少不均,是否考虑各地区(经济区)设立自己的 SPV?我们认为住房抵押贷款证券化有两个特点:规模性和标准性,如果各地都建一个 SPV 势必造成证券化市场狭小、不统一,政府的支持分散,从而加剧 MBS 发展的不平衡。因此,SPV 的设立必须是全国性的,数量在 1—2 家,它们开展的证券化业务能够辐射全国。

如果设立全国性的 SPV,是否由政府参与设立、经营呢?我们知道按政府参与的程度划分 SPV 共有三类:一、政府经营管理的住房贷款证券化机构。如香港按揭证券公司(HKMC)。二、政府支持、社会公众或法人机构持股以商业方式运作的住房贷款证券化机构。如美国的“联邦国民抵押贷款协会”(FMNA)。三、由社会法人机构或私人机构持股的住房贷款证券公司。前面二类都有政府参与或政府背景,第三类完全没有政府的支持。我们认为 SPV 组建应在独立于其他金融机构的基础上,得到政府的支持或直接参与。为什么 SPV 的设立应有政府背景?其原因如下:首先,住房金融体系的建立关系到国计民生,离不开政府的支持,政府可以借助法律手段、经济手段、行政手段强化住房金融机构的发展条件。另一方面,政府可以通过影响 SPV 间接对货币市场、资本市场进行调控。其次,借助政府背景在 SPV 成立之后有助于提高或强化 SPV 的资信力度,从而增强投资者信心,吸引更多投资者参与 MBS 市场。SPV 机构的资信水平的提高有助于提高 MBS 的资信评级,有助于减少 MBS 的评级费、担保费、保险费等成本支出。第三,我国市场制度不完善,社会信用基础较差,中介机构服务不能满足 MBS 需要,开展金融机构创新的成本较高,借助政府背景对 SPV 的初期运作能够起到降低创新成本、稳定市场信心的作用。

证券化主体 SPV 的具体组建思路是:

(1) 由财政部、中国人民银行、各商业银行(国家住房公积金管理中心)、证券投资公司共同出资设立。在组建初期,由政府(财政部)占控股地位,政府直接控股,提高了 SPV 的信用等级,减少了制度安排成本。这种模式的缺点是激励不足,不能灵活适应市场变化,因此在 SPV 运行正常后,政府应逐渐退出。

(2) 由国家开发银行出资设立 SPV。国家开发银行是政策银行,代表国家的整体意志参与、引导投融资过程,其发展宗旨是通过组织和运用资金的市场化,支持基础设施、基础产业和支柱产业的项目建设,促进区域和全国国民经济

的健康发展。支持住房产业融资体系的建立符合开发银行的既定方针。国家开发银行可以设立全资或控股的(由各商业银行、国家住房公积金管理中心参加的)全国住房抵押贷款证券公司,在证券化初期发行信用债券,用于购买各银行、住房公积金管理中心的住房贷款。随着证券化业务的扩展,发行过手、转付债券。开发银行组建证券化主体具有资信高、经验丰富的特点。

(3) 由财政部、大型信托投资公司出资设立 SPV。这是借鉴国外 SPV 的设立方式,但信托投资公司刚完成整顿,具体业务方向不明确,资信力不高,因此在我国住房抵押证券公司由信托参与并没有明显的优势。

(4) 由金融资产管理公司设立或充当 SPV。虽然四大资产管理公司的主要职能是处理不良贷款,但它们作为 SPV 还可拥有政策上的优势(如在法律、税收、会计方面易于突破)、机构上的优势;此外如果把住房抵押贷款证券化与处理不良贷款结合起来,可能会加速不良贷款处理进度。但这种模式的缺点也很明显,资产管理公司作为 SPV 会影响证券评级,对今后 MBS 的发展不利。

特别目的载体(国家住房抵押贷款证券公司)的性质与监管。考虑到我国金融企业与非金融企业之间的既定关系 及 MBS 业务的复杂性和风险性,SPV 应设定为非银行金融机构并由中国人民银行进行监管,按商业化方式运作。

业务操作及范围。国家住房抵押证券公司从各商业银行和住房公积金管理中心购买个人住房贷款,在此基础上发行债券进行筹资。商业银行和公积金管理中心可用出售个贷的资金滚动发放个人住房贷款,国家住房抵押证券公司将贷款的还款作为支付证券本息的来源。具体业务范围可以是:购买个人商业性贷款和公积金贷款;发行金融债券和住房抵押贷款债券;债券的买卖;回购所发行的债券;住房抵押贷款担保。

综上所述,在设立 SPV 时实际上有三方面考虑存在两种思路:一种思路是发起人直接充当 SPV 或发起人设立 SPV 作为子公司,这样证券化在表内(或准表外)进行;另一种思路是设立政府支持的与贷款发起人独立的 SPV。我们认为前一种可作为证券化的实验在近一两年开展,而中远期目标则是建立全国性独立的住房抵押贷款证券公司(SPV)。这种分步走的模式有一定的可行性。第一,目前商业银行进行证券化的动力不足,投资银行机制很不完善,资产证券化的法律法规难以一蹴而就,加上中介机构的相关服务在短期内难以迅速提高,证券的市场反应难以估计,因此,一步到位,全面进行证券化的条件不充分,我们可

在财政部、中国人民银行印发的《金融企业会计制度》中金融企业包括商业银行、信用社、信托投资公司、租赁公司、财务公司、证券公司等。银行系指商业银行和信用社等,公司系指信托投资公司、租赁公司、财务公司、证券公司等金融性公司及其所属分支机构。

以先积累部分经验,再逐步深入。第二,如果成立全国性的住房抵押贷款证券公司,必须要有一定的规模,数目也不会超过三家,要求设立比较谨慎,这样审批难度大且过程复杂,证券化一时难以进入实质操作。

2. 抵押贷款证券化的其他主体

除 SPV 外, MBS 市场的其他参与主体有:

(1) 住房购买者(借款人)。

住房购买者(借款人)是指以个人住房抵押贷款方式或个人公积金贷款方式购买各类住房(包括商品住房、公房、微利房、福利房)的购买者。

(2) 抵押贷款发放者。

抵押贷款发放者指开展个人住房抵押贷款业务的各商业银行,住房公积金管理中心。无论 SPV 的设立是否独立,证券化发起人的资产池组成不应局限于本银行(公积金管理中心),而应面向各类住房抵押贷款。中国人民银行应颁布有关贷款转让、资产池组成的原则规定,以利于二级市场的规范。

(3) 保险公司。保险公司指为贷款人提供财产、人寿、信用等保险的保险公司。

(4) 担保机构。由成立的国家住房抵押贷款证券公司和其他有能力的、以盈利为目的的担保公司(如银行、置业担保公司)充当担保机构。政府对 MBS 的影响应主要体现在担保上。

(5) 中介服务机构。

评级机构。在信用增级后需要对债券进行信用评级,鉴于我国目前评级比较混乱的现状,可以由金融监管当局与评级机构共同出台专门的 MBS 评级指标体系,或邀请国外权威机构进行评级。

会计师事务所。会计师事务所负责住房抵押贷款(公积金贷款)机构和 SPV 的会计、审计、税务方面的咨询顾问(如涉及真实出售及损益的确认,表外融资,是否确实无需要合并报表以及税务问题),审核住房抵押贷款发放机构出售的抵押贷款资产,验证财务、统计等数字资料的准确性;审计 SPV 账目,提交财务报告;协助 SPV 准备住房贷款抵押证券章程。

律师事务所。

评估机构。

承销机构。住房抵押贷款一般应采取招标承销方式发行,在初期也可自办发行。

资产评估机构。

(6) 托管机构、专门服务机构。

当住房抵押证券以基金凭证方式发行时,可以让商业银行担任基金的托管

机构。在发行特种金融债券时,可以借助国债发行系统:中央结算公司为住房债券的一级托管人,符合条件的商业银行为二级托管人。发行住房抵押证券时,贷款发放银行可以继续作为服务商。

(7) 投资者。指投资住房抵押证券的机构投资者(保险基金、商业银行、养老基金、基金公司、证券公司、信托公司、中央银行等)和普通公众投资者。在证券化初期,如果发行的是信用债券,主要投资者应为商业银行、保险公司等机构投资者。在市场对债券有所了解后,可以面向个人投资者发售。

(8) 监管机构。住房抵押证券公司作为非银行金融机构,应由中国人民银行负责监管。国家其他各相关部委以法规形式进行统一协调管理。

二、住房抵押贷款证券的设计

我们认为住房抵押贷款证券的设计应体现以下几个原则:

1. 债券的发行适应我国债券市场不发达、住房抵押贷款证券化刚起步的国情,品种、结构上由简单到复杂。比如债券最初应是较简单的过手债券。期限、利率都是固定利率,也可以是最简单的信用债券。

2. 证券结构设计在体现市场化运作的基础上,应充分考虑到证券化各方的利益。比如最初证券化的成本较高,为调动商业银行的积极性,可以给其留下较大盈利空间。

3. 能逐渐满足机构投资者以及个人投资者的风险—收益偏好,填补债券市场的空白。

按发行类别分,我国可以发行以下住房抵押证券品种:

1. 信用债券

在证券化初期,SPV 没有独立或 SPV 刚成立时可以发行这类债券。信用债券是利用政府提供给发行人的信用,而没有对应资产作担保的一种债券。虽然它看起来具有较大风险,但由于商业银行(住房公积金管理中心)或 SPV 资信较高,还是比较安全的——在规模不大的情况下还有利于市场的培育。这种债券更类似于国债。

2. 担保债券

在这里担保债券是指在表内或准表外证券化时,发起人以抵押贷款组成的资产池为支撑发行证券。与抵押债券相比,它的交易机构简单,也无需第三方担保。它的信用增级通过折让和债券结构设计来加以实现。

3. 抵押贷款基金受益凭证

住房抵押贷款证券可以采用基金受益凭证的形式,即发行人以一定量的抵押贷款组合为担保向公众发行等额的基金收益凭证。显然,这种基金的形式应

为封闭式基金。这使其兼有债券和股票的特征:具有较大的流动性和可赎回性,在发行时没有收益率的限制。住房抵押贷款基金受益凭证适宜于中小投资者投资。但这种证券不应成为住房抵押贷款证券的主要品种,这是因为:首先,采用基金形式,就需要对基金进行日常管理,从而增加了证券化的环节,加大了成本。其次,抵押贷款证券间接表现为受益凭证不能很好地体现债券的特性,机构投资者不便于持有,并可能引发监管上的问题(比如引发这种凭证是权益类证券还是债权类证券的争论)。

4. 抵押证券(MBS)

这里的抵押债券是指经过破产隔离、信用增级(表外证券化)后,以抵押贷款为支撑发行的债券。

(1) 过手证券。过手证券是最早出现的一种证券化交易结构。在这种结构下,证券化资产的所有权随证券的出售而转移给证券投资者,来自资产的现金流简单地“过手”给投资者以偿付证券的本息金,投资者自行承担基础资产的早偿风险。这类证券结构简单,易被投资者理解,在证券化初期应考虑先发行这类债券。

(2) 转付债券。在转付债券结构下,资产产生的现金流并不是直接“过手”给投资者,而是先对其进行剥离与重组,再向投资者偿付。如果说过手证券在性质上属于股权类投资工具的话,那么转付债券就属于债券类投资工具。

在转付债券中有一类抵押担保债券(collateralized mortgage obligation, CMO),它较好地解决了抵押过手证券品种单一、期限较长和风险较大的问题。分档就市的采用使CMO能够为投资者提供一个有更多不同期限、风险和收益的产品。由于这类债券结构较复杂,需要投资者对住房抵押债券有所了解后再投入市场。

三、政府在抵押贷款证券化中的作用

与其他产品证券化不同,政府在住房抵押贷款证券化中起到了关键作用。为什么要有政府的参与?这在前面已有论述。我国政府应如何参与这一过程?首先,在一级市场上,国家对有能力购房的居民提供无偿信用担保,国家开发银行或其他政府性质的机构负责具体办理。其次,政府性质机构或住房抵押贷款公司为抵押贷款的转让及证券化提供担保和保险,这样不仅可以直接鼓励二级市场的发展,而且可使抵押贷款的发放规范化。最后,对居民购房、证券化交易给予免税;加快相关法律法规的制定,各部门统一协调。

第二十七章 跨国资产证券化的模式分析

跨国资产证券化(cross-border securitization)是指资产证券化的参与者来自不同国家,利用各国法律、税收、会计、资本市场、经济发展等地区差异降低交易成本,发行资产支撑证券(assets-backed securitization)的过程与技术。跨国资产证券化的特征是由两个以上不同国家的参与人参加,其核心是在全球范围内寻找成本最小的融资方式,跨国资产证券化往往表现出复杂的交易结构、法律法规、更高要求的风险控制、信用增级、信用评级、信息披露。如果我们不考虑原始权益人、特别目的载体(SPV)、投资者都在境外的单纯跨国资产证券化情况,而是假定本国作为融资方(原始权益人),投资者在境外;则以原始权益人拥有资产币种的不同为标准,跨国资产证券化可以进一步细分为外币资产的跨国资产证券化和本币资产的跨国资产证券化。

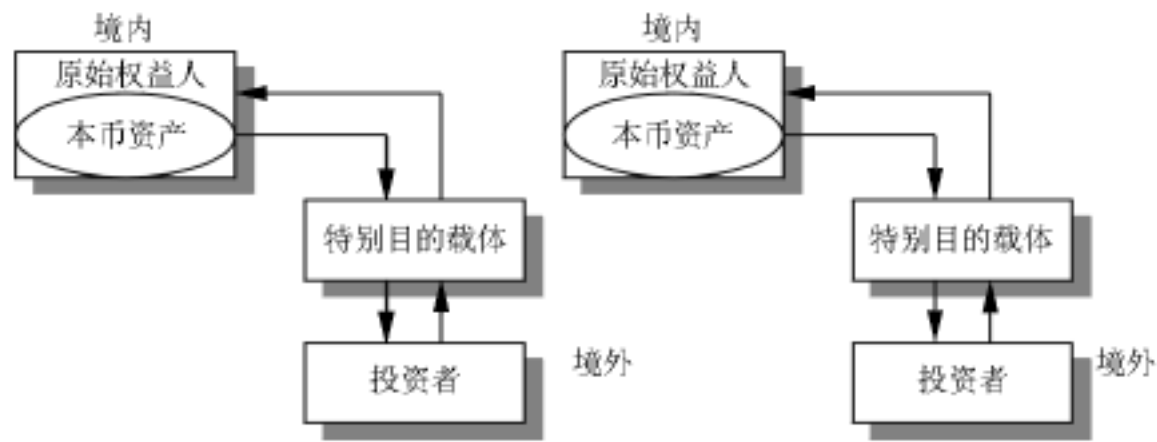


图 27.1 跨国资产证券化结构图

在图 27.1 中,除原始权益人和投资者位置保持不变外,其他参与者可以视具体交易而变动,并且随标的资产现金流的不同,现金流结构、风险、信用增级手段、融资成本、操作难度也会有较大的区别。

跨国资产证券化的开展只是近十几年的事情。1989 年,花旗银行首次在欧洲市场上发行了美国信用卡应收款支持证券。与一般金融创新不同,发展中国家没有因为经济环境、制度基础薄弱而被排斥在跨国资产证券化之外。相反,它们作为资金需求方(融资者)表现出巨大的发展潜力。发展中国家所走的资产证

我们可以称为离岸资产证券化。“离岸”取自国际金融中不同于融资方的第三方或地区。

券化道路与发达国家不尽相同,这是因为它们多处于前工业化或工业化加速时期,居民财富持有量少,以住房抵押贷款为代表的消费信贷证券化没有发展起来,加之相关法律、税收制度不健全,资本市场、中介组织的发育不充分,所以,住房抵押贷款、信用卡贷款、汽车贷款等较适宜证券化的银行资产没有大规模地证券化。但发达国家在证券化后期创新的资产支撑证券(ABS)却在发展中国家表现出异乎寻常的活力,并且成为跨国资产证券化的重点。我国的证券化也走了一条与一般发展中国家大致相同的道路,并且迄今为止真正证券化成功的案例几乎都是跨国资产证券化。下面我们就先来分析一下跨国资产证券化的发展动因,然后讨论我国开展跨国资产证券化的难点与对策,最后介绍几种可能的交易模式。

第一节 跨国资产证券化的成因

一、理论基础

资产证券化是一种重要的金融创新,对于资产证券化的两头——原始权益人与投资者而言,这是一种融资方式的变革。这是因为:

1. 资产证券化是一种与股票、债券、贷款等不同的收入导向型融资方式。传统的融资是以自身产权为清偿基础,以经济主体的整体资信为信用尺度(虽然有些贷款、债券采取担保方式,但最终资金偿付、资信水平都与发起人相联系),对债券、贷款本息及股票权益的偿付以融资方全部法定财产为界。资产证券化虽然采取证券的形式,但融资方(原始权益人)已把资产真实销售给特别目的载体(SPV),这样特别目的载体以资产为支撑发行证券就不取决于原始权益人的整体资信,而只在于担保资产所创造的现金流量,即资产债务人偿还的债务。如果担保资产违约拒付,资产的清偿也仅限于被证券化的资产数额,与原始权益人(融资方)无关。通过资产证券化,融资方持有的资产转化为证券在市场交易,使其自身承担的风险分散给投资者。此外 SPV 的破产隔离和资产池的信用增级进一步提高了证券的安全性、流动性,降低了融资方的成本。对投资者来讲,证券化融资进一步优化了资金的使用效率,使金融市场资金配置更准确、合理。

2. 资产证券化是一种结构性融资。上面所说的资产证券化融资优势体现的关键是设计出一种严谨有效的交易结构。交易结构中包括原始权益人(融资方)、特别目的载体(SPV)、投资者、服务商、受托者、担保机构、评级机构等。这一交易结构在资产证券化运行中的作用在于:首先,保证了破产隔离的实现,把资金的偿付能力与原始权益人的资信能力分开。其次,这一交易结构确保融资

活动可以充分享受政府提供的税收优惠。最后,这一交易结构使资产得到信用增级,改善了资产支撑证券的发行条件。

跨国资产证券化是资产证券化在一国范围内资金配置的再扩展,而其结构性融资特点使得其在全球范围内降低交易成本成为可能。首先,跨国资产证券化再次扩大了投融资双方的选择范围,使一国区域性的资本市场向世界一体化方向发展。当资产证券化在一国进行时,尽管资产与资金的结合比较密切,但还是有局限。这表现在:(1)有些资产不易在国内证券化。比如以外币计价的应收款在本国证券化时,投资者将面临汇率风险。(2)受国内资本市场发育、法律、税收、会计制度的影响,有些资产证券化的成本很高,或者根本不可能证券化。这些情况在许多发展中国家普遍存在。当证券化跨越国界时,上面所说的局限基本被克服,收入导向型的融资方式的优点得到充分发挥,资金配置更合理。其次,资产证券化结构性融资的特点适宜于跨国运作,并使交易成本继续降低。证券化的参与主体较多,虽然它们之间密切合作,但都彼此独立,这样就使每个环节都分布在其运行成本最低的国家成为可能。跨国资产证券化是组织者在全球范围内配置交易模块(包括法律、税收、中介机构、投资者)组成交易结构的过程,它的特点是“非标准化的、灵活的交易准则和行为规范”。同一国家内标准化的交易结构具有一致性、可预测性,能够降低约束者的信息取得和学习费用,降低不确定性引起的费用,而跨国非标准化、市场导向的交易机构则需要参与者持续地创造、风险不可预测、谈判和实施的费用较高。但是,另一方面,标准化的交易结构没有考虑某一具体交易的需求,限制了实验和创新,对迅速变化的环境缺乏适用性,因而增加了机会成本。因此,标准化的交易结构易于推广但缺乏效率。尽管所有的交易都是这两种力量的融合过程,但在跨国资产证券化的实践中,非标准化的、市场导向的交易结构扮演着核心角色。资产证券化的跨国运作作为一种金融创新,鼓励参与者最大程度地规避无效率的制度约束,采取更灵活的、成本更低的组织形式。参与者可以将分解的资产证券化子系统放在不同国家和地区,追求安全性、监管宽松、税费低廉的效果,达到整体优化。例如:一家需要融资的中国出口企业,它的不同应收款来自欧美地区,它将特别目的载体(SPV)设在“税收天堂”开曼群岛,在监管披露相对宽松、投资者基础雄厚的美国私募资本市场上发债;它还可以请香港的贸易伙伴为该债券提供担保,聘请欧洲某个著名的商业银行作为受托人,聘请中国的投资银行作财务顾问,由国际知名评级公司评级。

参考《跨国资产证券化的国际运作》,沈沛主编,中国金融出版社 2000。

《中国实施资产证券化跨国运作的探讨》,张锡营,刘念怀,《金融研究》2000 4。

二、历史动因

尽管跨国资产证券化在理论上具有众多的优点,但在实践中影响其发展的因素也很多,特定的历史环境促进了跨国资产证券化的流行,并使发展中国家成为重要的参与者。值得注意的是,90 年代以来的金融危机都促进了跨国资产证券化的大发展。这是为什么呢?其实与欧美资产证券化发展历程中市场需求催生资产证券化一样,跨国资产证券化的发展也同样受到需求因素的制约。以亚洲为例,在亚洲金融危机以前,该地区的经济一直呈现良好的增长态势,以至于亚洲的经济发展被称为“奇迹”。国际投资者也因看好亚洲地区的经济发展前景而大量地向该地区投入资金,亚洲的企业很容易通过资本市场筹措到资金。但金融危机爆发后,亚洲国家金融体系原来隐藏的脆弱性暴露无遗,各国的资本市场无力也不愿向偿还能力可疑的借款人提供资金支持,而国际性的金融机构更不会像在危机以前放心大胆地向亚洲提供贷款。除了削减对亚洲企业的贷款外,外资银行还大幅度提高了贷款利率。这一时期,即使是著名的亚洲企业要获得贷款也必须付出比危机以前高几十甚至上百个基点的利率。据统计,到 1999 年中期,区内传统的银团贷款和债券市场的规模萎缩 90%。因此,亚洲的借款人为了更有效地筹措资金,不得不开始寻求新的融资方式。跨国资产证券化的优点逐渐被投资者认识、接受。同时亚洲国家也认识到证券化发展的迫切性和重要意义,因而纷纷着手制定法律法规以及采取其他一些措施对本国的制度环境进行创新和完善。这一时期亚洲资产证券化的大发展也得益于亚洲各国的支持以及相应较为宽松的制度环境。拉美等发展中国家的证券化也经历了相应的道路。墨西哥金融危机爆发后,对未来现金流的证券化十分流行。1996 年,拉美地区已评级证券化交易的总额接近 100 亿,其中大多数都是未来出口应收款支持的交易。从 1994 年到 1997 年,达夫菲尔普斯信用评级公司(D&P)参与评级的 65 宗拉美地区证券化交易中,未来出口应收款的证券化交易有 31 宗。

