

论出口应收款项离岸证券化

孙建平

摘要：出口应收款项离岸证券化融资具有不同于国际银行信贷、海外上市和发行海外债券等传统海外融资工具的独特魅力。它的主要特点在于：它的发展与融资发起人所在国的金融业发展水平和制度环境状况基本分离和它的运用与融资企业的规模、信用等级、产业领域和产品类别基本分离。本文最后论述了这种新型海外工具对我国的有用性、在我国的可行性和有关对策思考。

关键词：海外融资 出口应收款项离岸证券化 出口应收款项 资产池

国内曾有人(张锡营、刘念怀,2000)提出跨国资产证券化可以在不同的国家和地区选择最适合的参与者完成最经济的交易过程,它可以作为我国资产证券化的突破口。何小锋和来有为(2000)认为利用离岸资产证券化可以在实践中借鉴和吸收国外证券化的先进经验,从而推动我国证券化市场的培育和发展,同时还可以低成本吸引外资流入。张世荣和张绍岩(2000)提出国内证券化受到制度和环境的约束,所以我们要选择“外向型发展模式”,即跨国证券化作为突破口。戴国强和孙奉军(2001)认为跨国证券化的离岸运作可以规避国内资产证券化的制度性约束。但是,跨国证券化是一个很广泛的范畴,包括上述研究在内的跨国证券化文献并没有再具体分析何种跨国证券化最适合在我国发展,本文选取了出口应收款项作为研究对象,从海外融资和离岸运作两个角度来探讨这种离岸证券化。

一、出口应收款项离岸证券化的基本运作

出口应收款项离岸证券化是指本国出口商作为发起人把外国进口商(即原始债务人)的未来出口应收款项真实销售给特殊目的载体(SPV,Special Purpose Vehicle)。在实践中也有很多发起人采用信托方式把自己的出口应收款项让渡给信托机构。特殊目的载体和信托机构通常在欧洲市场或免课税赋国境内。该载体或信托机构对这笔资产加以适当的信用增级,最后以此资产为担保向投资者发行债务型有价证券。应收款项是一个广义的概念,既包括应收账款,也包括应收票据和延期付款信用证等形式的应收款项;既包括已经发生了的应收款项,也包括已有合约和承诺的未来应收款项,这种款项通常与船舶、飞机等生产周期长的大型设备和机械有关(如下文提及的深圳中集集团的案例)。如果应收款项是短期性的,在获得金融机构的流动性支持后可以发行票据,如果是中长期性质,通常发行期限型债券。信用增级方式包括融资发起人的卖方信用增级和第三方的外部信用增级,最常用的信用增级方式是超额抵押,即资产化证券的发行额小于资产池中本金总额,在融资期限结束时扣除抵偿了损失额后的抵押余额要返还给发起人。

整个证券化交易的主要参与方包括:融资发起人,即出口商;特殊目的载体;服务商;受托人;外部信用增级机构;信用评级机构和投资银行等。发起人一般还会充当前向原始债务人、从事现金流收集的服务商,为使证券化融资与发起

人和服务商的破产风险完全隔离,国际债务人的偿付款项一般须直接存入由受托人管理的锁定账户中。所以整个交易的基本运作流程图如图1所示。从图1可以看出,通常只有出口应收款项证券化的发起人在境内,除发起人外的其他交易参与方多为发达国家的国际性金融机构或中介机构。同时也正是基于这个原因,本文才采用了离岸证券化这个词概括,笔者认为这样比跨国证券化要更准确一些。

