

# 中国发展资产证券化

## 融资的意义、难点和对策

刘入领

资产证券化是把缺乏流动性、但具有未来现金收入流的资产汇集起来,通过结构性重组,将其转变成可以在金融市场上出售和流通的证券,据以融通资金的过程。它是近30年来世界金融领域最重大和发展最快的创新之一。

### 一、资产证券化的运作程序和特点

资产证券化的运作程序包括如下主要步骤:第一步,原始权益人把自己拥有的能够产生未来现金收入流的资产汇集组合成资产池;第二步,原始权益人把资产池中的资产以真实出售的方式过户给特设信托机构;第三步,特设信托机构以购买到的资产为依托,设计出资产支撑证券,并利用办理金融担保、划分优先/次级证券等手段提高资产支撑证券的信用评级,吸引投资者,改善发行条件;第四步,特设信托机构通过证券承销商销售资产支撑证券,用销售收入向原始权益人支付购买证券化资产的价款;第五步,特设信托机构委托资产管理公司管理资产池,把资产池的全部收入存入一家托管银行的专门帐户,用于对资产支撑证券的投资者按期支付本息;第六步,资产支撑证券到期后,特设信托机构对投资者还本付息,对聘用机构支付服务费,然后把资产池的剩余价值(包括托管专户中的剩余款项)全部归还给原始权益人。资产证券化过程至此结束。<sup>①</sup>

与传统融资方式相比,资产证券化具有鲜明的特点,表现在:

1. 资产证券化是一种结构融资方式。资产证券化的核心是设计和建立一个严谨、有效的交易结构。资产证券化的交易结构由原始权益人、特设信托机构、证券承销商、投资者、信用评级机构、金融担保公司、资产管理公司、托管银行等相关各方组成。这一相对复杂的交易结构在资产证券化运作过程中起着决定性作用。首先,它保证破产隔离的实现,把资产池的偿付能力与原始权益人的资信能力分割开来;其次,它使原始权益人

得以用出售资产的方式融资,从而不会增加资产负债表上的负债;再次,它确保融资活动能够充分享受政府提供的税收优惠;最后,它使原始权益人能租用金融担保公司的信用级别,改善资产支撑证券的发行条件。

2. 资产证券化是一种资产收入导向型融资方式。传统融资方式是凭借资金需求者本身的资信能力来融资的。外部的资金投入者在决定是否对资金需求者投资或提供贷款时,主要依据的是资金需求者作为一个整体的资产负债、利润及现金流量情况,对于该公司拥有的某些特定资产的质量关注较少。资产证券化则是凭借原始权益人的一部分资产的未来收入能力来融资的。资产池本身的偿付能力与原始权益人的资信水平比较彻底地分割开了。投资者在决定是否购买资产支撑证券时,主要依据的是这些资产的质量,以及未来现金收入流的可靠性和稳定性;原始权益人本身的资信能力则被放在了相对次要的地位。

3. 资产证券化是一种表外融资方式。表外融资方式,又叫非负债型融资方式,即利用资产证券化技术融资不会增加融资方的负债。因为融通的资金在这里被当作了销售收入,而不是被当作债务的增加。根据1997年1月生效的美国财务会计准则第125号《转让和经营金融资产及债务清理的会计处理》的规定,鉴于被证券化的资产已经以真实出售的方式过户给了特设信托机构,原始权益人也已放弃对这些资产的控制权,允许原始权益人将证券化资产从其资产负债表上剔除并确认收益和损失。<sup>②</sup>这就从法律上确认了实际上早已适用的以表外方式处理资产证券化交易的原则。

4. 资产证券化是一种低成本的融资方式。虽然资产证券化作为一种融资方式有很多项费用支出,如金融担保费用、信用评级费用、帐户托管费用、资产池服务费用、证券承销费用等等,但是资产证券化总的融资成本低于传统融资方式。因为:第

一,资产证券化运用成熟的交易架构和信用增级手段,改善了证券的发行条件。一般情况下,资产支撑证券都能以高于或等于面值的价格发行,并且支付的利息率比原始权益人发行的类似证券低得多。这会较大幅度地降低原始权益人的融资成本。第二,资产证券化支出费用总额与交易总额的比率很低。资料表明,资产证券化交易的中介体系收取的总费用率比其他融资方式的费用率至少低 50 个基点。<sup>③</sup>

