

资产证券化发展对金融市场的影响研究

文/吴建环 赵君丽

资产证券化是金融创新、信息等科技进步与竞争环境下的自然产物,作为一种新型融资制度安排,资产证券化的发展对于金融市场会产生多方面的显著影响。

一、分散金融风险

资产证券化通过资本市场中专业的信用评级机构来评估信用,信用评估转变为独立于银行的外部评估,使得信用评估过程独立于贷款制造过程和贷款持有过程,更具有公信力,避免了传统体系下银行内部评价的内在利益冲突和评估偏信。同时,在外部信用评估的过程中,复杂的信用功能被分解为一系列的基本功能,每一个基本功能被分配发给市场中的不同部分。在信用扩展过程中的每一部中都要求具体的技巧。信用分解过程使机构能够专心于信用过程的具体部分,成为一个通过专业化而具有竞争性优势的机构。证券化的主要功能在信用功能的分界过程中,发挥了评估机构、投资者和银行各自的比较优势,这是金融创新引起金融市场功能专业化的具体表现。同时,资产证券化通过专业机构加强信用,也有助于防范风险。

更重要的是,资产证券化能将企业所面临的各种市场风险分散到大量投资者的身上,从而实现有效分散和化解金融风险的目的。如果企业采用发行一般证券的方式融资,其证券购买者受自身条件等诸多方面的影响,在信息不对称的情况下,也会面临着筹资人的逆向选择风险和道德风险;而采用资产证券化这一融资方式,由于所发行债券的支持资产已被破产隔离,且资产支持证券的基础资产经过信用增级,资产支持证券业经过评级公司的信用评级,在多重契约的保护下,投资者的投资风险被降低到最小化,所以即使分散到投资者身上,投资者所承担的风险是非常小的。

另外,资产证券化还可以用于风险和投资组合管理。一些学者研究后指出,证券化可以被金融机构当作一项资产负债工具去管理信用风险、利率风险、流动性风险、早偿风险以及投资组合。Hess and Smith(1988)认为证券化的益处包括:规避由于资产负债的期限结构错配所引起的利率风险,增加原始债权人的流动资产,为贷款者和投资者融资提供了更低廉成本的渠道,并且也提升了资本从投资者转向借款人的效率。他们将证券化视为典型的套利工具之一。Greenbaum and Thakor(1987)提出资产证券化有利于降低风险、有利于为新的资产融资和进行多样化投资组合。

长期以来,我国金融体制是主要依赖银行,以间接融资为主的体系,银行积累了大量不良资产,由于短借长贷的资金期限结构错配使得银行贷款能力受到很大影响,银行资产负债结构严重不合理,迫切需要通过资产证券化盘活存量,优化资产质量,提高竞争力。通过资产证券化设计标准化的投资产品,能够扩大直接融资,解决银行资本充足率和信贷规模的缺口,为加大经济开发力度提供融资支持,满足国家基础设施建设的需要。不但可以对优质信贷资产证券化,不良资产通过打折、包装,也可实行证券化。资产证券化有利于改善资产质量,扩大资金来源,分散信用风险,缓解资本充足压力,提高金融系统的安全性。

二、减少金融市场的信息不对称问题

1、减少信息成本

Akerlof(1970)提出,证券化可以在公司面临资金困难而需要削减信息成本时克服“柠檬问题”。Hill(1997)和Iacobucci and Winter(2003)指出,证券化操作减少了信息成本,并解决了投资者(或贷款人)与公司(或借款人)之间的信息不对称问题。

以应收帐款的证券化为例,证券化过程也是降低关于公司应收帐款的信息成本的过程(Rosenthal and Ocampo,1988; Iacobucci and Winter, 2003)。首先,在获取和宣传用来担保MBS(mortgage backed securities)或ABS(asset backed securities,资产支持证券)发行的资产的相关信息时,证券化可以产生规模经济效应和范围经济效应。一家实行资产证券化的公司对它自己的应收帐款有更为深入的了解,并得以更有效地向外界(例如:评级机构以及保险公司)显示那些资产的质量。经过一段时间,在外界的协助下,这些证券化产品在协议条件、凭证、及承销标准方面已更趋于标准化,这使得投资者更容易对其定价。其次,评级机构以及第三方担保(或者超额担保)经常代替投资者对这些相关资产进行评价,所以投资者一般只需要考虑特定资产池中证券的期限、信用等级及担保人的信誉。担保债券比无担保债券更安全,因为按抵押品估价的担保债券较以公司为标准定价的无担保债券而言,存在更少的消息不对称问题。

