

# 金融创新中的“脱离本源” ——来自关联担保型企业ABS的微观证据

王剑锋, 徐万肖

(对外经济贸易大学 金融学院, 北京 100029)

**摘要:**金融创新中的“脱离本源”现象是当前中国金融体系中的一个重要问题。文章以2012—2020年中国企业ABS为样本,分析了放松担保准入引发企业ABS“脱离本源”的微观机制。研究发现,关联担保型企业ABS的违约风险更高,这脱离了“主体信用和资产信用应当隔离”的本源。机制检验显示,在将担保作为发行条件的中国企业ABS场景下,关联担保容易引发信用混同,具体表现形式是主体风险传染和资金腾挪。进一步分析表明,低信用主体发行的关联担保型企业ABS更容易“脱离本源”。此外,低信用主体腾挪资金的动机还会受到计划管理人管理能力和企业性质的影响。文章的研究为资产证券化领域监管政策的完善以及金融创新“回归本源”提供了重要启示。

**关键词:**金融创新;关联担保型企业ABS;脱离本源;回归本源;合约理论

**中图分类号:**F832 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2023)05-0004-16

**DOI:** 10.16538/j.cnki.jfe.20230221.102

## 一、引言

金融创新一直是中国金融市场改革与发展的主要动力来源,也是推动国民经济长期稳定增长的重要因素。然而,金融创新中出现了多种形式的“脱离本源”现象,引发了金融风险和社会风险。比如,以信托为代表的非银行金融机构为银行的监管套利提供通道,导致了规模庞大的影子银行体系(孙国峰和贾君怡, 2015; 侯成琪和黄彤彤, 2020; 彭俞超和何山, 2020);私募基金以“明股实债”的方式吸收资金,扰乱了资本市场的秩序(黄奇帆, 2020);融资租赁偏离主业,通过事实上的“信贷化”削弱了去产能政策的效果(史燕平等, 2021);P2P网贷公司则由信息中介扭曲为信用中介,因监管缺失而出现严重的金融风险(谢平等, 2014; 龚强和王璐颖, 2018)。金融创新“脱离本源”现象具有丰富的理论和实践含义,本文将将其界定为“非银行机构的信用中介化行为”。这一界定与金融“脱实向虚”的关联是,后者主要强调资金过度进入虚拟经济,而“信用中介化”则将虚拟经济视为信用中介的组成部分,在同样承认金融“脱实向虚”会带来金融风险的同时,着重从资源配置效率视角进行考察。“非金融企业金融化”则突出了非金融企业在资源配置中的作用,是金融“脱实向虚”实现渠道的重要组成部分,也是非银行机构信用中介化的表现形式之一。“影子银行”主要基于银行与非银行职能分工的立场,是对非银行机构信用中介作用的一种形象描述。相比而言,“非银行机构信用中介化”通过采用“信用中介”这一金融学专业词汇,能够更加准确地反映金融创新“脱离本源”在资金融通视角下的学术本质。从当前情

收稿日期:2022-09-13

作者简介:王剑锋(1974—),男,河北定州人,对外经济贸易大学金融学院教授,博士生导师;

徐万肖(1996—)(通讯作者),女,山东聊城人,对外经济贸易大学金融学院博士研究生。

况看，政府针对其中的一些问题进行了清理和整顿，取得了积极成效，但也要看到，金融创新中的“脱离本源”现象仍在较大范围内存在。为了深入贯彻落实党中央提出的“防范化解金融风险、服务实体经济”的金融方略，从根源层面促进中国金融创新“回归本源”，有必要对其背后的微观机制做进一步分析。

关联担保型企业资产证券化(下称“关联担保型企业ABS”)为本文的研究提供了良好的样本。企业ABS源于美国金融创新，在美国金融市场上，一般由专业保险公司提供担保，而中国企业ABS原始权益人普遍采用关联担保增信。在本文的语境下，关联担保型企业ABS“脱离本源”指的是，在监管部门将担保作为发行条件的中国企业ABS场景下，如果采取允许原始权益人使用关联担保的行为监管措施，关联担保可能会被融资者用于套利，导致企业ABS出现主体风险传染和资金腾挪现象，带来系统性风险隐患和侵害投资者利益等问题。廓清关联担保型企业ABS“脱离本源”的微观机制，有助于防范化解资产证券化领域金融风险，增强其服务实体经济的能力，并能为推动中国金融创新“回归本源”提供启示。

在金融创新的本土化过程中，不少金融产品出现了蕴含金融风险与社会风险的“变形”，通过监管套利弱化了相关政策的有效性(黄奇帆, 2020; 侯成琪和黄彤彤, 2020)。一些研究提到，“脱离本源”现象频发的重要原因在于发展偏向型的监管思路。我国监管部门同时肩负发展和监管的双重责任，这两种职责存在内在矛盾。当发展成为主要目标时，监管部门会提高风险容忍度，金融创新扭曲现象增多；当风险爆发时，相关部门才加强监管(陈志武等, 2017; 黄益平, 2021; 邢自强, 2022)。不少学者指出，金融监管准则的精髓就是在金融创新中寻求效率与风险的平衡(Beck, 2017; 李妍, 2010; 吴晓求, 2018)，不能因为发展不成熟就采取自由放任的监管理念，而应以监管促发展，在一定的底线思维和监管红线鼓励金融创新(Calomiris, 2009; Kim等, 2013; 谢平等, 2014; 唐松等, 2020)。

不少研究注意到债券担保领域的“脱离本源”现象。钟辉勇等(2016)认为，城投债担保有助于提升评级，但没有显著降低发行利差，这可能是评级机构与发行人之间合谋所致。林晚发等(2022)提出，债券担保的正向溢价现象源于“评级包装”，后者具有一定的信号意义，投资者可以通过担保条款与评级结果推断发行人的风险，担保正向溢价会随担保折价加剧而提高。这与Berger等(2016)以及Cerqueiro等(2016)的发现一致。本文借助我国关联担保型企业ABS来探究模仿型金融创新本土化过程中的“脱离本源”问题。在欧美市场上，一般由专业保险公司为ABS提供担保，相关研究普遍认为专业担保能够降低ABS违约风险(Ashcraft等, 2011; Fabozzi和Vink, 2012; He等, 2012)。而在中国企业ABS市场上，关联担保占比高达80%，<sup>①</sup>由此决定了企业ABS担保的主要性质。Yang等(2020)指出，在企业ABS担保人信用质量分布方差较大的情况下，担保人的存在会向市场传递“标的资产质量”可能达不到当前评级的信号，因而投资者会要求较高的风险溢价。任皓敏(2016)以及李婧等(2019)发现，企业ABS担保人以原始权益人的关联方居多，双方的经营业务和经济周期具有较强的相似性，容易同时受到行业风险的影响，因而关联担保可能无法降低企业ABS违约风险。洪祥骏和宫蕾(2021)认为，原始权益人采用关联方担保时，大股东掏空等问题更容易出现，这会导致集团内部风险集聚、基础资产质量恶化。

关于金融创新本土化过程中存在的“脱离本源”问题，现有研究大多聚焦于宏观层面的探讨，而鲜有文献通过实证的方式提供更加直接的微观证据。洪祥骏和宫蕾(2021)为“关联担保未能降低企业ABS信用风险”提供了部分解释，但存在以下不足之处：他们使用“关联担保是否

<sup>①</sup> 根据Wind数据库中企业ABS担保人数据整理计算得到。

导致企业 ABS 评级下调”来衡量大股东掏空风险，这一指标并不能反映掏空的具体机制，大股东掏空机制没有得到有效检验。此外，从已违约的企业 ABS 案例来看，尚未出现大股东掏空问题。因此，大股东掏空所导致的集团内部风险集聚机制在企业 ABS 场景下可能并不存在。本文将关联担保型企业 ABS“脱离本源”的过程划分为两个阶段，将担保方式选择的动因区分为成本目标与非成本目标，分别与“本源”和“脱离本源”相对应，在此基础上廓清了关联担保引发企业 ABS“脱离本源”的内在机制，并提出了相关研究假说。本文进一步利用 2012—2020 年中国企业 ABS 样本对研究假说及作用机制进行了实证检验，并考察了计划管理人管理能力和企业性质对低信用主体腾挪资金动机的影响。