三、我国开展跨国资产证券化的意义

在前面的讨论中我们讲到跨国资产证券化的独有特点和产生的历史背景,但具体说到某种资产为什么适合于跨国证券化,还必须考察实施证券化的微观主体及基础资产。对我国融资方(原始权益人)而言,按照币种的不同证券化的资产分为本币资产与外币资产。本币资产有大型基础设施——高速公路、港口、电厂的收费权,自然资源开采的收益权,设备和交通工具的租赁费。外币资产一般包括对外贸易和服务应收款,跨国经营企业在境外子公司的金融资产等。这些资产参与证券化有其必要性和可能性。基础设施建设的周期长,占用资金的

规模巨大,单纯依靠本国财政、银行和股票融资难以满足。而我国大多数基础设施建设项目的经济效益比较好,且有稳定的现金流,受到中央政府或地方政府的支持,风险低,是跨国证券化的优良资产。将基础设施证券化符合我国的产业政策,优化了外资使用效率。又如,我国出口商品结构与东南亚许多国家相似,在国际市场上竞争激烈。而我国传统的信用证结算方式在很大程度上制约了我国外贸企业的竞争力;如果采用国际上通行的赊销方式,又会占用企业的大量流动资金,增加风险(如利率、汇率、破产风险)。如果把进出口企业的应收款进行跨国证券化,首先可以避免货币兑换风险。其次证券化缩短了进出口企业应收款的回收期限,增加了企业的流动资金,促进企业扩大贸易规模,有利于增强进出口企业的竞争能力和发展对外贸易。最后,将外汇应收款证券化符合我国外汇管理的基本原则。因为应收款代表一种对境外消费者或中间商的求偿权(当这种应收款超过一定期限,就被视为对外债权),因此,证券化产品以这种对外求偿权或债权为支持,不会额外增加外债负担。如果把这类资产“真实销售”给境外的特别目的载体(SPV),那么这种跨国资产证券化不会对我国国际收支平衡表产生任何影响。所以,无论是从基础资产的性质还是外汇管理的角度考虑,外币应收款都应是跨国资产证券化优先考虑的对象。

从宏观来看,跨国资产证券化开辟了一条有效使用外资的渠道,有助于我国引资方式多样化与外资使用效率的提高。我国引进外资的途径有对外借款、外商直接投资及其他。如下图:

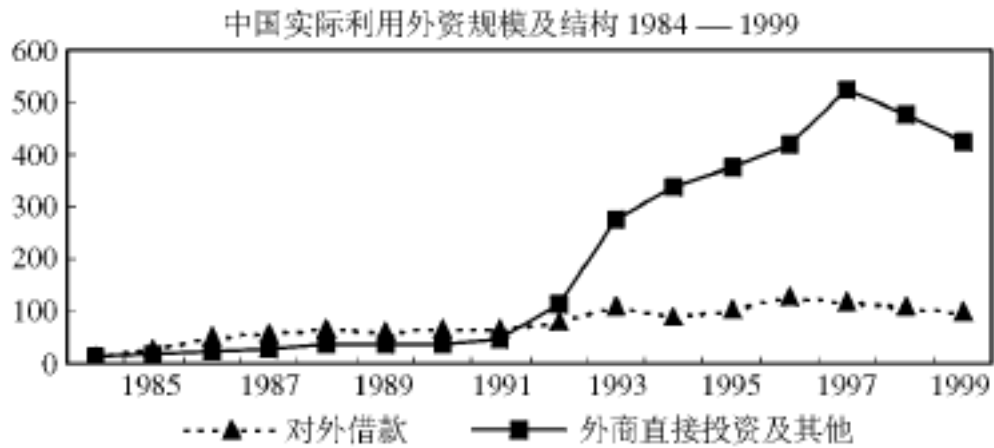


图 27 2 中国利用外资规模

数据来源:《中国经济统计年鉴》,2000。

从规模上看,各类途径的融资额均有较大幅度增长:对外借款从 1984 年的

我国规定为 180 天。
外商直接投资及其他包括:合资经营、独资经营、合作开发、补偿贸易、其他;对外借款包括外国政府贷款、国际金融组织贷款、其他。

12.86 亿美元增长到 1999 年的 102.12 亿美元,年均增长 18.8%,外商直接投资及其他从 1984 年的 14.19 亿美元增长到 1999 年的 424.47 亿美元,年均增长 31.6%。从结构上看,对外借款在 1984—1990 年一直占主导地位,1992 年开始让位于外商直接投资及其他。2000 年,尽管我国合同外商直接投资金额达到了 626.6 亿美元,但实际利用外资占总引资的比重变动不大,绝对量与 1999 年基本持平,为 407.2 亿美元。从我国外债的构成来看,如图 27.3 和图 27.4 所示。

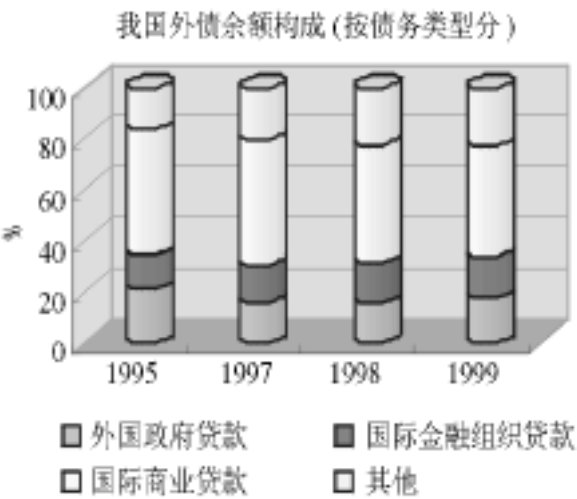


图 27.3 中国外债类型构成

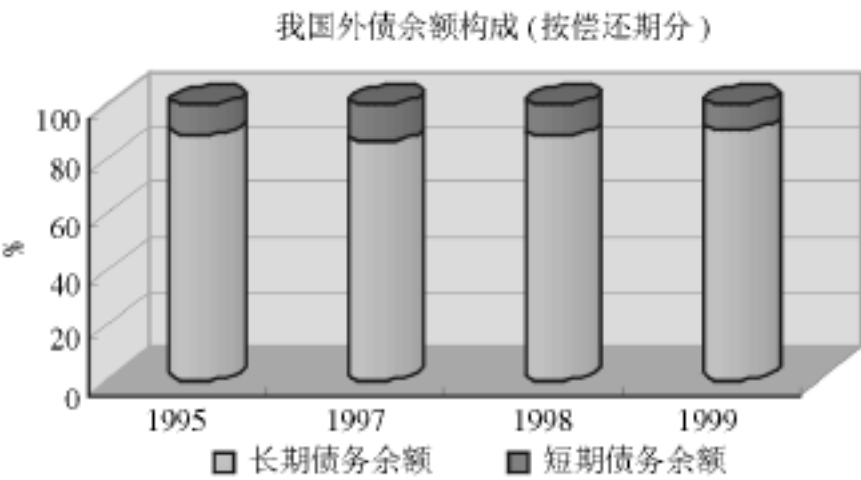


图 27.4 中国外债金额构成

从两图我们可以看出,近些年国际商业贷款余额始终没有超过 50%,长期债务余额占比在 90% 左右,我国对外债的控制相当谨慎。

在引进外资方面,我国取得的成就举世瞩目。在经历亚洲金融危机的洗礼后,进一步说明了我国以往的外资政策是行之有效的。但值得注意的是,近几年我国实际利用外资数额增长缓慢。究其原因,除了亚洲金融危机的影响外,我们

来自《中国经济景气月报》,2001.8。

不能适应国际资本市场的变化趋势也是重要的原因。虽然直接投资有助于引进先进技术、管理经验,提高我国企业的国际化水平,推动经济持续增长,但对境外投资者来说,这种投资法要求较高(比如需具有长期投资的信念以及一定的经营管理水平);对我国国内的行业而言直接投资也会威胁到部分民族工业的生存和成长。受资本项目管制的影响,我国对外借款一直都实行严格的规模控制,借款规模不大。而在国际金融市场,证券融资已经成为一种潮流,单纯依赖直接投资政策的优惠,通过出让部分商品市场回去由对方给我资本和技术的传统融资模式已不能保持引资优势;同时亚洲金融危机的惨痛教训也警示我们盲目引入外债(特别是短期外债),不计外资使用效率的苦果。在这种情况下,开展跨国资产证券化是我国扩大引资规模,提高外资使用效率,确保国内金融市场稳定的战略选择。这是因为:首先,如前所述,资产证券化是一种收入导向型的融资方式。在跨国情况下,资产与资金在国际金融市场上结合最为密切,实现了资源的有效配置。其次,通过一定的交易架构,资产证券化融资不会构成一国的外债。跨国资产证券化的最终产品表现为债券的形式,其融资成本低于一般股权融资;但在“真实销售”的情况下,原始权益人将资产“卖断”,投资者对其丧失了追偿权利,不构成债务关系。在没有国内担保的情况下,也不存在资本管制的问题。因此,跨国证券化不仅避免了直接投资情况下出让市场的代价,降低了资金进入的限制,而且提高了外资使用效率,控制了外债风险,与我国现行的外汇管理政策并不冲突。

第二节 我国开展跨国资产证券化的问题与对策

一、跨国资产证券化尚未得到政府的认可,缺少必要的支持

跨国资产证券化是国际上流行的一种融资方式,它尤其受到发展中国家的欢迎。许多国家都出台有专门的法令来指导证券化的发展。例如,自1997年7月末,韩国金融经济部(SMBC)许可进行首宗美元标价的设备租赁应收款的证券化交易以来,韩国已经逐渐放开投资银行和商业银行利用美元应收款发行境外债券的限制。菲律宾在1991年3月颁布了《资产支撑证券注册和销售规则》,泰国在1997年颁布了《关于证券化中特别目的法人的皇家法令》。还有一些国家(如澳大利亚、阿根廷、智利)则通过修订法律的形式为证券化的开展创造了基

现在证券化融资已经占国际资本市场流动总额的80%。
这在后文有详细论述。

本制度条件。与众多发达国家、发展中国家不同的是,中国对资产证券化的认识仅限于理论上的讨论,少有成功的、有推广意义的典型案例。我们在官方的法律法规中,几乎很难找到“资产证券化”这一词语,对资产证券化含义的权威的或具有法律效力的解释更是不存在。当跨国资产证券化涉及到最敏感的外汇管理领域,金融监管当局对此不置可否。其实这种模棱两可的态度有以下几个弊端:加强了制度的不确定性,提高了经济活动的成本;容易引发经济主体的寻租活动,产生不公平和腐败现象;使跨国资产证券化一开始就有可能走向错误的发展道路,不利于证券化的整体发展。我们强调跨国资产证券化中制度组合的灵活性与交易结构的创造性,是指利用不同国家法律、税收、会计方面的差异,而不是说在没有这些制度因素的条件下开展证券化。实践证明,任何证券化活动都离不开政府的认可与支持。

跨国资产证券化中基础资产的多样性和交易结构的复杂性决定了协调监管的必要性。比如:对于应收款证券化需要从促进对外贸易、加快结汇周期的角度考虑外经贸部、国家外汇管理局的协调管理;对于基础设施、自然资源收益权的证券化,应从基础产业的总体布局与建设出发,有步骤、按标准地实施证券化,这就需要国家计委、建设部、国有资产管理局、国家外汇管理局统一监管。目前的情况是,只有触及外汇问题时,国家外汇管理局才加以监管,而且都作为外债融资处理,逐笔审批。事实上,跨国资产证券化作为一种融资方式,必然要涉及到国家外资、外贸政策,因而需要各部门整体协作,按职责分别监管。

我们的建议是:在为证券化专门立法条件不成熟的情况下,可以在相关法规、条例中对具备条件开展证券化的领域(如贸易服务应收款证券化)给予认可,对参与主体的资格、行为规范提出具体的标准;支持有资格参与国际资本市场融资的境内金融机构运用国际成熟经验和技術发展证券化的国际运作;由政府性质的机构为符合国家产业方向和外贸政策的跨国资产证券化提供担保、保险服务。

二、缺乏必要法律法规的支持

跨国资产证券化必须解决一些关键的法律法规问题才有可能较大规模地开展起来。比如“真实销售”问题和外汇管理。

1.“真实销售”的界定

“真实销售”是指在资产转移过程中,卖方(原始权益人)将资产的所有风险与收益,即资产的权利与义务全部转让给买方(SPV),卖方(原始权益人)对资产将不再享有权利也不负担义务,买方作为资产的新的所有人,将独立享有权利和承担义务。

“真实销售”是跨国资产证券化中最关键的法律认定。为什么这样说呢？有以下几个原因：(1)“真实销售”是资产证券化融资方式的基础。与其他证券融资方式不同，证券的基础资产应该独立为资产证券提供收益支持，投资者看重资产证券的更重要的理由是基础资产在权利和义务上是独立的，不与原始发起人联系。因此“真实销售”是破产隔离原理的重要组成部分，卖方一旦将资产出售，买方(SPV)将失去追索权，即使原始权益人破产，基础资产也不能作为破产财产，从而资产与原始权益人实现了破产风险相隔离。此外，“真实销售”是信用评级机构进行信用评级的主要依据。一项资产证券化一旦被认定为“担保融资”，在没有外部担保的情况下，证券化的信用等级将无法超过原始权益人的自身评级，“信用增级”将大受影响。(2)“真实销售”是进行外汇和外债管理的基本依据。如果一项资产以“真实销售”的方式转移给境外的特别目的载体(SPV)，该特别目的载体不受发起人(原始权益人)控制或控制很小，那么SPV发行资产支撑证券的负债不会对发起人的资产负债表产生任何影响。从国家角度看，资产支撑证券也不构成对非居民的现有支付义务，因此不应计入外债，而应归入资本项目进行管理。从“真实销售”的实质讲，特别目的载体丧失对发起人的追索权，就不应算作外债。此外从量的角度看，如果证券化交易所得小于基础资产价值，则交易应视作正常的资产交易业务，所得收入为基础资产的对价，如果证券化交易所得大于基础资产价值，其超额部分所得可看做担保融资，不属于资产交易范畴，因而可以界定为外债。“真实销售”是判断原始权益人是否构成外债的基本依据，但并不等价于整个资产证券化过程不会导致资本项目下的管制。比如，境内中资机构或地方政府保证资产以固定比例偿付本息，这就构成了第三方的对外担保(或负债)，因而将会受到外汇管理当局的限制。在这种情况下可以设计某种交易结构加以规避。(3)“真实销售”是计征预提税的依据。当跨国资产证券化交易被视作“真实销售”时，双方进行的是资产买卖，不应征收预提税。如果把跨国资产证券化看做一般性融资，按照我国现行规定，汇出境外的利润、利息、租金、特许权使用费和其他所得要由借款人代扣缴一定比例的所得税。作为SPV或投资者当然要考虑这一因素，使预提税成本最终以不同形式转嫁到各交易环节，从而增加了跨国证券化的成本。

在资产证券化中，常使用发起人担保等内部信用增级的手段来提升证券信用等级。这就使得“真实销售”和“担保融资”在理论上很难区别。虽然在法理上

预提税是一国对非居民在其税法管辖区获得利息收入征收并有借款人代扣缴的一种税项，是针对某种融资关系而征收的。在我国以所得税的形式出现，税率10%—20%。

难以讲清楚两者之间的差异,但并不等于法律条文、司法实践中不能清楚地界定。以美国为例,他们在确定交易是否为真实销售时,需考虑以下因素:(1) 当事人的意图。(2) 损失风险的程度/追索权。(3) 转移后卖方对转移资产的控制程度。(4) 会计和税收的处理。(5) 对第三方当事人的通知。

司法上,我国对债权的转让并不禁止,在转让时遵守通知原则。但在相关“真实销售”的认定上缺乏明确的法规条文的说明,成为跨国资产证券化开展的一大障碍。我们认为:首先应在已有法律、法规的基础上,对跨国资产证券化中贸易服务应收款和符合国家产业政策、外资政策的基础资产的真实销售在相关监管法规中给予承认。其次,应对“真实销售”和“担保融资”的认定给予司法上的解释。最后,应根据资产证券化的交易性质对我国外汇管理法规、税法作出相应的调整。

跨国资产证券化中还有一些法律问题也很关键,如 SPV 的设立、所得税、印花税的征收,但对融资方来讲,最重要的还是“真实销售”的界定。

2. 外汇管理

现在我国实行的是经常项目自由可兑换、资本项目限制兑换的外汇管理制度,外币资金的使用是购、存、售汇自主权相分离。按照国家外汇管理局《关于结汇、售汇及付汇管理的规定》中有关问题的解释和说明》规定,与跨国资产证券化最为接近的法规说明是“境内资产的变现”,它属于资本项目下的外汇,该收入必须通过外汇专户进行专向留存,不得随意结售汇。显然,如果按此管理,跨国资产证券化将很难进行。我们认为应在真实销售认定的基础上对境内资产交易区别对待,以法规的形式具体解释。首先,贸易和服务应收款(以外币计价)代表我国对国外的求偿权(或债权),将其直接证券化(SPV 设在境外)不会引起境内机构的外币支付或兑换,不构成一国的外债,也不会对汇率的稳定产生影响。实质上应收款证券化的两头——外币资产和投资者都在境外,境内资产所有者只是加速了自身求偿权的清偿。因此,外币应收款的证券化与现行的外汇体制的精神并不冲突,外汇管理当局应该加以确认。其次,对本币资产的证券化不应简单地当作外债处理。在于 SPV 设在国外,境内机构实现了真实销售且不存在其他境内机构担保的情况下,跨国证券化不会引起外债的变动。最后,跨国资产证券化交易结构的复杂性决定了外汇管理时界定的困难。在进行外汇管理过程中,对各个不同的交易项目不能一概而定,既要区分证券化融资与一般性融资的

事实上,很多法律问题都是这样。

我国《民法通则》规定,债权的转让必须与债务人达成合意。而按《合同法》第 80 条第 1 款规定“债权人转让权利的,应当通知债务人。未经通知的,该转让对债务人不发生效力”。由于《合同法》是《民法通则》的特别法,根据特别法优于一般法的原则,我国实行的是通知转让原则。

差异,同时也要加强监管,严禁资本外逃、虚假交易的情况发生,使跨国资产证券化能够稳定健康地发展。

第三节 我国开展跨国资产证券化的可能模式

跨国资产证券化的生命力在于制度组合的灵活性与交易构架的创造性,因此要穷尽和固定所有的交易几乎是不可能的,生搬硬套某种方式只会降低证券化的效率。下面介绍的几种模式只是理论上的设计。

模式 。在这种模式中,原始权益人(资产发起人)将外币或本币资产转移给境内政府背景的特别目的载体(如国家开发银行、进出口银行承担或发起设立)。特别目的载体对境外投资者发行资产支撑证券,境内特别目的载体(SPV)也可以将资产再次出售给境外的 SPV(按照真实销售的原则境内机构对外不构成负债,不受外债规模的限制),最后由境外 SPV 向投资者发行证券。

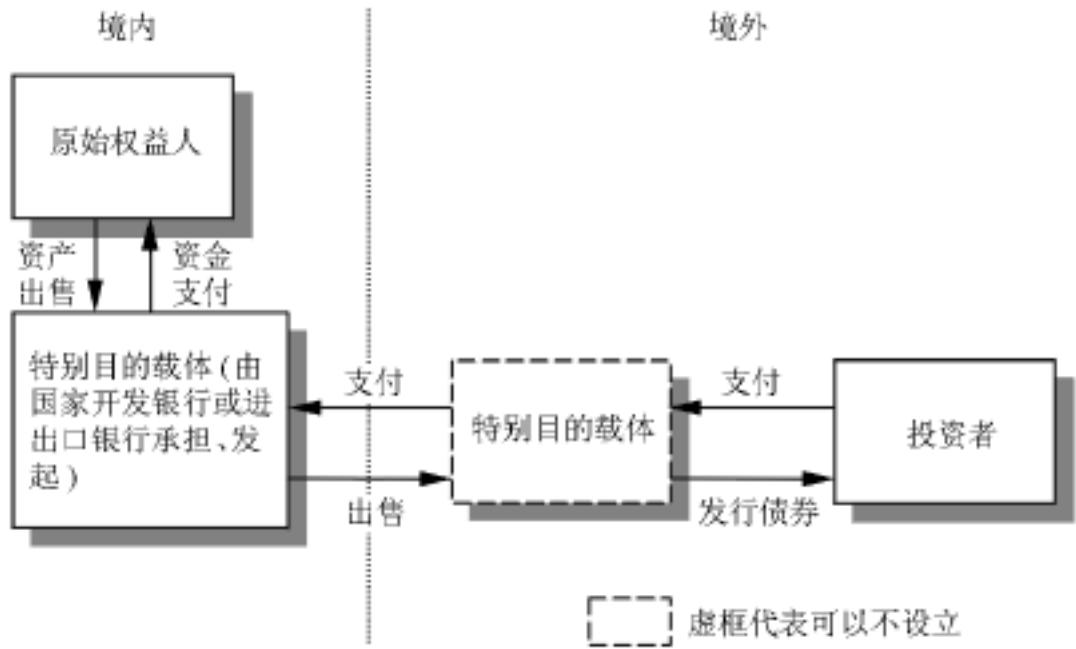


图 27 5 跨国资产证券化的模式

这种模式的最大的特点是境内政府性质的机构充当 SPV, 它的优点是: 1 . 国家开发银行、进出口银行有很强的政府背景, 在国际上的信用等级相当于我国的主权评级, 几乎不会破产, 能充分起到破产隔离、信用增级的作用。2 . 这两家银行进行跨国资产证券化符合自身的办行宗旨和国家产业方向、外贸政策。国家开发银行的宗旨是通过组织和运用资金的市场化, 支持基础设施、基础产业和支