2、降低代理成本

证券化可以降低代理成本(例如: Iacobucci and Winter, 2003; Minton et al., 1997)。Stulz和Johnson(1985)指出债务的代理成本是由监管成本、投资不足以及资产替代(asset

substitution problems) 等问题构成的。Minton等(1997)经研究认为: (1) 实行证券化的债项无需限制性的契约, 因此也不存在资产替代; (2) 实行证券化的债项不存在投资不足, 因为抵押债项债权人不要从整个公司获利; (3) 相对无抵押债项债权人而言, 抵押债项债权人不需要过多掌握公司的信息, 而是需要多关注基础资产的情况。James (1988) 预测证券化可以促进风险分担并以此解决Myers (1977) 提出的投资不足问题。在负债融资的公司, 用债权抵押可以化解该公司的投资不足问题。Iacobucci 和Winter (2003) 进一步发现资产证券化可以改善委托代理关系中的五大主要问题。

三、有助于优化企业融资结构

在世界上很多国家, 企业的主要融资渠道是银行贷款, 其中在新兴市场国家这种情况尤为突出, 例如中国的大部分企业的融资渠道就仅限于银行贷款。这种单一的融资结构势必会给银行带来很大的信用风险。由于经济环境具有不确定性和复杂性, 现实经济活动中, 在面对市场信息的不对称时, 企业作为一个微观经济主体会呈现有限理性, 因此企业的投资和经营活动都有不同程度的风险性, 这种风险性又很大程度上决定了银行面临的信用风险和整个金融市场的风险。一旦银行信用风险由潜在可能转变为现实, 整个金融市场的信用循环系统就会被破坏。因此, 一个国家的企业的融资结构过于单一会隐藏巨大的风险。

对于一个非金融机构的企业而言, 只要投资的边际收益大于融资的边际成本, 企业就会扩大生产规模。企业扩大再生产离不开资金支持, 企业资金来源一般不外乎内源融资与外源融资两种。无论采用哪一种债务融资方式, 结果都会使负债比率升高, 虽然负债具有税盾作用, 但是过高的负债比率和单一的负债结构都会带来一系列财务风险。加之经济运行的波动性和人的有限理性, 企业在具体经营过程中总是面临着价格风险、信用风险等因素的威胁。而通过资产证券化运作, 将未来的销售收入等应收帐款提前进帐, 作到“落袋为安”, 既解决了资金不足的困扰, 缓解了可能面临的上述一系列风险, 又增加一种融资渠道, 实现了资金来源多样化, 优化了融资结构。

结构性融资是与信用融资并重的重要融资方式, 它们就似两个轮子, 互相补充。例如短期融资券, 是完全依托企业信用的融资方式, 而企业信用取决于许多因素, 可变因素很多。相对于企业这样的经营实体而言, 资产的未来收益情况比较容易判断, 以资产为支持的证券风险相对较小, 可控性较强。在中国, 资产证券化这种融资形式已经开始用于银行的信贷资产, 从长远来看, 企业也可以采取这种方式, 直接融资规模将会不断扩大, 企业融资结构将得以改善。

四、提高流动性, 并降低融资成本

1、提高流动性

资产证券化过程就是在国内或国际资本市场上, 将储蓄机构持有的不流动的资产, 变为投资者持有的可交易的证券, 从而提高了资产的流动性和金融市场的流动性。国外有大量实证研究文献证实了资产证券化提高流动性的情况。这方面的研究文献主要有: (1) 证券化对整个抵押贷款市场流动性的产生了影响(例如: Black et al., 1981); (2) 证券化的进程改变了资产流动性的本质(例如Gorton and Pennacchi, 1995; Hill, 1997; Gordon, 2000)。

