

国际资本市场资产证券化在中国的发展

孙健, 王珺红

(青岛海洋大学 经贸学院, 山东 青岛 266071)

摘要:“资产证券化”是 20 世纪 70 年代末以来国际资本市场上最重要的金融创新,进入 20 世纪 90 年代以来,国际资本市场呈现出越来越明显的证券化趋势。我们认为由此产生的金融产品 ABS 无论在金融体制改革,或是经济建设融资等方面都有积极的推动作用,因此本文将在分析上述问题的基础上进一步对中国发展资产证券化的思路作些探讨。

关键词:国际资本市场;资产证券化;资产支持证券(ABS)

中图分类号:F830.91 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2000)05-0033-05

“资产证券化(Asset Securitization)”被称为 20 世纪 70 年代末以来国际资本市场上最重要的金融创新,它通过向市场发行资产支持证券(Asset-Backed Securities,简称 ABS),将贷款资产进行处理与交易,最终实现融资。它源于美国的住房抵押贷款证券(Mortgage-Backed Securities,简称 MBS),然后扩展到汽车、船舶贷款应收帐、基础设施收费等众多领域。它的推出改变了银行传统的“资金出借者”的角色,使银行同时具有了“资产出售者”的职能。由此发行的资产支持证券(ABS),是当今国际资本市场中发展最快、最具活力的金融产品,它的引入对中国金融业有重要的现实意义,并有利于缓解经济建设资金短缺等问题。

一、证券化在国际资本市场上的发展特征

20 世纪 80 年代以后,资产证券化在国际资本市场上开始流行。20 世纪 90 年代以后国际资本市场证券化趋势越来越明显,这种趋势主要表现在以下几个方面:

1. 国际证券投资在国际投资中所占比重大幅度提高。进入 20 世纪 90 年代以来,国际证券增长速度明显高于国际直接投资,使国际证券投资在国际投资中所占比重大幅度提高。以世界最大投资国美国为例,从 1980 年至 1990 年,对外证券投资由 624.5 亿美元增加到 5184.8 亿美元,平均每年增长 17.7%,而对外直接投资按帐面额计算,由 2154 亿美元增加到 5486 亿美元,平均每年增长 7.5%,前者增长速度是后者的 2.3 倍。

2. 债券融资成为证券化融资的主要手段。20 世纪 80 年代中后期以来,国际债券成为国际融资的主要手段,且在 20 世纪 90 年代头几年得到进一步加强。据经合组织统计,1985 年、1989 年和 1994 年的国际金融市场融资总额分别为 2330 亿美元、2485 亿美元和 4741 亿美

收稿日期:2000-02-14

作者简介:孙 健(1959—),男,山东青岛人,青岛海洋大学经贸学院经济管理系教授;

王珺红(1975—),女,山东青岛人,青岛海洋大学经贸学院硕士生。

元,其中国际债券融资分别为 55.9%、61%和 62%。1996 年国际债券发行量达 7196 亿美元,比 1995 年的 4673 亿美元增长了 52%。以美国为例,人人都说美国的股市发达,其实比股市更发达的是债券市场。债券市场的规模要比股市大很多倍,市场交易量极大。美国 1993 年直接融资的债券市值为 12.7 万亿美元,超过股市 7.5 万亿美元的近 50%。美国站在世界经济的金字塔尖,不仅因为它网络着世界上大大小小的精英们,而且它可以轻易举债,获得风险投资。

3. 资产证券化业务规模迅速增长。在欧洲,ABS 发行量由 1985 年到 1987 年两个年度合计的 17 亿美元增加到 1994 年一年的 120 亿美元。在澳洲,澳大利亚在其政府的支持和推动下,资产证券化自 1968 年发展至今,已经成为拥有 60 亿澳元规模的一个行业,并且每年有 20 亿澳元的增长额。在南美,资产证券化交易额由 1994 年的 7000 万美元猛增到 1995 年的 27 亿美元。在亚洲,资产证券化自 1995 年兴起以来,其增长速度也逐年提高。根据美国标准普尔公司最近的估计,今后 3 年内包括中国在内的亚洲新兴工业化国家的证券化市场潜力将由 68 亿美元增长到 110 亿美元以上,年平均增长率超过 25%。亚洲国家和地区政府近年也相继立法支持资产证券化的发展。因此,资产证券化将会在亚洲市场得到迅速而健康的发展。

