

资产证券化对象的选择研究

江苏苏州大学商学院 马 军

【摘要】 资产证券化对象的选择是资产证券化的第一个环节,其正确与否关系到整个资产证券化过程的成功与否。本文在综述已有研究成果的基础上,提出资产证券化对象按其未来可收回现金流量性质可分为确定性支持资产和不确定性支持资产,并在此基础上分别阐述它们在个体和项目组合上的特征。

【关键词】 资产证券化对象 特征 选择

一、引言

2005年4月20日,中国人民银行、中国银行业监督管理委员会公布了《信贷资产证券化试点管理办法》。2005年5月16日,财政部发布了《信贷资产证券化试点会计处理规定》。至此,我国的资产证券化工作正式进入了试点阶段。资产证券化对象的选择是资产证券化的第一个环节,关系到整个资产证券化过程的成败。鉴于此,本文将对资产证券化对象的选择进行规范性研究。需要指出的是,本文探讨的资产证券化对象的特征并非是指现阶段选择试点对象所要具备的特征,而是在吸取了国内外成功经验后,进入推广阶段的证券化对象所应具备的特征。

二、资产证券化概述

所谓资产证券化是将缺乏流动性但能够产生可预见的稳定现金流量的资产,通过一定的结构安排,对资产风险及收益要素进行分解和重组,进而转换成可以在金融市场上流通的证券的过程。资产证券化有助于保持和增强企业自身的借款能力,降低融资成本,改善资产负债管理,提高资产收益率。资产证券化对投资者而言,主要是使投资者获得了一种新型投资工具,它能够带来较高的投资回报,获得较大的流动性,降低投资的风险,突破投资限制。

通过资产证券化发行的证券称为资产支持证券(ABS)。ABS的具体运作步骤是:①发起人必须从自己的总资产中剥离出能带来确定或稳定现金流量(笔者将在下文分别给出定义)的存量资产或运营项目。②组建一个特设中介机构(SPV或称发行人),其必须由具有较高资质的独立法人机构担任。③以合约的方式将发起人剥离且组合后的资产出售给SPV。④SPV在明确资产证券化所要达到的目的后,精心设计 with 组建“资产池”。“资产池”是指资产证券化过程中经过选取、整合后的一项或多项资产的组合。⑤信用评级与信用增级。⑥SPV在经过信用评级后,以所受让的资产为支撑,在资本市场上发行证券、筹集资金。⑦SPV用发行证券取得的收入向发起人支付价款。⑧服务人(一般为发起人或其指定机构)负责定期向原始债务人收取利息和本金或获得资产运营收入,并存入SPV在受托人处的指定账户。⑨受托人代SPV向证券投资者支付本息。

三、文献综述

笔者尚未搜索到专门论述资产证券化对象选择的文章,探讨此问题的学者很多,但大多只是简单提及,未能进行深入分析。现列出几种具有代表性的观点:

(1)美国经济学家弗兰克·J·法博齐和弗朗哥·莫迪利亚尼认为,适于证券化的理想资产的特征应是:①可理解的信用特征;②明确界定的支付模式或可预测的现金流量;③平均偿还期至少为一年;④拖欠率和违约率低;⑤完全分期摊还;⑥清算价值高。

(2)国务院发展研究中心金融研究所副所长、研究员巴曙松博士将证券化资产的特征概括为:①能在未来产生可预测的、稳定的现金流量;②金融资产的抵押物具有较高的变现价值或其对债务人效用很高;③金融资产具有标准化和高质量的合同条款;④金融资产的债务人有广泛的地域和人口的统计分布;⑤原所有者已持有该资产一段时间,并有良好的信用记录,或是具有相对稳定的低违约率、低损失率的历史记录,可以预测未来的损失发生概率;⑥本息偿还分摊与整个资产的存续期间以及到期日的结构相同。

(3)孙奉军博士认为,适合进行证券化的资产至少应具备如下条件:①能够在未来产生可预测的、稳定的现金流量;②能够均匀地分摊于整个资产的存续期;③资产的抵押物具有较高的变现价值或其对债务人的效用很高;④具有标准化和高质量的合同条款;⑤初始债务人群体具有均匀、广泛的地域分布和分散化的人口统计特征;⑥在一定时期内具有持续的相对稳定的拖欠率和违约率记录以预测未来可能发生的类似损失;⑦被组合的资产一般还具有数量多、每笔规模小的特点。其中,最为关键的条件是该资产具有可预测的相对稳定的现金流量。

综合上述观点可以发现,资产证券化对象的特征包括:①能够在未来产生可预测的现金流量;②能够均匀地分摊于整个资产的存续期;③资产的抵押物具有较高的变现价值或清算价值;④具有可理解的信用特征,即具有标准化和高质量的合同条款;⑤基础资产要有一定的收益水平;⑥基础资产历史资料具有完备性,包括持续一定时期的相对稳定的拖欠率和违约率记录以预测未来类似损失;⑦基础资产具有可剥离

□·借鉴与参考

性;⑧平均偿还期至少为一年;⑨资产或债权均质化:包括标准化的契约与易于把握还款条件和还款期限的资产;⑩基础资产之间相对独立;⑪初始债务人群体具有均匀、分散化的人口统计特征;⑫初始债务人群体具有广泛的地域分布;⑬组合内的资产一般还具有总体规模大、每笔规模小的特点。对这些条件的进一步分类,我们可以发现①~⑧属资产证券化对象个体选择所应具备的特征,⑨~⑬则属于资产证券化对象总体所应具备的特征。