由国家开发银行发起或设立的 SPV, 一般从事基础设施收费的证券化, 我们可以认为是基础设施跨国证券化的模式之一; 由进出口银行发起或设立的 SPV, 一般从事对外贸易、服务应收款的证券化, 我们可以认为是对外贸易、服务应收款的跨国证券化。

柱产业的项目建设,因此通过跨国证券化引进资金可加速基础设施、基础产业建设;减轻国家财政、银行系统的压力;强化项目建设的经济约束,提高资金使用效率。进出口银行是直属国务院领导的政策性金融机构,它的主要任务是:执行国家产业政策和外经贸政策,为扩大我国机电产品、成套设备等资本性货物出口和高新技术产品出口提供政策性金融支持,其业务范围包括在境外发行金融债券和在境外发行有价证券(不含股票);经批准的外汇经营业务;参加国际进出口银行组织及政策性金融保险组织;进出口业务咨询和项目评审,为对外经济技术合作和贸易提供服务。3. 以这两家政策性银行作为特殊目的载体,可以迅速开展跨国资产证券化实践,制度方面的阻力会比较小。国家对跨国资产证券化的支持不仅体现在相关法规的制定方面,而且可以让政府性质的机构直接参与证券化交易,起到引导、示范作用。在具体交易运行时,它们更容易与其他政府部门沟通。此外,这两家银行具有丰富的国际资本市场经验和广泛的业务关系,开展跨国证券化可以说是驾轻就熟。尽管这种证券化模式有上述优点,但也有以下问题:1. SPV 由境内机构承担,涉及到 SPV 法律形式的认定、证券化时税收、会计制度、监管的突破等诸多方面。2. 如果这两家政策性银行直接将资产证券化,仍然不能解决外债问题,在当前资本项目管制的情况下跨国证券化就不可能大规模开展。

模式 。不同原始权益人把资产(主要是贸易服务应收款)出售给境外设立的相应 SPV(也可直接出售给专业化的 SPV),这些 SPV 再将资产转手给专业化的 SPV,最后由专门从事证券化的 SPV 对投资者发行资产支撑证券。

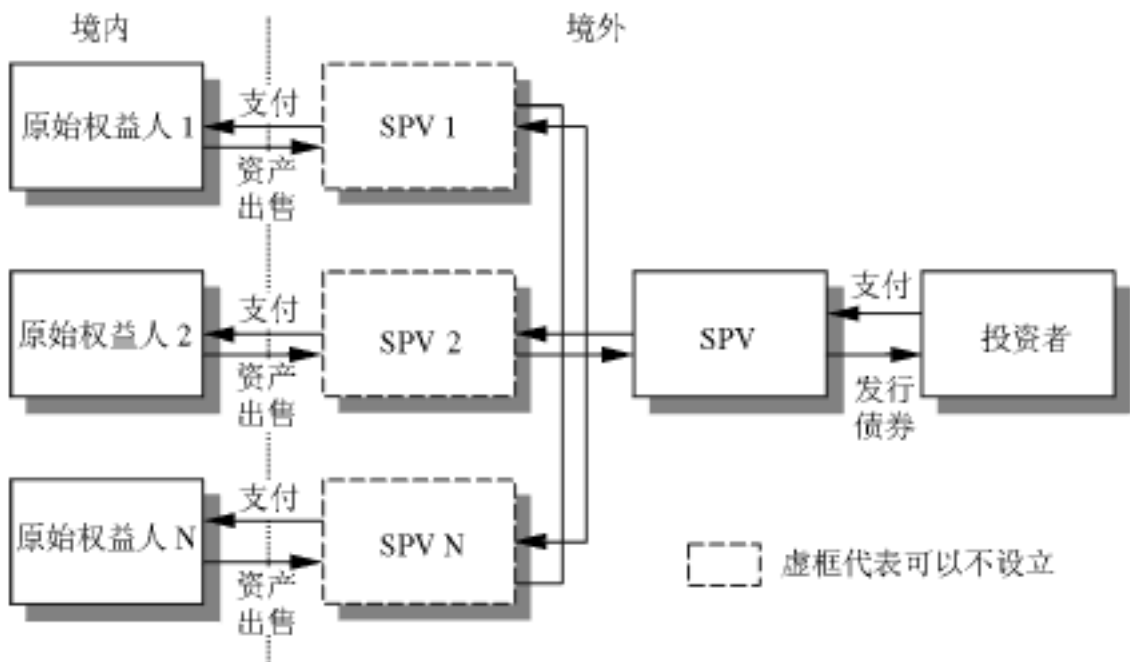


图 27.6 跨国资产证券化的模式

这种模式的优点是解决了多个企业资产规模小,地域集中,直接进行证券化风险较大的难题。我们知道,证券化对规模经济有较高要求;同时,为了现金流的稳定、可靠,也要求资产具有一定的地域分布或个体分布——这样即使单一资产违约,对资产池的影响也不大。从国际惯例看,融资规模小于 5000 万美元的资产证券化案例比较罕见。而且从发展趋势看,单个项目的平均融资规模也在迅速扩大,见表 27 .1。

表 27 .1 资产证券化单个项目的平均融资规模

年份	样本数	平均规模(百万美元)
1987	11	178
1988	9	322
1989	14	630
1990	26	563
1991	26	662
1992	27	893
1993	23	1046

注:本表统计了美国工业企业公开发行的资产支持证券。

转自:《资产证券化的跨国运作》,第 13 页。资料来源:Asset_Backed Alert。

考虑过度抵押的情形,我国可供资产证券化的资产规模平均应在 5 亿人民币以上,而对于一般贸易、服务企业来说不太可能有这么多应收款,所以引进专业化的 SPV 可以降低一般应收款证券化的门槛,有利于在较大范围内进行证券化。

模式 。原始权益人将资产(主要是基础设施、自然资源开采的收益权)出售给境内一家外商独资企业。外商独资企业也可以直接充当原始权益人。境外设立的“ SPV ”向外商独资企业提供外币资金贷款,贷款按照一定时期间隔偿还本息。SPV 把贷款出售给第二家 SPV,由第二家 SPV 作为证券化发行人向投

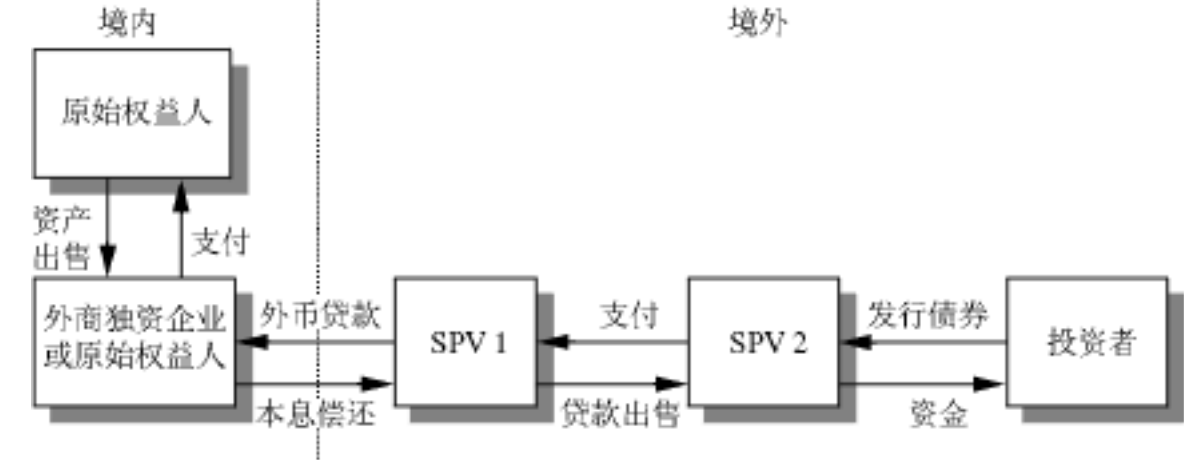


图 27 .7 跨国资产证券化的模式

资者发行资产支撑证券。

这种模式是境内企业的境外贷款融资与境外资产证券化的结合,它的特点是可以最大限度地规避境内资产证券化的限制因素。首先,根据我国有关外汇管理规定,外商独资企业向境外借款,就其自身的债务对外提供担保,事先无须经过外汇管理部门进行外债登记、对外担保登记,因此可以保证现金流的通道比较畅通。其次,外商投资企业可以享受税收等政策优惠。最后,外商投资企业作为原始权益人,避免了“真实销售”的界定。

以上三种模式中,第 种是政府主导型,它有利于跨国资产证券化的规范和相关制度的突破,但在近期开展还有一定困难。第 种模式着重解决证券化中技术上的问题,有利于一般企业参与证券化。第 种模式是从规避现行制约因素出发而设计的,虽具有一定的可行性,但不利于今后跨国资产证券化的发展。我们提出的这几种模式只是理论的构思,在丰富的实践中一定还能创造出更切合我国国情、符合证券化特点的跨国资产证券化形式。

《国家对外债以及资本项目外汇管理的有关规定》第六条及《境内机构对外担保管理办法及实施细则》第八条。

第二十八章 银行业不良贷款证券化

第一节 银行业的不良贷款状况及证券化方向

银行业(在这里指商业银行)的不良资产是指处于非良性经营状态的、不能及时给银行带来正常利息收入甚至难以收回本金的银行资产。在商业银行的资产负债表上,商业银行的资产包括国外资产、储备资产、对中央银行的债权、对企业和家庭的债权和对非银行金融的机构的债权。债权仅指后三项,而贷款则仅指债权中以贷款形式表现的那部分。从理论上讲,必然存在“不良资产 > 不良债权 > 不良贷款”的关系。在我国分业经营、分业管理的体制下,商业银行的资本结构比较单一,主要集中在贷款这一项目上。所以,在我国商业银行的不良资产主要是不良贷款。目前我国四家国有商业银行的不良资产约为 2 万亿,而国际上的判断则为 3.2 万亿元,这些不良资产基本上都是以贷款形式存在的,其中逾期的占 67%,呆滞的贷款占 20%—27%,要核销的呆账占 7%—13%。真正能够重组的资产最大量的是占 87% 的逾期和呆滞贷款。在这些不良贷款中,1990 年初之前因计划因素形成的占 1/3,另外 1/3 则是 1995 年后形成的。自 1999 年后,我国相继成立了信达、东方、长城、华融资产管理公司接收四大国有商业银行总计 1.4 万亿的不良贷款,而四大国有商业银行至少还有 6 千亿的不良贷款,同时股份制商业银行、信用合作社也存在大量的不良贷款。

因此运用资产证券化处理不良贷款有两个方向:第一是资产管理公司如何运用自己的专业优势,运用资产证券化工具处理部分不良贷款。第二,商业银行及其他银行类金融机构如何运用证券化处理存量及增量的不良贷款。

对资产证券化在处理不良资产方面的作用,理论界与实践界存在两种观点:一种观点充分肯定了资产证券化在剥离、加速处理不良贷款方面的优势,将其作为资产管理公司或商业银行处理不良贷款的主要途径之一。这一观点的主要依据如下所示:

第一,资产证券化增强了不良债权的流动性。如果资产管理公司(商业银

见《论我国银行的不良资产及其处理》,李俊杰,《金融研究》1999.6。

见《重建与再生——化解银行不良资产的国际经验》,周小川,中国金融出版社 1999.6。

行)大规模持有不良债权,就会增加公司的流动性管理难度。实行证券化后,资产管理公司能及时地把长期的贷款转换为流动性强的现金或债券,继续向银行购买不良贷款,这就有利于资产管理公司(商业银行)进行流动性管理,加快不良债权的处理速度;第二,可以转移资产管理公司(商业银行)持有不良债权的风险。持有不良债权的风险有:利率风险,即利率变动给资产管理公司带来损失的可能性,如果实际利率大幅度上升,公司就会面临收益下降、资本受侵蚀的风险。不良债权具有较大的不确定性,如果资产管理公司持有大规模的不良债权,就容易产生巨大的风险。通过不良债权证券化能把集中在资产管理公司的不良债权资产转换成众多投资者手中的债券,从而就能转移并分散不良债权的风险。第三,不良贷款证券化为银行创造了新的融资方式,可以改变资产结构单一的局面,实现银行资产结构的更新,使商业银行在不改变负债、不减少收益的前提下,提高银行资产流动性,拓宽银行资产负债管理的空间,在不增加资本的基础上,可以增加与证券化相关的服务性的收入;第四、不良贷款证券化的发展可以带动相关资本市场的发展。

另外一种观点认为不良贷款不适于证券化,其主要依据有:第一,银行的不良贷款并不满足资产证券化的基本条件,甚至与资产证券化的质量要求相去甚远。首先银行不良贷款能否产生未来现金流或者产生多大的现金流,具有不可测性。从理论上讲,银行不良贷款的证券化,实质上是以借款人向银行支付的现金流、本金和利息,向资产支撑证券的投资者支付本利,而不良贷款基本上不具备产生稳定的、可预见的持续现金流收入的条件,因而证券化的还本付息也就无从谈起。第二,我国现在还缺少相关的制度条件。在法律、会计、税收、评级、信用增级、债券发行、流通方面如何作出相应调整,使整个不良贷款证券化的交易结构最为高效、经济?这方面的障碍无疑是巨大的。第三,我国缺乏大量、持续、稳定的市场需求。根据其他国家的资产证券化经验,证券化的需求方主要是机构投资者,如养老基金、保险公司、商业银行、共同基金、外国投资者等,甚至可以说资产证券化市场在很大程度上是由机构投资者在支撑,而不是分散的个人投资者。但在我国,由于相关法规及机构投资者的自身问题,市场需求不容乐观。第四、资产证券化在我国还是新事物,以不良贷款作为切入点难度太大,一旦失败,不利于今后其他资产证券化的开展。上述第二、三点,也是我国资产证券化所面临的普遍难点,在具体到不良贷款证券化时,会有一些具体的问题。

我们认为实施不良贷款证券化,首先要对资产证券化在进行不良贷款处理时的地位有一个清楚认识。不良贷款的产生概括地讲有制度上的原因和技术上的原因。而企业银行债务债权重组的最重要任务之一就是帮助企业建立现代企业制度,深化银行体制改革,支持国民经济结构战略性调整,防范和化解金融风

险。由于资产证券化处于金融链条的最顶端,它不可能对涉及生产经营、产权制度、经济结构的调整产生巨大推动作用。证券化在不良贷款处理中实质应该是在政府的帮助下通过市场处理不良贷款。在这个过程中利用金融市场只是转移不良贷款持有者风险,而不是降低和消除了风险。从这个角度讲,单纯的资产证券化不是国有资产管理公司(或商业银行)处理不良贷款的主要方式。要想真正消灭不良贷款,就必须改变产生不良贷款的经济环境或运作机制,不良贷款证券化只是为这种改变提供了一定的条件。其次,证券化是要对适合证券化的资产进行分类选择。由于在我们大量的不良贷款中仍有一部分可以进行证券化,所以可以根据能在未来产生较稳定现金流的原则将符合证券化的贷款按照一定的分组标志、程序挑选出来,对这部分资产实施证券化。在这中间涉及到原贷款调查、清理和现金流的预测等大量具体重要的工作。第三,充分利用资产管理公司(AMC)在处理不良贷款方面的优势。国家赋予四大资产管理公司相当大的经营范围和特别优惠,使其具有冲破制度障碍、法律障碍的可能。资产证券化要求金融市场相当发达,相关法律、税收、会计制度、监管比较完备,而对于发展中国家讲不可能同时具备这些条件。但支付性质的机构参与证券化过程,大大降低了有关制度、法律的成本,它们在实践中形成的技术也具有外部效用,可以很快被其他参与者模仿。以美国托管公司(Resolution Trust Corporation,简称 RTC)运用资产证券化处理储贷协会危机为例,RTC 的证券化实践为原来本不发达的商用房产抵押支撑证券化赢得了一个庞大的投资者群体,投资者逐渐了解商用房产抵押支撑债券的特点并习惯作必要的投资决策分析。RTC 作为一个联邦政府信用机构,它的证券化活动为私人部门的证券化提供了宝贵的经验。在 RTC 近三年的证券化运作中,投资者、评级机构、投资银行、律师及会计师都各自发展了一套分析技术。实际上通过 RTC 的运作,政府为商用贷款证券化的发展付了学费。RTC 通过证券化盘活了巨额的商用房产抵押贷款,从而使原本已停滞的商用房产市场再次活跃起来,资本市场开始大规模地为商用房产市场融资,这对今后美国商用房产市场的发展将起到不可估量的作用。

资产管理公司参与资产证券化,它的经验和突破也可以作为一种公共品为众多参与者使用。资产证券化介绍到我国已有十多年时间,理论的争论很多,而实践都是零星的、个案的,也许不良贷款证券化能为我国大规模开展资产证券化走出一条新路。

第二节 资产管理公司不良贷款的证券化

一、资产管理公司(AMC)的性质、目的和任务

资产管理公司是由中央财政投资成立的、具有独立法人资格的国有独资金融企业,它的性质是不以盈利为目的的政策性特殊金融机构。它的目的就是有效防范和化解金融风险,促进我国金融体制改革和金融业的健康发展;依法处置国有商业银行的不良贷款,最大限度地保全资产,减少国家损失。

不良贷款的剥离范围是指:按当前贷款分类办法剥离逾期、呆滞、呆账贷款,其中待核销贷款以及 1996 年以来新发放并已逾期的贷款不属此次剥离范围。剥离不良贷款的具体办法,由人民银行会同财政部确定,相应地由银行组织实施。在实践中,剥离不良贷款的范围原则上按以下要求执行:已经形成的呆账仍留在原银行,用准备金逐年冲销;近一二年形成的逾期贷款,仍由原银行收回;对 1995 年底前形成的逾期一年以上的呆滞贷款的绝大部分剥离给资产管理公司;对企业“借新还旧”“短贷常用”贷款,在银行面上为正常贷款,实属不良贷款的以及跨 1995 年的项目贷款也要在剥离范围内予以剥离。四家国有商业将剥离的不良贷款按面值向资产管理公司转划。资产管理公司承接不良贷款后要综合运用出售、置换、资产重组、债转股、证券化等方法对贷款及其抵押品进行处置;对债务人提供管理咨询、收购兼并、分立重组、包装上市方面的服务;对确属资不抵债、需要关闭破产的企业要求其申请破产清算。按照国家有关规定,通过向境内外投资者出售债权、股权,最大限度地回收资本。

目前资产管理公司收购不良贷款的主要资金来源,除实收资本金外(财政注入各 100 亿元),主要是通过划转中国人民银行再贷款和资产管理公司对有关银行发行金融债券的收入、中央财政对资产管理公司发行的金融债券来承担担保责任。

为了处理四大国有商业银行划转的大量不良贷款,国家赋予资产管理公司多种资本运作方式,其范围包括:1. 债权追偿,资产出售、置换、重组。2. 统一进行债务与产权重组。3. 实行债转股。4. 推动企业进行股份制改造,承销企业股票、债券发行。5. 实施资产证券化。

这里的资产证券化主要指狭义的资产证券化。

人民银行、财政部、证监会《关于组建中国信达资产管理公司的意见》。

二、探讨中的模式

现在理论界对证券化的操作有以下几种思路。

思路一,抵押型的不良资产证券化。这其中又有两种方案:一种是由银行将须证券化的不良贷款进行组合后,发行以不良贷款为抵押的特种金融债券。另一种是银行将不良贷款组合抵押给特设信托机构,该机构以此为担保,通过证券机构发行证券。在第一种方案中,银行仍实际承担不良贷款债券的付款责任,只是获得了资金收益的时间差。在第二种方案中,特设机构仅起到了担保作用,银行对不良贷款仍负有追索责任。在上面两个方案中不良贷款都保留在银行资产负债表中,没有实现资产证券化的关键步骤——真实销售、破产隔离(所以它们只能看做广义上的融资证券化)。

思路二,转嫁型不良贷款证券化。银行将不良贷款组合以一定折扣出售给特设信托机构,特设信托机构通过证券机构向投资者发行证券。这是资产证券化的一般思路,但在现实中,特设机构(目前只可能是资产管理公司 AMC)如何实现同自身的破产隔离?