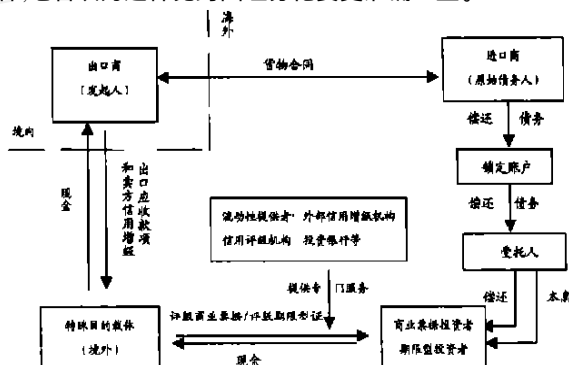


图1 出口应收款项证券化基本流程图

二、出口应收款项证券化融资的独特魅力和主要特点

国际银行信贷一般有很多的限制条款,还有严格的贷款审查程序和标准,能否实现融资目的最后取决于企业的综合信用等级。在海外发行股票来筹集资金一般有包括持续盈利能力,股权分散程度和公司治理结构等在内的一系列严格的上市标准。此外,上市公司还要严格遵循海外融资市场上的信息披露规则和会计审计准则等。显然,股票融资方式对企业的整个综合实力提出了很高的要求。海外债券面市前要经过信用评级,评级机构在评级时主要是评价公司发展前景,财务状况,公司债券的约定条件和发行人所在国家的主权风险等方面,可见,海外债券的信用等级也是由发行人的综合信用水平决定的,并且其等级很难突破国家主权外币信用等级。对于出口应收款项证券化融资这种新型融资来说,证券化产品即偿付证券的本息来源于基础资产出口应收款项的未来现金流,所以它是一种“自我清偿”和收入导向的融资工具。出口应收款项的证券化适宜性取决于基础资产的质量状况,而基础资产的质量状况决定了这种自我清偿的有

效性。为了更进一步强化这种有效性,这种证券化交易又引入了信用增级这种结构安排来补充和提高基础资产的质量状况。所以证券化交易的信用评级高低只取决于出口应收款项的质量和信用增级水平,与发起人的综合实力、综合信用等级和国家主权信用评级基本分离。这正是这种新型海外融资工具的独特魅力。

我们可以从出口应收款项证券化融资的基本操作和独特魅力中概括出它与众不同的特点。其特点主要体现在两个基本分离上。(1)因为它的融资地点在发达国家的资本市场,主要交易参与方也多为发达国家的国际性金融机构和中介机构,所以对于发展中国家来说,这种证券化交易更多地是借助于发达国家完善的资本市场、金融机构和中介机构卓越的服务以及良好的制度和环境条件来完成的,它与融资发起人所在国的金融业发展水平和制度环境状况基本分离,这一点意味着融资发起国要开展和支持这种证券化的准备成本很小,约束条件不多,不存在时机是否成熟的问题。(2)出口应收款项证券化融资的适用性特别广泛,它与企业的资产规模、综合信用等级、产业领域和产品类别基本分离。它适用于那些大中型企业,但即使是中小型企业,他们也可以通过组建混合资产池等方式来运用这种融资工具。它不仅适

用于那些综合信用评级达到投资级的企业,也适用于那些综合信用评级达不到投资级,但是却有优质的出口应收款项的企业。它与企业所属的产业领域和产品类别脱钩,无论融资发起人是高科技产业还是传统产业,也不管企业产品是初级品还是工业制成品。

表1概括了墨西哥和中国等发展中国家出口应收款项证券化融资的几个案例,我们可以从中更进一步理解这种新型海外融资工具的独特魅力。墨西哥国有石油公司的这种证券化融资利率相对于其他融资方式的利率来说,节省了50~337.5个基本点。中国深圳中集集团向荷兰银行出售其未来3年的一些优质应收账款,由此以低成本进入了国际商业票据市场,并且获得了穆迪、标准普尔在国际短期资金市场上的最高信用评级,为企业的更好发展创造了良好的条件。

我们还可以从墨西哥等拉美国家的出口应收款项证券化融资的案例中看出前面所分析的这种融资与众不同的特点,即它主要是借助发达国家完善的国际资本市场完成的,与融资发起人所在的产业领域和产品类别等基本分离(参见表2)。

表1 墨西哥和中国等发展中国家出口应收款项证券化融资案例

	融资发起人	基础资产	融资总额(亿美元)	利率	信用评级	主权外币信用评级
1993	墨西哥国有石油公司	10家美国公司的原油美元应收款	3.6	年利率7.35%	A	BB+
1995	巴西 AracruzCelulose S. A. 公司	漂白桉树纸浆(BEK)美元出口应收款	1.5	固定利率和浮动利率	BBB-	B+
1995	墨西哥 DesarrolloIndustrial Minero S. A. de C. V 公司(Medimsa)	主要是矿石出口应收款	6	固定利率和浮动利率	BBB	BB
2000	中国国际海运集装箱(集团)股份有限公司	未来3年一些国际知名的航运公司和租赁公司的集装箱应收账款	0.8	Libor+1%	A1	—

资料来源:根据相关资料整理。

表2 拉丁美洲部分发展中国家出口应收款项证券化融资所反映的主要特点

发起人	融资地点	产业领域	产品类别	外部信用增级机构	托收机构	评级机构
墨西哥国有石油公司	美国	原油	初级产品	花旗银行	瑞士纽约银行	S&P
巴西 AracruzCelulose S. A. 公司	美国	造纸	工业制成品	—	一家美国银行(具体不详)	S&P
墨西哥 DesarrolloIndustrial Minero S. A. de C. V 公司(Medimsa)	美国	采矿	初级产品	化学银行	纽约银行	D&P
阿根廷 YPFS. A. 公司	美国	成品油	工业制成品	J. P. 摩根证券公司	纽约银行	S&P