二、开展资产证券化对推动中国经济发展的重大作用

资产证券化是一个脱离中介的过程,也是跳出传统招商引资的束缚走入资本市场的过程。在这个过程中,中短期高风险的信用供给者将被长期低风险的机构投资和公募资本市场所接替,这类投资的生力军,如退休和医疗保险基金的管理者,大多寻求的是低风险保值投资,并受监管机构的高评级投资制约,很少参与投机行为。因此,ABS 资产证券化特别适合其需要,在中国金融体制改革、经济建设融资、以及国有企业改革等方面都将发挥积极作用。

1. 对中国金融业的发展具有重要现实意义。一方面实施资产证券化,资金总容量可以通过参加资本市场或将传统储蓄基础中的资金转化过来而增加,有利于延长可用资金的到期日,缓解原始贷款人的流动性风险压力。因此,资产支持证券对于促进我国房地产金融业的发展也是具有作用的。另一方面,目前我国储蓄增长每年为六七千亿,这种负债所形成的银行资产规模扩张,使银行在资本充足率、筹资成本等方面有压力,依靠股票市场,也只能起到部分分流这部分资金的作用。资产证券化是一种使银行金融资产通过资本市场扩张的措施,显然有助于分流传统储蓄基础中的资金,同时又在缓解资本充足压力,降低筹资成本等方面具有优势。因此,资产证券化在中国的应用将有利于促进中国金融体制改革,加快中国金融市场、特别是资本市场的国际化和现代化的步伐。

2. 有利于缓解中国目前经济建设特别是基础设施、基础工业建设和技术改造项目资金紧张的状况。目前,持续快速发展的中国经济对资本有着旺盛的需求,很多项目因缺少资金而搁置,而且还有相当多的投资项目因资本金没有到位而成为无股本项目,特别是基础设施、基础工业建设和技术改造项目。据世行估计,东亚各政府 2004 年进行基础设施建设所需资金约为 1500 亿美元,其中中国占将近一半,达 744 亿美元。而从中国目前的财力看,短期内要筹集如此大量的资金,单靠国家投资是难以胜任的。而且,中国目前有许多基础设施和基础工业项目由于在国际上的信用级别较低,虽然其应收帐良好,或是通过重组后质量可以提高,但也很难获得建设资金。而依靠中国金融机构、特别是商业银行自身经营获得的留存收益来增加项目的资本金非常困难,依靠股票市场增资又要受到政策法规的严格限制,同时,中国现行的股权

筹资方式也存在着缺陷。BOT 融资方式虽能在一定程度上解决上述问题,但其具体实施难度也较大。而采用 ABS 证券化融资方式,可以支持中国企业在国际高档证券市场上开展大规模融资活动,支持大型投资项目的建设,避免采用 BOT 融资方式所面临的困难,有利于解决我国目前融资手段单一的问题,有利于中国资本市场的繁荣。

3. 为中国深层次利用外资提供了新的途径。传统的利用外资方式主要是吸引外商直接投资和对外借款两大类。而 ABS 资产证券化以其破产隔离和信用增级等特点,可以很好地避免国有资产流失,有利于保护中国民族工业的发展,减轻国家外债负担。特别是可以将信用等级通常都比较低的项目提升到高投资级别,在特别情况下,甚至可超过国家主权风险评级,获得良好的融资条件。同时,资产证券化还有利于在保护国家利益的同时,促进中国企业,特别是大型企业集团直接参与国际资本市场活动,逐步确立中国企业在国际金融和资本市场中与其经济实力相适应的地位。