## 二、中国发展资产证券化融资的意义

### 1. 发展资产证券化融资,有利于增加基础设施建设投入

据世界银行估计,在 1995—2004 年这十年间,中国需要对基础设施建设投入总值达 7440 亿美元的资金,<sup>④</sup>按 1995 年的平均汇率 1 美元等于 8.3509 元人民币计算,平均每年需投入 6213 亿元人民币。这么庞大的资金仅靠财政基建投资显然是不行的。1995 年中国财政基建拨款占财政支出的 11.6%,约为 893.44 亿元人民币,<sup>⑤</sup>与世行估计值相差 5319.56 亿元人民币,仅能满足 14.4%的需要。这个资金缺口如果靠借外债来填补,按 1995 年的国民生产总值(GNP)计算,中国的外债与 GNP 之比会达到 9.28%,而中国这一指标最高值出现在 1993 年,仅为 1.04%,<sup>⑥</sup>很明显,借外债也是行不通的。解决这一问题的比较好的方法,就是在基建领域推行资产证券化这种融资方式。即由基建项目发起单位(如市政工程公司)充当原始权益人,以已有的基础设施(如公路桥)的未来现金收入流(如过桥费)为还本付息的保证,由特设信托机构直接在国内外、国际资本市场上发行债券为新的基建项目融资。我国目前存在着大量能够产生稳定收入流的基础设施,在基建领域推行资产证券化,把非流动性的基础设施盘活,实现基础设施建设的滚动发展,有着重大的现实意义。

### 2. 发展资产证券化融资,有利于改善中国金融机构的经营管理

第一,利用资产证券化技术,金融机构可以改善资产负债管理。一方面,我国有关法规规定,商业银行、金融信托投资机构、城市信用合作社的资本充足率要达到 8%以上,但是我国许多金融机构的资本充足率目前达不到这一要求。例如,有人估计 1996 年底中国建设银行的资本充足率仅为 6.49%。<sup>⑦</sup>金融机构通过把自身拥有的一部分风险资产证券化,减少了资产负债表上的风险资产,可以有效地提高资本充足率,满足监管要求。另一方面,资产证券化在安排资产支撑证券的期限、利率、发行时间等方面都相当灵活,金融机构利用资产证券化技术,可以使自身的资产业务与负债业务完美地匹配起来。第二,利用资产证券化技术,金融机构有望盘活不良信贷资产。近年来在美国等国家已出现了不良信贷资产证券化的先例,穆迪公司还专门为此制定了评估考核的模式。<sup>⑧</sup>第三,利用资产证券化技术,金融机构能增强业务拓展能力和竞争能力。由于资产证券化是一种表外融资方式,金融机构把非流动性资产证券化,等于凭空增加了一条重要的资金来源。有了资金来源,金融机构扩展

资产业务的能力大大增强,在同业竞争中会处于有利的地位。第四,通过购买资产支撑证券,金融机构能提高自身的资产质量,促进资产组合多样化,降低投资风险和经营风险,增加投资收益。这是因为,资产支撑证券经过信用增级之后,一般都具有较高的信用评级,安全性较好,流动性较大,收益率较高。

### 3. 发展资产证券化融资,有利于推动国有企业的发展

第一,利用资产证券化技术,国有企业能吸引国内外大量的投资者。按穆迪公司和标准普尔公司的评级标准,我国国有企业的信用等级一般在 Baa1/BBB+ 以下,很多企业属于投机级(Ba1/BB+ 以下级别),<sup>⑨</sup>这使得我国国有企业很难吸引到国内外,尤其是国外的投资。资产证券化有一套成熟的信用增级技术,只要国有企业拥有一部分能产生稳定的收入流的高质量资产,就能利用资产证券化技术发行具有较高信用级别的资产支撑证券,从而吸引来国内外众多的投资者。第二,利用资产证券化技术,国有企业能改善自身的财务状况。首先,国有企业能利用资产证券化技术盘活非流动性资产,换取急需的流动资金,并能提高资产周转率和资产收益率;其次,利用资产证券化技术融资,国有企业不会增加资产负债表上的负债,在当前国有企业负债率高达 71%的情况下,<sup>⑩</sup>这种融资方式具有特别重要的意义;最后,国有企业利用资产证券化技术可以极大地降低融资成本。第三,利用资产证券化技术,国有企业能提高自身的经营管理水平。资产证券化要求原始权益人建立一套规范的财务会计和管理决策制度;在资产支撑证券到期前,金融担保公司等机构还要严密监视原始权益人的经营管理活动。这会从外部形成一种压力,迫使融资的国有企业提高自身的经营管理水平。