资料来源:根据有关资料整理。

对于融资发起人来说,他们除了从出口应收款项证券化的独特魅力和主要特点中获得很好的融资收益外,他们还可以通过这种证券化获得资产负债管理和风险管理收益,这是因为出口应收款项证券化交易同时具有海外融资、资产负债管理和风险管理三种工具特性,参见表3。由此可见,融资发起人是具有充分的利益驱动来发起出口应收款项的证券化。

总之,正是因为出口应收款项的证券化融资具有不同于传统海外融资(如国际银行信贷,发行股票和债券)的独特魅力、主要特点和三种工具特性,所以20世纪末拉丁美洲许多国家的企业采取这种新型海外融资方式后,它很快在中东、南亚和东南亚等地区迅速扩展,获得了巨大的成功。

表3 出口应收款项证券化交易的工具特性和发起人获得的利益

	发起人获得的具体利益
融资工具	1. 跨越发起人综合信用等级限制,即使非投资级公司也可以以投资级利率融通资金,突破主权信用等级。 2. 提高证券投资等级,降低融资成本,吸引了更多的投资者,尤其是机构投资者(因为有许多机构投资者自身规定或被监管当局规定必须主要投资于投资级证券)。 3. 以较低的成本间接进入了海外资本市场。 4. 有利于提高其在海外资本市场的知名度,为日后直接进入资本市场进行低成本融资打下了很好的基础。
资产负债管理工具	降低了风险资产的权重,改善了资本结构。
风险管理工具	把较高风险的出口应收款项变为风险很低的现金,降低了发起人的经营和财务风险。

三、关于在我国开展出口应收款项证券化融资的思考

(一) 出口应收款项的证券化融资对我国的有用性

1. 出口应收款项的证券化融资客观上为我国提供了一种新型海外融资工具,而我国具有巨大的出口应收款项证券化融资潜力。我国是一个发展中大国,经济发展中存在投资缺口,投资缺口需要外商投资和海外融资来填补。虽然我国

目前储蓄明显大于投资,但这并不意味着我国已经进入后工业化社会而产生资本过剩,现在资本过剩的背后是社会有效投资不足(郭树清,2002)。出口应收款项的证券化非常有助于解决我国的投资缺口,如果实现了这种证券化融资,则意味着那些实力不够强和综合信用等级不够高的企业只要拥有高质量的出口应收款项资产,也已经通过对其证券化实现海外融资,这一来就相当于整个经济系统已经实现了潜在的最高水平的海外融资。另一方面,我国具有非常大的出口应收款项证券化融资潜力。从1994年我国外汇制度改革至2001年,我国出口总额从1210.1亿美元增至2661.5亿美元,每年平均有50%的出口集中于美国、欧盟和日本这些主权信用等级高的发达国家和地区。下面我们假设出口收入中有

25%是前面提及的广义应收款项(参见表4的注),证券化交易的超额抵押比例是2:1,把这8年间我国大陆每年对香港和对美国出口的应收款项分别在香港和在美国进行证券化融资,计算所得的具体融资数额见表4中第4栏和第6栏,从这两栏数据我们可以看出就过去的出口总额而言,我国整个出口的应收款项证券化融资总额非常大。至于将来,我国加入世界贸易组织将带来出口贸易的长足增长,这种证券化融资的潜力也将得到相应地更大发展。表4也列出了我国从1994年到2000年的H、N股发行量和筹资额,在这段时间的筹资总额是1311.08亿元,按1美元=8.27人民币的汇率折算成美元是158.53亿美元。显然,我国出口应收款项证券化的海外融资额都要远远大于在美国和香港上市的筹资额。

表4 我国出口应收款项证券化融资潜力

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
总体出口总额(亿美元)	1 210.10	1 487.80	1 510.50	1 827.90	1 837.10	1 949.30	2 492.10	2 661.50
对香港出口所占比重(%)	26.70	24.20	21.80	24.00	21.10	18.90	17.90	17.50
在港证券化融资总额(亿美元)	40.40	45.00	41.18	54.85	48.45	46.05	55.75	58.23
对美出口所占比重(%)	17.70	16.60	11.60	17.90	20.70	21.50	20.90	20.40
在美证券化融资总额(亿美元)	26.78	30.88	21.90	40.90	47.53	52.38	90.10	67.88
H、N股发行量(亿股)	69.89	15.38	31.77	136.88	12.86	23.05	7.10	—
H、N股筹资额(亿元)	188.73	31.46	83.56	360.00	37.95	47.17	562.21	—

注:根据中国经济贸易年鉴的统计资料,可以计算出我国全部国有企业及年产销售收入500万元以上的非国有工业企业1999和2000年的狭义应收账款占年收入比重平均约为20%,作者考虑到本文研究的是广义的应收款项,所以将比重设为25%。