思路三,将资产证券化扩展到股权证券化,把资产管理公司开展的“债转股”工作作为资产证券化。所谓债转股是指在国家经贸委确定的债转股企业建议名单的基础上,资产管理公司通过受让或受托相应银行,对拟实行债转股企业的不良债权根据实际情况确定将全部或部分不良贷款作为转股债权,并以转股债权所对应的国有企业中相应的等值资产(即“债转股”资产),作为出资,原有企业的股东或原有企业的国家授权经营国有资产的机构以其经其评估确认的原有企业的经营性资产作为出资,按《公司法》的规定组建有限责任公司或发起设立股份公司即新公司。资产管理公司对债转股企业进行“阶段性持股”。债转股把原来银企之间的债权债务关系转变为资产管理公司之间的持股与被持股的关系,企业原来对银行的还本付息转变为对资产管理公司的按股分红。债转股不仅是银企债权债务的重组,也是企业资本结构、治理结构、管理体制、经营机制重组,涉及到社会的最小经济单位,承担着推进国企改革的重任。债转股是对政府、银行、国企、资产管理公司四方利益的调整。如果我们暂不考虑债转股对国企、政府、银行及经济结构的影响,对资产管理公司而言,股权如何出售和变现是债转股的关键。股权退出企业,意味着“资产证券化”过程的完成。

资产管理公司的股权退出的途径很多,有股权转让、股权回购、股东收购、上市等。参照资产管理公司的股权退出方式及原则,在债转股协议及股东协议中一般表述如下:

1. 股权回购。新公司按法定程序,以减少新公司注册资本的方式,回购各

个资产管理公司在新公司中的全部或部分股权,并向各资产管理人退还相应数额的出资。

2. 股东收购。除资产管理公司外的新公司的其他股东,用其从新公司中获得的全部或部分利润及其他资金收购各资产管理公司在新公司中的股权。

3. 股权转让。资产管理公司可以随时依法向第三方以协议方式或拍卖方式转让其在新公司的全部或部分股权。资产管理公司向第三方转让股权,并不影响当年和以后各年新公司和新公司的其他股东向资产管理人履行使各资产管理公司退出新公司的义务。资产管理公司向第三方转让全部股权的,自资产管理人股权转让完成之日起资产管理公司退出新公司,资产管理公司向第三方转让股权而减少的出资额,从股权退出期后最后一年向前等额倒冲减资产管理公司应退出的股权退出资金额。在资产管理公司的全部股权未全退出新公司之前,未经资产管理公司书面同意,新公司的其他股东不得向第三方转让其全部或部分股权;且在新公司进行股权回购时不要求相应减少其出资额。

4. 上市。资产管理公司以上市的方式退出新公司的渠道有以下几种:

(1) 经债转股改制的优质公司上市,用其所筹的资金收购另一家债转股企业中的资产管理公司的股权;

(2) 资产管理公司以“战略投资者”的身份在新公司持股,整合新公司并持股一定时间,而后将其股权上市套现;

(3) 上市公司以股金收购另一家债转股企业中资产管理公司的股权;

(4) 将资产管理公司在上市公司中的存量股票变现,不增发新股。

以上4种股票退出方式可以用图28.1来表示。

以上4种退出方式有一个明显的问题:“资产证券化”的时间取决于债转股完成的时间。要想以这种方式在短期内处理大量不良贷款,收回现金流无疑是不现实的。

此外,还有一种基于短期债转股的资产证券化思路。资产管理公司将某些优质的债转股企业的股权退出资金的现金流所形成的应收款,以一定的价格出售给专门设立的不良贷款证券化公司,资产管理公司股权退出资金立即得到了变现,资产管理公司可以用该笔资金偿还人民银行的再贷款,以及向有关银行支付因购买相应银行的不良贷款而向有关银行发行的金融债券的本息。资产管理公司作为不良贷款证券化公司的服务商,继续以新公司股东的身份为不良贷款证券化公司提供服务,行使股东权利,介入新公司的经营,尽最大努力使新公司或新公司的其他股东按债转股协议的约定支付股权退出资金,协助发行人从债转股企业归集股权退出资金。在这种模式中,某些优秀债转股企业的股权退出现金流作为实施资产证券化的基础资产,资产管理公司担当了不良贷款证券化

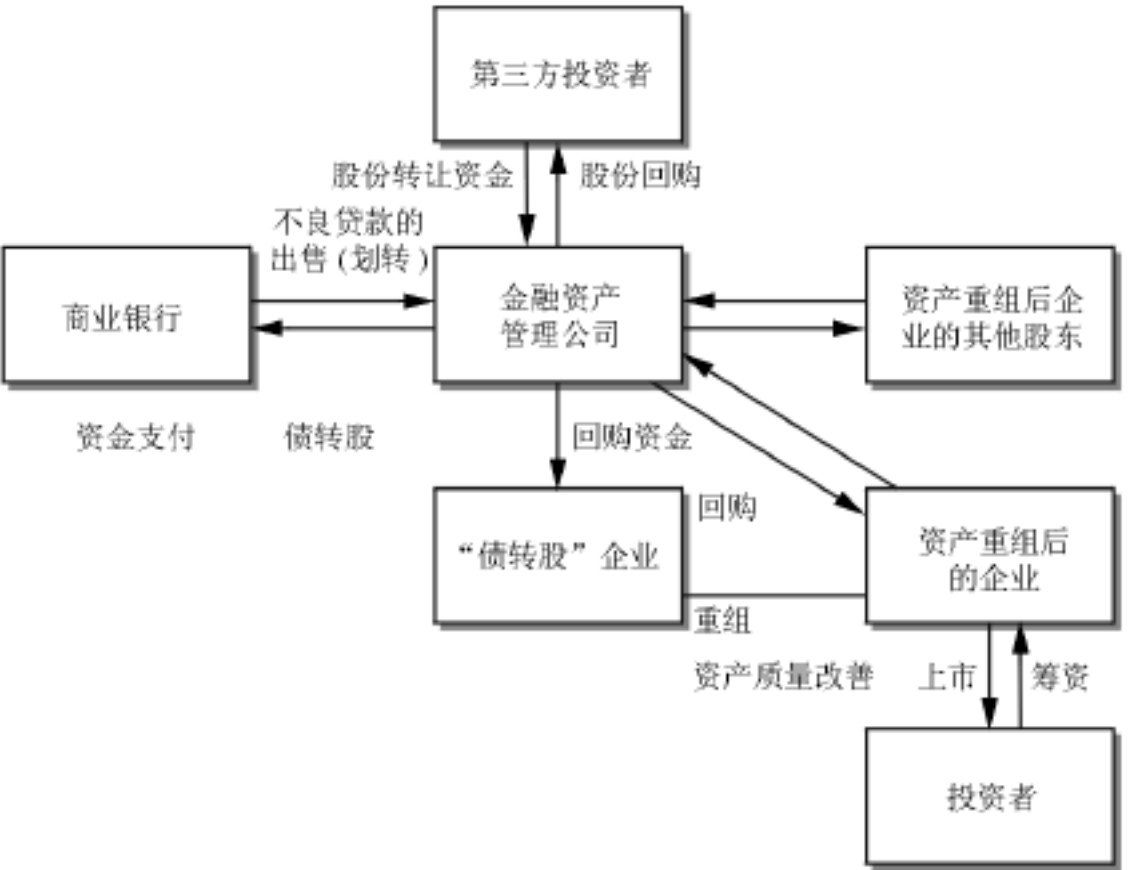


图 28.1 “债转股”资产证券化示意图

业务操作过程中发起人的角色。不良贷款证券化公司是一个负有特殊目的的载体,其设立可以采取四种方式:财政部以专项资金独家发起设立;四大国有商业银行出资设立,各家出资 25%;由国内大型证券公司、信托投资公司设立或由不良贷款证券化公司委托大型证券人、信托投资公司担当不良债权发行人;由资产管理公司出资设立不良贷款证券化公司,并将其作为自己的子公司。通过发起人、财政部,银行担保及保险方式实现信用增级。具体模式参见图 28.2。

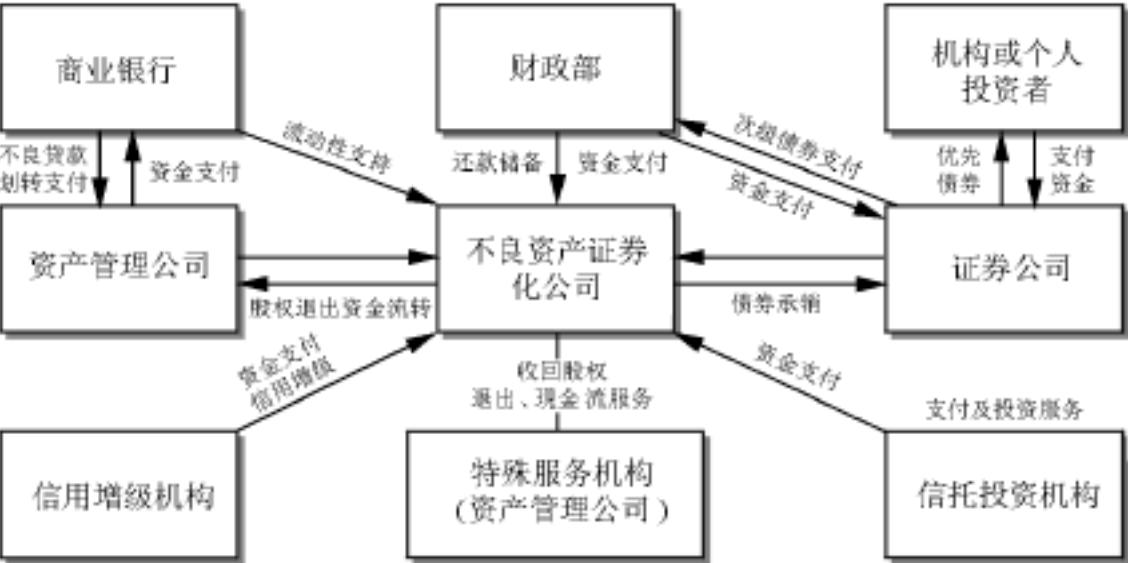


图 28.2 基于“债转股”的资产证券化示意图

这种思路与前面单纯的债转股后的股权退出相比,有利于资产管理公司股权退出的现金流的立即变现,有利于提高资产管理公司资产的流动性,从自身资产挖掘出企业资金来源。但股权产生的现金流只是一种或有收益,它的大小决定于公司经营效益、企业资本结构等多种因素,实际运作中怎样估计现金流?一般的大数法则难以计算。例如:新公司成立后出于发展或改善资本结构的目的大量负债,造成一段时期无利可付,这种风险在事前如何控制和计算?

三、建议模式

1. 资产池的构造

商业银行将不良贷款以账面价值划转至资产管理公司,资产管理公司对不良贷款现值进行估算,据此确定资产处理底价,然后按照账面价值的一定折扣组成资产池。在基础资产选择上,应尽量选择有抵押担保的同质的贷款。在地区分布上,应尽可能地分散。资产池的组成可以不限于不良贷款。因为尽管证券化的资产是经过筛选的,但是不良贷款潜在的违约风险相当大,现金流可能不稳定,且低于预测值。资产管理公司可以购入其他优质资产组合,如高质量的银行信贷资产、国债、股票等,与不良资产搭配组建资产池。

2. SPV 的设置

资产证券化成功与否取决于高效低成本的交易结构,而交易结构的关键环节是 SPV 的设立与运作。资产管理公司是已划转不良贷款的所有者,在设立 SPV 时应考虑以下因素:(1) 节约交易成本。资产管理公司有较强的金融实力,加上有政府的直接支持,使其具有很强的抗风险能力,几乎不可能破产;具有丰富的资产市场运作工具,四家资产管理公司可以综合运用出售、置换、资产重组、债转股、证券化等方法对贷款及其抵押品进行处置——它们是我国目前惟一可把“资产证券化”作为其经营手段的金融机构;优惠的政策支持。根据规定,这四家资产管理公司免收工商登记注册手续费,免征公司收购、接收、处置不良资产过程中的一切税收,处置不良贷款形成的最终损失,由财政部提出处理方案报国务院审批,资产管理公司财务会计制度和资产处置考核办法由财政部制定。综合以上因素,资产管理公司应该比商业银行处理不良贷款证券化节约交易成本,从现实看证券化的开展离不开资产管理公司。(2) 与其他金融机构充分合作,对 SPV 引入激励机制,控制可能的道德风险。基于以上两点我们认为可以采用下面几种方式设立:

(1) 资产管理公司把证券化业务与其他业务隔离或成立全资子公司作为 SPV,同时金融监管及司法部门应确认证券化业务与原资产管理公司实现破产隔离,真实销售。这种方案的优点在于简化证券化环节,充分利用资产管理公司

的专业化优势,在 SPV 法律地位确认方面不会有太大障碍,证券化工作可以迅速开展;初步解决了破产隔离,真实销售问题,使债券信用级别有可能提高。缺点是无法解决资产管理公司的激励机制及道德风险问题;与其他金融中介缺乏有效沟通,投资者可能难以接受。模式图如下所示:

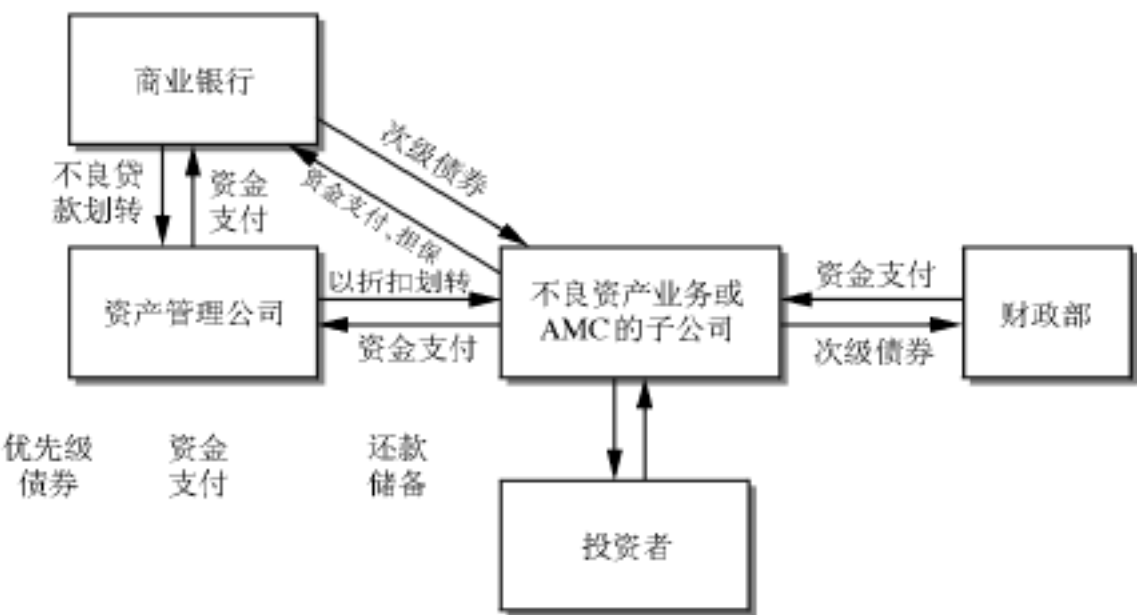


图 28.3 附属性 SPV

(2) 资产管理公司与证券公司、商业银行或信托投资公司、国外专业公司共同设立 SPV;其中资产管理公司(AMC)占有一定股份,一般为 50%。不良贷款以低于账面值高于资产处理底价的一定折扣卖给 SPV。SPV 的收益是不良贷款回收价值高于预期出售的价值差额。这种方式的优点是可以充分发挥合资者的作用,避免 AMC 的道德风险,使 SPV 尽力提高资产的回收率;利用证券公司、信托投资公司资本市场的丰富经验,设计的债券品种更合理,证券销售更有把握,同时减少 AMC 的出资额。商业银行参与 SPV 设立,不仅提供了利益驱动,也可为债券的偿付提供流动性保证。总之,不同金融中介参与 SPV 的设立,有利于市场接受不良贷款证券化,各方的利益更易协调。缺点是 SPV 法律地位的确定难度比较大,税收、会计、司法实践均需要一系列突破,在近期内不易实现。模式图如图 28.4 所示。

(3) 另一种思路采用分步走的策略。在不良贷款证券化初期,把证券化业务与其他业务分离,做到法律、监管方面的破产隔离,真实销售,面向机构投资者(商业银行、证券公司、财政部、养老基金、保险基金)发行债券。第二步在市场对不良贷款证券有一定认识、债券发行比较成功的基础上实现交易发起人与证券化发起人分离,引入各类合资者,促进不良贷款证券化大规模发展。

3. 证券产品的设计

不良贷款证券化的基础资产与抵押资产有很大不同,抵押资产证券化的风

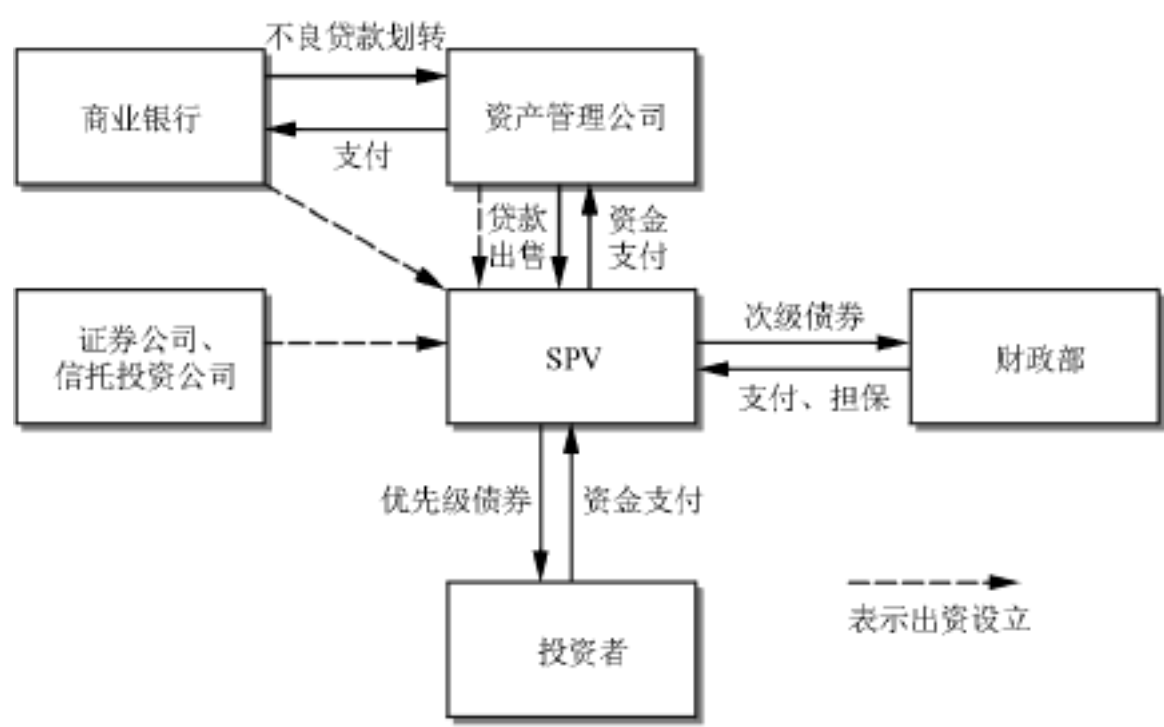


图 28.4 独立性 SPV

险主要是贷款早偿风险,而不良贷款主要是违约风险,所设计债券的基本原则是确保投资者在购买债券后本息偿付的安全性和及时性。

一种方案是发行优级/ 次级债券,发行优先/ 次级债券实际上是利用了证券化运作中最常用的一种技术——信用分档技术(credit tranching)。采用这种技术可以在不同债券之间分配信用风险,其运作原理是:如果发行人拥有一个基础资产池,那么以该资产池为支撑发行的所有债券都要获得 AAA 级的信用评级是不太可能的,但发行人通过信用分档技术可以创造出信用等级为 AAA、AA、A 的多档债券,信用等级较高的债券就是优先档债券,它们将优先档贷款造成的损失转移给次级档投资者。这实际上是牺牲次级档债券投资者的利益(他们因此获得更高的风险贴水)来为优先档投资者提供获得稳定收益的保护。对于银行进行不良贷款证券化来说,可以先进行超额担保,然后再发行优先/ 次级债券。优先档债券由于受到次级债券的保护,因此风险较低,可以在资本市场上向投资者公开发售(银行可以购买),而次级档债券则由资产管理公司、国家财政部、商业银行持有。以这种方式发行银行不良贷款证券化产品的优点是:保护资本市场上投资者的利益,降低发行成本和风险。这种债券结构简单,易被投资者理解接受,适合我国证券化起步的国情,可以使不良贷款的潜在损失由财政(由资产管理公司承担的损失最终也由财政承担,但这也构成对其考核的约束,防止证券化后债权人的道德风险)和银行共同承担。

另一种方案是发行封闭式基金凭证。这种方案的要点是:从银行不良贷款的真实价值来确定发行基金的总规模,财政提供担保,由资产管理公司向投资者(主

要是商业银行、保险公司等机构投资者)发行封闭式基金凭证。以这种方式设计银行不良贷款证券化产品的优点是:一方面因为基金是封闭式的可以控制风险,另一方面可以缓解资产管理公司发行以不良贷款为支撑的债券时的偿还压力。同时,也能通过年终基金分红的形式对资产管理公司的运营进行监督和约束。

4. 信用增级和信用评级

与其他资产相比,不良贷款证券化对信用增级要求更高也更迫切,具体可以采取以下措施:

(1) 资产管理公司提供一定的赎回担保,这样在为资产提供担保的同时,加强了对资产管理公司(作为债权人或服务商)的约束。

(2) 财政部为优先档债券提供一定比例的还款储备。

(3) 由第三方出具担保债券还本付息的担保,对在一个固定金额范围内可能出现的违约损失进行偿付。

(4) 保险公司对投资损失签发保险单等。

信用增级后,SPV 可以邀请国内外比较权威的信用机构进行评级,债券发行后,对其还本付息情况进行跟踪,经过一定时间对信用级别进行调整,逐步建立不良贷款证券的评级系统,使投资者接受这一债券品种。

5. 运作过程

(1) 以账面价值划转国有商业银行的不良贷款资产管理公司。

(2) 资产管理公司自己设立或与其他金融机构以及财政部,共同设立 SPV。SPV 的设立形式可以多样,最基本的要求是要实现破产隔离,真实销售。

(3) SPV 将符合一定要求的不良贷款组成资产池,也可以与优良资产搭配组成资产池,对要发行的资产支撑证券进行信用增级,邀请评级机构对债券进行信用评级。

(4) SPV 通过债券承销商向投资者发行债券。

(5) 资产管理公司作为服务商定期将收取的本息交给 SPV,SPV 对现金流进行重整后向证券投资者支付债券本息。

附录 证券资产形式的创新

证券资产类型的发展趋势一方面表现为实体资产、信贷资产和证券资产不断地证券化,表现为证券市场市值占一国 GDP 的比重不断增大,证券化的广度加大;另一方面表现为证券资产内部品种的演变和创新,这些证券品种形成一个个细分的市场,证券化的深度加大。如果说前一方面涉及证券化“什么”的问题,后一方面就涉及“怎么”证券化的问题。这就是证券化的内容和方式的关系。在本附录内容中,我们将从证券资产的结构发展来讨论证券资产证券化的有关形式,包括加入金融衍生产品属性的证券资产,以及期限和现金流结构精细化的证券资产及其组合。首先,让我们来对包含金融衍生产品属性的证券形式这一大类进行分析,并从金融衍生产品的由来、类别、属性和作用入手。