### 4. 发展资产证券化融资,有利于加快资本市场的成长和完善

第一,发展资产证券化融资,有利于融资工具的多样化和扩大资本市场的覆盖面。资产证券化以资产交易的形式融资,靠信用增级吸引投资者,与传统融资方式大不相同。它会增加我国资本市场上融资工具的可选择性。资产证券化还能使以前由于自身信用级别较低而不能进入资本市场直接融资的企业得偿夙愿,从而扩大资本市场的覆盖面。

第二,发展资产证券化融资,有利于投资渠道多元化和减少资本市场的投机性。我国的资本市场饱受投机行为的困扰,归根到底,是因为我国缺少足够宽广的投资渠道。相对于总量已达 3.8 万亿元的居民储蓄来说,<sup>⑪</sup>我国的债券总余额只有 200 亿元,<sup>⑫</sup>沪深两地股市总股本也仅为 765 亿元,<sup>⑬</sup>显得太少。资产证券化能为中国的投资者开辟一条宽广的投资渠道。按美国的经验,凡是能产生预期现金收入流的资产都可以证券化;<sup>⑭</sup>而且,资产证券化所提供的投资对象即资产支撑证券相对于银行存款来说,投资收益率较高,相对于股票和期货合约来说,投资风险较小,十分适合中国的投资者。推行资产证券化能有效地分流资金,减轻股市和商业银行所承受的压力,促使资本市场上的投机行为向投资行为转化。

第三,发展资产证券化融资,能提高资本市场的运行效率和证券市场的地位。一方面,资产证券化能盘活社会上的资产存量,使其转化为现金,再流向急需资金的产业或企业,从而使资本市场充分发挥其优化资源配置的功能;资产证券化的融资成本较低,它的推广能有效地降低资本市场的运行成本,提高我国资本市场的运行效率。另一方面,资产证券化在融资成本等方面拥有的竞争优势,会打破商业银行垄断全社会流动资金的局面,凸显证券市场在金融体系中的地位和作用。<sup>⑤</sup>

第四,发展资产证券化融资,能促进资本市场的现代化和国际资本市场的接轨。资产证券化要求有一个完备、规范的制度环境,包括税务制度、财会制度、信用评级制度、金融担保制度,以及证券法、信托法等法规体系等等;资产证券化还要求有一批高素质的金融专业人才,所以,在我国推行资产证券化有利于促进资本市场的现代化。我国是一个资金短缺的国家,努力提高资产支撑证券的信用级别,到国外资本市场上吸引投资是发展资产证券化融资的重要目的之一;在资产证券化过程中,与国外的评级机构、担保公司等机构开展合作是必要的;而且,按照惯常的做法,我国的一部分特设信托机构也要设立在免税国家和地区,所有这些都将是把我国的资本市场与国际资本市场紧密地联系起来。

#### 5. 发展资产证券化融资,有利于促进消费者信贷市场的发育

发展消费者信贷市场,能扩大全社会的有效需求,刺激经济发展。消费者信贷市场的发展程度决定着商品住宅、汽车等高价产品生产行业的兴衰。美国1996年底消费者信贷总余额达11932亿美元,其中仅汽车贷款就达3752亿美元。<sup>⑥</sup>我国目前也在尝试发展消费者信贷市场,但由于消费者信贷期限长、流动性低、占用资金多等原因,这一市场的发展步履维艰。发展资产证券化融资,有利于促进消费者信贷市场的发育。这是因为,在消费者信贷机构发放贷款形成流动性较低的资产后,能够利用资产证券化技术把这部分资产转化成现金,从而在事实上改变消费者信贷的期限和流动性特征,减少占用的资金;这会进一步扩大消费者信贷机构对消费者发放贷款的能力,形成良性资金循环。如果资产证券化得到规范地推广,那么,有了发达的资产支撑证券市场作基础,消费者信贷定能得到长足的发展,这对于我国下一时期的支柱产业(如房地产业、汽车业)的发展具有举足轻重的影响。

### 三、中国发展资产证券化融资的难点和对策

中国已经具备了一些发展资产证券化融资的基本条件。一方面,中国存在着发展资产证券化的巨大需求:中国经济持续高速增长,需要大量资金,各级政府和企业希望通过资产证券化融通资金;中国的投资者迫切需要资产支撑证券这个高收益、低风险的新投资工具;国际资本看好中国市场,急切需要资产证券化来衔接中国国内与国际资本市场。另一方面,中国拥有发展资产证券化的资源条件:中国有大批高质量的资产适合