4. 有利于改善中国国有企业的经营管理水平和财务状况。由于投资者收益与企业的资产管理结果相联系,因此他们会关心企业的管理状况并对企业领导和管理层形成压力,提高国有企业经营管理水平,巩固大中型国有企业在国民经济中独立的骨干地位。同时,由于 ABS 资产证券化不是收购股权,不会改变股东结构,因此,它能在有效地保护国家对国有企业和基础设施所有权利益和保持企业稳定的基础上,解决国有大中型企业在管理体制变革中面临的资金需求与所有制形式之间的矛盾。同时,资产证券化能将流动性低的资产转变为流动性高的现金;能将未来预期的资产收益转变为当前实现的现金收入;可以通过资产负债表表外融资,从而改善企业的资产负债结构,并可以将现金用于企业当前经营和长期发展,使企业获得更高的经济效益。

5. 可改善地方政府的融资渠道。由于银行体制改革,地方政府对信贷资金的支配能力大大减弱,而财税体制改革后,虽使得部分地区可支配的财政收入有所增加,但是,地方收入的现状仍无法满足地方大量的大型基础设施和基础工业等经济建设项目的需要。而由于政策等原因,地方政府又不能直接借入外债,不能直接进入国际资本市场筹集资金。利用资产证券化,可以运用未来的地方财政收入作为支撑,进入国际资本市场筹集建设所需资金,以尽快建成经济建设项目,产生良好的经济和社会效益,实现地方经济的良性循环和快速发展。

三、中国发展资产证券化的思路

资产证券化是一项复杂的金融过程,专业性强,技术要求高。其主要特点有:(1)运作相对简单。它的运作中只涉及到原始权益人、特设信用机构(亦称特殊目的公司即 SPC—Special Purpose Corporation)、投资者、证券承销商等几个主体,无需政府的许可、授权及外汇担保等环节,是一种主要通过民间的非政府的途径,按照市场经济规则运行的融资方式。(2)可最大限度地减少佣金、差价等中间费用,并且发行的证券信用等级较高,可以实现低成本融资。(3)投资者遍布全球,从而极大地分散投资风险。而且 ABS 债券经过“信用增级”,在资本市场上具有较高的资信等级,对投资者尤其金融机构投资者更具吸引力。(4)金融机构通过资产匹配可降低或消除利率、到期日和流动性风险。(5)服务人在证券化过程中可获得持续的财务收益。尽管如此,资产证券化在发达国家尤其是美国盛行,是以其成熟完善的金融市场为基础的,故我们认为中国开展资产证券化的思路如下:

1. 政府应加强支持力度和培育相关的市场。中国金融市场还处于初期,在很多方面还不

规范,因此国家不得不对其进行管制,这就使本应相当自由的市场在新生金融品种的引入方面受到了限制。东南亚金融危机之后,中国在新兴金融工具的引入方面更加谨慎。这一状况必须随金融市场的逐步完善来解决。另外,中国实行资产证券化刚刚开始,其运作还不成熟,缺乏经验数据。以房地产证券化为例,抵押贷款的规范化以及贷款二级市场的建立都尚待解决。美国住房抵押贷款二级市场上有政府国民抵押协会(GNMA)、联邦国民抵押协会(FNMA)、联邦住宅抵押公司(FHLMC)三大全国性住宅金融机构支撑,他们几乎都与联邦政府机构有关,正是国家信用担保推动了美国抵押贷款二级市场的繁荣。故中国政府对资产证券化应加强支持和鼓励,如采取设置高于国库券利率和同期长期存款利率的住房抵押贷款利率等措施。

2. 建立配套中介机构尤其是信用增强机构以加强支持。美国证券化市场的繁荣得益于其众多成熟、规范的中介机构。相对而言,中国金融中介机构还不发达,尤其是缺乏信用评级机构和信用增强机构的支持,使资产证券化操作困难。政府应大力支持以增强 ABS 的外部信用,这是保证收益率的关键。美国三大按揭贷款公司担保发行的过手证券体现了国家信用担保,因而具有很高的信用等级,促进了证券化的顺利实施。

3. 建立规范的证券化评级机构和机制。资产证券化的实施需要健全规范的资产评估和资信评级机构。评级是证券能够进入具有流动性的国际资本市场扩大投资者队伍的关键,因此对于资产证券化而言,评级尤为重要。长期以来中国资信评级被忽视,评级机构的设立和管理缺乏规范,运作混乱,职能不清,中国对评级业也从未加以界定和管理,造成中国资信评级机构信誉差和缺乏独立性。在美国,已建立了独立、客观的信用评级制度,包括一些著名的评级机构,如标准普尔和穆迪公司等。因此,要尽快规范信用评级制度,尤其要借鉴国际经验,包括加强与国际评级机构合作,以适应新形势的需要。