资料来源:有关出口总额数据摘自1995-2001年《中国对外经济贸易年鉴》,其中,2001年数据摘自《国际贸易》2002年第2期第62页,对港和对美出口比重根据上述资料计算而得。H、N股发行量和H、N股筹资额资料取自2001年《中国金融年鉴》第386页。

表5选取了2000年和1999年对美出口的几个主要部门,以和表4相同的假设条件计算在美国进行的应收款项证券化融资总额,并且这时暂不考虑各种出口产品的价值大小而对不同出口产品采用了同样的超额抵押比例。我们既可

以从表5看出我国产业部门利用这种证券化融资的潜力,也可以由此进一步加深对这种新型海外融资工具第二个主要特点的理解。

表5 我国部分产业部门出口应收款项的证券化融资潜力

2000年对美出口总额					1999年对美出口总额				
指标	2000年对美出口总额	2000年证券化融资总额	1999年对美出口总额	1999年证券化融资总额	指标	2000年对美出口总额	2000年证券化融资总额	1999年对美出口总额	1999年证券化融资总额
服装	47.94	6.00	38.72	4.84	玩具	29.83	3.73	27.97	3.50
电风扇	2.55	0.32	2.33	0.29	汽车零部件	4.64	0.58	3.52	0.44
鞋类	48.80	6.10	43.59	5.45	焦炭	1.14	0.15	0.65	0.80
照相机	3.32	0.42	2.65	0.33	电缆线	3.36	0.42	2.99	0.38
钢材	4.84	0.61	2.79	0.35	塑料	20.92	2.62	17.12	2.14

资料来源:《中国对外经济贸易年鉴》(2001),540~628页。

2. 出口应收款项的证券化融资将成为我国利用外国储蓄的主要方式之一。吸引外商投资和我国企业海外融资都是吸引外国储蓄弥补我国投资缺口的两种有力手段,都是市场经济下利用国外市场和国外资源的重要表现。经过20多年的发展和加入世界贸易组织的带动,我国利用外资的规模和水平目前正处于一个较成熟的阶段,而我国企业海外融资起步较晚,但是发展很快,具体数据参见表4最后一栏。利用海外股票市场融资目前是我国海外融资最主要的方式。海外股票市场融资发展虽然很快,但是相对于外商投资来说,总额太少,波动性大,具体如图2所示。在利用外国储蓄的总额中所占的比重就更小了。这种现状既从另一个侧面说明了我国利用海外融资的潜力,也凸显了在我国推行和发展以出口应收款项证券化融资为代表的海外资产证券化融资的必要性。在诸如侨民汇款,国际信用卡和项目融资等多种形式的海外资产中,出口应收款项在我国海外资产中所占的比重最大,本身规模很大,发展也最稳定,所以出口应收款项的证券化是我国最有发展潜力和对国外投资者最有吸引力的海外资产证券化。出口应收款项的证券化融资因为其自身的独特魅力和主要特点,充分具备了推动我国海外融资