证券化;中国庞大的居民储蓄总额和国际上准备进入中国的巨额资本是资产证券化的两个重要的资金来源;中国的经济立法和金融改革有较大进展,为资产证券化的运作准备了一定的制度环境。

尽管如此,中国发展资产证券化融资仍然有一些困难。下面笔者将侧重探讨这些困难的表现以及为克服这些困难应采取的对策。

1. 对资产证券化的种种误解是中国发展资产证券化融资的最大障碍;发展资产证券化融资必须首先加强资产证券化的理论研究和宣传,使决策层认识到资产证券化既不会造成国有资产流失,也不会增加外债负担。对资产证券化的两个最大的误解是:资产证券化会造成国有资产流失,资产证券化会增加政府的外债负担。这些误解极大地阻碍着资产证券化在中国的发展,必须予以澄清。在资产证券化过程中,作为原始权益人的国有单位是以资产交易的方式融通资金的,由于出售资产必能获得相应的收入,在市场有效的前提下,这只不过是资产形式的转换,而不是资产流失;国有单位出售的只是资产池在未来某一特定时期内的现金收入流,卖的只是“蛋”而不是“鸡”,待资产支撑证券到期后,资产池的剩余价值仍全部归还给国有单位,资产池不会“决堤”;国有单位借助特设信托机构发行的是债务证券,不会改变自身的所有权结构,既不会导致私有化,也不会带来外国资本对国有企业的控制权,所以,在中国发展资产证券化融资不会造成国有资产流失。如前所述,资产证券化是一种表外融资方式。如果国有部门利用资产证券化技术吸引外资,也不会增加自身的外债负担;政府自然也不会因为替借款单位提供国家主权信用担保而承担无限责任。所以,资产证券化不会增加政府的外债负担。

2. 资产证券化的会计处理原则不明确是中国发展资产证券化融资的第二大难点;发展资产证券化融资必须允许原始权益人将证券化资产从资产负债表上剔除,把资产证券化真正构成表外融资方式。资产证券化的会计处理原则直接决定资产证券化能否真正构成表外融资方式。我国的会计准则对此尚未做出明确规定,使资产证券化在中国的发展前景具有一定的不确定性。发展资产证券化融资必须首先确认对资产证券化交易进行会计处理的“表外”原则。是否同意以表外方式处理资产证券化,决定于会计主管部门对资产证券化交易的看法;是否认为特设信托机构具备交易主体(资产买方及证券发行人)的资格;是否承认证券化资产的过户是真实出售;是否认可资产证券化交易中的破产隔离。如果回答是肯定的,会计主管部门就会把资产证券化过程看作是卖方“销售资产获取收入”的过程,就会允许卖方把证券化资产从资产负债表上剔除,并把融通的资金确认为卖方的会计收入。会计部门的看法在很大程度上取决于资产证券化在我国的试点。因此,资产证券化试点工作一定要求稳忌躁,力求规范。

3. 资产证券化的税收待遇不明确是中国发展资产证券化融资的第三大难点;发展资产证券化融资必须具体规定对原始

权益人、特设信托机构和投资者的税收待遇,力求减轻税收负担,减少征税环节。税收待遇直接决定着资产证券化的融资成本和可行性。过重的税收负担会使资产证券化失去相对于其他融资方式的成本优势,过多的征税环节会给资产证券化交易造成很大的麻烦,而税收待遇不明确则会给资产证券化交易者带来更大的风险。所以,第一,要明确规定对原始权益人的税收待遇。在所得税方面要明确规定:原始权益人资产销售收益的所得税税率;若产生亏损是否可以扣税,以及如何扣税。在流转税方面要规定:是否征收增值税,如果征收,则适用何种税率;是否征收营业税,若征收,则适用何种税率。在行为税方面要规定是否征收印花税,若征收,则适用何种税率。第二,要明确规定对特设信托机构的税收待遇。鉴于特设信托机构的税收负担会直接增加资产证券化融资的中间费用,应尽量降低特设信托机构的实际适用税率。有三种办法可以选用:直接规定适用于特设信托机构的优惠税率,或扩大它的可扣除费用的范围;在大陆为特设信托机构设置专门的免税区;允许特设信托机构设在海外。第三,要明确规定对投资者的税收待遇。应明确规定投资者在持有资产支撑证券期间所收利息以及售出证券时所获收益是否需要缴税。在具体规定资产证券化交易各主体的税收待遇时,应力求减少征税环节,防止重复纳税,减轻税收负担。例如在对原始权益人征税时,由于原始权益人出售资产很少有增值,可以免征增值税。