2、降低融资成本

资产证券化有助于降低抵押贷款收益率差或收益率, 从而降低融资成本。国外有大量的文献证实了资产证券化能够不同程度地降低融资成本。证券化在这方面的实证检验可以粗略地分为两类。第一类研究是使用时间系列数据去检验证券化在不同时期的影响(例如: Black et al., 1981; Kolari et al., 1998), 实证研究的结论是, 抵押证券市场的发展对降低抵押贷款成本和收益率差有积极的影响。其中, Black等学者(1981)在其所建的模型中考虑了可售性、早偿风险、违约风险和服务成本, 也得出了类似的结论。

第二类研究是使用贷款人或贷款的横向数据, 来调查证券化对原始债权人定价行为的影响(例如: Sirmans and Benjamin, 1990; Rhoades, 1992; Benjamin et al., 1994; Ambrose et al., 2002a, b)。通过分析各种美国的数据, 他们最终发现, 将其资产实行证券化的经营抵押贷款的商业银行, 比起其他储蓄机构有着更低的抵押贷款利率和利率差。

Schwarcz (1994) 也指出, 证券化的目的是: 通过将原始债权人的所有或部分应收帐款与其相对的风险隔离开来, 协助公司得以以更低的成本在资本市场上融资。证券化技术通过将资产所有权与发行人隔离使得信用评级规则从以公司为标准转向以资产为标准。Schwarcz (1994) 认为证券化是炼金术, 而不是零和游戏。一家公司通过将某些特定的高流动性的资产与公司的一般风险隔离开来, 以在一定程度上进行“重建”, 那么这家公司较那些通过直接发行债券或股票来融资的公司来说, 可以在资本市场以更低的价格募集资金。

确保证券化顺利运作以及降低融资成本的关键因素包括: (1) 一项资产的销售必须是“真实的销售”; (2) 特设机构(SPV) 必须以“破产隔离”形式组建; 此外, 将证券化融资与公司债券相比较(Gordon, 2000), 一个明显的差别是普通债券的发行人是从整个公司的共同资产池中获取还款资金的, 而在证券化的操作中, 给投资者的报酬付款则是来自从公司拨出的某一特别的资产池。

五、给投资者带来有益的影响

1、投资者能够降低投资的风险。资产证券化是一种典型的结构性融资，它不是对一笔资产，是把若干笔具有不同现金流回流速度、规模，不同风险程度的资产打包组成一个资产池，将资产池中的资产作为一个整体，按照金融工程的原理，用这些资产产生的现金流作为偿付基础，发行不同等级的资产支持证券。按照收益风险相对应的原则，不同等级的资产支持证券按照约定顺序或特定的分配方法享有不同的信托收益，承担不同水平的风险。比如：上一级的资产支持证券，收益率可能低一些，但偿付上是有保证的，风险比较低；次一级的资产支持证券，收益率相对高一点，但风险也相应高一些，其风险溢价高；通常等级最靠后的证券收益率很高，往往由发起人兜底，就是采取内部信用增级。也有采用外部信用增级的，比如加拿大就是通过政府担保的方式进行信用增级。因此，资产证券化过程改变了单笔资产的风险收益属性。一方面，投资者投资购买资产支撑证券，有利于实现对资产投资多样化，这也能分散投资风险；另一方面，投资者有了“破产隔离”的资产池作为保障，极大地减少了因原始权益人发生接管、重组等事件而带来的风险。

2、投资者能够获得较大的流动性。美国资产证券化之前，投资者向原始权益人直接发放贷款，所形成的资产流动性很低；或者投资者购买原始权益人直接发行的债务证券，由于原始权益人自身的资信能力不高，这种债券的流动性也偏低。但是在资产证券化后，投资者购买的是资产支撑证券，由于资产支撑证券具有较高的信用评级，已成为商业银行等机构投资者的主要投资对象，投资者可以获得较大的流动性。

3、投资者可以获得较高的投资回报。1987—1996年间，美国3年期国库券的平均年投资收益率为6.782%，而资产支撑证券的年平均投资收益率可以达到10%以上。

4、投资者能够提高自身的资产质量。资产支持证券作为一种新的投资品种，丰富了资本市场产品类型。它属于固定收益类产品，与一般的债券有些区别。但它的收益变化相对比较小，主要来源于利息收入，而且是稳定、可控的。由于资产支撑证券具有较高的资信等级，投资购买资产支撑证券，能提高投资者的资产总体质量，降低自身的经营风险。这对于金融类的投资机构来说，尤其重要。