迅速发展的内在动力,所以它将成为我国海外融资和利用外国储蓄的主要方式之一,并且促进海外融资和吸引外商投资这两种吸收外国储蓄的方式相对平衡发展。

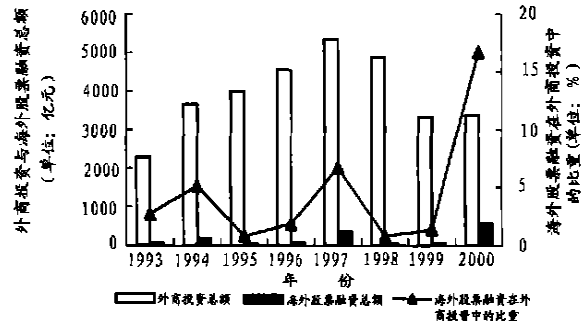


图2 1993-2000年中国外商投资总额和海外股票融资总额及其比重

说明:海外股票融资包括在香港和美国发行的H股和N股融资,包括首次发行、增发和可转换债券发行方式,折算汇率参见《中国金融年鉴》(2001),386页。

资料来源:《中国金融年鉴》(2001),383,386页,北京,中国金融出版社,2001。

3. 出口应收款项证券化融资不仅能满足我国更多企业对海外融资工具的需要,而且还可以满足我国企业对资产负债管理和风险管理两种工具的需要。虽然加入世界贸易组织意味着我国出口贸易的更大发展,但与此同时也意味着我国外向型企业对上述三种工具的需求大大增加。如果我国企业可以利用出口应收款项的证券化,那么作为发起人,他们完全可以从这一种交易中同时获得上述三种工具(参见表3),所以可以说这种证券化交易为融资企业的进一步发展壮大提供了一个良好的平台。从海外融资来说,我国有很多企业有对这种新型海外融资工具的内在需要。他们目前还难以发行股票和债券,获取国际银行信贷等传统方式获得海外融资,但是他们的出口规模很大,质量也很高。出口应收款项证券化融资为这些企业的海外融资提供了一条很好的渠道,而且这种新型融资工具也可能是他们进入国际资本市场的唯一途径或必须的第一步。表6从2000年和2001年中国出口额最大的200家企业中选取部分企业为对象来计算出口应收款项离岸证券化的融资总额。离岸证券化的基础资产池是样本企业2000年和2001年的平均出口总额。从表4可以看出,在1994到2001年对美出口总额约占我国整个出口总额的19%,因此,表6假设样本企业每年有20%的对美出口额,其他假设条件则同表4。从表6最后得到的数据来看,样本企业得到的该种海外融资额是很大的,排名第一的东方国际(集团)有限公司高达5401万美元,即使排名比较靠后的中国远大集团公司也达到579万美元。

4. 出口应收款项证券化是我国部分中小企业海外融资的最佳路径。我国中小企业只获得30%左右的金融支持,却贡献了60%~80%的社会财富。目前我国中小企业的进一步发展在国内融资上还是受到很大的约束:由于风险太高和利率管制导致的定价受限使得银行间接融资依然很难;风险投资规模不够,运作也不规范;创业板市场还在筹划之中(即使推出来,也主要是为中小高科技公司服务和为风险资本提供出口);股票主板市场门槛太高;受自身信用等级和规模的限制很难进入发展缓慢的公司债券市场。因此,中小企业的进一步发展壮大还是离不开海外融资,自中国加入世界贸易组织以来很多国际著名投资银行纷纷利用各种场合向我国包括中小企业在内的民营企业积极推荐海外融资。如果是通过海外上市来融资,暂且不论其综合实力不够而很难在海外上市,即使上市,对我国大多数中小企业来说,海外上市的融资成本显然太高,而且还不包括每年昂贵的上市维护费。因此,海外上市并非理想途径。至于发行海外债券和利用国际银行信贷,中小企业由于受实力和综合信用等级的限制更难在海外资本市场利用这种融资工具。由此可见,对于我国那些具有优质出口应收款项的中小企业来说,在海外进行这种证券化融资就成了一种最佳途径。融资企业可以充分利用这种新型海外融资工具的独特魅力和主要特点,发起人从三种工具特性中获得的收益进一步发展壮大,提高企业的综合实力和综合信用等级,为海外上市和发债时机的成熟创造条件。

表6 我国部分企业的出口应收款项证券化融资潜力 单位:百万美元

2001/2000年排名	企业名称	2000和2001年平均出口总额	证券化融资总额	2000/2001年排名	企业名称	2000和2001年平均出口总额	证券化融资总额
1/1	东方国际(集团)有限公司	2 160.39	54.01	17/13	上海轻工控股(集团)公司	938.97	23.47
6/2	中国化工进出口总公司	1 793.15	44.83	12/14	中国机械装备(集团)公司	1 051.95	26.30
16/3	中国海洋石油总公司	1 176.43	29.41	23/25	广东省丝绸(集团)公司	659.96	17.40
9/4	上海纺织控股(集团)公司	1 303.37	32.58	96/80	中国长城工业总公司	286.13	7.15
5/8	中国普天信息产业集团公司	1 382.08	34.55	60/108	海尔集团公司	323.91	8.10
15/10	中国国际海运集装箱(集团)股份有限公司	1 011.93	25.30	110/122	中国远大集团公司	231.79	5.79

说明:2000年排名遵循对外贸易经济合作部2001年8月16日公布的2000年中国出口额最大的200家企业名单,2001年排名遵循对外贸易经济合作部2002年5月28日公布的2001年中国出口额最大的200家企业名单。

资料来源:《中国对外经济贸易年鉴》(2001),892页;中国对外贸易经济合作部网站(www.moftec.gov.cn),2002年5月28日。

(二) 出口应收款项证券化融资在我国的可行性

如果目前在我国国内开展贸易应收款项之类的资产证券化,将面临基础脆弱,制度和环境障碍等根本问题,比如,信用限制,法律限制,中介机构问题,机构投资者的投资规模和能力问题,监管问题,人才和技术限制等等。因此在国内开展资产证券化的准备成本很高,而可证券化资产的规模大小也表明了其时机并不成熟。然而,根据本文第二部分所概括的出口应收款项证券化海外融资的第一个主要特点,对于发展中国家来说,它主要是借助于国际资本市场、国际性金融机构和中介机构来完成的,具有与融资发起人所在国的金融业发展水平和制度环境状况完全分离的主要特点。所以在我国企业中推行这种新型海外融资工具的准备成本很低,约束条件少,基本上不存在基础脆弱,制度和环境约束的问题,目前也不存在时机问题,政府只需在会计、税收和法律等方面做出一些制度安排,当然企业也有一些需要注意的问题。此外,我国已有一些进行资产证券化跨国运作的成功案