本文的研究贡献主要表现在：第一，基于监管部门将担保作为发行条件的中国企业 ABS 场景，探究了关联担保如何引发企业 ABS 信用混同，为推进“脱离本源”的金融创新“回归本源”提供了参考。第二，在阅读和梳理大量实践材料的基础上，本文构建了反映企业 ABS 主体风险传染和资金腾挪的测度指标，具体以“是否存在主体类风险”来衡量主体风险传染，以“付息频率”来度量资金腾挪，从而拓展了这一领域的实证研究。第三，本文研究发现关联担保容易导致企业 ABS 发生信用混同，增加违约风险，表现为关联担保型企业 ABS 的发行利差平均上升 0.2%。其中，信用混同的具体表现形式是主体风险传染和资金腾挪。此外，低信用主体发行的关联担保型企业 ABS 更容易“脱离本源”，且当计划管理人的管理能力较弱、发行主体为民营企业时，关联担保引发资金腾挪的风险更高。

## 二、理论分析与研究假说

本文将关联担保型企业 ABS“脱离本源”的过程划分为两个阶段。第一阶段，监管部门将担保纳入发行要求，并允许关联担保进入企业 ABS 市场主体的工具箱。第二阶段，在上述两个外部条件的基础上，不诚信型企业通过关联担保实现监管套利，引起企业 ABS 主体风险传染和资金腾挪，由此出现“脱离本源”现象。其中，发行条件套利和资金腾挪是不诚信型企业的主观目标，主体风险传染则是不诚信型企业选择关联担保后的客观结果。图 1 描述了企业 ABS“脱离本源”的图景。

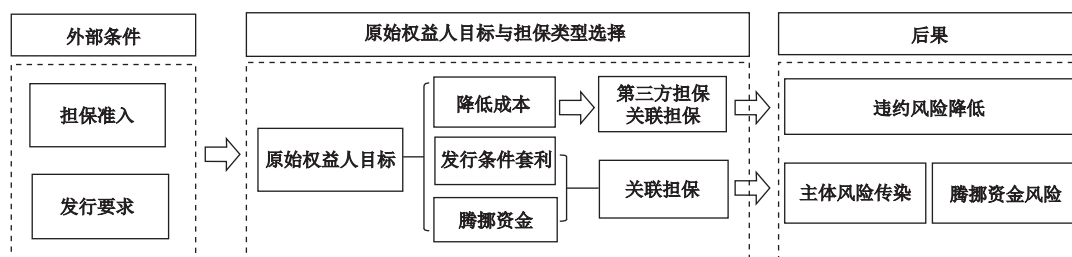


图 1 企业 ABS“脱离本源”的条件、目标与后果

### （一）“本源”与“脱离本源”的含义界定

实践中，担保既能促进融资也能降低成本，看似是两类不同的功能。但本文认为，从理论上讲，担保的作用是降成本，促融资是降成本功能的衍生结果。对投资方来说，担保的作用在于降低风险，针对有效担保支持的融资需求，投资者会下调用于覆盖预期违约损失的利率加成。由此，如果投资者要求的收益率低于企业利润率，担保就发挥了“促融资”功能。图 2 描绘了担保促融资与降成本之间的关系。在利润率既定的情况下，本文将融资企业按照资质分为 A、B、C 三类。在这一场景下，担保凭借软信息等方面的优势，可以降低投资者与融资者之间的信息不对称程度，减少投资者要求的风险溢价。其中，A 类企业引入担保后，投资者要求的利率虽有所

下降，但仍高于利润率，企业无法承受，未实现融资。*B*类企业不采用担保时的发行利率高于利润率，引入担保后发行利率低于利润率，企业可以承受这一融资成本，发行成功。*C*类企业不采用担保也可以实现融资，引入担保则可以进一步降低发行利率。这三类企业的情况说明，“好担保”一定能降低成本，担保“促融资”本质上是通过“降成本”实现的，而并不是独立于“降成本”的另一类功能。因此，本文认为担保的本源就是降低融资成本。需要注意的是，关联担保既可能发挥积极作用，也可能产生负面影响，结果究竟如何取决于关联担保与原始权益人是否有健康的关系。基于上述分析，虽然在实践中无法

得到未实现融资的*A*类企业数据，仅能得到*B*类和*C*类企业样本，但只要能够验证“关联担保会增加成本”，就能得到“中国企业*ABS*样本中的关联担保并非符合本源的‘好担保’”。

资产证券化最本质的特征是主体信用和资产信用相分离，实现风险隔离。本文的研究对象是中国企业*ABS*，如果企业*ABS*发生信用混同，带来风险隐患，就可以视为“脱离本源”。本文主要关注的是关联担保如何引发企业*ABS*“脱离本源”，即关联担保怎样导致企业*ABS*信用混同。本文认为，关联担保容易引发主体风险传染和资金腾挪，导致企业*ABS*“脱离本源”。“允许使用关联担保”是否属于因地制宜，取决于不诚信型企业在市场中的比例及其导致的实际结果。但考虑到金融市场的风险传染性，即使是一个不大的比例，也可能带来严重问题。

## （二）制度背景

1. 企业*ABS*担保准入制度。《资产支持计划业务管理暂行办法》第十九条指出：“内部信用增级包括但不限于结构化、超额抵押等方式，外部信用增级包括但不限于担保、保证保险等方式。”可以看出，监管部门并没有规定具体的担保类型，对担保的准入限制比较宽松。同时，《融资租赁债权资产支持证券挂牌条件确认指南》《企业应收账款资产支持证券挂牌条件确认指南》《基础设施类资产支持证券挂牌条件确认指南》也都明确规定：“增信机构为原始权益人及其关联方或现金流提供方的，管理人应当结合风险相关性情况，详细核查并披露前述情况对增信效果的影响，并充分揭示风险。”从上述挂牌条件确认指南可以看出，监管部门承认企业*ABS*关联担保可能具有潜在的风险，同时又允许关联担保的存在。从中国企业*ABS*的实践场景来看，担保组织方式主要包括关联担保、外部担保和专业担保，其中关联担保的占比在70%以上，<sup>①</sup>占据了主导地位。

2. 企业*ABS*发行条件。为了规范资产证券化业务和加强风险管理，上海证券交易所和深圳证券交易所先后发布《基础设施类资产支持证券挂牌条件确认指南》《企业应收账款资产支持证券挂牌条件确认指南》《融资租赁债权资产支持证券挂牌条件确认指南》。上述三类基础资产在企业*ABS*中的占比高达66%，<sup>②</sup>因而会影响整个行业的行为。挂牌条件确认指南明确提出，原始权益人需要符合下列条件之一：①主体评级达*AA*级及以上。②专项计划设置担保、差额支付承

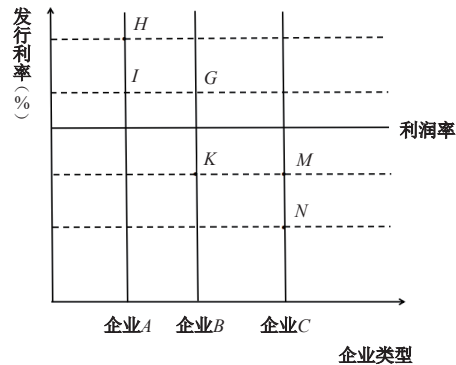


图2 担保“促融资”与“降成本”的关系

注：横轴表示企业类型，纵轴表示发行利率。点*H*和点*I*分别对应的是企业*A*不采用担保和采用担保时的利率水平，点*G*和点*K*分别对应的是企业*B*不采用担保和采用担保时的利率水平，点*M*和点*N*分别对应的是企业*C*不采用担保和采用担保时的利率水平。