5、投资者能够突破投资限制。有些投资者受监管法规、行业条例和企业规章的限制，只能投资购买“投资级”——穆迪公司评级Baa，标准普尔公司评级BBB以上信用级别的债券，在传统融资方式下，这意味着他们只能投资购买信用级别较高的美国大企业和政府部门发行的债券。资产证券化则使投资者也可以购买信用级别较低的美国中小企业发行的债券，极大地拓宽了投资者的投资范围。

六、利率将更迅速地反映央行货币政策的改变

当资产证券化普及后，由于银行可以利用证券化的方式不断获得新的资金以供贷款之用，抵押贷款市场的竞争加剧，抵押贷款的初级市场与证券化的次级市场（资本市场）间的关联性也将提高。因此，抵押贷款利率与资本市场利率间的联动性也将增加。

对于零售型适于证券化放款的资金提供，例如抵押房贷，跨区域的大型银行将逐渐取代地方性的银行。由于大型银行会依靠跨区域的资金调度来牟利，将把从低利率区域吸收的资金，贷放给高利率区域的客户。这样跨区域资金的调度，降使得全国的资金得到更有效率的配置，且使得原先区域性且彼此隔离的资金市场整合成全国性的资金市场，而原来区域间的利差也将逐渐消失。

抵押贷款初级市场与证券化次级市场关联性的提高，以及全国性资金市场的形成，皆有助于金融市场运作机能的改善，使得资金的配置更有效率，使市场利率更能迅速反映资金供给与需求的变化。因此，央行货币政策的改变，将会更迅速的反映在市场利率上，而由于抵押贷款的初级市场与次级资本市场间密切的关联性，央行货币的改变也将会迅速地反映在初级市场的抵押贷款利率上。

Estrella (2002) 研究发现，抵押房贷的利率对联邦基金利率变动的反应随着资产证券化的普及而提高；此发现显示，抵押房贷证券化提高了房贷市场的效率与竞争性，使得房贷利率更迅速的反映市场信息。

结束语

综上所述，资产证券化的迅速发展对金融市场的确会产生多方面的显著影响：资产证券化有利于分散金融风险；有利于减少金融市场的信息不对称问题；有助于企业优化融资结构；提高流动性，降低融资成本；利率将更迅速地反映货币政策的改变；并将给投资者带来一系列的有益影响。

就中国而言，金融市场体系不完善的一个重要方面是货币市场和资本市场不衔接，货币政策传导不畅。中国已经开始实施的信贷资产证券化实际是打开了信贷市场、证券市场间的一条资金流动的通道，证券市场的资金由此可以进入到信贷市场。信贷市场的资产流动性很低，证券化之后，流动性大幅提高，成为资本市场可交易的证券。随着资产证券化的发展，证券化资产的比重越高，规模越大，货币市场的流动性和交易性就越强，央行公开市场操作对商业银行流动性的影响就越显著。同时，信贷资产证券化能促进我国利率市场化改革。一方面，资产支持证券为信贷产品定价提供了参考，增强了银行自主定价能力；另一方面，可以提高银行管理、控制和转移风险的能力。实施信贷资产证券化，会提高直接融资比重，改变货币流通速度和货币政策传导途径，制定和执行货

币政策时要考虑这方面的因素，以保证货币政策目标的实现（作者单位：吴建环/上海大学；赵君丽/东华大学管理学院）

相关链接

河北省上市公司股权结构与绩效关系的实证研究
浅析上市公司独立董事制度法律思考
我国上市公司小股东权益保护研究
股份公司股权强制执行问题研究
浅析影响股价的若干因素
资产证券化发展对金融市场的影响研究
房地产行业上市公司财务危机预警的实证研究

本网站为集团经济研究杂志社唯一网站，所刊登的集团经济研究各种新闻、信息和各种专题专栏资料，均为集团经济研究版权所有。

地址：北京市朝阳区关东店甲1号106室 邮编：100020 电话/传真：（010）65015547/ 65015546

制作单位：集团经济研究网络中心