

按语: 资产证券化是国家经济的重要衡量指标, 经济金融化向金融证券化的转变是不可阻挡的潮流。农业经济建设离不开投资、科技与人才, 资产证券化对农业经济的影响日益显著, 相信该文能为农业经济问题的研究和解决提供参考。

资产证券化的发展及对我国的启发

吴佩¹, 姚亚伟² (1. 上海杉达学院, 上海 201209; 2. 上海交通大学, 上海 200030)

摘要 资产证券化是 20 世纪 70 年代以来金融创新的产物, 我国目前的资产证券化程度偏低, 原因在于资本市场与实体经济发展的不协调。在我国实施资产证券化, 对于优化参与主体利益、提高金融市场效率、丰富投资品种等都起着积极作用; 我国已基本具备实施资产证券化的基础, 但在相关法律法规完善、中介机构服务质量、资产证券化资产选择、投资者素质教育方面有待提高。

关键词 资产证券化; 住房抵押贷款

中图分类号 F830.91 文献标识码 A 文章编号 0517-6611(2007)17-05275-03

Development of Asset Securitization and its Enlightenment to China

WU Pei et al (Sanda University Shanghai City, Shanghai 201209)

Abstract Asset securitization was the product of finance innovation since 1970's. Asset securitization degree was low in China, which was caused by the uneven development between capital market and entity economics. Asset securitization in China would play an important role in optimizing benefits among parties, improving efficiency of financial market and enriching investment product. China had the basis to enforce asset securitization. But its related laws, agency service quality, asset choices and the education of investor needed to be improved.

Key words Asset securitization; Housing mortgage loan

资产证券化通常是指集合一系列流动性较差、用途、质量、偿还期限相同或相近的资产, 对其进行组合包装后, 使这组资产能产生可预计且稳定的现金流收益, 依托该现金流, 通过一定的中介机构的信用增级, 把这些资产的收益权转变为可在金融市场上流动的、信用等级较高的债券型证券的过程。其实质是融资者将被证券化的资产的未来现金收益权转让给投资者, 而资产的所有权则不一定转让。资产证券化这一概念本身起源于房地产抵押贷款的证券化, 所以, 资产证券化有时被称为以抵押贷款为基础的证券, 或以资产为基础的证券。目前可以证券化的资产包括住房抵押贷款、商用房抵押贷款、其他贷款、担保债券、应收款类资产、收费类资产等。资产证券化的大规模发展是在 20 世纪 70 年代前后, 金融创新的推动将世界经济从经济金融化时代推向了金融证券化时代, 改变了传统的信用交易基础, 借款人和贷款人日益通过直接融资来实现资本的转移, 而不再仅仅通过银行的中介来确立债权和债务关系, 融资方式的证券化和资产的证券化就是这个潮流的主要载体。

1 资产证券化的现状

全球知名数据提供商 Dealogic 的数据表明, 截至 2006 年 11 月 27 日, 上海、深圳、香港三地证交所的 2006 年的 IPO 筹资总额达到约 450 亿美元, 首次超过美国同期 424 亿美元的 IPO 筹资额, 仅次于同期英国伦敦证券交易所及其旗下的二板市场(AIM)的 527 亿美元的 IPO 筹资额^[1], 这表明我国融资方式的证券化正在与国际市场接轨, 融资方式证券化趋势正在加速。如果用国民经济证券化率反映一个国家的金融证券化程度, 目前发达国家和地区的国民经济证券化率均在 100% 以上, 上市公司总市值与国内生产总值的比例也可以反映一个国家的金融资产证券化程度(表 1)。

从表 1 中可知, 金融创新的发展极大地带动了全球资

表 1 20 世纪 70 年代以来全球部分国家股票市值占 GDP 比例变化

	1970	1980	1990	1999	2000	2005
奥地利	0.09	0.03	0.17	0.17	0.16	0.41
比利时	0.23	0.09	0.31	0.82	0.79	0.71
丹麦	0.17	0.09	0.67	0.67	0.69	0.62
法国	0.16	0.09	0.24	1.17	1.09	0.73
德国	0.16	0.09	0.20	0.67	0.67	0.44
意大利	0.14	0.07	0.13	0.68	0.70	0.45
荷兰	0.42	0.19	0.50	2.03	1.70	0.81
西班牙		0.17	0.41	0.69	0.88	0.85
瑞典	0.14	0.11	0.39	1.77	1.48	0.97
英国	1.63	0.38	0.81	2.25	1.84	1.37
美国	0.66	0.46	0.54	1.52	1.55	1.36
加拿大	1.75	0.46	1.22	1.22		1.31
日本	0.23	0.33	1.64	0.95		1.65
中国				0.33	0.54	0.18