① 根据企业*ABS*担保类型数据计算得到。

② 根据企业*ABS*基础资产类型数据计算得到。

诺等有效增信措施,提供这些增信措施的主体评级为 AA 级及以上。此外,如果原始权益人资信状况良好,且专项计划设置担保、差额支付承诺等增信措施,则可以免于对资产池中债务人分散度的要求。上述内容表明,在企业 ABS 场景下,监管部门已经将担保纳入发行条件。从监管角度来看,高低两类信用主体都具有采用担保的动力:低信用原始权益人采用担保能够保证发行成功,高信用原始权益人采用担保能够豁免对资产池中债务人分散度的要求。

### (三)企业 ABS 担保类型选择的合约逻辑

本文以关联担保型企业 ABS 为例,通过厘清其具有信用中介含义的行为逻辑,可以为金融创新“脱离本源”微观机制的分析提供启示。在金融创新错综复杂的背景下,更加全面地理解信用中介化有助于揭示金融创新业务的本质。如果只从担保这一个环节来看,采用关联担保或者通过关联担保满足发行要求并没有问题;但在企业 ABS 场景下,关联担保可能被不诚信型原始权益人用于发行条件套利和资金腾挪,从而引发信用混同。其中,发行条件套利指的是有些企业 ABS 本身质量较差,不符合规范担保的条件,但关联担保因为内部利益关联,可能会为这类企业“钻空子”提供空间。资金腾挪指的是在关联担保的庇护下,原始权益人将企业 ABS 回收款挪作他用。从信用中介化的多环节性来看,满足发行条件是信用中介化的初始环节,而腾挪资金则是原始权益人利用关联担保进行套利的目标和结果。

针对担保类型的选择逻辑,本文基于原始权益人视角,提出状态依存于不同目标的“有效性标准”分析框架。一是成本目标,即采用担保能够通过缓释 ABS 违约风险而降低融资利率。“促融资”的本质是“降成本”,本文将“促融资”也纳入成本目标。二是非成本目标,即原始权益人采用担保表面上向监管部门发送了积极的信号,实则为腾挪资金等潜在利益的实现提供了便利。成本目标对应担保的“本源”,非成本目标则对应担保“脱离本源”。具有投机动机的原始权益人会权衡上述两种目标下的收益和代价,选择交易成本最小的担保合约结构。当降低融资成本更重要时,原始权益人会采用有利于实现成本目标的担保方式,包括外部独立公司担保、专业担保和关联担保。而当腾挪资金比降低融资成本更重要时,原始权益人则会采用有利于实现非成本目标的关联担保,而不会选择专业担保等具有硬约束的担保方式,尽管这么做会增加融资成本。此外,原始权益人的担保方式选择还会受到其可行空间或可用工具箱的制约。如果监管部门限制使用有利于实现非成本目标的关联担保,那么即使原始权益人具有实现非成本目标的动机,也缺乏可行的手段。需要指出的是,关联担保本身是中性的增信工具,并不必然发挥“脱离本源”的作用。实践中,关联担保既可以帮助原始权益人“降成本”,也可能与原始权益人合谋,辅助其实现非成本目标。关联担保的实际作用受到关联担保方与原始权益人诚信类型的影响。如果企业是高质量的诚信主体,特别是存在大量“软信息”的情况下,关联担保能够发挥积极作用。如果企业不诚信且关联担保方与之合谋,那么关联担保会被用于监管套利。不诚信型原始权益人选择关联担保的目标还存在进一步的差异:高质量但不诚信的企业采用关联担保是为了腾挪资金,低质量且不诚信的企业使用关联担保则是为了实现发行条件套利和资金腾挪这两个目标。

### (四)关联担保与企业 ABS 违约风险

在中国企业 ABS 场景下,关联担保具有正反两方面的作用。关联担保的积极作用体现在:第一,作为一种增信措施,关联担保能帮助原始权益人传递积极的信号,缓解信息不对称。第二,关联担保可能会增加企业 ABS 投资者的收益保障。当基础资产质量恶化导致企业 ABS 回收款减少时,关联担保需要对投资者进行偿付,减少投资者损失。第三,关联方之间的信息不对称程度较低,关联担保者凭借其“软信息”优势,更容易掌握企业 ABS 原始权益人及基础资产质量的

真实情况，将一些诚信、质量好但“硬信息”相对较少的企业识别出来。尹志超和甘犁(2011)以及王永钦等(2014)认为关联担保具有这些优势。

企业ABS采用关联担保也会产生负面影响，主要是容易引发主体信用与资产信用混同风险，具体表现形式有两种：一是主体风险传染。监管部门允许企业ABS原始权益人使用关联担保，使得投资者收益与主体信用而不是资产信用高度相关。主体风险很可能传染到企业ABS，导致投资者遭受损失。在关联担保场景下，投资者收益同时与关联担保者和原始权益人的信用高度相关，这进一步增强了主体信用风险的潜在传播能力。二是关联担保为原始权益人腾挪资金提供了空间。在中国企业ABS中，一般由原始权益人担任资产服务机构，负责基础资产未来现金流的回收和催收，并转至以资产服务机构(往往是原始权益人)名义开立的监管账户中，相应的款项可能与原始权益人的其他资金混同。当原始权益人选择关联方为其担保时，与专业担保相比，双方更容易进行合谋。关联担保监督原始权益人运用资金的动力下降，甚至默许一些不合规的行为，这为原始权益人截留资金供自己使用提供了便利。Berkman等(2009)、陆正华和钟婉怡(2011)、曹廷求和刘海明(2016)以及王彦超和陈思琪(2017)持有类似的观点，认为企业加入关联担保网络后存在机会主义行为。

专业担保虽然与关联担保相比缺少“软信息”优势，但是更有助于抑制企业ABS“脱离本源”。第一，专业担保公司和原始权益人是相互独立的，企业ABS采用专业担保能够降低主体信用与资产信用混同的概率，减少系统性风险隐患。第二，专业担保公司和原始权益人没有合谋的动机，不会参与原始权益人的资金腾挪。第三，专业担保公司具备更强的评估、预测与监督能力，能够更高效地识别出高质量的原始权益人及其基础资产，或者倒逼一些原始权益人通过改善经营管理来提升基础资产质量，因而有利于保护投资者利益。

不同类型的原始权益人选择关联担保会产生不同的结果，本文将其区分为以下四种情况：第一类是高质量且诚信的主体，他们使用关联担保不会带来风险隐患，投资者应降低风险溢价。在这种情况下，原始权益人利用关联担保实现成功发行和降低成本。第二类是高质量但不诚信的主体，他们采用关联担保容易出现合谋，违约风险上升，投资者应提高风险溢价。此时，原始权益人成功发行，但融资成本上升。第三类是低质量且不诚信的主体，他们采用关联担保容易发生合谋，投资者应提高风险溢价。第四类是低质量的诚信主体，他们会放弃发行。因此，在关联担保的四种情形中，三种类型成功发行，其中两种情况下违约风险增加。

不同类型的原始权益人选择专业担保也会产生不同的结果，包括以下四种情况：第一类是高质量且诚信的主体，他们使用专业担保能够成功发行和降低成本。第二类是高质量但不诚信的主体，由于不诚信行为在专业担保下无法实施，他们能够成功发行和降低成本，这种情况可归入第一类。第三类是低质量且不诚信的主体，他们选择专业担保会被拒保，因而无法成功发行。第四类是低质量的诚信主体，他们因诚信而放弃发行。因此，专业担保有助于降低企业ABS违约风险。