例,1996年珠海市政府以交通工具注册费和高速公路过路费为支撑在美国圆满发行了两批共2亿美元的债券;1997年中国远洋运输总公司以北美航运收入为支撑在美国以私募形式成功发行了3亿美元的浮息票据(参见张锡荣、刘念怀,2000,74页),再加上上文提及的深圳中集集团的未来出口应收款项证券化成功案例,这些资产证券化的海外融资案例为我国政府和企业推行出口应收款项的证券化融资提供了很好的借鉴意义和很多宝贵的实践操作经验。

我国已经加入世界贸易组织,出口贸易将因此而得到长足增长。而且,我国将取消出口经营权的行政审批,实行登记制,并且民营企业与公有制企业以同样的登记标准经营出口业务,这一措施增加了出口经营主体。上述两点为我国企业实现出口应收款项证券化融资创造了良好的条件。同时,如果将这种证券化融资视为我国的一种外债,那么由于我国1999-2001年3年的平均偿债率,负债率和债务率分别是9.3%,14.5%和59.2%,低于国际警戒线20%,25%和100%,

所以相对于采用这种融资方式的其他发展中国家,我国企业实行出口应收款项证券化融资的环境是很宽松的。

(三)在我国实行出口应收款项证券化的思考对策

1. 资产池规模问题。当应收款项资产池的规模太小时,会因为融资规模不能有效摊薄有关融资费用而导致证券化融资的实际利率高于其他融资工具,这一点对那些出口规模小的企业或中小企业显得尤为突出。如何扩大和保持资产池的规模呢?有三个解决方法:(1)将多个出口企业的应收款项集中到一起来组建混合的资产池。可以是同一部门的不同企业的应收款项,也可以是不同部门不同企业的具有同质性的应收款项,如利率、币种或期限相同。从表3可以看出近几年对美出口总额基本上占到我国出口贸易总额的20%,所以假设发起企业每年有20%出口美国,其他假设条件同表3,以2000年和2001年我国出口额最大的200家企业中的部分企业为研究对象,基础资产是2000年和2001年这两年的对美平均出口应收款项,然后把有关的基础资产集中起来组建混合资产池。根据各企业的应收款项在资产池中的比例来分配他们在融资总额中应得的融资额(详见表7)。

由表7可知多个企业将自己较高质量的出口应收款项集中起来组建具有规模效应的混合资产池,可以避开单个企业基础资产太小而难以采用这种证券化交易的约束。(2)采用循环融资方式,即由特殊目的载体循环购买发起人的出口应收款项来扩大或保持资产池规模,具体有非摊还期和仓储型两种融资结构。前者指在融资期内设立一个不把所产生的现金流用于对投资者还本付息的非摊还期,然后在该期限内把现金流用于购买发起人新的出口应收款项。后者是指融资发起人从特殊目的载体获得一个承诺,即承诺在约定的时间内购买约定数量的出口应收款项。(3)采用主信托形式。主信托机构从发起人那里购买一系列应收款项组成一个规模巨大的资产池,再以该资产池为支撑发行一系列的资产支撑证券,这一系列证券在利率、期限和信用等级等方面各不相同。同时,主信托可以采取灵活的本金偿还计划,以便循环购买应收款项或将现金流再投资后再循环购买,从而制定灵活的证券发行计划。这是出口应收款项证券化融资中一种很常用的交易结构。

表7 由多个企业的出口应收款项组成的混合资产池证券化融资总额 单位:百万美元

2000年和2001年平均出口总额	资产池的构成	融资总额	融资额的分配
1 737.4	1. 中国煤炭工业进出口集团公司(1410.22) 2. 山西煤炭进出口集团公司(327.18)	43.44	1. 中国煤炭工业进出口集团公司(35.26) 2. 山西煤炭进出口集团公司(8.18)
1 436.44	1. 广东省纺织品进出口公司(366.06) 2. 浙江省纺织品进出口公司(290.15) 3. 山东省纺织品进出口公司(308.62) 4. 南京纺织品进出口股份有限公司(292.49) 5. 广州纺织品进出口集团有限公司(179.12)	35.91	1. 广东省纺织品进出口公司(9.15) 2. 浙江省纺织品进出口公司(7.25) 3. 山东省纺织品进出口公司(7.72) 4. 南京纺织品进出口股份有限公司(7.31) 5. 广州纺织品进出口集团有限公司(4.48)
1 410.93	1. 广东丝绸(集团)公司(695.96) 2. 浙江省丝绸进出口(集团)公司(412.58) 3. 中国丝绸进出口总公司(151.85) 4. 山东丝绸进出口公司(141.54)	35.05	1. 广东丝绸(集团)公司(17.40) 2. 浙江省丝绸进出口(集团)公司(10.31) 3. 中国丝绸进出口总公司(3.8) 4. 山东丝绸进出口公司(3.54)