4. 健全与完善相关法律法规体系。资产证券化具有系统性、复杂性、综合性的特点,涉及国民经济的多个领域,需要一套完整严密的法规体系来规范其运作。在中国,《证券法》已出台,但管辖范围还仅局限于股票、债券及国库券和可转移债券等有价值债券,根据立法的前瞻性原则,《证券法》还应将资产证券化纳入其管辖范围,以满足证券化的发展需要。

5. 完善相应的会计和税法制度。资产证券化的会计处理主要包括:作销售还是融资、合并问题和剩余收益投资问题。美国在资产证券化方面已形成较为完善的会计制度。而合理制定资产证券化过程中的税收政策,对于降低证券化融资成本也极为重要。中国目前还没有证券化方面的实务,相关的会计制度和税法制度也是一项空白,但要保证资产证券化的顺利实施必须要有相关的会计和税法制度作为支持和规范。

6. 提高从业人员的素质。资产证券化是一项复杂的金融过程,专业性强,技术要求高,因此从业人员的素质对发展资产证券化非常重要。中国政府必须加大对资产证券化的研究投入,特别应在借鉴外国经验的基础上培养出一批专业技术高、服务意识强的专业人才。

参考文献:

- [1]张超英,翟祥辉.资产证券化——原理·实务·实例[M].北京:经济科学出版社,1998.
- [2][美]弗兰克·J·法博齐,弗朗哥·莫迪利亚尼.资本市场:机构与工具[M].1998.
- [3]Christin A. Pavel. 证券化[M]. Prebus 出版公司 1989.
- [4]Anand Bhattacharya, Thomas Zimmerman. 资产证券化:前景和问题[M]. Irwin Probus 出版公司,1989.
- [5]张志远. 国际资本市场证券化趋势与我国海外证券融资策略[J]. 经济纵横,1998. (下转第 48 页)

主要参考文献:

- [1] In-Mu Haw, Daqing. Qi, Woody. Wu and Wei-Guo, Zhang. . Earnings Management of Listed Firms in Response to Security Regulations in China's Emerging Capital Market. Working paper[M]. Hong Kong Chinese University, 1998.
- [2] 赵宇龙. 会计盈余披露的信息含量——来自上海股市的经验证据[J]. 经济研究, 1998(7).
- [3] 赵宇龙, 王志台. 我国证券市场“功能锁定”现象的实证研究[J]. 经济研究, 1999(9)

An Empirical Study on the Persistence of Earnings in Shanghai Stock Market

WANG Zhi-tai

(*School of Accounting, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai, China, 200433*)

Abstract: Accounting earnings can provide value-relevant information to investors in China's stock market. We choose the persistence of earnings, one of the factors that contribute to the quality of accounting earnings, as the start point of our research and use the profit from principal operations as the proxy variable of permanent earnings to examine whether the market can differentiate the accounting earnings of different persistence. Our findings, based on manufacturing listed firms in Shanghai stock market, indicate that investors are not able to differentiate the distinct economic implications of different earning items.

Key words: the persistence of earnings; earnings response coefficient; the ratio of profit from principal operations to total profit; the unexpected earnings; cumulative abnormal return

(上接第 36 页)

Inspiration to China from Asset Securitization of International Capital Market

SUN Jian WANG Jun-hong

(*The School of Economy and Trade in Ocean University of Qingdao, Shandong Qingdao, 266071*)

Abstract: Asset Securitization has been the most important financial innovation in the international capital market since 1970s. This trend is more obvious since 1990s. In our opinion, Asset-Backed Securities is helpful to expedite the reform in financial system, financing in economy construction, and so on. Therefore, we are trying to discuss the above issues and probe into the suggestions on how to develop the Asset Securitization.

Key words: international capital market; Asset Securitization; Asset-Backed Securities