4. 资产证券化的监督体制尚未确立是中国发展资产证券化融资的第四大难点;发展资产证券化融资必须指定或建立专门的监管机构,建立健全监管法规,提高监管程序的透明度。资产证券化是一个比较复杂的融资过程,它的健康发展需要一个完备、有力的监管体制来保证。我国还没有一个专门的资产证券化监管机构,相关的监管法规也极不完善,这种现状会严重妨碍资产证券化在我国的健康发展,必须尽快改变。第一,应确定或建立专门的资产证券化监管机构。资产证券化既涉及证券、担保、信托等金融业务领域,又涉及工商企业资产交易等非金融业务领域,是跨部门跨行业的综合业务,在现有的政府行政管理体系中,任何单个机构的业务分工都难以与之对应。<sup>⑩</sup>因此需要建立专门的机构对它进行监管。作为过渡性安排,可以先由中央银行实行统一管理。第二,应建立健全资产证券化监管法规。对资产证券化过程中的重要问题,如特设信托机构的设立和解散、资产池的管理等以法规的形式作出规定,为资产证券化的运作提供一个较完备的法律框架。第三,必须提高资产证券化监管程序的透明度,这既是提高监管效率的要求,也是吸引外资的要求。

5. 资产证券化的支持体系尚不健全是中国发展资产证券化融资的第五大难点;发展资产证券化融资必须同时推进信用评级业和金融担保业的发展,允许开办相关的外汇期货、货币互换和利率掉期等业务。资产证券化在一定意义上就是一个信用评级和信用增级的过程,它离不开信用评级机构和金融担保公司的支持,所以发展资产证券化融资必须同时推进信用评级

业和金融担保业的发展。在资产证券化交易中,投资者和融资者都面临着因利率和汇率的不利变动而遭受损失的风险。<sup>⑪</sup>如果没有办法对这些风险进行管理,资产证券化就会丧失对许多潜在投资者和融资者的吸引力。因此,要在中国发展资产证券化融资,必须允许开办相关的外汇期货、货币互换和利率掉期业务,使融资者和投资者能获得管理利率风险和汇率风险的工具。

#### 注释:

①“原始权益人”指就要被证券化的资产的所有者,也就是希望通过资产证券化融通资金的一方。“资产池”指原始权益人从总资产中把即将被证券化的资产分离出来,汇集在一起所形成的特殊资产集合。“特设信托机构”指专门为资产证券化而设立的独立信托实体,它负责购买和拥有即将被证券化的资产,并发行资产支撑证券。“真实出售”是指在依照事前订立的买卖合同把资产所有权过户给特设信托机构之后,即使原始权益人被破产清算,已过户的资产也不列入清算范围;简言之,真实出售能导致破产隔离。

②安达信公司(Andersen)中国证券化小组:《关于证券化的会计和税务问题的概述》,1997年风险创业投资及资产证券化融资国际学术研讨会论文,2页。

③豪升 ABS(中国)控股公司:《证券化交易的风险、潜力和许诺》,1997年风险创业投资及资产证券化融资国际学术研讨会论文,2页。

④Alex S. K. Lam. Securitization in China, 1997年风险创业投资及资产证券化融资国际学术研讨会论文,4页。

⑤⑥⑦根据《中国金融年鉴》(1996)576~577、123页数据计算得出。

⑧⑨⑩中国投资咨询公司:《资产证券化的发展及其对银行业的影响》,1997年风险创业投资及资产证券化融资国际学术研讨会论文,第2~4页。

⑪成之德:《在资产证券化研讨会上的发言提纲》,1997年风险创业投资及资产证券化融资国际学术研讨会论文,6页。

⑫张春霖:《国有企业改革与国家融资》,载《经济研究》,1997(4),7页。

⑬戴园晨:《利用资本市场发展国有经济》,载《经济研究》,1997(4),5页。

⑭这一数字是政府债券余额与企业债券余额之和,见易纲:《中国金融资产结构分析及政策含义》,载《经济研究》,1996(12),27页。

⑮豪升 ABS(中国)控股公司:《资产证券化与中国》,1997年风险创业投资及资产证券化融资国际学术研讨会论文,2页。

⑯U. S. Congress, Economic Indicators, March 1997, P29.

⑰李泊溪:《证券化融资在中国——机遇与挑战》,1997年风险创业投资及资产证券化融资国际学术研讨会论文,6页。

⑱Ian H. Giddy, Asset Securitization In Asia: An Overview, Hill & Knowlton, pp9~20.

(作者单位:武汉大学经济学院博士生 武汉 430072)

(责任编辑:刘传江)