第一节 金融衍生产品的产生和发展

金融衍生产品本身严格来讲不是证券,因为证券必须是基于某种资产未来预期现金流而发行的资产。金融衍生产品虽然有标的资产,但是,持有金融衍生产品的预期收益并不来源于标的资产所产生的未来现金流,而是来源于人们对标的资产未来价格的预测以及这个预测价格和到期现实价格之间的差异。因此,金融衍生产品如期货、期权虽然也具有标准化的合约形式,但却不能完全归于证券一类。在本附录中分析金融衍生产品的目的在于说明,证券产品如果包含了金融衍生产品的属性,可以满足融投资的特殊需要,对于证券资产形式本身来说就是一种有益的补充。金融衍生产品的产生和发展有其内在原因。

一、风险市场的形成

为了较好地分析这个问题,我们引入期权(option)概念。

期权又称选择权,在这里,我们暂时舍掉期权的物化形式——期权合约。期权合约的产生说明人们对期权的关注逐渐显化,并将其从经济、金融活动中抽取出来,使其能够独立地发挥特有职能。期权的经济职能与经济的不确定性直接相关。

如果经济是确定的,或者说未来事件可以完全预测,就不存在所谓“选择权”

的概念。“选择”行为是经济活动中的基本行为,“选择”代表了一种决策,并且,经济活动中更重要的是在不确定情形下作出决策。例如在厂商决策过程中,生产什么、生产多少是厂商根据自己搜集掌握的信息对未来市场行情进行预测所作出的生产决策;在长期厂商行为中,生产多少包含了对最优生产规模的选择,包含了投资决策,投资决策具有更大的不确定性。市场经济意味着市场参与者或者说经济行为人面临着市场的重要变量——价格的风险。价格变化是市场经济运行的客观现实,价格风险客观存在。价格变化有许多诱导因素,如数量风险——供给和需求的变化等等,影响价格的全部因素难以预测,从而难以在事先为变化的可能做好准备。随着经济的发展,价格风险更趋普遍,渗透到经济生活的各个方面。既然风险难以预测和把握,人们就产生了对“价格风险”进行“保险”的意识。根据保险的基本原理——风险转移(risk transfer),人们发现可以在市场上找到愿意承担某种风险的交易对手,同时,人们愿意为转移出去的风险支付费用。价格风险的性质与商业保险承保风险的性质不同:价格风险转移发生在对风险方向作出不同预测的行为人之间,一方预测价格上升,另一方预测价格下降,并且当其中一方认为某种价格变化将使自己的经济利益受损,那么他希望将这种价格变化造成的损失剔除,从而避免不利的价格风险对经济利益的损害。只有找到交易的另一方——该方认为这种价格变化有利于或至少不损害自身的经济利益,那么,前一个交易者才能将不利于自身的价格风险锁定,交由后一个交易者专门承担;同时,转移风险的一方将对承担风险的一方支付费用。这个费用的大小在理论上可以这么决定:支付费用在免除不利风险所能获得的预期效用和在保留风险的原始状态下能获得的预期效用至少是相等的。当然在现实中,这个理论标准很难把握,费用的确定还与风险市场的供给和需求等等因素有关。

二、金融衍生产品的界定

金融衍生产品市场的兴起和发展是近 20 年来国际金融市场最为突出的变化之一。金融衍生产品的出现远远晚于以一般商品为标的物的衍生产品,这说明对金融衍生产品的需求是随着经济与金融的发展和变迁而产生的,金融市场瞬息万变,市场参与者对收益/风险的关注远远超过一般商品市场,因此,在金融市场内部,风险市场将发挥更重要的作用。

有关“金融衍生产品”这一概念还没有一个明确的界定,目前它存在着许多不同的名称:金融衍生产品、金融衍生工具、金融衍生证券、派生金融工具。本章以“金融衍生产品”(financial derivative instrument)统一全篇。

经济合作与发展组织(OECD)将金融衍生产品定义为:“一般说来,衍生交

易是一份双边合约或支付交换协议,它们的价值是从基本的资产或某种基础性的利率或指数上衍生出来的。今天,衍生交易所依赖的基础包括利率、汇率、商品、股票及其他指数”;^①“衍生产品一词还被用来包括具有上述衍生性,或包含了选择权的债务工具以及拆散其他工具,如本金与利息收入而创造出来的债务工具”。

1994年8月,国际互换交易协会(International Swaps and Derivative Association, ISDA)在一份报告中对衍生产品作了如下描述:“衍生产品是有关互换现金流量和旨在为交易者转移风险的双边合约。合约到期时,交易者所欠对方的金额由基础商品、证券或指数的价格来决定。互换交易、远期交易、利率上限(caps)和利率下限(floors)是双方协议成交的,期货和认股证则是在交易所交易的标准衍生工具”。

John C. Hull(1993年)将金融衍生产品称为衍生证券:“衍生证券(derivative security,也称衍生工具)是一种证券,其价值依赖于其他更基本的(underlying)标的变量。近年来,在金融领域衍生证券变得越来越重要。许多交易所正在进行大量的期货和期权交易。金融机构与它们的客户在交易所外的场外市场(over_the_counter, OTC市场)频繁进行远期合约、互换和其他不同种类的期权的交易。其他更特殊的衍生证券常常作为债券和股票发行的一个组成部分”;^②“衍生证券也称为或有债权(contingent claims)。我们经常看到,衍生证券所依附的标的变量是可交易证券的价格。例如,股票期权是一个衍生证券,其价值依赖于股票的价格。”

因此,对金融衍生产品的定义一般侧重于其类别和价值的构成。本书对金融衍生产品的定义是:金融衍生产品是一种双边合约或支付交换协议,其价值依赖于其派生自的基础金融资产的价格,如利率或指数等变量。并且,OECD的第二个描述,正涉及了本章要讨论的对象,因此,我们对金融衍生产品的定义适用于狭义范围,而OECD所说的“包括具有上述衍生性,或包含了选择权的债务工具以及拆散其他工具,如本金与利息收入而创造出来的债务工具”,在本书中被包含进证券资产证券化的品种之中。

Claude Brown, How to Recognize a Derivative, *International Financial Law Review*, May 1995, pp. 28—29. 转引自徐明棋《美国金融衍生品市场近期的发展与监管趋势》,载《世界经济政治》1997年第1期,第51页。

彼德·列文等:《影响美国衍生产品因素的近期发展》,载《国际金融法评论》1994年第11期,第10页。

John C. Hull:“Options, Futures and Other Derivative Securities”,华夏出版社(中译本)1997年版,第1页。

三、金融衍生产品产生与发展的国际经济背景

金融发展与经济发展是一个互相包含、互相推动的过程。20 世纪 70 年代以来在发达国家出现的以衍生工具为核心的创新浪潮,同当时国际经济环境的发展变化密切相关。

1. 美元、黄金双挂钩货币体系的崩溃。第二次世界大战结束后,国际货币基金组织(IMF)、世界银行(IBRD)和关税与贸易总协定(GATA)构成了战后国际经济秩序的基本框架。根据 1947 年 7 月通过的《国际货币基金组织协定》,确定了美元与黄金直接挂钩,各国货币与美元挂钩的以美元为中心的固定汇率为主要内容的国际货币体系。从 50 年代开始,随着德、日等国经济实力的增强,美国在世界经济中所占的比重不断下降,美国国际收支出现巨额逆差,美元不断外流,美国对外短期债务超过黄金储备,引发了美元危机。1971 年 8 月 15 日,美国尼克松政府被迫宣布实行新经济政策,美元与黄金脱钩。西方国家的货币汇率也不再盯住美元,开始实行浮动汇率。

汇率的不稳定使国际贸易和国际投资活动的风险大大增加,同时汇率波动又引发利率、股市等一系列相关变量的波动。面对复杂多变的经济环境,客观上需要寻求防范汇率风险的途径和办法,而这就为以规避风险为主要目的的衍生产品的创新提供了潜在的强大需求。

2. 石油、债务双危机的爆发。20 世纪 70 年代初对世界经济造成重要影响的事件莫过于 1973 年爆发的石油危机和伴生的国际债务危机。1971 年和 1973 年,美元两次贬值,使得以美元为计价单位的石油输出国贸易收益处于不利地位。以第三次中东战争为导火索,石油输出国组织(OPEC)宣布原油大幅度提价,从每桶 3 美元提高到 12 美元。1979 年第二次提价后,到 1981 年达 34 美元。石油提价使石油输出国的石油收入猛增,国际收支经常项目出现巨额顺差,形成所谓的“石油美元”。石油美元的相当一部分成为西方发达国家大银行吸收的存款。为了需求资金出路,获取最大限度的利润,在当时拉美发展中国家经济被普遍看好的形势下,银行纷纷加大了对拉美的贷款量,它们提供的巨额贷款,甚至超出了接受国的偿还能力,这就为拉美债务危机的爆发埋下了伏笔。石油价格暴涨时,非石油发展中国家由于进口原油费用急剧增加而出现国际收支经常项目巨额逆差。据估计,1974—1982 年间逆差达 5870 亿美元。为了弥补逆差,这些国家不得不大量举债。另外,自 20 世纪 80 年代以来,由于西方货币市场利率上升,发展中国家债务利息负担加重,加之世界经济不景气,各国贸易保护主义抬头,发展中国家出口下降,于是促使债务危机爆发。

石油美元使国际金融市场的规模空前扩大。浮动利率又使短期金融资产在

国际间快速流动以进行套利。国际债务危机客观上使西方大银行产生利用衍生产品转移信用风险的巨大需求,从而迫使银行不断开发新的金融工具和业务,成为衍生产品创新的积极推动者。

3. 由电子化而带来的信息革命。以计算机为代表的新技术革命,在 20 世纪 70 年代以后迅速发展。通讯技术和计算机信息处理技术的发展,为金融衍生产品发展提供了坚实的技术支持。信息处理能力的大大增强,大幅度地降低了交易成本,扩大了交易范围,突破了地域限制,使全国乃至全球金融市场连为一体,促使投资者的交易部位得以迅速抛补,市场运作更具效率。信息革命对金融衍生市场的技术支持还体现在另外两个方面:一是伴随计算机及数据处理自动化技术的广泛应用,新兴金融分析理论(模拟分析与相关分析应用与评价符合衍生产品或多元衍生产品组合)和新兴信息处理技术设备将理论与实践结合起来,为开发和推广金融衍生产品奠定了坚实的技术基础;二是一些纯数学研究人员,如火箭科学家投身金融衍生产品的设计和组合,使金融工程技术得以发展和广泛应用。

4. 金融活动全球化和竞争的加剧。20 世纪 70 年代以前,世界主要发达国家的金融市场是分离的。从 70 年代初期开始,国际金融市场迅速发展起来。汇率的剧烈波动和资金的大量跨国流动,使得发达国家政府出现大量财政赤字,政府债券发行大大增加,为此各国政府普遍放松对国内外金融机构和外国投资者的限制,放松甚至取消外汇管制。发展中国家的债务危机使得其再借款的筹资能力下降,所以也从银行借款转为利用证券市场筹资,从而促成了证券市场的国际化。由于金融市场全球化,金融业之间的竞争更趋激烈,出于自身利益和发展的需要,金融机构必须参与到各种金融创新中去,设计和提供新的金融产品和技术,“量体裁衣”,以更好地满足企业和客户的要求。金融市场全球化是推动金融创新活动的重要因素。

本节主要按合约种类划分金融衍生产品,即金融远期(financial forward)、金融期货(financial future)、金融期权(financial option)和金融互换(financial swap)。不对标的资产进一步划分,目的在于揭示衍生产品之间的逻辑关系。

四、金融衍生产品的发展逻辑

1. 金融远期。远期外汇合约、远期利率协议(FRA)和远期证券合约(equity forwards)构成金融远期的三个重要组成部分。远期外汇合约是为了满足在浮动汇率体制下规避汇率风险的需要而产生和发展起来的,它的运用为银行和投资者提供了套期保值和套利的手段。远期利率协议是关于利率的远期合同,是双方当事人为避免利率波动风险而签订的特别协定——在协定中双方当事人同

意在一个特定的未来日期中以参考利率和名义本金额为基础交换一定金额的货币。远期证券合约是指在将来某一特定日期按特定价格支付一定数量证券(债券、股票等)的协议。其条款包括:以美元表示的票面价值或作为该远期基础工具的标的资产数量;远期合约的结算日期;在结算日的特定价格。这种远期证券合约可看做一种单一的付款互换协议。

2. 金融期货。金融期货市场是在金融远期市场的基础上发展起来的。它改变了远期合约交易中的某些特性:(1) 期货合约是远期合约的标准化,除了价格以外所有的交易条款都由交易所规定,减少了谈判的强度和复杂度。(2) 期货合约降低了远期合约的交易风险,因为期货交易双方之间并不是直接交易,而是由专门的结算公司作为中间方介入,同时保证金制度下的逐日盯市结算和强行平仓制度也避免了风险的过度积累。(3) 期货在交易所集中交易,纳入了政府监管范围,而远期主要属于场外交易,通常不在监管范围之内。金融期货的风险与收益特征:期货投资的一个主要特征是交易的杠杆性。当投资者建立期货合约头寸时,他并不需要全额投资,只需拿出相当于总交易额 5%—10% 的初始保证金,也就是说投资者只要付出 5%—10% 的保证金,就可从事高于其保证金 5—10 倍的期货交易。随着竞争加剧,保证金比率有进一步下降的趋势,从而也就更能节约交易成本。期货交易的高杠杆性质,使投资者在降低价格风险的同时成本不致过高。虽然高杠杆操作一般也与高违约风险相关联,但金融期货市场的高杠杆操作却可以与低违约风险并存,这主要应归功于期货市场有一套设计精巧完善的保证金制度和专业化的结算制度,它大大提高了交易安全性。

3. 金融期权。期权与期货相比具有两个基本的特征:(1) 权利与义务不对称。期货合约的交易双方在交易中的权利与义务是对称的,任何一方都有要求对方履行合约条款的权利。而期权合约则不同,它赋予买方以选择的权利而无必须履行合约的义务,而卖方则负有按买方要求履行合约的义务而无要求对方履约的权利。(2) 风险与收益不对称。在期货交易中,当期货价格变动,买方的收益和卖方的亏损都是一对一的,而期权交易则没有这种风险与收益的对称关系。期权的买方支付期权金后,保留所有潜在收益,损失是固定的。他所承担的最大风险是损失全部期权价格。期权卖方所能实现的最大收益是固定的——期权费,而他要承担所有的损失风险,也就是说他承担较大风险来获取较小收益。这种非对称的风险收益特征,使期权成为防范不对称风险的工具,而期货只能用于防范对称风险。如果说在利用期货合约进行套期保值来锁定价格从而消除价格风险的过程中,投资者放弃了从价格的有利变动中获取收益的机会,那么,金融期权则为投资者提供了既可防范不利价格风险,又不放弃从价格有利变动中获取收益机会的新型衍生工具。期权合约不仅是锁定风险头寸的更为有效的工

具,而且为投资者获得更大回报提供了可能。

4. 金融互换。在存在金融远期、期货和期权市场的基础上,为什么还需要金融互换?首先,金融互换也是场外交易,它克服了期货和期权的场内交易的局限性。与标准化的期货、期权合约不同,每份互换协议都是独特的,可以满足交易者的个性化需求。例如在期限上,期货、期权由于到期日标准化,很难灵活地满足人们的实际需求,而互换则能提供给人们“任意”期限。其次,金融互换的经济学原理可以部分地由李嘉图的比较利益学说来解释。现实金融市场并不是完全一体化的市场,存在着一定的分割,一方面在本国之外的某些资金市场中存在着以较低成本筹措资金的机会;另一方面,交易者对不同资金的需求也存在差异。每个借款者都可以在他拥有相对优势的市场发行债券然后互换债券,以更好地满足各自的融资需求。“互换市场发展的最初动机是为了从资本市场的真实的或被观察到的不完善中获利,但是它没有成为实现资产/负债目标的交易有效率的市場”。这与远期合约关于未来价格的确定这一单一功能不同,互换具有趋利性。

以上叙述揭示了今天看来差异如此巨大的四种“基本”衍生金融工具相互之间却具有必然的联系,每一项工具都是因为具有其他工具所不具备的特点与适应方面才能够存在和不断发展。

五、金融衍生产品的基本经济功能

1. 风险转移

金融衍生产品的产生主要是为了规避经济生活中日益突出的风险。在金融衍生产品产生之前,风险管理方法一般是分散投资或构造分散化的资产组合。在证券市场上,证券投资组合本身只能有效降低非系统风险,对于系统风险则无能为力。由于系统性风险占总风险的50%以上,这就意味着分散风险方法无法规避大部分市场风险。风险管理的另一种思路是风险转移,即将风险转移给有能力或愿意承担风险的投资者。但是,这种转移不是无偿的,需要付给对方风险报酬。金融衍生市场就是一种风险转移市场。金融衍生产品交易一是可以把金融风险分散化,二是可以把金融风险有限化,通过衍生产品交易把风险限制在愿意承担的范围内,三是可以把内部金融风险外在化,把不愿意承担的风险转移出去,这就是衍生产品交易的解捆特征,即把风险剥离、合成,进而创造出经过精心“剪裁”的风险来,使之符合投资者的收益/风险结构需求。

2. 价格发现

所谓价格发现功能,是指市场参与者根据自己了解的市场信息和对价格走势的预测,对衍生产品进行反复交易的结果,它能形成真实反映供求关系,具有竞争性、预期性和世界性特点的价格体系。根据美国学者约翰·梅瑞克(John Merrick)的研究发现,1985年前,相对于股票指数的期货市场,现货市场统治价格发现过程;但在1985年后,随着期货市场交易量大大超过现货市场,S&P500期货市场扮演了主宰价格发现的角色。随着场外交易比重日益增加,通讯技术日益发达,市场开始打破区域限制,世界市场逐渐形成。场外交易的重要性不言而喻,场外价格同样成为交易的依据并影响着场内价格。因此,价格发现功能对于场内和场外交易的金融衍生工具都适用。衍生市场的价格发现机制可表述如下:在价格体系中引入衍生市场(如期货)价格后,在供求均衡的静态市场上,衍生市场价格(F)与原生资产市场价格(P)和储存成本(R)之间的关系可表述为: $F = P + R$ 。而在动态的市场上,原生资产(现货)市场价格的决定则遵循下式: $P = F - R$ 。这里,衍生市场价格成为影响现货价格的主要因素。在这个意义上,衍生产品交易成为市场价格的决定机制。在市场上,投机与套利对市场价格发现功能的发挥十分重要。根据无套利的市场均衡原则,基础资产价格指数与期货指数之间的偏离就因套利而逐渐消除。过去理论价格与实际价格间的偏差曾达200个基本点,现在采用程序化交易策略消除价格偏差后,偏差很少超过10个基本点。类似地,当互换刚刚问世时,交易商进行一次有效匹配的互换交易可以很容易地赚到150个基本点,而现在连10个基本点也是困难的。这表明金融衍生市场的定价效率在不断提高。

六、金融衍生产品的风险分析

风险是损失的不确定性。金融衍生产品风险的特殊性在于产品本身的特殊性。

美国G30研究小组(group of thirty)在一份关于衍生产品的权威研究报告中把衍生交易的风险分为四类,即市场风险、信用风险、营运风险和法律风险。而1994年国际证券事务委员会及巴塞尔委员会对衍生产品涉及的风险则分为六类,即市场风险、信用风险、流动性风险、操作风险、结算风险、法律风险。这里,我们主要分析金融衍生产品的几大风险:

1. 市场风险(market risk)

金融衍生产品市场风险的特殊性在于:(1)衍生产品交易大多是保证金交易,作为高度杠杆性操作的投机工具极易加剧市场风险,从而可能带来极高的资本收益率。然而,只要出现任何差错,就会导致灾难性后果。(2)衍生产品的价格波动受许多因素的影响,现货价格只是一个因素,衍生产品用作套期保值,其

风险和现货资产风险具有较高的相关性。但是,衍生产品的定价非常困难,即使存在一些理论模型,但理论价格往往与现实相差很大。于是,对衍生产品的估价更加困难,预测具有极大的不确定性。总之,衍生产品交易的价格不确定性非常巨大。

当然,不同的金融衍生产品的市场风险各不相同。期货类产品和互换类产品,对于交易双方来说,都存在着大量的市场风险,原生金融产品价格的不同变化,会直接影响到交易双方的盈亏。期权类产品,对于期权的买方来说,亏损是有限的,收益是无限的;而对于期权的卖方来说,收益是有限的,亏损是无限的。因此,期权类产品的市场风险是单方面的,主要由期权的卖方承担。而远期类产品,因为事先锁定了交易的价格,从而使得交易双方只是失去了获益的机会,并不存在因为市场价格的变化而发生损失的可能。因此,远期类产品不存在市场风险。期货类产品与远期类产品在是否存在市场风险这一点上截然相反,主要是因为期货类产品是标准化的产品,大多在到期前平仓,并不进行实物交割,而远期类产品则需要到期进行交割清算。不同交易者所面临的市场风险也不同:对于套期保值者来说,风险暴露部位比较小,市场风险相对较小,这是因为他交易的目的就是避免市场风险;而对于投机者来说,风险暴露部位较大,市场风险也较大,这是因为他交易的目的就是通过承担市场风险来赚取利润。

2. 信用风险(credit risk)

