

从次贷危机看资产证券化信息披露

武玲宣

(上海海事大学 上海 200135)

【摘要】 本文运用信息经济学的研究成果,以信息是否具有决策有用性为标准,从披露制度入手,分析了美国次贷危机中资产证券化的信息披露,并结合实际对完善我国资产证券化信息披露制度提出建议。

【关键词】 资产证券化 信息不对称 信息披露 决策有用观

资产证券化源于 20 世纪 70 年代后期的美国,是一种增强流动性的融资技术,以发行结构性重组证券为特征。这种金融工具创新曾一度为美国人所津津乐道,但它也来自 1998 年亚洲金融危机以来最严重的金融灾难——次贷危机。次贷危机中,机构或个人投资者对于所购买的债务抵押债券(CDO)资产池的基础资产构成和风险状况并不了解,这导致其模糊了风险承担主体,信息出现严重的不对称性,信息向资产证券化定价方、信托 SPT 严重倾斜。逆向选择使市场失去其自发调节的功能。为了保证投资者获得有效的信息,建立完善的信息披露机制十分必要。现今我国的资产证券化实践已经展开,美国相关领域的信息披露制度可以为我国实践提供借鉴。本文从案例入手,说明如何有效地对资产证券化进行信息披露,并结合我国实际提出建议。

一、决策有用观下的资产证券化信息披露制度

资产证券化交易市场主要为一级市场。大量经验证据表明,美国一级市场处于半强制有效状态,其证券价格可以反映相关公开信息,但并不能反映具体交易的内幕信息。正因为资产证券化涉及主体众多、信用链复杂,其风险不但包括一般金融工具所具有的市场风险和违约风险,而且包括特有的提前支付风险和再证券化风险,所以证券化资产的准确定价非常重要,财务报表内公允价值的准确计量尤为重要,它决定了所披露的外化信息的质量。同时,作为决策有用信息的重要部分,报表附注能体现证券化资产的风险特征,虽然美国证券交易委员会(SEC)在其风险披露的定性和定量要求上做出了一定规定,但在具体交易信息披露上仍存在一些缺陷。

下面以作为次贷危机导火索的 CDO 为例,立足于资产证券化发起人和投资者角度,在其公允价值确认和表外附注说明两方面,阐释美国相关信息披露制度的规定及不足。

(一)资产证券化发起人角度

CDO 作为证券化资产的一种,是专业资金管理人使用的融资工具,属于信用衍生产品。对于发起人来说,其发行 CDO 的动因在于缓解资本金压力、进行风险管理和套利。下文根据证券化资产不同的发行动因,说明 CDO 不同发起人的会计计量方式对其财务报告信息的影响,并由此指出其会计信息

披露的不足。

1. 缓解资本金压力。为缓解资本金压力而发行 CDO 的主要是银行,根据监管和风险调整资本的要求,银行可能出现资本金不足的问题。银行发行 CDO 的目的在于有效管理资产负债表,获得更高的权益乘数。根据《美国财务会计准则第 140 号——金融资产转让与服务以及债务的解除》(FAS140)的规定,基础资产部分销售时企业需要以公允价值为基础对基础资产的账面价值予以分摊,确定应转出资产负债表的部分资产的价值。采用金融合成分析法,发起人对控制权转移部分确认销售,公允价值的应用对其当期损益产生影响。由于 CDO 基础资产——抵押债务的特殊性,它并不存在公开、活跃的市场,公允价值直接采用信用评级机构的估值,相关性的缺失需要通过更为详尽的信息披露予以弥补。CDO 的定价关键在于信用分割,各个级别分别以基础资产池预期违约率和违约资产收回情况为基础确定。以标准普尔的评级方法为例,它采用蒙特卡罗估价模型,将资产池中资产分为六级发售定价。但在模型中,期权调整后利差与实际利差并不相同,若使用的利率模型稍有变化或对提前偿付率做微小调整,都会对最后估值结果产生巨大影响。这使公允价值的确定具有过强的主观性,信息质量很低,其可操作性为许多信用评级机构和投资银行滥用,为发起人的盈余管理大开方便之门。结果报表披露的收益远低于正常盈余水平,不具可靠性和相关性,从而导致市场和机构信息失衡。CDO 的信用增级、信用链冗长和交易复杂,为很多不具有资质的银行提供了越过巴塞尔协议挤进市场的机会。由此,交易量扩大,信用水平虚高,基础资产中占大部分的房贷通过估值技术被包装,资产池中累积了过大的信用风险,微观领域的问题已通过金融风险的传导机制上升至宏观,以致美联储多次降息,房价跳水,信用风险终于爆发出来。估值技术本身的滞后性和可操作性,加上信息披露作为市场信息循环节的终端性,使次贷风险不能为市场投资者和监管者所发现,当其最终爆发时,所带来的是整个国民经济的动荡。

公允价值的可操作性在这里构成风险生成动因中的一环,估值模型的缺陷被用作虚增信用的手段。FAS140 要求披

露关键假设和公允价值对关键假设变动的灵敏程度,敏感性分析并不能反映数字变化的实时动态轨迹,公允价值计量信息的披露在这里并不充分。公允价值反映的关键问题在于,其可验证的财务会计信息能由不同独立提供者在采用相同方法的条件下从实质中提取。在这里,不同独立提供者在估值中并不存在。证券化交易涉及的价值往往金额巨大,符合重要性要求,对估值方法特别是模型设计基础指标的披露,可以增加披露信息的含量,起到规制企业行为的作用。通过对证券化资产计量源头的把关,可以有效降低信用评级高估所带来的风险,即可以有效避免信用操纵的发生。