产证券化的步伐, 在 20 世纪 70 年代, 大部分国家的资产证券化比率在 0.50 以下, 但到 2000 年前后, 这些国家的资产证券化比率大部分超过 0.70。相比于表中发达国家的资产证券化程度, 我国的资产证券化率较低, 2005 年的资产证券化率仅为 0.18。造成这种现象的原因有两方面: ①国内证券市场起步较晚, 市场机制不完善, 市场融资功能不能充分发挥、市场承载能力有限等; ②虚拟经济与实体经济偏差较大。我国股票市场自 2001 年以来开始漫长熊市, 特别是 2003~2005 年一度停止 A 股市场融资, 而同期国内 GDP 则保持 10% 左右的速度稳步增长, 造成了资产证券化率较低。

用股票市场与国民生产总值的比率反映一个国家的资产证券化程度, 是一种广义上的资产证券化概念。笔者主要研究的是基于狭义的资产证券化, 即抵押贷款的证券化和信贷资产的证券化等。近两年来, 为贯彻落实《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》, 经国务院批准, 建行和国开行已作为住房抵押贷款证券化和信贷资产证券化的试点正式启动, 这标志着我国的资本市场的层次体系有所完善, 资产证券化又向前迈了一步。为了提高银行资金的流动性, 分散信贷风险, 证券化作为一项创新在我国有广阔的发展前景。为国有资产管理公司合理处理不良资产、

作者简介 吴佩(1982-), 女, 河南新乡人, 硕士, 助教, 从事金融产品
及创新工作。

收稿日期 2007-03-15

适应金融证券化的潮流,引入资产证券化是我国金融发展的内在需求。

2 资产证券化的动因分析

资产证券化发展的重要原因在于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特性决定的。资产证券化由参与各方利益驱动,政府的金融监管及推动,产生资产证券化的动因主要表现在以下几个方面:

2.1 优化各参与主体的利益,缓和参与主体之间利益的冲突 对于资产证券化的发起人而言,它可以为发起人扩大融资对象,降低资金成本,优化财务状况,改变资本结构,利用资产证券化带来的信用增级,提高自身在资本市场中的声誉的功能。特别是当发起人是金融机构时,通过资产证券化,使金融机构所持有的长期资产提前变现,降低金融机构的资产与负债不匹配的情况。对于投资者而言,证券化的证券会按质量、期限设立不同的档,这样可以满足不同投资者对期限、风险和利率的不同偏好,不仅丰富了他们的投资品种,而且降低了投资中的信息不对称风险。对于金融中介机构而言,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成为金融中介之间竞争的焦点,从而促进竞争者不断提高自身的创新意识,不断改进自身的创新技术,促进资产证券化进一步向深层推进^[1]。对于政府而言,证券化各方的利益驱动是促进证券化进程和金融市场发展完善的重要力量。政府需要加强监管,积极鼓励能对金融市场发展发挥重要作用的资产证券化过程。在国外,资产的证券化都是政府引导型的。

2.2 促进金融市场效率的提高 金融市场的效率实质上是看对融资的各种束缚状况。随着世界经济的一体化,国际市场的一体化,金融交易在一个国家和世界经济交易中的比重将会逐渐增大。资产证券化从金融交易主体、客体和工具等各个方面大大提高了金融市场的效率。在资本市场逐渐成为外部融资的主要工具时,企业通过发行股票和债券可以筹措到巨额资金,使得融资渠道约束、资金来源约束、投资工具流动性约束等得以解除,但投资主体的信用约束、信息不对称约束仍然存在,信用创造约束没有解决,整个金融市场处于资本市场和信贷市场分割的两个市场,协调较差。资产证券化的融资方式,降低了融资主体的信用等级权重因子,通过各种信用增级达到所要求的资产的信用等级水平,降低了对融资主体的信用约束,而且资产支持证券可以分割为不同的份额,满足了不同投资者的需求,使得融资渠道和资金来源的约束得以降低。资产的证券化将不流动的资产变成了流动性强的可转让证券,使得投资者的未来消费和现金流模式匹配,投资不足的缺陷得以消除,融资工具的流动性问题得以解决。可以说,资产证券化是连接信贷市场和资本市场的纽带,正是资产证券化的产生和发展,才使得各个金融市场相互融合,共同推动了金融市场的不断深化和发展。