说明:浙江省纺织品进出口公司和中国丝绸进出口总公司采用的是2000年的出口额,因为他们只进入了2000年中国出口额最大的200家企业。

资料来源:同表7。

2. 我国企业采用这种融资工具需要注意的问题。出口应收款项证券化融资是企业海外融资的一种市场行为,企业必须按照国际资本市场的规则来运作。我国企业在采用这种融资工具时,需要注意以下几点:第一,选择合格的特殊目的载体,即要与自身和其母公司的破产风险隔离。第二,也可以选择让渡债权的信托方式,例如本金偿还灵活和资产池可以不断循环的主信托形式。第三,保证将适宜海外证券化的优质基础资产实行证券化交易,遵循集中度限制原则(即单个债务人的债务比重限制);根据成本收益原则选择适当的卖方信用增级方式。第四,注意与特殊目的载体之间的销售是真实销售,必须将实行了证券化交易的基础资产移出表外。不能把未来的应收款项收入作为对外担保品,也不能把它们列为企业自己的资产。第五,合理利用早偿交易结构安排。融资发起人为了将偿付额调整到某一整数,尽快地拥有抵押资产所有权,或者是用低收益的资金早偿高利率的债务,可以采取部分早偿,即一定时期的实际偿付额超过按计划应该偿付的本息额。第六,企业需要熟悉融资所在国和自己主权国关于出口应收款项证券化的税务、会计、外汇管理或资金转移的法律法规,融资所在国有关这种证券化交易各个环节的法律问题等。

3. 政府的支持。具体来说,政府应该从会计制度、税收待遇、外汇管理和法律法规等多个环节上支持我国企业的出口应收款项证券化海外融资。第一,在会计制度上,因为证券化交易中的出售是真实出售,所以发起人对出口应收款项应该作销售会计处理,而不能将其还保留在资产负债表内。第二,在税收待遇上,政府应考虑对证券化融资额减免资本预提税,同时避免对出口应收款和证券化融资的双重征税。第三,在外汇管理上,将证券化融资视同海外债券融资,尽量在国内给予发起人一定的外汇资金自由调度权,还要防止融通资金被截流在海外。在有关融资和公司法等法律法规上也要对这种证券化海外融资做出界定。此外,政府还要严格监管各企业的证券化海外融资,严肃处理融资中的违规事件,维护我国海外融资的信用和公信力,使更多的企业能更好地利用这种新型海外融资工具。

参考文献:

1. 成之德、盛宇明、何小锋:《资产证券化理论与实务全书》,北京,中国言实出版社,2000。
2. 李扬、王松奇主编:《中国金融理论前沿》,见房汉廷:《资产证券化的理论渊源和实际应用》,444-475页,北京,社会科学文献出版社,2000。