上述分析表明，在投资者能够识别企业类型的情况下，高质量且诚信的主体选择关联担保和专业担保都可以降低成本，而不诚信的主体为实现非成本目标则会选择关联担保，这将增加成本。但由于信息不对称，投资者并不能准确识别企业类型，因此本文在不完全信息静态博弈的框架下对此做进一步分析。在企业ABS场景中，博弈的参与方分别是投资者和发行企业，根据上述分析，后者包括三类可能使用关联担保的企业，分别是“高质量+诚信+具有‘软信息’”的企业、“高质量+不诚信”的企业以及“低质量+不诚信”的企业。这三类企业拥有相同的纯策略，分别是采用关联担保和采用专业担保。投资者在三种博弈中的策略集并不相同，本文讨论

投资者与三类企业博弈时的纳什均衡。投资者与“高质量+诚信+具有‘软信息’”的企业博弈(见图3)时拥有两个纯策略,分别是相较于未引入担保情况下利率水平的降幅1和降幅2,用“利率下降<sub>1</sub>”和“利率下降<sub>2</sub>”表示,其中“利率下降<sub>1</sub>”小于“利率下降<sub>2</sub>”。由于存在“软信息”,企业采用关联担保时收益大,采用专业担保时收益小。在这种情况下,双方博弈的纳什均衡是(关联担保,利率下降<sub>1</sub>)。投资者与“高质量+不诚信”的企业博弈(见图4)时预期企业存在投机动机,两个纯策略分别是相较于未引入担保情况下利率水平的升幅1和升幅2,用“利率上升<sub>1</sub>”和“利率上升<sub>2</sub>”表示,其中“利率上升<sub>2</sub>”大于“利率上升<sub>1</sub>”。为了实现非成本目标,这类企业会将关联担保作为占优策略。在这种情况下,双方博弈的纳什均衡是(关联担保,利率上升<sub>2</sub>)。当投资者与“低质量+不诚信”的企业博弈(见图5)时,两个纯策略分别是相较于未引入担保情况下的“利率上升<sub>3</sub>”和“利率上升<sub>4</sub>”,其中“利率上升<sub>4</sub>”大于“利率上升<sub>3</sub>”。由于这类企业具有两个非成本目标,投资者预期其具有更高的违约风险,利率上升幅度更大。在这种情况下,双方博弈的纳什均衡是(关联担保,利率上升<sub>4</sub>)。据此,投资者与三类企业博弈的纳什均衡分别是(关联担保,利率下降<sub>1</sub>)、(关联担保,利率上升<sub>2</sub>)以及(关联担保,利率上升<sub>4</sub>)。

		投资者	
		利率下降 <sub>1</sub>	利率下降 <sub>2</sub>
企业	关联担保	(3, 2)	(4, 1)
	专业担保	(1, 4)	(2, 3)

图3 投资者与“高质量+诚信+‘软信息’”企业博弈

		投资者	
		利率上升 <sub>2</sub>	利率上升 <sub>1</sub>
企业	关联担保	(3, 2)	(4, 1)
	专业担保	(1, 3)	(2, 2)

图4 投资者与“高质量+不诚信”企业博弈

		投资者	
		利率上升 <sub>4</sub>	利率上升 <sub>3</sub>
企业	关联担保	(1, 2)	(2, 1)
	专业担保	(-2, 3)	(-1, 2)

图5 投资者与“低质量+不诚信”企业博弈

		投资者		
		利率下降 <sub>1</sub>	利率上升 <sub>2</sub>	利率上升 <sub>3</sub>
企业	关联担保	(M <sub>1</sub> , V <sub>降1</sub> )	(M <sub>2</sub> , V <sub>升2</sub> )	(M <sub>3</sub> , V <sub>升4</sub> )

图6 纯策略集合

由于投资者与企业之间存在信息不对称,投资者无法准确识别企业类型,但知晓它们的分布概率。假设企业“高质量+诚信+具有‘软信息’”的概率为 $P_1$ ，“高质量+不诚信”的概率为 $P_2$ ，则“低质量+不诚信”的概率为 $1-P_1-P_2$ 。根据上述分析,三类企业都会选择关联担保,仅有一个纯策略;投资者的纯策略则包括三个,分别是利率下降<sub>1</sub>、利率上升<sub>2</sub>以及利率上升<sub>4</sub>。双方存在一个“企业仅有一个纯策略、投资者有三个纯策略”的博弈(见图6和图7)。

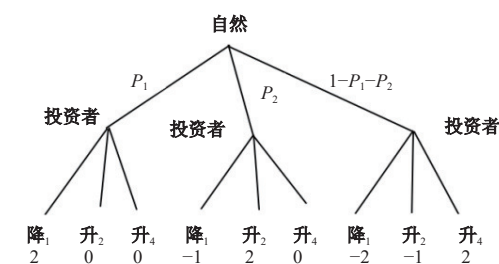


图7 博弈扩展式

投资者采用利率下降<sub>1</sub>、利率上升<sub>2</sub>以及利率上升<sub>4</sub>策略的期望收益分别为 $V_{降1}$ 、 $V_{升2}$ 和 $V_{升4}$ <sup>①</sup>具体如下:

$$V_{降1} = P_1 \times 2 + P_2 \times (-1) + (1 - P_1 - P_2) \times (-2) \quad (1)$$

$$V_{升2} = P_1 \times 0 + P_2 \times 2 + (1 - P_1 - P_2) \times (-1) \quad (2)$$

$$V_{升4} = P_1 \times 0 + P_2 \times 0 + (1 - P_1 - P_2) \times 2 \quad (3)$$

① 在 $V_{降1}$ 的计算中,投资者在与第二、三类企业博弈时采用策略“利率下降<sub>1</sub>”,假定企业会获得负收益。在 $V_{升2}$ 的计算中,投资者在与第一类企业博弈时采用策略“利率上升<sub>2</sub>”,假定企业会退出交易,投资者收益为零。

在上述三种收益中，最大收益对应的策略就是投资者在无法准确识别企业类型情况下的占优策略。投资者的占优策略既可能是“利率下降<sub>1</sub>”，也可能是两个利率上升策略中的一个，并可能出现“关联担保导致利率下降”和“关联担保导致利率上升”两种结果。在不掌握不同类型企业概率以及利率升降具体幅度的情况下，需要通过实证检验予以判断。据此，本文提出以下竞争性研究假说：

假说 1a：关联担保型企业 ABS 违约风险更高。

假说 1b：关联担保型企业 ABS 违约风险更低。

### 三、研究设计

#### （一）数据来源

本文以 2012—2020 年发行的中国企业 ABS 合约为研究对象，数据来源于 Wind 数据库、CNABS 数据库、中国债券信息网、中华人民共和国财政部官网以及手工收集。其中，企业 ABS 是否存在主体类风险 (*Ztfx*)、付息频率 (*Fxpl*)、是否上市公司 (*Public*) 以及是否循环购买 (*Xhgm*) 数据来源于 CNABS 数据库，发行机构信用评级排名 (*Fxpm*) 来源于中国债券信息网，国债利率 (*Benchmark*) 来源于财政部官网。担保人与原始权益人的关系通过查阅国家信用信息公示系统中企业的股权结构手工收集得到，由此得到是否存在关联担保 (*Gldb*) 及是否存在专业担保 (*Zydb*) 这两个变量。其他变量在 Wind 数据库和 CNABS 数据库中均有披露。在剔除数据缺失情况后，本文得到样本量为 3 208 的企业 ABS 合约混合截面数据。

#### （二）变量定义

1. 企业 ABS 关联担保。从担保情况来看，我国企业 ABS 可以分为四类，分别是无担保、关联担保（原始权益人自身或其关联方作为担保人）、其他独立公司担保以及专业担保。本文设置虚拟变量“是否存在关联担保” (*Gldb*)，存在关联担保时取值为 1，否则为 0。