衍生交易的信用风险是指交易对方违约所引起的风险,它与银行信贷等金融工具的信用风险有很大区别。在贷款业务中,只要借方出现财务危机,如破产或无力清偿债务,贷方就会出现损失。而衍生产品信用风险的产生则需要另一个条件:在合约剩余期限内,违约方的合约价值为负,或非违约方的合约价值为正,即合约处于盈利部位(in the money)。只有两个条件都具备时,违约方不履行合约才会给对方造成损失。不同金融衍生产品的信用风险也存在差别。有的是双向的,比如远期类、期货类衍生产品,其合约的持有方有履行合约的义务,而合约的价值变化是随机的,因此,交易双方都面临信用风险。相反,对于期权类衍生合约,因买方有权选择是否履约,因此只有卖方有违约可能,这类合约的信用风险是单向的。

约翰逊(Leland Johnson)和斯蒂恩(Jerome Stein)的选择性套期保值理论认为,套期保值者与其他投资者进入期货市场一样,都是为了在一定风险水平下获得最高收益,而不满足于零利润。因此,他也可以根据市场变化随时调整期货交易头寸,买卖期货合约的数量不一定与现货交易数量一致,最终目的是取得最大投资收益,最小程度承担风险。这一理论认为套期保值者的风险厌恶倾向不是那么明显,他们总是为了最大化利益而行动的。该理论突破了传统保值理论“相等且相反”的模式,扩大了套期保值的范围。

金融衍生产品的信用风险主要源于场外交易。一般说来,场外交易引起的信用风险具有明显的递减效应和扩散效应。这—是因为场外交易的衍生产品,大多在商定的合约期限内分散结算,所以随着合约期限的临近,信用风险呈现递减性。而场内交易的衍生产品则都是标准化的,到期日具有集中性,信用风险无所谓递减。二是衍生合约的价值波动主要取决于原生资产价格变动,而合约期限越长,原生资产价格扩散变动的概率(即偏离合约的履约价格的可能性)越大,从而交易方潜在的信用风险暴露也就越大。场外衍生产品正是因为具有灵活的到期期限,并且往往比场内产品能提供的期限更长,因此其潜在信用风险暴露就越大。

金融衍生产品的信用风险往往会给交易对方带来极其巨大的损失,这与衍生工具交易的高杠杆性有关。其他金融工具很难造成如此巨大的损失,于是,在衍生产品交易,尤其场外衍生产品交易中对交易对手的信用等级要求都比较高。根据美国宾西法尼亚大学沃顿的一项调查,要求一年期以内衍生交易对手最低信用等级为 A 级以上的比例为 87%,其中 35% 要求在 AA 级以上。而对于期限超过一年的衍生交易,则有 60% 要求对手的信用等级在 AA 级以上。

3. 流动性风险(liquidity risk)

金融衍生产品的流动性风险主要包括两类:一类是市场流动性风险,一类是资金流动性风险。市场流动性风险是指由于缺乏合约对手而无法变现或平仓的风险,它更多地存在于场外市场。因为场内市场交易的是标准化的合约,易于转让,并且建立了清算所交易制度,从而保证了市场的流动性。而场外市场的交易品种主要是非标准化的合约,这些产品往往专门为某个客户的特殊需要而设计,很难找到交易对手,因而市场流动性风险就大。

资金流动性风险是指交易方因为流动资金的不足,合约到期时无法履行支付义务,被迫申请破产,或者无法按合约要求追加保证金,从而被迫平仓,被迫实现巨额亏损的风险。资金流动性风险与结算风险和信用风险有许多类似之处。但是,流动性风险,虽然有时是促使损失实现的直接原因,但并不是造成巨额亏损的根本原因。

4. 运营风险(operation risk)

运营风险主要包括两类。一类是指在日常经营过程中,由于各种自然灾害或意外事故,从而给整个机构带来损失的风险,它并不能为经营机构带来收益,属于一种纯粹风险,一般能够通过保险等方式进行转嫁。这并不是衍生产品本身所特有的风险,故在此不予以考虑。另一类是指由于经营管理上的漏洞,使交

易员交易决策出现故意的错误或者非故意的失误,从而为整个机构带来损失的风险。在此,金融衍生产品本身的特性使得故意性的错误成为最需要防范的运营风险,这种运营风险源于交易员的道德风险。高杠杆性的交易规则下,一旦获利,利润将是数倍甚至数十倍,虽然一旦损失,其数额也是数倍甚至数十倍,但是盈利的高杠杆性极大地刺激了铤而走险的行为。交易员的不规范行为如果造成损失,当然会促使经营机构加强管理与风险防范,但是如果事实是盈利,经营机构还会有动力防范这种运营风险吗?所以,金融衍生产品的高杠杆性就成为防范运营风险所需要考虑的重要因素。

5. 法律风险

法律风险是指因为法规不明确或交易不受法律保障,从而使合约无法履行对交易者造成的损失。法律风险的形成主要出于两方面原因:一是衍生产品交易合约确认条款不完备,交易对手不具法律授权或超越权限,或合约不符合某些法律规定,被判决无效。二是交易对手因破产等原因丧失清偿能力,对破产方的未清偿合约不能依法进行完全平仓(closing out netting),从而加大了风险暴露。衍生产品不是高级债务,这是构成衍生产品较大法律风险的关键。据统计,在过去 10 年中,因涉及衍生产品交易而发生的亏损约有半数源自法律风险。

第二节 加入金融衍生产品属性的证券品种分析

证券领域的重大创新之一体现在证券资产形式的优化上。证券市场的发展离不开金融衍生产品属性的加入。加入金融衍生产品属性的证券资产也相应地具有金融衍生产品的收益/风险特性,能够发挥类似金融衍生产品在风险转移和风险构造上的功能,这是普通证券资产所不具有的。这些证券资产在某些方面能满足投资者多样化的投资需求,有其存在的基础。在此,我们讨论几类被人们广泛接受的证券产品。

一、可转换公司债券(convertible bond)

可转换公司债券是一种以发行公司所发行的债券为载体,允许持有人在规定时间内按规定的价格(更多地则是以相应的股票发行时的市价为基础,溢价转换)转换为发债公司或其他公司股票和金融工具。可转换债券(以下简称“可转债”)兼具筹资和避险的双重功能。从国际市场上看,可转债已成为发达金融市场的重要产品种类,不含可转债的投资组合甚至被认为是不完善的投资组合。

例如,香港 1993 年发行可转债 45.8 亿美元,超过当年股市集资额(36.6 亿美元)。

可转债的融资优势与投资青睐度与其属性特点密不可分:可转债具有债券性和期权性这双重属性。债券性表现在:可转债的承载主体首先是一张债券,在这个债券上附加期权的属性,发行时有票面价值、债息率以及到期日。投资者购买了可转债,若在转换期间未将其转换成股票,则发行公司到期必须无条件还本付息。期权性表现在,可转债附加的是目标股票的看涨期权,可转债赋予投资者的只是将来买入股票的权利,而不赋予其卖出权利。具体表现为在规定期限内由债券转换为股票的选择权——根据规定期限与转换自由度的不同,它又可分为欧式期权和美式期权两种。

1. 可转债的适用性

可转债的适用性在于它能满足融资者和投资者的特定融投资需求。

(1) 融资者:当公司需要一项中长期的融资时,可能面临不利的市场条件。一方面,可能源于该公司尚无权发行股票融资;或者股市低迷,公司股票价格不尽如人意,发行股票融资难以获得足够的资金,融资成本高昂。同时,此时增发新股将稀释股票价值,使股票价格进一步下降。另一方面,可能由于债券融资面临的市场利率较高,同时公司预期未来市场利率下降,此时发行债券的利息负担过高,而发行浮动利率债券同样需要在最初一段时期承担较高的利息成本。况且,如果公司对利率的预测并不准确,市场利率不降反升,那么发行浮动利率债券反而会加重债务负担。因此,除非公司对长期利率走势有准确的把握,一般不会选择发行浮动利率债券。与上述三种融资方式不同,公司发行可转换债券相当于给予投资者一个股票看涨期权,期权费是隐性的——可转换债券利率低于同期同等级普通公司债券利率,两者的差异相当于投资者购买可转债的“期权性”支付给公司的费用。公司因此节省了债息成本,减轻了债务负担,相当于获得隐性收益。从改善公司资产结构和财务状况的角度出发,同样可以解释可转债的适用性:在转换期限内投资者进行转换将降低公司的资产负债比例,提高权益资本比例,财务状况获得好转。这也是发行浮动利率债券所不可比拟的。

(2) 投资者:与投资股票相比,投资债券的风险相对较小,而持有可转换债券还可以保留获利机会。这是因为普通债券债息固定,即使公司股票行情走好,债券也不能直接转换为股票以获利;而可转债不仅能够规避股票价格下跌的风险,还保留了从股票增值中获利的机会。债券中包含的看涨期权能较好地满足投资需求。为什么投资者不直接持有看涨期权合约呢?这是因为一方面,期权

市场一般不存在针对某只单一股票的期权交易;另一方面,期权交易合约金额巨大,不适合中小投资者交易,合约的标准化也不符合投资者的灵活需要。而可转债提供给普通投资者参与期权投资的机会和便利性,极大地促进了投资者的投资热情,促进了融资与投资的相互支持和发展。

2. 可转债合约内容

可转债的条款中,一般涉及下列内容:

(1) 基础股票。是可转债的标的物,即可转债可以转换成的那种股票。

(2) 转换价格。即可转债在转换期间内转换为基础股票的每股价格,一般高于发行时的股票市价。

(3) 转换比例。是发行公司向投资者约定的一个比例,按此比例,持有人可以将手中的可转债兑换成一定数量的股票。

(4) 转换时间。即可转债有权转换的时间。通常用两种方法规定,一种是发行公司指定一个特定的转换期限,只有在该期限内,公司才受理可转债的换股事宜。另一种方式是不限制转换的具体期限,只要可转债本金尚未清偿,投资者都可以任意选择转换时间。而且,美式可转债在转换期间任何一个营业日都可转换,欧式可转债则只有在可转债到期时才能转换。

(5) 可转债的利息率。即票面所负的利息率,一般称为息票利率。可转债的利息率比一般债券要低。

3. 可转换债券的价值

可转债的价值分为两部分。一方面作为一种债券,它有债券的价值,即本息收入的现值。另外,它所含有的期权的部分也是有价值的,这部分价值称为转换价值——指当标的股票市价高于转换价格时,将其转换为股票所能获得的收益。转换价值相当于标准期权的内含价值,当市价高于转换价格(即可转债的“敲定价格”)时,才具有转换价值。当然,可转债的价值还有一个特点,即债券价值和转换价值不可兼得,债券价值是投资者实施转换的机会成本,只有在转换价值高于债券价值时,投资者才会提出转换要求。否则,投资者将会继续持有债券以获取债券收益。

4. 可转换债券的种类

根据发行地和定值货币的不同,可转换公司债券分为国内可转换公司债券、境外可转换公司债券、瑞士法郎可转换债券等。国内可转债(domestic convertible bond)是指在本国境内发行并且以本国货币定值的可转债,仅限于国内投资者认购。境外可转债(foreign convertible bond)指本国发行人在本国境内或境外发行的以某种外国货币标明面值的或者外国发行人在本国境内以本国货币或某一外国货币发行的可转债。瑞士法郎可转债指以瑞士法郎定值的可转换公司债

券,瑞士资本市场是欧洲债券发行公司通常的替代性市场,其安排新券出售的程度几乎和欧洲债券相同,运作方法也极类似。欧洲可转债(Euro_convertible bond)是指由国际辛迪加同时在一个以上国家发行的以欧洲货币(包括美元、英镑、德国马克、日元、加拿大元、荷兰盾等 13 种货币)定值的可转换公司债券。欧洲美元可转债对于那些在欧洲市场上通过股权相关的产品融资的亚洲公司来说,一直是最主要的融资方式,其中普通的以美元标价的欧洲可转换债券最受欢迎。

二、可赎回债券(callable bonds)

可赎回债券是指债券发行人有权要求债券持有人以赎回价格售回他们持有的债券,可赎回性质被广泛地用于公司债券和市政债券。

1. 可赎回债券的构成要素

息票(coupons)、赎回价格(call price)和赎回保护期(call protection)是可赎回债券的基础要素。赎回价格往往和赎回溢价(call premium)直接相关。赎回价格一般在债券现值以上,通常情况是,赎回价格等于现值再加一年期利息。随着债券期限的临近,赎回价格也将逐渐接近债券现值,或者说接近到期时的现值——债券面值。因此,赎回溢价就是赎回价格高于赎回时现值的那一部分价值。可赎回债券通常都有一个赎回保护期,在赎回保护期阶段,公司不能赎回债券并以其他债券代替。然而,许多债券在赎回时并不是因为要以低利率债券替换原有较高利率债券,比如,在赎回保护期内债券还可以被赎回并以股票来替换。理论上,在一个信息对称的市场上,债券持有人和发债公司掌握完全相同的信息,那么可赎回债券的条款(即息票、期权费和赎回保护期)必然是使边际债券持有人和边际发债公司在选择可赎回债券还是不可赎回债券上无差异。

2. 可赎回债券性质分析

与可转换债券相类似,可赎回债券也具有债券性和期权性。债券性在这里不再作分析。期权性与可转换债券的期权性恰好是相对的。可赎回债券的期权性在于,它赋予发债公司一个利率看跌期权或者从债券价格来说则是债券看涨期权。在赎回保护期限和债券到期日之间的任何时刻,发债公司都有权以一个商定价格从债券持有者手中购回债券。正因为可赎回债券将期权赋予发债公司,因此,债券持有人有权要求一个高于无赎回条款的债券的利息,并且还可以要求获得赎回溢价,在期限上则要求有一段赎回保护期。可赎回债券在赎回行为发生时,发债公司所能获得的收益(比如债务成本的降低)应当至少和支付给

持有人更高的息票率——赎回溢价相当,否则赎回行为并不能给公司带来净收益。当然,从社会整体来看,可赎回债券在赎回行为发生时,发债公司和债券持有人之间是零和状态。因为债券持有人将债券售还给发债公司后,往往面临更低的市场利率,他们需要继续投资,但这时投资收益率也随之降低了。因此在市场利率降低的情况下,发债公司债务成本的降低正好等于投资人投资收益率的降低。

3. 可赎回债券的适用性分析

(1) 可赎回债券适用性的理论基础

市场有效性不足。在有效市场(efficient market)上,债券持有人和发债公司拥有同样的关于赎回条款是否执行、何时执行、以什么条件执行等等信息。赎回风险的补偿(包括更高的息票率、赎回溢价和赎回保护期)在发行之日就被“公平地”确定了。这意味着,在一个完全有效的市场上,发行可赎回债券对于发债公司而言并不能获得比发行不可赎回债券更多的净收益,可赎回债券在发行时的高费用恰好与赎回后再融资的预期收益相抵消。然而,市场是非完全有效的,信息是不完全的,也是不对称的,价格不能反映所有的信息,并且债券投资者掌握的信息也不可能与发债公司完全相同,发债公司明显地占据了信息优势。因此后者可以利用信息优势从可赎回条款中获得净利益,优于发行不可赎回债券。

(2) 可赎回债券适用性的现实解释

近些年来,80%的公司债务条款中都包括了赎回条款。并且,不可赎回的债券通常都是由高信用等级公司发行的短期或中期债券。可以认为,市场首先是不完全有效的。另外,我们再给出一些理由作进一步解释,虽然这些解释是不全面的。

公司管理层对于市场利率的未来走势具有信息优势。如果管理层关于未来利率下降拥有决定性信息,那么赎回条款就可用来获得债务上的额外利益。然而这个解释并不令人信服,因为一方面,公司管理层在预期未来利率上并不具备特别的技能。另一方面,公司债券很大部分是由金融机构的专业资金管理者购买,比如基金经理人,这些专业人员获取相关信息的能力和作出正确预测的能力并不见得低于公司管理层。

借款人和贷款人都是风险厌恶的。借款人不愿意承担固定的高利率所带来的风险,他们希望债券可以赎回。贷款人不愿意承担债券价格下跌的风险,因此不希望签订赎回条款。这个解释同样不能令人信服。因为它对借款人风险偏好的描述不适合所有借方,因为许多机构性借款人可能更倾向于锁定利率,从而锁定整个债券生命周期的总偿还额。

不对称信息的存在。公司管理层拥有关于本公司的信息优势。公司发

行可赎回债券是由于公司管理层对于公司发展前景的预期比债券投资人的预期更好。债券持有人认为公司破产的可能性更高,因此他们要求债券支付高息票率。发行可赎回债券,正是公司管理层希望在公司业绩改善时能在未来某个时期以更有利的条件获得再融资。

信息不对称的解释也有缺陷。根据这个解释,那些管理层对于未来业绩持有正评价的公司应当发行可赎回债券,而持有负评价的公司则发行不可赎回债券。事实是,首先,80%的公司选择发行可赎回债券,那么这是否意味着有利的信息都集中在大部分公司手中?如果证券市场不偏重于反映正评价信息,那么一半的公司将拥有正评价信息,而另一半的公司将拥有负评价信息,而不是按该解释导致的80%的公司拥有有利信息。最后,如果公司自有的信息确实比公众持有的信息更占优势,那么公司可以将这些正评价的信息引导到证券市场上,从而能够立即降低初期融资的成本,而不需要通过发行可赎回债券等公司业绩改善时降低再融资成本。

出于对股东权益的考虑。在有些情况下,当公司面临一个有利的投资机会时,如果他们只能发行不可赎回债券来筹资,那么他们很可能会放弃这个投资机会,因为一旦投资成功,债券持有者就有可能获得投资回报中的很大一部分。这个解释基于的推理是:债权人承担了公司破产的风险,公司进行的有利的投资能降低破产的可能性。因此,投资产生的利益主要服务于债券持有人(债权人)。如果公司发行可赎回债券,那么当投资项目产生收益时,公司可以赎回这些债券,限制了投资收益转向债券持有人,从而公司股东能获得绝大部分投资收益。

(3) 可赎回债券和短期债券的比较

与发行长期可赎回债券相比,发行短期债券也是一个可选择的融资途径。当然,这是基于发债公司预期在短期证券到期时市场利率已经降低,从而可以获得低利率的再融资。然而,与发行长期可赎回债券相比,发行短期债券存在许多不利因素: 发行短期债券,意味着公司未来至少需要几次再融资,才能获得较长的融资期限;而每一次再融资都可能面临通胀风险,因此再融资利率往往已包含了预期通胀利率。几次再融资下来,总体通胀费用加上短期债券利率的总和将比一次性发行中长期债券的利率更高。 预期可能出错。如果短期债券到期时市场利率不降反升,那么再融资的成本将会升高而不是降低。发行短期债券面临着预期错误的风险。与此相反,长期可赎回债券由于锁定了债券利率,从而避免了市场利率上升的风险;同时还保留了在市场利率降低时赎回债券降低

融资成本的机会。

可赎回债券和短期债券融资分别适合于不同的公司。有些公司宁愿以较高的息票率发行可赎回债券以规避短期债券融资的再融资风险,有些公司则宁愿采用短期债券融资,即使他们清楚可能遭受再融资风险。

附:可售回债券(puttable bonds)。与可赎回公司债券不同的是,可售回公司债券是指债券持有人有机会在债券到期之前,在某一指定日期将债券出售给发行人——通常是(但非总是)以一定溢价售出。可售回性往往与可转换公司债券相联系,成为后者赋予投资人的一份卖出期权或称回售期权。由于投资者拥有卖出期权而使投资受到额外保护,与没有卖出期权的债券相比,发债公司已相应享有支付低息和制定较高换股溢价的好处。因此,附有卖出期权或回售期权的可转换公司债券发行已为越来越多的企业所接受。投资人一般是在股票表现不佳或公司经营不佳时才会行使卖出权或回售权。卖出收益率和公司的债券收益率两者不可兼得,但它们密切相关:公司信用等级越低,可售回债券发行时市场所要求的卖出收益率也越高;反之,公司的信用等级越高,可售回债券发行时市场所要求的卖出收益率也越低。

三、浮动利率票据(floating rate notes)

浮动利率票据是一张以短期利率发行的长期债券。浮动利率票据是滚动的短期贷款的替代物。对于发债公司而言,(1)浮动利率票据可以避免滚动短期贷款的交易成本。因为浮动利率票据定期调整息票利率,因此在调整的同时债券价格就正好等于面值,并且,在两次调整之间,债券的价格也不会明显地偏离面值。(2)浮动利率票据发行时需要的违约风险溢价也不同于一系列短期贷款所要求的违约风险溢价。在每一次滚动的短期贷款发放之前都要就违约风险溢价重新谈判,如果这时违约风险增大,那么这次短期贷款的风险溢价随之上升,贷款成本增加。而发行浮动利率票据就不同了,违约风险溢价在发行之时便被确定而且不再变动。投资人需要对公司未来违约风险作出预测从而决定是否投资于浮动利率票据。在浮动利率票据的存续期内,如果违约风险保持不变,那么每次定期调整息票利率的时候,票据的价格将随之调整至面值水平。如果违约风险变化,那么定期调整后价格也不会等于面值,即当违约风险上升时,调整后价格将低于面值,从而收益率提高,这个提高的收益率相当于给予更高违约风险的溢价补偿;反之,当违约风险下降时,调整后价格将高于面值。总之,浮动利率票据的价格跟违约风险密切相关。由于利率可以调整,市场利率的波动对票据价格的影响很小,从而降低了利率风险。浮动利率票据适合于利率变动频繁的债券市场。

附：指数化债券(index_linked bonds)。由于市场利率受预期通货膨胀率的影响,预期通胀率越高,利率也越高,因此在高通胀环境下,通货膨胀就成为影响融资成本以及真实收益的重要因素。在浮动利率思想的指引下,如何规避通胀风险也是发行债券的一个重要考虑因素。指数化债券就是通胀免疫型的债券。指数化债券也是定期调整的,每次都是根据两次调整期之间的累积通胀率来调整息票率。

四、LYONs(liquid yield option notes)