在我国实施资产证券化,对于改善我国金融结构,促进资本市场发展,改变目前的融资结构,丰富投资品种,加速金融机构的资产周转,加快金融资源的利用效率,都起着积极的作用。同时,通过资产证券化,有助于扩大货币政策传导渠道,提高货币政策传导的效率。

3 我国实施资产证券化的可行性及存在问题分析

3.1 可行性分析 我国资产证券化起步比较晚,而且资产证券化的实践先于理论的探索,但是政府各职能部门已经为资产证券化在我国的顺利推进提供了条件。

3.1.1 我国已经具备实施资产证券化的基础。我国已经建立包括中国银监会、中国证监会和中国保监会的监督管理体系,具备了较强的监管国内金融业能力,较强的信用重建能力和对资产证券化市场的监管能力。商业银行必须成为自主经营、自负盈亏的经济实体,因此,它们对于消除不良贷款、盘活存量资产有着较强的欲望和动力;另外,国有企业已经认识到建立现代企业制度的重要性,并且正在逐渐地接受通过市场融资接受市场竞争考验的观念,这些都是有利于资产证券化发展的条件。

3.1.2 我国已经具备推行资产证券化的资金来源。据统计,截至2006年底,我国居民的储蓄总额已达到161587亿元,这一方面使得资产证券化能在庞大的金融资产中找到支持;另一方面,我国机构投资者有了很大程度上的发展,为资产证券化的实施提供了强大的资金来源。作为一种新型的投资工具,只要设计合理,具备较高的收益性、流动性、安全性和信誉度,就会受到投资者的青睐。

3.1.3 经济主体法陆续出台,市场运作日趋规范。我国市场化和国际化的进程从1994年开始有所加快,金融体制改革有较大进展,有关经济立法如《银行法》《担保法》《抵押法》、《保险法》《票据法》《证券法》等相继颁布,今后还将陆续推出相关法规,这将为资产证券化规范运作创造前提条件^[2]。

3.2 存在问题分析 目前在我国实施资产证券化还存在一定的障碍。

3.2.1 中介服务机构的质量有待提高。由于资产证券化涉及到多家中介服务机构,其中资产评估机构和资信评估机构则是所有资产证券化交易都必须涉及到的,也是最重要的中介机构。在规范化的资产证券化过程中,资信评估机构在资产证券化过程中起到了增加投资者信心,为市场提供信息,提高交易透明度的作用。目前,我国资产评估业和资信评估业还远不能满足资产证券化的要求。如资产评估业存在资产评估管理尺度不一,政出多门,资产评估机构过多过滥,行业内不正当竞争加剧等问题。资信评估业在我国还属于新兴行业,还存在诸如资信评级机构信誉不佳,资信评级机构独立性差,投资者对资信评级机构的认识不足等问题,这导致现有的评级机构做出的评级结果不能得到投资者的认同。

3.2.2 相关制度建设滞后。制度原因就是指的在我国经济体制改革中,监管部门为了保护国民经济健康发展、纠正和防止某些不合规的操作,制定了监管较为严格、限定较为繁多的法律法规,如银行、证券业的债券资金用途限制等,外汇管制、基金投资限制等,这些制度的限制,在过渡性经济环境中是不可或缺的,但最终必定是要被消灭的。

3.2.3 对资产证券化的认识存在一定的偏差。资产证券化是对那些不能立即兑现但具有稳定的和可预测的未来收益的资产进行重新组合设计,并将其转化为可以发行的证券的过程。因此,适合于资产证券化的资产是能够带来未来现金流收入,而且达到一定的信用质量标准的资产。然而,我国资产证券化从开始就是为了化解国有银行的不良资产,

