



您的位置：首页 - 文章选登

商业票据证券化的策略选择(潘建辉；2004年3月18日)

文章作者：潘建辉

资产证券化是指将一组流动性较差但能够产生可预见的、相对稳定的现金流的金融资产集中起来，通过结构性重组，将该组资产的预期收益权转变为可在金融市场上出售和流通、信用等级较高的债券型证券的技术和过程，其实质是金融资产以证券形式进行转让。商业票据证券化是指以还款期限和还款条件明确、能够产生可预见的稳定现金流但缺乏流动性的应收账款为标的，在金融市场发行可流通有价证券的融资活动。商业票据流动性问题是困扰我国票据市场可持续发展的“瓶颈”。本文从借鉴国外资产证券化的成功做法出发，结合实际就我国如何开展商业票据证券化做一些探讨。

迫切需要

资产证券化是解决商业票据流动性问题的有效途径。资产证券化的魅力在于提高资本市场的运作效率，增强资产的流动性，降低融资风险。借助资产证券化，发起人能够以较低的融资成本筹措资金，并获得较高收益。对于投资者来说，购买抵押担保证券可以降低投资风险，获得较高的投资回报，使自己的资产具备较好的流动性，提高资产质量。

实现资产证券化的核心条件。实践表明，要成功实现资产证券化，必须满足以下四个核心条件：一是证券化资产能够产生可预见的稳定现金流。二是真实出售和破产隔离的实现。三是信用增级。信用增级为证券的成功发行提供了保证。最后是有有效的市场营销。

我国对商业票据证券化有着强烈的需求。资产证券化实际上是间接融资和直接融资的融合。更不用说商业票据二级市场和同等质量商业本票的发行。另外，我国直接融资仍以股票和国债为主，投资工具比较单一，但投资者尤其是保险公司、养老基金、投资基金等资金来源充足稳定的机构投资者出于优化资产组合、提高资产安全性和盈利性的考虑，对比股票风险小，比国债收益高的金融工具有着强烈的需求。由此可以认为，供给和需求两方面都有参与资产证券化的愿望，这是推动我国商业票据证券化的强大合力。

市场问题及路径选择

在中国发行商业票据支持证券，除了会遇到与其他类证券化遇到的相同的法律法规问题以外，突出的问题是市场环境问题。

市场的主要参与主体还没有摆脱自身的困境。目前，我国商业票据的发行和流通规模非常有限，市场厚度严重不足。另外，我们只实现了外汇利率的有限市场化，而人民币利率的真正市场化尚待时日。这些环境因素必然影响到商业票据支持证券的发行、定价、风险控制及二级市场的培育等。

信用环境存在一定的障碍。从结构分析中可以看出，信用增级和信用评级是资产证券化中体现信用工程特征的主要环节，也是资产证券化得以进行的必要前提。由于信用经济落后，并未确立信用和信用评级的权威性。从证券化，特别是商业票据应收款的证券化过程来看，现有信用环境和评级体制还无法适应信用增级和信用评级的重要性的复杂性的要求。

商业票据证券化的实现形势。推进商业票据支持证券的实施，必须考虑法律法规和市场的制约，采取循序渐进的策略。具体地说，我国目前实施商业票据证券化应借鉴美国的经验，采取信托设立模式。这是因为：

1、从资产证券化的本质来看，资产证券化可以采取信托模式。资产证券化的本质要求不在于真实销售，而是破产隔离，真实销售仅是实现破产隔离的一种形式。信托模式可以达到隔离的目的，这在《信托法》中有明确的规定。

2、商业票据证券化的效率。对商业票据实施证券化，是对具有真实贸易背景的若干笔商业票据应收款进行捆绑组合后再进行转让处置，以循环的方式进行，是资产的一种批量处置。循环融资使证券化往往具有更高的处置效率。此外，作为批量处置，与单笔处置资产相比，证券化基础资产的评估费用较少，为处置资产而进行的宣传、谈判、投资市场调研费用也较小，这样就有效地降低了资产处置成本。在处置收益方面，商业票据应收款进行的捆绑组合和证券化结构的安排，分散了资产的风险，稳定了资产的收益，提高了证券的信用度和市场价格，资产处置可以得到一个较高的回收率。

政策建议

为确保我国商业票据证券化的顺利实施，应该注意以下几点：建立信用增级制度。在规范、成熟的资产证券化运作流程中，对拟进行证券化的商业票据进行信用提高是必不可少的程序之一。信用增级常见的方式是，以信用等级较高的金融机构对拟证券化的商业票据提供全额或部分担保。目前应健全和完善信用担保与评级机构，这些机构必须是全国性的，具有一定的权威，特别是担保机构应由中央政府出面组建。

大力发展债券市场。商业票据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，就不可能顺利实施。因此，形成具备一定深度的债券市场，就成为商业票据证券化的必备基础。

建立符合市场机制运作的特设载体，实现标的资产的“真实出售”。我国目前的信托投资公司与投资银行远非特设载体。要真正实现商业票据的证券化，就必须要按照市场机制的要求建立SPV，在现阶段还要把它确定为不以盈利为目的的事业法人组织。

逐步向养老保险基金、证券投资基金等机构投资者开放资产证券化市场。近年来，我国保险业发展速度很快，如果能放宽对保险资金运用的限制，允许保险资金进入资产证券化市场，对于资产证券化的顺利推行无疑是一个强劲的需求推动。同样的，向各种机构投资者开放资产证券化市场，也有利于资产证券化的发展。

建立与资产证券化相关的法律、会计、评估、税收等制度。要解决资产证券化的具体操作问题，必须制定法律、会计、评估和税收等相关的法律制度，实行统一的监管和协调。要研究解决证券市场的投资主体问题，使之具备足够的市场主体有效需要。

商业票据证券化运作中的信息披露问题。信息披露的真实、准确对资产证券的发行和交易至关重要，应建立全面、高效的信息收集与处理网络。特别是关于商业票据方面的信息应该全面、准确，并按行业、地域的分布、担保状况等进行分类，以确保公司各级管理者的分析和决策建立在可靠的基础上。

转载务经授权并请刊出本网站名

IFB
中国博士论坛

中国社会科学院
保险与经济研究中心

IFB
IFB外商投资中心

IFB
IFB基金研究与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307
版权所有：中国社会科学院金融研究所