LYONs 是一种综合化的证券产品,它是零息票、可转换、可赎回兼可售回的公司债券。由于 LYONs 是零息票债券,所以债券期限越长,它隐含的利率就越高。因此,赎回价格和售回价格将随着利率的增加而增加,并且,LYONs 在发行时都会附带一张不同期限下赎回价和售回价一览表。正是由于 LYONs 的零息票特征,才使得股权转让最低价格经常处于变动状态。LYONs 的吸引力在于:当公司股票表现良好时,债券持有人可以将债券转换为公司股票,同时,零息票债券也避免了公司赎回债券后的再投资风险;而当发行人信用等级恶化时,则可将其售回给公司,以避免违约风险。所以 LYONs 给投资者提供了全方位的保护。

五、优先股(preferred stock)

优先股体现了债券与股票的一种融合,它和可转换债券一样,都是一种打破债券与股票界限的证券产品。优先股在偿付级别上低于债券,但高于普通股。只有当支付完优先股东的股息后,如果待分配利润还有剩余,普通股股东才能参与分配。如果公司某一时期没有支付优先股股息,公司也不算违约。当然,这时候就有累积性和非累积性优先股的区别,前者未支付的股息可以积累到后期一同支付,并且还包含了利息增值。但是,现在有一种做法是,公司不支付优先股息时,优先股股东有权要求参与公司的管理决策。另外,优先股也可以考虑转换为普通股。可转换优先股(convertible preferred stock)的吸引力在于:当一家公司前景不明朗时,可以按优先股东的身份优先获取固定股息;当公司发展良好、股票市值增加时,可以转换为普通股,以获取高于优先股息的股利。

六、股票认购权证(stock subscription warrants)

认股权证(warrants)是给持有者在未来某一时间或某一时间内依事先确定的价格购买一定量股票的权利。按照发行主体不同,认股权证可分为两种:一是股本认购证,由上市公司本身发行,允许持有者购买公司已发行在外的一定量普

流通股;另一种是备兑认股权证(covered warrants),是由上市公司以外的第三者发行的,用以购买上市公司一定量股票的一种权利凭证。在此,我们主要讨论备兑股权证的性质。

备兑权证给予持有人在将来一定时候以某一确定价格购买股票的选择权利,是一种股票看涨期权。相对于可转换公司债券而言,备兑权证的期权性非常直接,可以认为是股票期权的一个变种。备兑权证一般包括以下要素:

(1) 基础股票。是备兑权证可兑换的标的物,它可以是单一股票,也可以是一揽子股票。由于备兑权证是由上市公司以外的第三方发行的,因此,基础股票往往是交易活跃的绩优股。

(2) 有效期限。在有效期限内,备兑权证持有者可随时要求兑换成股票。

(3) 换股比率。即兑换比率,指一份备兑权证可兑换的股票数量。

(4) 执行价。又称换股价,指备兑权证持有者履行选择权利的结算价格,相当于一般标准期权的敲定价格。

(5) 发行溢价。是执行价与标的股票市价的比率,是发行时备兑权证的价格,其比例通常为执行价的5%—30%不等。

备兑权证对发行者和投资者的作用在于:从发行者的角度看,备兑权证的发行可以为发行者带来大量资金,获得客观利润。通过发行溢价,发行者提前实现了涨幅达到溢价时的利润。另外,发行者还可以利用备兑权证的期权性质为手中持有的股票进行套期保值,这种套期保值比利用股票指数期权所做的套期保值更直接、更有效。从投资者角度看,备兑权证的高杠杆性使其收益与损失同时放大。当标的股票市价涨幅越高,备兑权证的高杠杆作用越明显,给投资者带来的收益越大。当标的股票市价下降,备兑权证的期权性又保证了持有者可选择违约,最大损失限定在最初购买权证的费用上,从而限制了交易风险。

除了上述两种可单独发行的股票认购权证以外,还存在一种分离认股权证(bond with detachable warrants)。分离认股权证往往和债券发行联系在一起,它是指一种可与债券分离的长期股票看涨期权或认股权证。当认股权证被执行时,一些必须用现金支付,更多的是用同时发行的债券替代现金来进行支付。当然,如果认股权证执行时能用债券进行支付,那么,这种附带认股权证的债券实质上就是一种可转换公司债券。

七、资产组合意义上的证券资产证券化

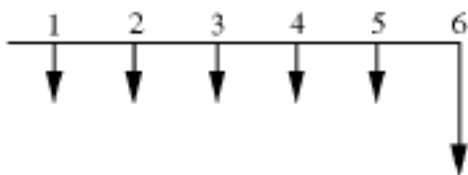
现代金融工程技术的发展,使得衍生工具在资产组合中占的比例越来越高,这一方面是出于规避风险的需要,另一方面则是出于合成一个事实上的融资或投资工具的需要。在本节中我们主要针对第二种需求来作进一步说明,并指出,

合成一个事实上的金融工具,尤其合成证券也是证券资产证券化演进的一个方面。因为在很多存在市场限制的情况下,融资者并不能通过直接发行上述证券产品来获得融资,但他们事实上又有类似的融资需求。在金融创新产品不断涌现、金融工程技术日臻完备的环境下,只要能构造出一个适当的资产组合,这些融资者的真实融资需求就仍然可以获得满足。由于以上证券化分析集中于期权性质的加入,因此在这里我们就针对远期、期货以及互换性质的加入作一简要分析。

1 . 合成固定利率债券

当溢价发行的是浮动利率债券,而又想规避利率波动的不确定性时,则可以同时进行利率互换交易,构造出一个期限相同的固定利率的债券工具。这个组合的现金流图示如下:

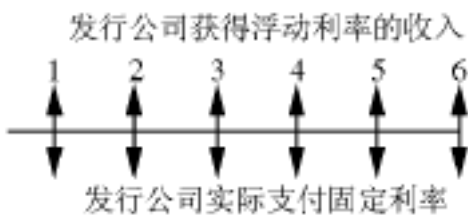
现存债务:



第 1—5 期:发行公司支付浮动息票债息;

第 6 期:发行公司支付本金和最后一期的债息。

加入利率互换:



2 . 合成浮动利率债券

合成浮动利率债券的技术正好与上述合成固定利率债券的技术相反,在此不作进一步说明。

3 . 合成可赎回债券

假定一家公司发行了不可赎回的固定利率债券,而希望在 3 年内赎回这笔债务,但又不愿意到期时终结债券生命期,也就是说它不愿意发行 3 年期的固定利率债券。如果一家公司赎回了现存债券,那就相当于偿付了债券。公司需要再融资,而再融资面临的利率往往已经变化,这就相当于以浮动利率进行债务融资。因此,赎回一笔固定利率债券相当于一笔合成浮动利率债券。但是上述合成浮动利率债券技术的结果是公司必须“赎回”这笔债务。如果公司希望拥有的不是“义务”而是“权利”时,公司将通过互换期权 (swaption) 来合成可赎回债券。

具体做法是：发行不可赎回的固定利率债券，同时购买互换卖权（a put swaption），就可将初始债券转换为可赎回债券。

4. 合成不可赎回债券

假定一家公司发行了可赎回债券，这相当于从债券持有人手中购买了一个利率看涨期权。如果这家公司后来发现自己并不愿赎回这笔债务，同时又想收回与原来支付给债券持有人相当的那部分“期权费”价值，那么这家公司可以通过售出互换买权（a call swaption），这个互换买权的期限、执行价格都与可赎回债券中包含的看涨期权要素相同，将这个看涨期权再次出售出去。这样就从债券中剔除了赎回性质，从而合成了不可赎回债券。

第三节 结构精细化的证券品种分析

在创新市场上，虽然产生过许多新型工具，但仅有一部分持续到现在。这部分存在下来的新型工具往往是因为它们对于一些融资和投资群体而言具有不可替代的作用。这些重要作用包括：一、创新能够降低交易费用；二、新工具能够转移或限制风险；三、新工具能够对税收法规的调整作出积极反应，或者能有效规避某项管制或避税，或者能充分利用法规中的有利条款；四、一些工具能够使投资者的分散投资更为有效；五、创新产生的新型证券能将现金流从一个整体投资项目中分解到一系列附属的证券中。这一系列附属的证券能够吸引一系列不同的投资者。并且，附属证券的整体价值高于基础证券的价值。

如果说金融衍生产品明显具有前四个作用，那么加入金融衍生产品属性的证券资产也或多或少具有这些作用。但是，它们都还没有涉及到第五种功能。因此，证券资产证券化除了包括以上所述加入金融衍生产品属性的证券资产这一大类以外，还应当包括证券资产本身结构的精细化，即针对同一个投资项目发行的证券，如果通过结构化现金流，能够做到在期限上的细化、连续化，就能够吸引更多不同类别的投资者，新的证券总体价值也很可能会高于原有一般证券的价值。因此，从证券资产形式的不断发展出发，后一种情况也属于“证券资产证券化”。这里我们主要讨论抵押贷款证券化的各种证券类别，以及政府债券 STRIPS。

一、抵押贷款证券化产品的发展（the derivative mortgage products）

抵押贷款证券化（mortgage securitization）属于信贷资产证券化。在此讨论

以上合成技术具体原理参见 *Financial Derivatives*, Robert W. Kolb, 第 166—170 页。

抵押贷款证券产品的各种主要形式。

抵押贷款需要考虑贷款的早偿风险。在抵押贷款证券化的同时,必须对早偿风险作出预测,以该预测为基础设计证券化的期限与现金流结构。各种不同的结构设计对早偿风险的处理方式各不相同。抵押贷款证券化产品主要有:

1. 过手证券(pass-through securities)。在过手证券结构下,每个证券持有者面临的早偿风险的影响相同:在早偿实际发生时,每个持有人都获得相当于投资额比例的早偿本金。过手证券是整体标准化的抵押贷款债券品种,因此它具有很高的流动性,二级市场活跃。但是,过手证券期限和现金流结构单一,不能满足不同投资者的投资需要。因此,过手证券是一种简单的抵押贷款债券形式。

2. CMO(collateralized mortgage obligations)或者 REMIC(real estate mortgage investment conducts)。不同投资者的风险态度和承受能力不同,对待早偿风险的态度也不同。一些投资者希望规避早偿风险,而另一些投资者则无所谓。为了适应不同的投资需求,资产池出售者将早偿行为和早偿金额进行分割,出售期限和现金流结构不同的债券。主要的证券化产品有:

(1) 序列支付债券或普通香子兰债券(plain vanilla derivatives)。序列支付债券将早偿金额分为不同的组(classes)或片(tranches)。假设本金偿还分为五个组,最早偿还的 20% 的本金偿付给第一组的债券持有人,随着第一组本金的偿还,第一组未来的利息收入相应减少。当第一组的本金全部偿还后,第一组的债券就到期了。随后,另外 20% 的本金偿付给第二组。由此顺序结束第二组、第三组……直到第五组结束,全部抵押贷款债券都偿付完毕。

(2) Z 债券(Z bonds)。Z 债券名称的由来从字面上就可以理解:Z 是 26 个英文字母的最后一个;对于 Z 债券而言,它意味着优先级别最低的债券组,只有当其他组的债券本金清偿之后,Z 债券才开始获得利息支付。Z 债券的投资风险很高,因为:一、它的实际到期日很长。期限长的债券对利率变化非常敏感。二、早偿实际发生时间的不确定性极大地影响了 Z 债券组的投资人对现金流的剩余要求权。当然,Z 债券的高风险相应地需要高收益来补偿。然而,Z 债券实际能获得的投资回报额波动很大。

(3) 计划延期支付级别(PAC, planned amortization class)。PAC 是在固定的本金偿还时间表下优先于其他组的持有人。抵押贷款资产池的发起人首先对早偿作出预测,然后将资产池的一部分真实出售给 PAC 持有人。PAC 债券的总量占整个资产发起的抵押贷款债券总量的一个很小的部分,无论利率发生什么波动,PAC 的优先偿还总能得到保证。

其他组购买者的预期现金流很不稳定。如果利率上升,早偿将不会发生,这些组的支付也相应地往后推延,预期现金流的现值也会降低,因为更高的市场利

率导致更高的折现率。相反,如果利率下降,早偿很可能发生,这些组也将加速它们的偿付,并且,更低的市场利率导致更低的折现率。因此,在利率下降时,这些组的预期现金流现值将大大增加。所以,其他组的收益率随市场利率变化的波动非常巨大。

(4) 单一本金/单一利息证券(PO&IO, principal only and interest only derivatives)。资产池可以被划分为专门获取本金的部分(PO)和专门获取利息的部分(IO)。当早偿真实发生时,如果和预期的早偿结构发生偏离,那么 POs 和 IOs 的偿付都会受到影响。

(1) 利率下降的情况。利率下降会促使早偿提前发生,本金偿还加速,并且以较低的折现率折现,因此 POs 价值上升。本金提前偿还减少了未来债息,从而减少了 IOs 的支付。这些利息支付以一个更低的折现率折现,因此可以部分地抵消支付上的减少。甚至在利率下降幅度较小的情况下,IOs 的价值还会上升。然而,利率的大幅下降使得早偿数量增加,从而 IOs 获得的支付将大幅减少,IOs 的价值将大幅缩水。

(2) 利率上升的情况。利率上升,早偿可能推迟发生或者并不发生。对于 POs 而言,本金的偿还将延后,并以一个更高的折现率折现,因此 POs 的价值减少。对于 IOs 而言,利息偿付会因此而增加,虽然折现率也提高,但只要利率提高幅度不是很大,通常情况下 IOs 的价值都会增加。

二、政府债券的分拆(STRIPS)

政府债券包括短期的国库券和中长期的国债。从 1985 年开始,美国财政部授权国债交易商将国债分解为 STRIPS。STRIPS 是一系列到期支付面值的零息票债券。STRIPS 对于一些投资者,比如养老基金具有很大的吸引力,这是因为投资于 STRIPS 就意味着一个特定到期日获得的现金流是完全可以预计的。市场上的套利行为将 STRIPS 的价格和可分拆的基础债券(strippable bonds)和价格紧密地联系了起来。这个过程可以解释为:当投资者对 STRIPS 的需求很强时,驱使 STRIPS 价格上涨、收益率下跌。此时套利者可以购买基础债券,将其分拆,通过出售 STRIPS 来获利。这样,对基础债券需求的增加将提高基础债券的价格,降低其收益率;同时,市场对 STRIPS 的供给增加又能减缓 STRIPS 价格的上升。到最后达到无套利均衡状态时,基础债券和 STRIPS 的价格就达到了均衡。

国债的分拆主要有两类产品:一类叫息票券(coupon strip),由基础国债的付息部分构成;一类叫面值券(par strip),由基础国债的面值部分构成。即使息票券和面值券具有相同的期限结构,它们之间也不能相互交换。将 STRIPS 解捆

还原为原来的基础债券时,债券的面值部分仍然要来源于本身分拆时产生的那个面值券;不过付息部分则不许严格地由本身分拆时产生的那些息票券构成,这是因为相同期限结构的息票券可以相互交换,无论这些息票券源自哪些基础债券。

中长期国债由于期限长,面临的利率风险也较大。将国债分拆成 STRIPS,单个的 STRIPS 本身就是一张证券,可以独立地在证券市场上发行和交易。一张原始国债能够按期限结构分拆成一系列 STRIPS,这些 STRIPS 能更灵活地满足不同投资者的需求。首先,投资期限结构的匹配性更高。投资者所希望的投资期限或长或短,往往并不是国债的整个存在年限。STRIPS 将国债分拆成不同到期日的息票券和面值券,投资者可以根据自己的需要选择最佳存续时期的 STRIPS。其次,由于不同基础国债产生的相同期限的息票券是可以相互替代的,这在一定程度上就打通了一张国债与另一张国债之间的界限。息票券的流动性将高于基础国债的流动性,购买息票券能方便投资者在二级市场上以较低的代价转手。另外,增加流动性可以在一定程度上降低融资成本,因此这有助于中长期国债降低期限溢价。

从抵押贷款证券化的各种品种形态以及国债的分拆(STRIPS)可以看出,证券资产形式发展的一个趋势便是将现金流从一个整体资产中分解到一组派生的资产中,这些派生的资产由证券形式来代表。这属于现金流的精心剪裁和组合,比原始证券精细化、高级化,这也是结构化现金流的重要应用。

证券资产证券化的发展空间很大,以上给出的是一些被广为运用的证券化产品。证券化的技术还将深入发展下去,这是因为人们有最优化自己的融资、投资需求,最好地满足实际需要的动机。我们有理由相信,证券资产证券化的趋势将是一种个性化。虽然证券按一般理解是一种“标准化”的金融工具,但是标准化往往难以满足不同交易者的不同需要。通过证券资产证券化,可以将一个较大范围的“标准化”缩小到一个个较小范围的“标准化”,这些较小范围的“标准化”既能满足细分市场的需要,又能保持较高的流动性,从两方面推动了融资与投资需要的实现,人们潜在的利益要求被显化从而获得满足。证券资产证券化正是顺应这一趋势的必然产物。

关于 STRIPS 和基础债券价格之间的套利机制的论述详见 Lim & Livingston(1995), Livingston & Gregory(1989, 1992), Daves & Ehrhardt(1993)。

第四节 中国创新证券品种分析与建议

一、金融衍生产品市场的兴起与暂停

当前我国还不存在正规的金融衍生产品市场。但是,我国也曾尝试过一些衍生品种的交易,虽然这些市场已经暂停。

1. 国债期货

国债期货是一种利率期货,也是我国到目前为止曾经发展过的规模最大的金融期货。国债期货市场从公开上市到宣布关闭为期 19 个月。我国国债期货市场的发展基本上可划分为两个阶段:

(1) 1992 年 12 月—1994 年上半年:国债期货的萌芽和发育阶段。这一阶段又可细分为未公开上市和公开上市两个阶段。1992 年 12 月到 1993 年 10 月,国债期货在上海证交所内仅限于证券商自营买卖,没有对客户开放;从 1993 年 10 月 25 日开始,上交所国债期货交易向社会公众开放,北京商品交易所(以下简称“北交所”)也于此时推出国债期货交易。这一时期国债期货的交易场所比较少,成交量不大,影响面也不广。

(2) 1994 年下半年—1995 年 5 月:国债期货的大规模发展和完结阶段。这一阶段可细分为 1995 年春节前和春节后两个阶段。

1994 年下半年到 1995 年春节前,国债期货呈现飞速发展势头。上交所的国债期货交易规模在 1994 年 4 月份超过股票交易量,随着钢材、煤炭、食糖等大宗商品期货市场相继关闭,资金更加聚集到国债期市上来。1994 年全年,全国国债期市总成交量达 28000 亿元,在证券市场中遥遥领先。此时,深圳交易所也于 1994 年 9 月开办国债期货交易,全国国债期货交易场所达到了 14 家,包括上海、深圳两家证交所,武汉、天津两家证券交易中心,北京、广州、海口、四川、深圳、沈阳、重庆、大连、长春、郑州等 10 个商品交易所。

1995 年春节开市后,随着各交易所成交量的日益扩大,一起起风波接踵而来。“314 合约交割违约风波”、“327 合约违约风波”,4 月 14 日上海海都期货经纪公司非正常市价成交 10 万份合约,4 月 28 日甘肃农行信投和厦门农行信投两家公司大量卖空现券,5 月 2 日山东国际信托投资公司和大连中行信托投资公司再次卖空国债现券,5 月 10 日“319 风波”和再度重演的“327 风波”等等事件已使国债期货市场严重失控。国务院证券委于 5 月 17 日下午宣布了在全国范围内暂停国债期货交易试点的决定。

2. 股票指数期货

我国股市发展不久,海南证券交易中心便在 1993 年 3 月推出了深圳股票指数期货。交易的标的物有 6 个(交割时间 3 个乘以股票指数 2 个),并按国际惯例建立了保证金等各项制度。一个点的盈亏额为 500 元。开市后,由于投资者不了解,股票指数期货成交清淡,日成交量最高仅百余手。到 9 月份,深圳平安保险公司福田证券部在开通了两天海南深股指数期货后,出现大户联手交易,打压股价指数的行为,宣布停止交易。有关方面认为当时开展股指期货交易会加大市场的投机性,不利于培养投资意识和股市的健康发展,故于 9 月底全部平仓停止交易。

3. 外汇期货

长期以来,我国的人民币与外币之间只存在即期市场,不存在真正的远期或期货市场。80 年代末 90 年代初,一些非正规的外汇期货形式——外汇子展(margin)出现,引发了很多问题。1993 年 5 月,国家外汇管理局下令在 6 月底以前封掉一切非法外汇期货交易机构。但为了方便国内企业保值和调剂外汇头寸,1992 年 7 月,上海外汇调剂中心建立了我国第一个外汇期货市场。至 1993 年 2 月底,交易标准合约 10800 多份,交易金额为 2 亿多美元。深圳外汇经纪中心后经批准,也可办理外汇期货业务。1994 年 10 月,深圳外汇经纪中心正式成为我国第一家开办代客外汇子展买卖业务的金融机构,保证金比例为 5%。1995 年上半年,中国外汇交易中心也曾多次公开表示推出远期外汇交易,并以上海作为模拟试点,但由于条件不充分一直未能推出。总的来说,我国外汇期货仍缺乏系统化、规范化的管理,地下外汇期货经纪公司在各地依然存在,正规的外汇期货交易制度远未形成。

4. 外币互换业务

1992 年下半年外币互换交易由上海市中国银行推出,目的是满足国内企业对外贸易和投资的保值需要。

5. 香港市场的股票期货和股票期权

香港金融衍生产品市场是亚洲发展得较为成熟的市场。由于股指期货无法规避单个股票的非系统风险,所以推出以个股作为标的物的股票期货有利于持有个股的一般投资者规避风险。但股票期货在世界上发展得还比较少,1995 年 3 月 31 日后,香港推出汇丰控股、香港电讯和长江实业三只股票期货合约,成为世界上第三家从事股票期货交易的市場——然而自推出以来成交极为清淡。与股票期货的遭遇相反,从国际经验看,股票期权在美国、英国等地已经发展成熟,