2. 企业 ABS 违约风险。本文参照韩鹏飞和胡奕明 (2015)、林晚发等 (2019) 以及杨国超和蒋安璇 (2022) 的做法，使用发行利差来度量企业 ABS 违约风险。本文将企业 ABS 发行利差 (*Spread*) 定义为企业 ABS 发行利率减去同期可比国债利率，这一风险溢价主要来源于投资者对企业 ABS 违约风险的估计。这样判断的原因有：第一，中国企业 ABS 投资者是机构投资者，他们对企业 ABS 违约风险的估计比较合理。第二，风险溢价的来源一般包括违约风险和流动性风险，而中国企业 ABS 市场的流动性风险很小。<sup>①</sup>也就是说，中国企业 ABS 市场的风险溢价更多来自违约风险。企业 ABS 发行利差越大，违约风险越高。

3. 企业 ABS 主体风险传染。主体风险传染指的是企业 ABS 原始权益人或担保人出现风险，并可能会影响企业 ABS 本息的偿付。主体类风险事件包括主体陷入法律纠纷、主体评级下调、主体发生减资、主体短期债务压力大、主体经营困难等。本文使用虚拟变量“是否存在主体类风险” (*Ztfx*) 来衡量主体风险传染，存在主体类风险时取值为 1，否则为 0。

4. 企业 ABS 资金腾挪。资金腾挪指的是原始权益人将企业 ABS 基础资产回收款挪作他用。在中国企业 ABS 中，资产服务机构往往由原始权益人担任，资产服务机构归集现金流后定期将资金转入专项计划账户，并由计划管理人向投资者支付利息。付息频率越低，回收款在资产服务机构账户中停留的时间越长，被腾挪的风险越高。实践中，为了使更多的现金流为己所用，原

<sup>①</sup> 王永钦等 (2016) 将债券到期收益率拆分为流动性价差和违约价差，发现流动性价差极小。在此基础上，杨国超和蒋安璇 (2022) 利用发行利差来衡量债券违约风险。



始权益人往往选择降低付息频率。<sup>①</sup>因此,本文使用付息频率(*Fxpl*)来衡量资金腾挪,付息频率越低,资金腾挪风险越高。本文变量定义见表 1。

表 1 变量定义

变量符号	变量名称	变量定义
<i>Spread</i>	发行利差	企业ABS发行利率-同期可比国债利率
<i>Gldb</i>	是否存在关联担保	虚拟变量,若存在关联担保则取值为1,否则为0
<i>Wbgsdb</i>	是否存在其他独立公司担保	虚拟变量,若存在其他独立公司担保则取值为1,否则为0
<i>Zydb</i>	是否存在专业担保	虚拟变量,若存在专业担保则取值为1,否则为0
<i>Fxpl</i>	付息频率	每年支付利息的次数
<i>Ztfx</i>	是否存在主体类风险	虚拟变量,若存在主体类风险则取值为1,否则为0
<i>Lnyxsize</i>	发行规模	企业ABS发行规模(亿元)加1后的自然对数
<i>Cjzb</i>	次级占比	次级ABS规模占总规模的比例
<i>T</i>	发行期限	清算日-发行起始日
<i>Xz</i>	原始权益人是否国有企业	虚拟变量,若原始权益人是国有企业则取值为1,否则为0
<i>Ztpj</i>	原始权益人信用评级	AAA、AA+、AA、AA以下评级分别赋值为4、3、2、1
<i>Public</i>	原始权益人是否上市公司	虚拟变量,若原始权益人是上市公司则取值为1,否则为0
<i>Fxpm</i>	发行机构信用排名	虚拟变量,若发行机构信用排名前十则取值为1,否则为0
<i>Xhgm</i>	是否存在循环购买	虚拟变量,若基础资产存在循环购买则取值为1,否则为0
<i>Year</i>	年份	发行年份虚拟变量
<i>Type</i>	基础资产类型	基础资产类型虚拟变量
<i>Industry</i>	行业	行业虚拟变量

(三)描述性统计

表 2 中 Panel A 报告了主要变量的描述性统计结果。企业 ABS 发行利差(*Spread*)的均值为 0.023,波动范围从-0.010 到 0.055,标准差为 0.011,这说明企业 ABS 发行利率分布较为合理。是否存在关联担保(*Gldb*)的均值为 0.056,表明 5.6%的企业 ABS 合约使用了关联担保措施。主体评级(*Ztpj*)的均值为 2.629,说明发行企业 ABS 的公司评级水平接近 AA+。是否存在主体类风险(*Ztfx*)的均值为 0.018,表明 1.8%的企业 ABS 存在主体类风险。付息频率(*Fxpl*)的均值为 3.418,这意味着回收款在资产服务机构账户的平均停留时间为 3—4 个月。为了更清晰地展示关联担保对企业 ABS 发行利差的影响,本文将样本按照是否存在关联担保分为两组,Panel B 报告了企业 ABS 发行利差的组间均值差异情况。在关联担保样本中,*Spread* 的均值为 0.028,显著高于不存在关联担保的样本。

(四)模型构建

为了检验关联担保与企业 ABS 违约风险之间的关系,本文构建如下模型:

$$Spread = \alpha + \beta Gldb + \sum \delta Control + \sum Year + \sum Industry + \sum Type + \varepsilon \quad (4)$$

其中,“是否存在关联担保”(Gldb)为核心解释变量,“发行利差”(Spread)为被解释变量。控制变量包括优先级发行规模(Lnyxsize)、次级占比(Cjzb)、发行期限(T)、是否循环购买(Xhgm)、原始权益人性质(Xz)、原始权益人评级(Ztpj)、原始权益人是否上市公司(Public)以及发行机构信用排名(Fxpm)。此外,本文还控制了年份(Year)、行业(Industry)以及资产类型(Type)固定效应。若β显著大于0,则假说 1a 得到验证;若β显著小于0,则假说 1b 得到验证。

<sup>①</sup> 参见 <https://mp.weixin.qq.com/s/poKQWiEZXAHiPmV37xQhng> 和 [https://mp.weixin.qq.com/s/\\_i2bgBN7k3\\_bQGFbcNspCA](https://mp.weixin.qq.com/s/_i2bgBN7k3_bQGFbcNspCA)。

表 2 主要变量描述性统计

Panel A: 全样本描述性统计					
变量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
<i>Spread</i>	3 208	0.023	0.011	-0.010	0.055
<i>Gldb</i>	3 208	0.056	0.231	0	1
<i>Cjzb</i>	3 208	0.062	0.063	0	0.553
<i>Xz</i>	3 208	0.249	0.433	0	1
<i>Ztpj</i>	3 208	2.629	1.347	1	4
<i>Public</i>	3 208	0.084	0.278	0	1
<i>Ztfx</i>	3 208	0.018	0.132	0	1
<i>Expl</i>	3 208	3.418	2.337	1	24
Panel B: <i>Spread</i> 的组间均值差异					
	存在关联担保		不存在关联担保		组间差异
<i>Spread</i>	0.028		0.023		-0.005***

#### 四、实证结果分析

##### (一) 关联担保对企业 *ABS* 违约风险的影响

为了考察关联担保型企业 *ABS* 的违约风险, 本文对式(4)进行了估计。表 3 中列(1)展示了在不加入任何控制变量的情况下, 是否存在关联担保与企业 *ABS* 发行利差之间的关系。列(2)控制了年份和行业固定效应, 列(3)加入了优先级发行规模(*Lnyxsize*)、次级占比(*Cjzb*)、发行期限(*T*)以及是否循环购买(*Xhgm*)。列(4)进一步控制了原始权益人和发行机构的特征变量, 包括原始权益人性质(*Xz*)、原始权益人评级(*Ztpj*)、原始权益人是否上市公司(*Public*)以及发行机构信用排名(*Fxpm*)。可以发现, 是否存在关联担保与企业 *ABS* 发行利差之间存在显著的正向关系, 这表明关联担保加剧了企业 *ABS* 违约风险, 假说 1a 得到验证。为了进行对比, 本文还检验了专业担保对企业 *ABS* 发行利差的影响。如列(5)所示, 专业担保有助于降低企业 *ABS* 发行利差。