3. 张锡营、刘念怀:《中国实施资产证券化跨国运作的探讨》,载《金融研究》,2000(4)。

4. 张世荣、张绍岩:《中国资产证券化外向型发展模式研究》,载《南开经济研究》,2000(6)。

5. 何小锋、来有为:《中国离岸资产证券化的实践探索》,载《世界经济》,2000(9)。

6. 顾保国:《加入WTO与我国企业海外上市分析》,载《亚太经济》,2001(2)。

7. 林毅夫:《新世纪我国金融市场的发展模式》,载《中国投资》,2001(2)。

8. 戴国强、孙奉军:《我国资产证券化的切入点——离岸运作》,载《上海金融》,2001(8)。

9. [英]克特·卡尔、拉扎:《未来应收款项的证券化:一种对发展中国家有用的工具》,载《国际贸易译丛》,2001(4);原载《金融与发展》,2001(3)。

10. 李扬、王国刚、何德旭主编:《中国金融理论前沿》,见何德旭:《资产证券化在中国:应用前景及对策》,296~348页,北京,社会科学文献出版社,2001。

11. 中国对外经济贸易年鉴编辑委员会:《中国对外经济贸易统计年鉴》(1995-2001),北京,中国对外经济贸易出版社,1995-2001。

12. 中国经济贸易年鉴编辑委员会:《中国经济贸易年鉴》(2000-2001),北京,中国经济出版社,2000,2001。

13. 郭树清:《深化投融资体制改革与完善货币政策传导机制》,载《金融研究》,2002(2)。

14. 巴特·卡尔亚、泽摩尔亚:《资产证券化:前景和问题》,艾尔温·普罗巴斯出版公司,1989。

15. Bhattacharya A. K., 1996. Asset-backed Securities, Frank J. Fabozz Association New Hope, Pennsylvania.

16. Duff & Phelps Rating Co., 1995. Asset-Backed News, September.

17. Moody's Investors Service, 1995. A Historical Review of Ratings Changes in the Public Asset-Backed Securities Market, 1986-1995, October 20.

18. Standard & Poor, 1997. Structured Finance Ratings Asset-Backed Securities-Trade Receivable Criteria, April.

19. Standard & Poor, 1997. Securitization in Latin America, April.

20. Thompson, J. K., 1995. Securitisation-An International Perspective, OECD Publications.

(作者单位:南开大学金融学系 天津 300071)
(责任编辑:N)

(上接第84页)“经济发展与人的发展的关系问题”等。这样的问题都要求我们在经济研究中重视经济伦理问题的研究,从更高的角度和更深的层次上来研究中国社会主义市场经济发展过程中的一些重大的深层次问题。

3. 重视非经济因素对经济研究的影响。从内容上来看,斯密的《国富论》并非纯粹的经济学著作,而是旁及到伦理学、政治学、哲学,乃至法学、文学等领域。从方法论来看,他把经济因素与非经济因素(社会因素)很好地结合在了一起,正如哈奇森所指出的:“斯密的社会哲学传统是通过社会学家而不是经济学家继承下来的。社会学家们一直生动地持着斯密道德哲学的充满活力的火花”。^⑩中国是一个历史文化传统积淀深厚的国家,文化因素、政治因素等非经济因素对经济运行的制约相当大,因而要使经济学的研究成果能很好地指导现实,就必须重视非经济因素对经济学研究的影响。在中国经济学和中国经济发展问题的研究过程中,既要研究那些对经济发展产生直接影响的因素,又要重视文化、道德、历史传统、政治等非经济因素对中国经济发展的影响,以增强研究成果的可行性与现实的可操作性。

注释:

廖士祥:《经济学方法论》,242页,上海,上海社会科学出版社,1991。

全增嘏:《西方哲学史》(上册),248页,上海,上海人民出版社,1983。

于海:《西方社会思想史》,43页,上海,复旦大学出版社,1997。

[美]亨利·威廉·斯皮格尔:《经济思想的成长》(上册),中文版,160、194页,北京,中国社会科学出版社,1999。

小罗伯特·B·埃克伦德:《经济理论和方法史》,中文版,66、83页,北京,中国人民大学出版社,2001。

季陶达:《英国的古典政治经济学》,57页,上海,上海三联书店,1962。

胡寄窗:《西方经济学说史》,74页,上海,立信会计出版社,1991。

⑩朱绍文:《经典经济学与现代经济学》,51页,北京,北京大学出版社,2001。

⑪⑫斯密:《国民财富的性质和原因的研究》,中文版,上卷,1、11页,北京,商务印书馆,1974。

⑬斯密:《国民财富的性质和原因的研究》,中文版,下卷,27页,北京,商务印书馆,1974。

⑭[英]索利:《英国哲学史》,中文版,198页,济南,山东人民出版社,1996。

⑮转引自朱国宏:《经济社会学》,48页,上海,复旦大学出版社,1999。

⑯⑰⑱董瑞华、傅尔基:《经济学方法论》,32、32、36页,北京,中国经济出版社,2001。

⑲《马克思恩格斯全集》,第26卷(),181~182页,北京,人民出版社,1972。

⑳㉑唐正东:《斯密到马克思——经济哲学方法的历史性诠释》,19、19、49页,南京,南京大学出版社,2002。

㉒㉓柳欣:《资本理论——价值、分配与经济增长理论》,6、24页,西安,陕西人民出版社,1994。

㉔叶江:《经济学的悲哀》,载《读书》,1999(10)。

㉕㉖刘永佶:《政治经济学方法论》,58、61页,上海,上海人民出版社,1992。

㉗张雄:《一个新的研究视点:经济学的哲学传统》,载《空军政治学院学报》,1999(3)。

㉘阿马蒂亚·森:《伦理学与经济学》,中文版,32页,北京,商务印书馆,2000。

㉙哈奇森:《经济学的革命与发展》,中文版,12页,北京,北京大学出版社,1992。

(作者单位:陕西师范大学国际商学院 西安 710062)
(责任编辑:S)