李经谋,“我国期货市场:发展、问题、对策”,载《中国期货》1996 年第 4 期。

董辅,“为什么我国期货市场的功能和作用未能更好发挥”,载《中国期货》1995 年第 9 期。

香港联交所于 1995 年 9 月 8 日和 10 月 23 日也成功地推出了长实、中心泰富等 5 只股票期权上市。

中国金融衍生产品市场的发展不畅,并不意味着金融衍生产品在我国证券市场上没有生命力,相反,它说明了我国金融衍生产品市场赖以建立的基础还不存在或者还有待完善。在中国,证券资产品种和形式的进一步发展离不开金融衍生产品市场的健康发展。金融衍生产品市场的发展,能够给证券市场的发展提供许多创新机会。比如,在加入期权属性的证券产品定价上,如果有相应的期权或者远期市场的价格决定作为参考,至少就具备了定价的依据。不管怎么说,在金融衍生产品市场暂停的情况下,我国的证券资产形式还是取得了一定的发展。

二、可转换公司债券

可转换债券(convertible bond)简称为可转债,我国国务院颁布的《可转换债券管理暂行办法》(以下简称《暂行办法》)规定:可转债是指发行人依照法定程序发行,在一定时间内依据约定条件可以转换成股份的公司债券。这里“发行人”是指上市公司或改制后的股份公司;“约定条件”指发行时订立的转换期限、转换价格等条款;“股份”是指发债公司的普通股票。

我国可转换债券的发展过程是一个从摸索尝试到逐渐成熟规范的过程,迄今为止已有九家公司发行了可转换债券。

1. 宝安可转换债券

1992 年 12 月,深圳宝安集团发行了 5 亿元人民币 3 年期 A 股可转换债券,其面值为 5000 元,期限为 3 年,票面息率为 3%,转股价格为每 25 元换 1 股,转换期为 1993 年 6 月 11 日至 1995 年 12 月 31 日。宝安转债虽然在上市初期十分活跃,但由于其发行存在技术缺陷以及 A 股市场低迷、公司业绩滑坡等因素,宝安转债在到期日只有 2.7% 的债券转股,其余部分转股失败,导致宝安集团于 1996 年初还本付息 5 亿人民币,给公司财务造成了巨大压力。

2. 中纺机、南玻 B 股可转换债券

中纺机、南玻 B 股转债是我国企业首次以可转债的形式在国际资本市场上筹资,发行市场均是瑞士市场,发行方式均是私募。但由于两家公司发行时机把握、发行条件设计不同,造成了不同的结果。中纺机 B 股转债未能转债,导致投资者将全部债券按 110% 的价格全部售给公司,而南玻则转股成功,占债券发行总额的 71.69%,债券转化成 B 股。

3. 镇海炼油、庆铃汽车 H 股可转债及华能国际 N 股可转债

1996 年 12 月镇海炼油集团发行了 2 亿美元可转换为 H 股的可转债,发行

地点为欧洲和香港,期限 2 年,票面息率 3%,转股价格 2.8 港元。1997 年 1 月庆铃集团发行 1.1 亿美元 H 股可转债,发行地点为欧洲和香港,期限为 5 年,票面息率 3.5%,转股价格 4.5 港元,附有强制转股条款。1997 年 5 月华能国际集团在美国和欧洲发行了可转换为 N 股的可转债,发行额 2.3 亿美元,期限 7 年,票面息率 1.75% (半年付息),转股价为每个 ADR 29.2 美元。

4. 南化转债、丝绸转债和茂炼转债

1998 年 8 月 3 日南宁化工集团发行了中国第一只非上市公司可转债,发行总额为 1.5 亿元人民币,面值为 100 元,期限 5 年,首年票面息率为 1.00%,以后每年增加 0.20 个百分点,转股价格为将来发行价的一定折扣,有强制性转股条款和回售条款。

1998 年 8 月 28 日吴江丝绸集团发行了规模为 2 亿元的非上市公司可转债,面值为 100 元,期限 5 年,首年票面息率 1.00%,以后每年增加 0.2 个百分点,转股价格为将来发行价的一定折扣,到期强制性转股,有回售条款。

1997 年 7 月 23 日茂化炼油集团发行了规模为 15 亿元的非上市公司可转债,面值为 100 元,期限为 5 年,首年票面息率 1.30%,以后每年增加 0.30 个百分点,转股价格为将来发行价格的一定折扣,有到期强制性转股和回售条款。

三、备兑股权凭证

认股权证和一般期权一样,其时间价值是随剩余有效期的缩短而递减的,其内含价值则随股票定价与权证认购价格(即敲定价格)的变化而变化。我国过去发售的新股认购中签表就属于这种权证。原来深沪两所为丰富交易品种和吸引资金入场形成炒作热点而发行流通的 A1、A2 权证亦属此列。A1 权证属社会公众股配售权证,A2 权证属上市公司配给国家股东和法人股东的认购权证。深市 6 只 A2 权证曾多次延期流通,这 6 只权证有凤凰 A 权、海发 A 权、柳工 A 权、闽东 A 权、轻工 A 权和中意 A 权。另外,在香港组建的国企 H 股备兑认股证也已面世。从 1995 年 8 月至 1996 年 2 月 22 日,先后有摩根·斯坦利、美林国际和詹金宝亚洲三家投资公司在香港推出一揽子国企 H 股备兑认股证。

四、中国金融衍生产品以及相关证券资产品种发展的注意点

(一) 金融衍生产品市场的继续培育

在利率式、股权式和货币式三种衍生产品中,由于我国利率的非市场化,外汇管制和人民币资本项目下的非自由兑换,我国近期难以发展规范运作的利率

见《股市动态分析》,1996 年第 10 期,第 13 页。

式和货币式衍生产品。当前呼声最高的衍生品种是股票指数期货。随着全国性股价指数编制的统一,股票指数期货市场有了开展的基础。由于我国股票市场的系统风险较大,投资者的避险意识较强,而股指期货正是可以对冲系统风险的交易工具,因此股指期货市场的创立将会顺应投资者的需求。

在远期、期货、期权和互换这四种基本衍生产品类别中,应以发展期货、期权为主,远期和互换交易可适当地在小范围内开展。这是因为期货和期权在国际衍生交易中发展得最为成熟,而且都在场内交易,便于集中交易和监管,套期保值和价格发现的功能也最直接、最突出。而远期和互换则因是场外交易工具,合约并不标准化,运作千差万别,难以监管,故发展难度较大。

随着我国金融市场的发展与完善,尤其是在利率、汇率市场化时期,对各种金融衍生产品的需求将成为现实。需求推动供给,供给适应需求,我国金融衍生产品市场的培育将更多地是一个自我发展的过程。

(二) 可转换债券的规范发展

从我国可转换债券最初的发行试点情况来看,当时要求试点企业为非上市的国有企业,这就给后来证券市场的发展留下了隐患。

1. 发行主体的确定。按国际惯例,发行可转债的企业一般都是上市公司,这样债券发行定价才会有现实的股票市场价格可作为参照系,投资者对于未来可转债能否转换成功的预测也才会有一定的现实基础。在我国,由于一开始发行可转债属试点工作,故必须给予发行企业上市机会,这样可转债才不至于形同虚设。但发行可转债的企业是否到后来都能满足上市标准呢?同时,试点企业的选择也是由政府推动的,不是市场行为,企业质量是否都有保证呢?因此,为规范可转债市场,发行主体不能规定为必须是非上市企业。是否发行可转债应当由发行主体根据自身的实际需要来选择。

2. 债券期限的确定。可转债期限过短,发行公司承担的还本付息压力大,如果转换成功,又会对公司股价产生较快的稀释作用,对公司不利。可转债期限过长,由于可转债利率低于同期一般公司债券利率,投资者的利息损失较大,对投资者不利。国外可转债的平均期限为5—7年,即为中期期限。我国的几次可转债试点期限都较短,最长的也只是5年,发行企业转换压力比较大,转换机会少,因此到最后往往转换比例非常低,可转债没有起到“债转股”的预期作用,公司最终还将还本付息。

3. 债券利率的确定。可转债利率的确定涉及到它的定价。如上所述,可转债低于同信用等级的一般公司债券利率的幅度相当于投资者支付给公司的期权费。按国外一般做法,可转债利率比一般公司债低1—3个百分点,而中国的深宝安低了7个百分点,只是正常债息率水平的30%,说明这个发行条件不合理。

当然,在中国证券市场投资品种少、投资者的投资欲望强烈的情况下,虽然发行条件不合理,可转债仍然能够发行成功。但随着证券市场的发展和金融体系的不断完善,可转债定价应当更趋合理化。

4. 发行时机的选择。发行时机挑选合适与否关乎可转债转换成功与否。股市高涨时,上市公司通过增发新股可以较低的成本获得融资;股市低迷,增发新股比较困难,这时可以考虑发行可转债筹资。发行公司要对未来几年内的利率走势、股市走势以及本公司股票价值增值潜力作出预测。如果公司希望转股成功从而减轻债务负担,发行时机的选择就尤为重要。中国可转债基本没有成功转股,一方面是与公司后期经营业绩有关,另一方面是与宏观经济低迷与股市行情下挫有关。这突出反映了发行时机选择的重要性。

5. 境内融资与境外融资的选择。我国几次可转债的发行都涉及到境外融资,但是境外融资有许多不利因素,境外发行成本高;本金及利息必须以发行货币——外汇来支付,如果公司业务不涉及这种外汇的收支,则利息和本金的偿还都面临货币风险、利率风险和结算风险;中国企业的信用评级很难达到最高级,因此在国际债券市场融资的利率档次相对较高,与国内发行相比难以实现降低债务成本的目的。当前国内可利用资金资源富余,完全可以尽可能地在国内发行可转债融资。当然,有条件的企业还是可以考虑到国际债券市场上融资。

在当前利率还未市场化,各种金融衍生产品市场暂停的情况下,其他证券化品种的尝试比较困难,比如浮动利率债券、LYONs等等。可以说,我国当前比较适宜的证券化道路是进一步规范发展可转换公司债券市场,同时稳步培育金融衍生产品市场,为发展其他证券化产品市场做好准备。当然,随着金融市场向前发展,投资者对证券产品结构性的要求会越来越高,证券品种的结构化也会随之而获得发展。这种证券化对于我国目前阶段还不适用,它适用于发展程度较高的证券市场。

参 考 文 献

中文部分:

贲奔:《中外证券市场比较研究》,河北人民出版社,2000年。

曹凤岐、刘力、姚长辉:《证券投资学》,北京大学出版社,2000年。

查理斯·R·吉斯特:《金融体系中的投资银行》,经济科学出版社1998年。

陈波:《西方个人信用制度的启示与借鉴》,《山东金融》,1999年第3期。

陈宪、桂咏评:《投资银行实务:基金与组合投资》,立信会计出版社,1998年。

成之德、盛宇明、何小锋:《资产证券化的理论与实践全书》,言实出版社,2000年。

道格拉斯·C·诺思:《经济史中的结构与变迁》,上海三联书店,1991年。

杜一、金新仁:《市场经济与中介机构》,《管理现代化》,1994年第3期。

傅斌:《我国银行资产证券化的关键环节及制度条件》,《金融研究》,2000年第4期。

龚维新:《国际融资》,立新会计出版社,1997年。

龚英姿:《住房抵押贷款证券化之法律问题研究》,北京大学硕士研究生论文,1999年。

顾晓云:《我国开展住房抵押贷款证券化的法律问题分析》,《中国房地产金融》,2000年第1期。

果东:《论发展我国保险证券化业务》,《金融理论与实践》,2000年第2期。

韩仲琦、徐一丁:《投资基金原理与实务》,四川大学出版社,1995年。

赫继伦:《中国股票市场发展分析》,中国经济出版社,2000年。

贺强:《证券市场投资教程》,中国经济出版社,1998年。

何小锋、黄嵩:《建立投资银行学的新体系》,投资银行大师网站([www .ib-masters .com](http://www.ib-masters.com)),2001年。

何小锋、来有为:《中国离岸资产证券化的实践探索》,《世界经济》,2000年第9期。

何小锋、刘永强:《资产证券化理论及其在中国实践:对中国一个早期案例的研究》,《学术研究》,1999年第2期。

何小锋、张伟、史凯峰：《我国住房抵押贷款证券化的模式选择》，《经济科学》，1999 年第六期。

洪伟力：《证券监管：理论与实践》，上海财经大学出版社，2000 年。

胡怀邦：《金融发展中的衍生市场研究》，中国经济出版社，2000 年。

胡旭阳：《我国开展资产证券化的制度“瓶颈”》，《投资研究》，2000 年第 11 期。

黄家骅：《中国居民投资行为研究》，中国财政经济出版社，1997 年。

江波：《南方稳健成长募资 35 亿正式成立》，《中国证券报》2001 年 9 月 29 日。

李才、邢天才、王玉霞：《证券投资学》，东北财经大学出版社，1994 年。

李健：《金融创新与发展》，中国经济出版社，1998 年。

李俊杰：《论我国银行的不良资产及其处理》，《金融研究》，1999 年 6 期。

李越：《金融市场秩序》，中国发展出版社，1999 年。

刘波：《我国资产证券化的供需分析及发展构想》，《财贸经济》，1999 年第 11 期。

刘波：《资本市场结构：理论与现实选择》，复旦大学出版社，1999 年。

刘家伟、李元甲：《开放式基金为市场导航》，《证券日报》2001 年 9 月 7 日。

刘剑枫：《论投资银行学的新体系》，北京大学硕士研究生学位论文，2001 年。

刘李胜：《共同基金：全球发展与中国对策》，中国经济出版社，1995 年。

龙莺：《机会主义、信息不对称与道德风险》，《武汉金融》，2000 年第 1 期。

陆瑾：《资产证券化运作的效率分析》，《财经研究》，2001 年第 4 期。

吕红兵、刘大江：《住房抵押贷款证券化的若干法律问题》，《中国司法》，2001 年第 2 期。

吕随启：《金融期货原理及操作》，中国城市出版社，1995 年。

陆正峰：《收费公路证券化融资》，《资本市场杂志》，2001 年第 5 期。

骆玉鼎：《信用经济中的金融控制》，上海财经大学出版社，2000 年。

马红霞、严红波、陈革：《美国的金融创新与金融监管》，武汉大学出版社，1998 年。

马骏：《表内还是表外：住房抵押贷款证券化即将来到中国》，中国国际金融有限公司内部研究报告，2001 年 2 月 8 日。

马君潞：《金融自由化》，中国金融出版社，1999 年。

马忠智、吕益民：《可转换公司债券发行与交易实务》，人民出版社，1996 年。

彭冰：《美国资产证券化中的风险隔离机制》，北京大学博士学位论文，2000

年。

任映国、曾子龙:《投资银行与资产证券化》,《中国城市金融》,1999 年第 8 期。

申海波:《预期理论与资本市场》,上海财经大学出版社,2000 年。

沈沛:《资产证券化研究》,海天出版社,1999 年。

沈沛:《资产证券化的国际运作》,中国金融出版社,2000 年第 7 期。

沈沛、许均华、刘敏:《信贷资产证券化——原理与操作技巧》,中国金融出版社,1998 年。

深圳证券信息有限公司:《聚焦中国股市淘汰制》,广西人民出版社,2001 年。

投资银行大师([www .ibmasters .com](http://www.ibmasters.com))网站。

涂永红、刘柏荣:《银行信贷资产证券化》,中国金融出版社,2000 年。

汪丁丁:《制度创新的一般理论》,《经济研究》,1992 年第 5 期。

王继祖:《美国金融制度》,中国金融出版社,1994 年。

王开国:《资产证券化论》,上海财经大学出版社,1999 年。

汪利娜:《美国住宅金融体制研究》,中国金融出版社,1999 年。

王松奇:《中国向不良资产宣战》,中国经济出版社,2000 年。

王月霞:《网络化金融》,中国金融出版社,1999 年。

文宗瑜:《证券场外交易的理论与实务》,人民出版社,1998 年。

吴晓求:《证券投资学》,中国人民大学出版社,2000 年。

吴晓求:《中国资本市场未来 10 年》,中国财政经济出版社,2000 年。

晓文:《中集集团:国际资本市场上的资产证券化新路》,《浙江金融》,2000 年第 6 期。

谢渡扬:《市场经济、信用制度与法制保障》,《城市金融论坛》,2000 年第 6 期。

徐洪才:《投资基金:投资者的“诺亚方舟”》,中国财政经济出版社,1998 年。

徐卫国:《推行我国住宅贷款证券化的构想》,《金融研究》,1998 年第 12 期。

杨大楷、黄海、殷逸健:《我国可转换债券涉及的发展思路》,《金融与保险》,2001 年第 8 期。

杨瑞龙:《论制度供给》,《经济研究》,1993 年第 8 期。

姚敏风:《浅议货币互换及其会计处理》,《研究、探索、改革》,2000 年第 11 期。

姚兴涛:《金融衍生品市场论》,立信会计出版社,1999 年。

尹龙:《资产证券化动力、约束与制度安排》,《金融研究》2000 年第 2 期。

余坚、王剑铭：《论证券化的法规监管》，《金融研究》，2000 第 2 期。

袁东：《中国金融资产证券化的市场需求》，《金融时报》，2000 年 4 月 8 日。

张帆：《金融风险中的道德风险》，《哲学研究》，2000 年第 3 期。

张伟：《资产证券化在我国的运作探讨》，北京大学硕士研究生论文，2000 年。

张锡营、刘念怀：《中国实施资产证券化的跨国运作的探讨》，《金融研究》，2000 年第 4 期。

张小清：《我国推行资产证券化面临障碍分析》，《银行与企业》，1999 年第 7 期。

张雪飞：《对我国 MBS 拓展中的基础资产池的研究》，北京大学硕士研究生毕业论文，2001 年。

张超英、瞿祥辉：《资产证券化——理论、实务、实例》，经济科学出版社 1998 年版。张宇燕：《经济发展与制度选择——对制度的经济分析》，中国人民大学出版社，1992 年。

《中国统计年鉴》、《中国金融年鉴》有关各期。

庄序莹：《中国证券市场监管理论与实践》，中国财政经济出版社，2001 年。

周骏、朱新蓉、李念斋：《2001 年中国金融市场发展报告》，经济科学出版社，2001 年。

周立：《金融衍生工具发展与监管》，中国发展出版社，1997 年。

周小川：《重建与再生——化解银行不良资产的国际经验》，中国金融出版社，1999 年。

朱莲美、傅斌：《资产证券化过程中的税收及会计问题探讨》，《研究、探索、改革》，2001 年第 3 期。

邹建平：《信用评级学》，中国金融出版社，1994 年。

英文部分：

The handbook of risk management for professionals .

Amerman, D . R ., *Collateralized Mortgage Obligations*, McGraw_Hill, 1996 .

Bodie, Z ., and R .C .Merton, *Finance*, Prentice_Hall, Inc ., 2000 .

Damodaran, A ., *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, John Wiley & Sons, Inc ., 1996 .

Doetsch, D . A . and D . Petkovic, *Securitization Trade Finance Cash Flows*, Mayer Brown & Platt, 1999 .

- Fabozzi, F .J . and F . Modigliani, *Capital Market*, Prentice Hall, Inc ., 1995 .
- Fisher, Irving, *The Theory of Interest*, Macmillan, 1930 .
- Fitch IBCA Credit Card Securitization Group, *ABCs of Credit Card ABS*, Fitch IBCA, Inc, 1998 .
- Frankel, T ., *Cross_Border Securitization: Without Law, But Not Law-less*, Duke Journal of Comparative & International Law, Spring 1998 .
- Geisst, C .R ., *Investment Banking in Financial System*, Prentice_Hall, Inc ., 1995 .
- Henderson, J ., *Asset securitization: current techniques and emerging market applications*, Nestor House, Playhouse Yard, Euromoney Book, 1997 .
- Hirshleifer, J, *Investment, interest, and capital*, Prentice Hall ., 1970 .
- Kravitt J .H .P . and E .A . Raymond, *Overcoming the Legal Barriers to Auto Lease Securitization Financing Auto Receivables*, Mayer Brown & Platt, 1999 .
- Kendall L .T and M .J .Fishman, *A Primer on Securitization*, MIT Press, 1996 .
- Mrazek, C ., J . Astorina, J .R . Grady and C .M . Lynch, *A Map to Rating Auto_loan Backed Securitizations*, Fitch IBCA, Inc ., 1999 .
- Ross, S .A ., R .W .Westerfield, and J .F .Jaffe, *Corporate Finance*, McGraw_Hill ., 1999 .
- Schmidt, D ., *Evolving Species*, Business Finance, 2000 .10 .
- Schwartz, S .L ., *The Universal Language of Cross_border Finance*, Duke Journal of Comparative & International Law, Spring 1998 .
- Sirri, E ., and Tufano, P ., “ *The Economics of Pooling* ” in *The Global Financial System: a Functional Perspective*, Harvard Business School Press ., 1995 .
- Stand & Poor 's, *Auto Loan Criteria*, McGraw_Hill Companies, Inc ., 1999 .
- Stand & Poor 's, *Trade Receivable Criteria*, McGraw_Hill Companies, Inc ., 1999 .
- Stand & Poor 's, *Credit Card Criteria*, McGraw_Hill Companies, Inc ., 1999 .
- Stand & Poor 's, *Manufactured Housing Criteria*, 2000 .
- Stone, C .A ., Anne Zissu and Jess Lederman, *The Global Asset Backed Secu_*

rities Market, Probus Publishing Company, 1993 .

Thomas ., H, *A Preliminary Look at Gains from Asset Securitization*, Journal of International Financial Markets, Institutions and Money 9 (1999) 321—333 .

Tobin, J ., and S .S .Golub, *Money, Credit, and Capital*, McGraw_Hill, Companies, Inc ., 1998 .

Walmsley, J ., *New Financial Instrument*, John Wiley & Sons, Inc, 1997 .

Wratten, T .F ., *Introduction to Commercial Real Estate Secondary and Securitization Market*, Principal Commercial Advisors, Inc ., 1996 .