从调整国有企业的资产负债结构而来,这与资产证券化的初衷是相违背的。因此,在我国实施资产证券化一定要认识到资产证券化虽可以用来盘活流动性较差的资产,但绝不可用来盘活质量低劣的资产,更不可以把大量的进入呆、坏账的资产进行证券化处理。

4 推动我国资产证券化的政策建议

4.1 完善立法工作 加紧研究制定与资产证券化相关的法律、法规,使资产证券化操作有法可依,有章可循。比如:可以通过修订《企业债券管理条例》,拓宽债券发行主体;通过修订《外汇管理条例》,给予资产证券化发起人更大的外汇提留比例。这一方面可以保证资产向国外投资者定期支付本息;另一方面也可以使发起人拥有更大的资金支配权,真正实现资产证券化的利益。另外要修订《保险法》以及相关基金管理条例,允许保险基金、养老金等进入资产证券化市场,给予资产证券化以需求上的动力,鼓励投资基金向资产证券进行投资等。

4.2 强化政府扶持 资产证券化是一种市场行为,但也离不开政府的有力支持,在我国资产证券化发展的初期,政府通过制定优惠政策和有关法律法规以及健全监管体系,建立高效、安全的市场体系和交易规则,按照国际惯例进行财务监管和风险控制。如适当的安排一些商业银行对信贷资产进行证券化处理,并以此为契机推动资产证券化。另外,监管部门在提高自身管理的同时,还要积极引导社会力量充分认识资产证券化的风险,并给予适当的优惠条件,以利于资产证券化在国内启动并发展。

4.3 建立担保机构 为推动资产证券化的发展,需要尽快建立以政府为主导的抵押担保与保险的专门机构,负责向发放贷款的金融机构提供担保或保险,统一抵押申请和抵押合同,并使之标准化,为抵押贷款打包组合与分类整理创造条件。

4.4 挑选优良资产 资产证券化的基础资产,在我国能有条件满足的应是商业银行信贷资产、基础设施收费资产以及出口应收款资产,这三类资产在我国可以成为资产证券

化的突破口。同时,尽快完善住房抵押贷款市场,规范基础设施的收费,虽然经历多年发展,我国住房贷款的规模尚不够大。要顺利推行资产证券化,就必须尽快地完善银行的服务,改善贷款条件,如期限、类型和利率等,以便更好地吸引消费者。对于基础设施收费,必须有一定的规范,保证收费标准的稳定和收费方式的统一,以使其现金流的稳定性不致受损,保持高信用水平。在切入点选择上,一方面选择资产,另一方面要选择实行的区域和行业,逐步推动。

4.5 注意风险隔离 资产证券化要求建立符合市场机制运作的特设载体(SPV),实现标的资产的“真实出售”。在美国,SPV是以资产证券化为唯一目的的、有法律限制的、独立的信托实体,SPV与需要资产证券化的机构是市场上公平的交易者,它们在开展其业务时,不受银行等相关利益机构以及财政等政府职能部门的影响和控制。我国目前还不存在真正意义上的SPV。因此,要实现资产证券化,真正把它作为解决银企问题的一种途径,就必须按照市场机制的要求建立SPV^[1]。同时,制定与资产证券化相应的会计处理制度,可考虑在不良资产证券化试行阶段实施税收优惠政策,降低SPV的运营成本,以促进其业务的顺利推进。

4.6 注重对投资者教育 资产证券化的最终目的是吸引投资者,如果投资者素质不高,无法理解资产证券化,也就不太可能给其以支持。因此,目前应对投资者进行必要的教育,提高投资者的素质,引导投资者进行理性投资,以逐步改善资产证券化的外部环境。这样,资产证券化的发展对于投资者来讲就具有很大的可行性和良好的发展前景。

参考文献

- [1] 朱周良.沪深港股市IPO年筹资总额近450亿美元,首超美国[N].上海证券报,2006-11-28(4).
- [2] 易宪蓉.资产证券化如何在中国试行[N].中国经济时报,2006-3-30(2).
- [3] 王纪全,刘全盛.我国实行资产证券化的可行性研究[J].商业现代化,2005(11):365-366.
- [4] 孙晔.对中国实行资产证券化的思考[J].安徽大学学报:哲学社会科学版,2002(7):105-108.