表 3 关联担保对企业 *ABS* 违约风险的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Gldb</i>	0.005***(6.20)	0.004***(5.02)	0.003***(4.57)	0.002***(3.37)	
<i>Zydb</i>					-0.004*(-1.87)
控制变量	未控制	未控制	部分控制	全部控制	全部控制
年份固定效应	未控制	控制	控制	控制	控制
资产类型固定效应	未控制	未控制	控制	控制	控制
行业固定效应	未控制	控制	控制	控制	控制
$R^2$	0.012	0.090	0.225	0.272	0.271
<i>N</i>	3 208	3 208	3 208	3 208	3 208

注: \*\*、\*和'分别表示1%、5%和10%的显著性水平, 括号内为*t*值。受篇幅限制, 表中未报告控制变量和常数项结果, 如有兴趣可向作者索取。下表同。

##### (二) 稳健性检验<sup>①</sup>

本文从以下几个方面做了稳健性检验: 第一, 改变被解释变量的计量方式。优先级企业 *ABS* 的期限主要分布在 1—5 年内, 以 1 年期和 3 年期居多。因此, 本文分别采用 1 年期国债利率和

① 受篇幅限制, 稳健性检验结果未列出, 如有兴趣可向作者索取。

3 年期国债利率作为基准利率计算企业 ABS 发行利差。第二,使用次优先级 ABS 样本进行检验。第三,借鉴尹志超和甘犁(2011)的研究方法,采用面板数据固定效应检验。由于一个企业可能发行多个 ABS,本文使用聚类(Cluster)估计方法修正标准差。根据企业发行 ABS 的个数,将数据转化为面板数据,这样可以使使用面板数据方法来考察是否存在关联担保对企业 ABS 发行利差的影响。第四,利用倾向得分匹配法(PSM)控制遗漏变量问题。本文对样本进行 1:1 无放回匹配,处理变量为“是否存在关联担保”(Gldb),协变量包括优先级发行规模(Lnyxsize)、优先级期限(T)、主体评级(Ztpj)、主体性质(Xz)以及是否上市公司(Public)。第五,加入是否使用其他增信措施,包括是否使用差额支付承诺(Cezfcn)以及是否使用内部增信(Nbzx),目的是检验其他增信措施是否会影响研究结论。第六,利用工具变量进行检验。本文选取与原始权益人同行业的其他企业发行的 ABS 中采用关联担保的比重作为工具变量 Gldb\_IV。本文使用两阶段最小二乘法进行估计,第一阶段中 Gldb\_IV 与 Gldb 高度相关,第二阶段中 Gldb 的系数仍显著为正。上述六种稳健性检验均验证了上文研究结论。

(三)机制检验

上文研究表明,关联担保型企业 ABS 的违约风险更高。在理论分析部分,本文提出关联担保容易引发企业 ABS 信用混同,从而加剧违约风险。其中,信用混同的具体表现形式是主体风险传染和资金腾挪。接下来,本文运用中介效应模型检验这两种机制。中介效应分析包括三个步骤:第一步,检验是否存在关联担保对企业 ABS 发行利差的影响,结果见表 3,影响系数显著为正。第二步,检验是否存在关联担保对中介变量(是否存在主体类风险和资金腾挪)的影响。第三步,在第一步实证模型中加入中介变量,根据中介变量和是否存在关联担保的系数符号及显著性,判断是否存在中介效应。

本文使用“是否存在主体类风险”(Ztfx)来衡量主体风险传染。表 4 中列(1)结果显示,关联担保显著增加了企业 ABS 主体类风险。同时,本文使用“付息频率”(Fexpl)来反映资金腾挪情况。列(2)结果显示,是否存在关联担保与付息频率之间存在显著的负相关关系。也就是说,关联担保型企业 ABS 发生资金腾挪的可能性较高。列(3)和列(4)在主检验的基础上分别加入是否存在主体类风险(Ztfx)和付息频率(Fexpl),Ztfx 对 Spread 的影响系数显著为正,Fexpl 对 Spread 的影响系数显著为负。这表明主体风险传染和资金腾挪能够显著加剧企业 ABS 违约风险,主体风险传染和资金腾挪存在中介效应。在分别控制 Ztfx 和 Fexpl 后,Gldb 对 Spread 的影响系数仍显著为正。这意味着主体风险传染和资金腾挪发挥了部分中介效应,即关联担保可以通过主体风险传染和资金腾挪加剧企业 ABS 违约风险。

表 4 机制检验

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Ztfx	Fexpl	Spread	Spread
Gldb	0.004** (2.35)	-0.387*** (-3.85)	0.002*** (3.11)	0.003*** (3.78)
Ztfx			0.004*** (3.48)	
Fexpl				-0.000** (-1.98)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制
资产类型固定效应	控制	控制	控制	控制
R <sup>2</sup>	0.125	0.164	0.333	0.164
N	3208	3208	3208	3208

## 五、进一步分析<sup>①</sup>

### （一）原始权益人信用水平与关联担保型企业 ABS 违约风险

原始权益人信用水平会影响关联担保型企业 ABS 的信用混同风险。对于主体风险传染，原始权益人信用水平较低意味着其经营发展情况较差，盈利能力较弱，出现主体风险的可能性较大，包括陷入法律纠纷、发生减资、债务压力大、经营困难等。这些主体风险很容易传染到企业 ABS 合约，比如主体陷入法律纠纷后资金账户被冻结、主体经营困难导致企业 ABS 基础资产运营出现问题等。如果原始权益人信用水平较高，那么其发生主体风险的概率较低，投资者收益受到主体风险影响的可能性较小。检验结果显示，当原始权益人信用水平较高时，是否存在关联担保与是否发生主体类风险之间不存在显著的相关关系；而当原始权益人信用水平较低时，是否存在关联担保与是否发生主体类风险之间存在显著的正相关关系。这意味着低信用原始权益人选择关联担保后发生主体风险传染的概率更高。

对于腾挪资金动机，当原始权益人信用水平较低时，一方面其获得融资的难度较大，出现资金缺口的概率较高，因而其腾挪资金的动机较强；另一方面，这类主体信用资质较差，主观上故意混同资金并进行腾挪的可能性较大。如果原始权益人的信用水平较高，那么其可以通过银行贷款、债券、股票等金融工具获得资金，融资约束较小，因而腾挪资金的动机较弱。此外，为了维护声誉，信用水平较高的原始权益人主观上故意腾挪资金的可能性较小。基于上述分析，本文认为选择关联担保的原始权益人信用水平越低，其腾挪资金的动机越强。检验结果显示，在高信用原始权益人分组中，是否存在关联担保与企业 ABS 付息频率之间不存在显著的相关关系，这说明高信用主体选择关联担保后发生资金腾挪的可能性较低。而在低信用原始权益人分组中，是否存在关联担保与企业 ABS 付息频率显著负相关，这意味着低信用主体采用关联担保后发生资金腾挪的可能性较高。

本文还从整体上检验了原始权益人信用水平对关联担保型企业 ABS 违约风险的影响。结果显示，在高信用主体中，关联担保并没有引起企业 ABS 发行利差显著上升；而在低信用主体中，关联担保使企业 ABS 发行利差显著上升了 0.3%。这意味着低信用主体发行的关联担保型企业 ABS 违约风险更高。