四、资产证券化对象的特征

为研究方便,笔者将资产证券化对象按其未来可收回现金流量的性质分为确定性支持资产和稳定性支持资产。所谓确定性支持资产,是指若不考虑原始债务人违约等情况,资产证券化的支持资产中能够带来确定现金流量的部分,如房屋抵押贷款、各种消费贷款、设备租赁费、保险公司的保费收入、应收账款等。这主要为信用类资产,也包括租金收入类、保费收入类资产;稳定性支持资产也可被称为不确定性支持资产,是指不存在确定的原始债务人和确定数额的债权而是由特定运营项目所产生的稳定运营收入作为未来现金流量的资产证券化对象,如大型公用基础设施、公用事业的收费权等。本文将分别讨论确定性支持资产和稳定性支持资产进行证券化在个体和项目组合上所应具备的特征。

1. 确定性支持资产的特征。

(1)就个体而言确定性支持资产应具备的特征。尽管资产组合淡化了单笔资产的特征,但是资产组合归根到底是由若干单笔资产组成的,其风险和收益结构总要受到单笔资产质量的影响。根据资产证券化的一个核心原理(基础资产的现金流分析原理)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)以及确定性支持资产的特点,笔者认为,就个体而言确定性支持资产应具有如下特征:①能够在未来产生可预测的现金流量。②具有可理解的信用特征,即具有标准化和高质量的合同条款。判断确定性支持资产带来的现金流量在法律上是否有效,首先要看的就是其合同条款的合法性、合理性和可执行性。③具有可剥离性。如果就个体而言确定性支持资产不具有可剥离性,则真实出售、破产隔离也就无从谈起,显然这也是一条重要的必备条件。④信用期限适宜且基本相同。就我国而言,若发行的ABS仅在银行之间的债券市场流通,则发行成本和所需的筹备时间都较少,从而可以考虑当信用期限在一年以上时就发行证券。若是这样,资产证券化的作用就很有限,不能更好地提高整个社会的资本流动性。若在证券交易所进行场内发行、交易,考虑到发行成本、交易所资源等因素,笔者认为,信用期限定在三年以上为宜;但期限过长风险就难以预测和控制,发行也就难以成功,故信用期限一般在十五年以下为宜,最长不宜超过三十年。⑤历史资料完备并保持稳定回收率。若无完备的相关历史资料,则一方面相关资产的价值难以准确估算,另一方面,若发生违约等情况则难以用法律手段来保全资产。笔者认为,只要回收率相对稳定、资产价值便于估算的资产就可考虑作为资产证券化的对象。⑥现金流量的回收是分期进行的,且有一定的规律。笔者认为,只要现金流量有一定的规律、便于投资者把握和估算即可,并不一定要强调现金

流量能够均匀地分摊于整个资产的存续期。⑦抵押物具有较高的变现价值或清算价值。

(2)就项目组合而言确定性支持资产应具有的特征。根据大数定律,相互独立的同类现象的期望值和标准差都呈稳定的分布。按照这样的原则组合的资产证券化项目,其投资报酬和风险必将具有一定程度的稳定性,“资产池”作为一个整体,具有相对稳定的价值。故根据资产证券化的系列原理和大数定律,我们对其组合提出以下要求:①资产或债权同质性。一般是指构成一个资产证券化项目的资产是同类的、同质的。如住房抵押贷款证券化项目中的所有证券化对象必须是住房抵押贷款。②具有相对独立性,即要求各证券化对象之间不具有关联性,这样才能有利于降低风险。③初始债务人充分分散。这里的分散至少有两层涵义:一是地域分散,如住房抵押贷款证券化项目中的所有贷款对象不能集中在某一个城市,而应分散在几个甚至几十个城市。其原因是一个城市发生房地产市场萧条甚至房地产泡沫破灭的风险要远远大于全国同时发生上述情况的风险。二是人口分散。需特别说明的是,强调分散并不是忽视优化,要做到既要优化结构也要兼顾分散风险。④总体规模大、单笔规模小。扩大资产组合规模可以减少单位成本,增加收益。单笔资产规模小,其构成比例就小,这样才有利于充分分散风险。

2. 稳定性支持资产的特征。

根据资产证券化的系列原理以及稳定性支持资产的特点,特别是对于投资额巨大的大型公用基础设施、公用事业,一般难以再进行“资产池”组合或只有极其有限的几项独立资产构成,所以笔者认为关键要把握好其个体特征,即:①能够在未来产生可预测的现金流量。②具有可剥离性。③投资回收期适宜。④历史资料完备并保持稳定的收益水平。稳定性支持资产的现金流量不是来自于原始债务人的,而是来自于发起人的运营收益。无论是从国外的实践还是从国内理论界的讨论来看,只有大型公用基础设施、公用事业的收费权等才有可能满足“稳定的收益水平”这一要求。⑤权威部门的承诺。权威部门承诺在投资期限内不规划、不批准投资替代性运营项目,如自来水收费权证券化就必须得到权威部门在投资回收期内和在相同区域内不发展饮用水管道项目的承诺。⑥现金流量的回收是分期进行的,并且有一定的规律。⑦抵押物具有较高的变现价值或清算价值。若稳定性支持资产在进行证券化时也能构成“资产池”,则应本着尽量分散风险的原则,参照确定性支持资产组合的特征进行把握。

五、结束语

显然,并不是所有具备上述特征的资产都适宜证券化或者说可以证券化。因为一个资产证券化项目是否可行,还取决于当时经济体制、相关法律、资金的供给与需求、管理当局的监管要求等因素。因此,具备上述特征的资产要进行证券化,还需要法规的支持和选择恰当的时机。

主要参考文献

- ①孙奉军.我国资产证券化的现实思考与路径选择.财经研究,2001;9
- ②吕春晖.我国开展资产证券化的难点分析.金融科学,2000;4