2. 风险管理和套利需求。以风险管理和套利需求为动因的CDO发起人主要为各领域投资者(包括个人和投资公司等),他们对市场内固定收益证券及各种金融技术的准确把握决定了他们的信息优势。他们与许多大的机构客户开展业务,为了把这些客户的风险降到最小,资金管理人通过CDO交易将违约风险转嫁给投资者。他们在资金管理过程中收取管理佣金,以规模经济效应谋求更多的管理费,与银行发起人一样,他们也利用了公允价值难以准确计量的问题。他们在分散银行系统风险的同时也使次贷风险爆发的效应在楼市、债市及二级市场等各个市场传导,以致出现风险共振。信用风险在财务报告中的不充分披露使信用风险在市场中逐步积累,信息严重失衡。

信用风险的披露一直是一个难点,它属于表外附注披露的内容。为了解决资产证券化产品过度衍生的问题,监管机构需要通过相关信息披露来发挥对市场进行强制管制的功能。信用风险披露需要辅之以规范化准则的制约,需要披露风险的定性和定量信息,降低投资者因信息不对称而造成的风险识别难度。

(二)投资者角度

CDO发行后,在投资者的财务报告中,根据《美国财务会计准则公告第105号——对具有表外风险和信用集中风险的金融工具的披露》(SFAS105)、《美国财务会计准则公告第107号——金融工具公允价值的披露》(SFAS107)和《美国财务会计准则公告第119号——对衍生金融工具及金融工具公允价值的披露》(SFAS119)的规定,CDO的获得环节属于金融资产和金融负债的确认环节,需披露估算金融资产、负债公允价值时所使用的方法及重要假设,但利率、外汇、商品价格及其他市场风险的量化信息并不强制披露,对信用风险并不做具体强制披露要求。同时,在避险风险控制的披露上,SFAS119中仅要求披露预期交易内容和衍生工具量化信息。由此可见,CDO特有的与再证券化风险和提前支付风险相关的风险规避和披露机制并不完善。经过信用分割,一般将低级证券出售给对冲基金等高风险偏好投资基金持有。而获得对冲基金后,又将其抵押以向银行融资,并作为CDO的再投资。在这里,信息披露规制失效,导致CDO发行壁垒和再投资壁垒形同虚设,市场监管机制失去作用。利率下降时期,购房者通过借新还旧的方式再融资,将风险转嫁给机构及银行,各机构的投机风险和经营风险不断扩大。信息不对称在投资者和发行人、

监管机构和企业主体乃至在整个市场体系中广泛存在。

美国资产支持证券的监管正是以信息披露为基础的,由于资产证券化产品种类繁多、市场灵活多变,其采用了原则导向的披露架构。但这恰恰需要更多的职业判断,公司作为发起人或者投资者,可以利用这种判断空间,选择更有利的投资和筹资条件,以职业判断为幌子进行违规交易和报表粉饰,对背后巨大的风险视而不见。若发起人为银行,是否应披露其资本充足率的变动趋势,并以相关验资报告来界定责任呢?

二、对我国资产证券化信息披露的启示

我国资产证券化实践目前仍处于起步阶段。2005年国家开发银行和中国建设银行作为试点银行,分别发行了信贷资产证券化产品和住房贷款证券化产品,《信贷资产证券化试点管理办法》也开始施行。然而,这一管理办法还不能提供我国资产证券化发展所需的制度环境。虽然现行企业会计准则将资产证券化的会计问题和其他金融工具的会计问题结合在一起,为资产证券化的会计处理提供了依据,但我国相关准则体系并不健全,信息披露制度也不完善。从资产证券化会计处理角度看,《公开发行证券的公司信息披露编报规则第15号——财务报告的一般规定》要求:公司应根据《信贷资产证券化试点管理办法》和《企业会计准则第23号——金融资产转移》的规定,披露金融资产证券化业务的主要交易安排和会计处理。然而我国并未对资产证券化制定单独的会计准则予以规范。从资产证券化交易主体披露角度看,现行企业会计准则对特殊目的实体的定义尚未做出明确的界定。

就我国目前实际来说,银行是我国资产证券化主体之一,其信息披露对银行风险管理和市场稳定具有重要的意义。商业银行应按照《企业会计准则第30号——财务报表列报》和《企业会计准则第37号——金融工具列报》的要求对资产证券化信息予以披露。对于信用衍生工具仅披露其期初和期末的公允价值及名义价值,在信用风险模型披露中没有涉及内部评价。

信息是否充分披露的标准在于其是否对经济交易的实质做出客观的反映。在我国资产证券化的发展中,无论是制度设计还是结构安排,大都是国外模式的复制。我国各级市场并不成熟,既与国外市场存在一定的可比性,又具有自身的特点。鉴于这种情况,应吸取美国次贷危机的经验教训,在披露资产定量信息时,应披露基础资产构成基础假设、采用指标的基本信息和历史数据的时间、区间等。同时在对基础资产的披露中,特别是基础资产为贷款时,应披露贷款质量信息和贷款分类情况。除此之外,还需要对市场风险进行披露,说明资产证券化涉及的主要风险种类,并做出量化的陈述。

主要参考文献

1. William R. Scott 著.陈汉文译.财务会计理论.北京:机械工业出版社,2005
2. 毛洪涛.会计信息披露理论框架探析.中国注册会计师,2006;6
3. 贺志东.新会计准则下财务报告的列示与披露.北京:电子工业出版社,2007