### （二）低信用主体腾挪资金动机的异质性分析

1. 计划管理人管理能力。<sup>②</sup>计划管理人管理能力较弱会导致对原始权益人的监督不足，这将助长原始权益人腾挪资金的动机。当计划管理人管理能力较强时，原始权益人和关联担保人之合谋行为更容易被发现，因而原始权益人腾挪资金的动机减弱。检验结果显示，以低信用主体发行且计划管理人管理能力较强的企业 ABS 为样本时，关联担保与付息频率之间不存在显著的相关关系；以低信用主体发行且计划管理人管理能力较弱的企业 ABS 为样本时，关联担保与付息频率显著负相关。这意味着计划管理人管理能力越弱，低信用主体采用关联担保后腾挪资金的动机越强。

2. 企业性质。在使用关联担保的低信用主体样本中，既有国有企业也有民营企业。即使是低信用主体，国有企业的资信状况和融资环境也往往好于民营企业。在这样的背景下，民营企业出现资金缺口的概率更高，因而采用关联担保实现腾挪资金的动机更强。检验结果显示，

<sup>①</sup> 受篇幅限制，这部分检验结果未列出，如有兴趣可向作者索取。

<sup>②</sup> 本文使用计划管理人当年净利润排名是否前十来衡量计划管理人的管理能力。若计划管理人当年净利润排名前十，则意味着管理能力相对较强，变量取值为 1，否则为 0。这是因为净利润是反映计划管理人管理能力的重要指标，净利润越高，计划管理人的管理能力越强。

以低信用主体中国有企业发行的 *ABS* 为样本时, 关联担保与付息频率之间不存在显著的相关关系; 以低信用主体中民营企业发行的 *ABS* 为样本时, 关联担保与付息频率显著负相关。这说明低信用主体中的民营企业选择关联担保时腾挪资金的动机更强。

## 六、结论与政策建议

本文运用中国企业 *ABS* 数据, 通过分析原始权益人使用关联担保的动机和经济后果, 为金融创新中的“脱离本源”提供了实证支撑。本文将关联担保型企业 *ABS*“脱离本源”的过程划分为两个阶段: 第一阶段, 监管部门将担保纳入发行要求, 并允许关联担保进入企业 *ABS* 市场主体的工具箱。第二阶段, 在这两个外部条件的基础上, 自身资质或基础资产质量较差、具有投机动机的企业利用关联担保实现监管套利。研究发现, 关联担保会引发企业 *ABS* 信用混同风险, 具体表现形式是主体风险传染和资金腾挪。专业担保则有助于抑制企业 *ABS*“脱离本源”。进一步分析发现, 低信用主体发行的关联担保型企业 *ABS* 更容易“脱离本源”。当企业性质和计划管理人管理水平不同时, 低信用主体利用关联担保腾挪资金的动机还存在差异。其中, 低信用主体中的民营企业融资缺口更大, 腾挪资金的动机更强。计划管理人管理能力越弱, 低信用主体腾挪资金的动机越强。从根源上推进关联担保型企业 *ABS* 等金融产品“回归本源”, 可以压缩投机型主体的监管套利空间, 从而有效防控风险。调整过松或过紧的监管政策能够提高资源配置效率, 进一步改善中国金融创新服务实体经济的能力和成效。

现阶段, 尽管我国监管部门承认关联担保在企业 *ABS* 场景下的风险隐患, 但仍允许使用这类担保组织方式, 使得原始权益人具有监管套利的可行手段和空间。之所以出现这样的问题, 一是原始权益人的套利动机所致, 二是与监管机构对发展职能与监管职能的平衡失当有关。一方面, 为了尽快释放模仿型金融创新的积极作用, 在引进初期设置了包括准入条件在内的过于宽松的监管条款。另一方面, 这一金融创新赖以存在的组织环境比较薄弱, 担保市场的成长速度也未能满足相关部门提高监管要求的需求。这实际上也是中国金融领域在引入外来金融创新方面常常面临的两难困境, 即发展与监管能否以及如何兼顾的问题。相对来说, 欧美国家金融监管机构更加聚焦于“监管职能”, 而中国监管机构往往被赋予“监管+发展”双重职能, 而且对新兴行业呈现出“先发展后监管”的周期变化。政府追求高增长目标的心态、对创新的“过度宽容”以及商业机会的存在导致监管部门在金融产品引进初期往往设定过于宽松的监管条件。直到行业经历了较长的野蛮生长阶段, 相关金融风险与社会风险暴露出来并造成较大损失后, 监管政策才开始收紧。为了进一步做好防范化解企业 *ABS* 领域的潜在金融风险, 促进国民经济健康持续增长, 必须切实推进企业 *ABS*“回归本源”, 实现“防风险”和“促发展”的统一。

本文提出以下政策建议: 第一, 完善行为监管和微观审慎监管。相关部门将担保作为发行要求并放松担保准入, 容易引发企业 *ABS* 主体风险传染和资金腾挪。为了促进包括资产证券化在内的模仿型金融创新的健康发展, 监管部门在制定相关政策时, 应进一步强化监管职能, 增强风险防控的前瞻性, 提高监管有效性。第二, 积极推进企业 *ABS*“回归本源”, 坚守“本源式”的业务标准。监管部门应考虑提高企业 *ABS* 担保准入条件, 在资产证券化挂牌条件中仅允许原始权益人使用第三方担保, 同时不能简单地以担保来替代非成本事项所涉领域的自身改革。第三, 进一步细化企业 *ABS* 监管条款并提高可执行性。目前, 信用风险管理文件只是笼统地列出要查明原始权益人和增信机构履约的意愿和能力, 而并未指明违约风险的关键环节是原始权益人采用关联担保。监管部门应提高对付息频率的要求, 加强对基础资产回收款到账情况以及融资后资金用途的监督, 防止原始权益人腾挪资金或输送利益。

主要参考文献:

- [1]曹廷求, 刘海明. 信用担保网络的负面效应: 传导机制与制度诱因[J]. 金融研究, 2016, (1): 145-159.
- [2]陈志武, 黄益平, 巴曙松. 中国金融改革, 未来会怎样?[M]. 杭州: 浙江大学出版社, 2017.
- [3]龚强, 王璐颖. 普惠金融、风险准备金与投资者保护——以平台承诺担保为例[J]. 经济学(季刊), 2018, (4): 1581-1598.
- [4]韩鹏飞, 胡奕明. 政府隐性担保一定能降低债券的融资成本吗? ——关于国有企业和地方融资平台债券的实证研究[J]. 金融研究, 2015, (3): 116-130.
- [5]洪祥骏, 宫蕾. 关联方增信与资产证券化信用风险溢价——基于底层资产风险的统计分析[J]. 统计研究, 2021, (8): 16-29.
- [6]侯成琪, 黄彤彤. 影子银行、监管套利和宏观审慎政策[J]. 经济研究, 2020, (7): 58-75.
- [7]黄奇帆. 分析与思考——黄奇帆的复旦经济课[M]. 上海: 上海人民出版社, 2020.
- [8]黄益平. 金融的价值[M]. 北京: 中信出版集团股份有限公司, 2021.
- [9]李婧, 黄申, 胡宜. PPP 模式下国内首单违约的 ABS 风险研究——以大城西黄河大桥收益权计划为例[J]. 财会通讯, 2019, (23): 106-110.
- [10]李妍. 金融监管制度、金融机构行为与金融稳定[J]. 金融研究, 2010, (9): 198-206.
- [11]林晚发, 刘岩, 赵仲匡. 债券评级包装与“担保正溢价”之谜[J]. 经济研究, 2022, (2): 192-208.
- [12]林晚发, 刘颖斐, 赵仲匡. 承销商评级与债券信用利差——来自《证券公司分类监管规定》的经验证据[J]. 中国工业经济, 2019, (1): 174-192.
- [13]陆正华, 钟婉怡. 关联担保上市公司隧道效应的存在性与实施路径——上市公司关联担保偏好原因探析[J]. 现代财经, 2011, (9): 19-27.
- [14]彭俞超, 何山. 资管新规、影子银行与经济高质量发展[J]. 世界经济, 2020, (1): 47-69.
- [15]任皓敏. 从国内首单 ABS 违约探析资产证券化业务关注要点[J]. 金融经济, 2016, (20): 95-96.
- [16]史燕平, 杨汀, 庞家任. 去产能政策与融资租赁[J]. 金融研究, 2021, (4): 73-91.
- [17]孙国峰, 贾君怡. 中国影子银行界定及其规模测算——基于信用货币创造的视角[J]. 中国社会科学, 2015, (11): 92-110.
- [18]唐松, 伍旭川, 祝佳. 数字金融与企业技术创新——结构特征、机制识别与金融监管下的效应差异[J]. 管理世界, 2020, (5): 52-66.
- [19]王彦超, 陈思琪. 关联担保的债务风险转移[J]. 中国工业经济, 2017, (8): 120-137.
- [20]王永钦, 陈映辉, 杜巨澜. 软预算约束与中国地方政府债务违约风险: 来自金融市场的证据[J]. 经济研究, 2016, (11): 96-109.
- [21]王永钦, 米晋宏, 袁志刚, 等. 担保网络如何影响信贷市场——来自中国的证据[J]. 金融研究, 2014, (10): 116-132.
- [22]吴晓求. 中国金融监管改革: 现实动因与理论逻辑[M]. 北京: 中国金融出版社, 2018.
- [23]谢平, 邹传伟, 刘海二. 互联网金融监管的必要性与核心原则[J]. 国际金融研究, 2014, (8): 3-9.
- [24]杨国超, 蒋安璇. 债券投资者的“保护盾”还是债务违约的“多米诺”——对债券交叉违约制度的分析[J]. 中国工业经济, 2022, (5): 140-158.
- [25]尹志超, 甘犁. 信息不对称、企业异质性与信贷风险[J]. 经济研究, 2011, (9): 121-132.
- [26]钟辉勇, 钟宁桦, 朱小能. 城投债的担保可信吗? ——来自债券评级和发行定价的证据[J]. 金融研究, 2016, (4): 66-82.
- [27]Ashcraft A, Goldsmith-Pinkham P, Hull P, et al. Credit ratings and security prices in the subprime MBS market[J].

- [American Economic Review](#), 2011, 101(3): 115–119.
- [28]Beck T. Financial innovation and regulation: Challenges to prudential regulation[M]. World Scientific Publishing, 2017.
- [29]Berger A N, Frame W S, Ioannidou V. Reexamining the empirical relation between loan risk and collateral: The roles of collateral liquidity and types[J]. [Journal of Financial Intermediation](#), 2016, 26: 28–46.
- [30]Berkman H, Cole R A, Fu L J. Expropriation through loan guarantees to related parties: Evidence from China[J]. [Journal of Banking & Finance](#), 2009, 33(1): 141–156.
- [31]Calomiris C. Financial innovation, regulation, and reform[J]. [Cato Journal](#), 2009, 29(1): 65–91.
- [32]Cerqueiro G, Ongena S, Roszbach K. Collateralization, bank loan rates, and monitoring[J]. [The Journal of Finance](#), 2016, 71(3): 1295–1322.
- [33]Fabozzi F J, Vink D. Looking beyond credit ratings: Factors investors consider in pricing European asset-backed securities[J]. [European Financial Management](#), 2012, 18(4): 515–542.
- [34]He J, Qian J, Strahan P E. Are all ratings created equal? The impact of issuer size on the pricing of mortgage-backed securities[J]. [The Journal of Finance](#), 2012, 67(6): 2097–2137.
- [35]Kim T, Koo B, Park M. Role of financial regulation and innovation in the financial crisis[J]. [Journal of Financial Stability](#), 2013, 9(4): 662–672.
- [36]Yang L Y, Wang R, Chen Z Y, et al. What determines the issue price of lease asset-backed securities in China?[J]. [International Review of Financial Analysis](#), 2020, 72: 101583.

## “Deviation from the Source” in Financial Innovation: Micro Evidence from Asset-backed Securitization Using Related Guarantee

Wang Jianfeng, Xu Wanxiao

(School of Finance, University of International Business and Economics, Beijing 100029, China)

**Summary:** Financial innovation has always been the main driving force for the reform and development of China’s financial market, as well as an important factor for the long-term and stable growth of the national economy. However, in the above process, a variety of forms of “deviation from the source” have emerged, leading to financial risks and social risks. Among them, asset-backed securitization with related guarantee provides a good sample for our research. To clear the micro-mechanism of “deviation from the source” is not only conducive to enhancing the ability of asset-backed securitization to serve the real economy, but also helpful to prevent and resolve financial risks in this field, and provides enlightenment for promoting financial innovation from “deviation from the source” to “return to the source”.

The study finds that the default risk of asset-backed securitization with related guarantee is higher, which is divorced from the origin of “corporate credit and asset credit should be separated”. The mechanism test shows that related guarantee is easy to cause credit confusion, which is manifested in the form of corporate risk contagion and fund transfer. Further analysis shows that asset-backed securitization with related guarantee issued by low-credit corporate is more likely to deviate from the origin. In addition, the motivation of

(下转第 48 页)

mony. Third, it discusses the impact of central bank collateral expansion on monetary policy effectiveness. The study finds that central bank collateral expansion can help to improve monetary policy effectiveness under quantity-based monetary policy rules, but it has little impact on the transmission efficiency of monetary policy under price-based monetary policy rules. Fourth, it extends the one-sector model to a two-sector model with state-owned firms and private firms, and uses the extended model to study the impact of including credit assets of small and micro firms as eligible collateral. The results show that, before collateral expansion, the expansion in lending facility is only beneficial to state-owned firms, and the cost of stimulating total output is the deterioration of resource allocation efficiency; after collateral expansion, the expansion in lending facility can stimulate both types of firm, but it has a greater stimulating effect on high-risk private firms.

The main contributions of this paper are as follows: First, it introduces the central bank collateral framework into the financial accelerator model for the first time, which provides a model framework for analyzing the impact of this policy on the macro economy. Second, different from previous empirical analysis, it theoretically analyzes the externalization effect of bank loan default risk caused by including credit assets of small and micro firms as eligible collateral, and finds its role in stabilizing the macro economy. Third, it discusses the impact of central bank collateral expansion on monetary policy effectiveness, which has guiding significance for the practice of central bank monetary policy.

**Key words:** collateral framework; externalization effect of default risk; economic fluctuations; effectiveness of monetary policy

(责任编辑 康健)

~~~~~  
(上接第 18 页)

low-credit corporate to transfer funds will also be affected by the management ability of special purpose vehicle and the nature of enterprises. Private enterprises with low credit have a larger financing gap, a higher moral hazard and a stronger motivation to transfer funds. The weaker the management ability of special purpose vehicle, the stronger the motivation of low-credit corporate to transfer funds.

The contributions of this paper are as follows: First, it explores the institutional background and micro mechanism of “credit confusion in asset-backed securitization with related guarantee”, which is conducive to deepening the understanding of the formation process of “deviation from the source” in financial innovation, and provides enlightenment for the improvement of relevant policies. Second, on the basis of reading and combing a large number of practical materials, it for the first time constructs a measurement index reflecting the corporate risk contagion and fund transfer of asset-backed securitization, and measures corporate risk contagion by “whether there are corporate risks” and fund transfer by “frequency of interest payment”, which expands the empirical research in this field.

**Key words:** financial innovation; asset-backed securitization with related guarantee; deviation from the source; return to the source; contract theory

(责任编辑 康健)