

我国资产证券化风险及防范研究

涂孟梅¹, 李善民²

¹西华师范大学, 四川 南充

²北京大学国家发展研究院, 北京

收稿日期: 2022年8月31日; 录用日期: 2022年9月19日; 发布日期: 2022年9月26日

摘 要

资产证券化是近40年来世界金融领域最重大和最具生命力的创新之一。我国的资产证券化市场发展迅速, 中国资本市场在迈入第四个十年后, 在疫情的冲击与国际形势的风云变幻, 银行信贷易受宏观调控政策的背景之下, 当企业面临资金困局时, 资产证券化成为其大额融资的重要选项。然而, 我国资产证券化一直存在一些问题。本文通过对真实出售、信息不对称、资金断流及其他风险进行分析, 提出统一监管体制、建立市场参与方协商机制、加强信息披露监管与资金监控、控制杠杆系数及风险规模等建议, 力促资产证券化健康发展。

关键词

资产证券化, 风险识别, 风险防范

Research on Asset Securitization Risk and Prevention in China

Mengmei Tu¹, Shanmin Li²

¹China West Normal University, Nanchong Sichuan

²National School of Development, Peking University, Beijing

Received: Aug. 31st, 2022; accepted: Sep. 15th, 2022; published: Sep. 26th, 2022

Abstract

Asset securitization is one of the most important and vital innovations in the world's financial field in the past 40 years. China's securitization market has developed rapidly, after entering the fourth decade of China's capital market, with the impact of the pandemic and the changing international situation, and with bank credit vulnerable to macroeconomic regulation and control policies, asset securitization has become an important option for companies to raise large amounts of capital when

文章引用: 涂孟梅, 李善民. 我国资产证券化风险及防范研究[J]. 金融, 2022, 12(5): 531-536.

DOI: 10.12677/fin.2022.125057

they face financial difficulties. However, there have been some problems in our securitization market. Through the analysis of real sales, information asymmetry, capital cut-off and other risks, this paper proposes a unified supervision system, establishes a negotiation mechanism for market participants, strengthens information disclosure supervision and capital monitoring, suggestions on controlling leverage factors and risk scale, etc. to promote the healthy development of asset securitization.

Keywords

Asset Securitization, Risk Identification, Risk Prevention

Copyright © 2022 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

资产证券化源于 20 世纪 70 年代的美国, 是传统沟通直接融资和间接融资的有效途径, 又是主体信用和资产信用的融合, 还是担保制度与证券制度的完美结合。资产证券化又称作“基础权利证券化”, 是以原始权利人合法享有的资产(主要是债权性资产及其担保物权)作为基础或担保, 通过分割、转换、组合或衍生等方式, 将其转变为可依证券法自由流转的证券化权利, 从而使原始权利人先行受偿, 并以该资产及其收益向证券持有人再行偿付的过程[1]。目前, 我国经济高质量加速前进, 中国资产证券化业务的发展, 从起源至今已然成为一种新型高效的融资方式, 对我国资产证券化现状及存在的风险进行分析, 能够把握发展的态势和存在的问题, 为我国资产证券化之风险防范提供建议, 真正实现我国资产证券化的良性发展。

2. 我国资产证券化现状

(一) 资产证券化规模持续壮大。据《2021 年资产证券化发展报告》显示, 截止 2021 年底, 我国资产证券化市场规模延续增长态势, 以项目成立日为基准, 2021 年资产证券化项目共发行 2190 只, 全年发行各类产品 3.1 万亿元, 同比增长 8%, 年末存量规模接近 6 万亿元, 同比增长 14%。个人住房抵押贷款支持证券(RMBS)发行规模持续领跑, 绿色资产支持证券(ABS)迎来快速发展, 公募(REITS)实现零首发突破, 知识产权(ABS)创新继续推进, 对加快盘活存量资产、支持绿色发展、助力中小科创企业融资、服务实体经济发挥了积极作用[2]。目前, 资产证券化产品占据我国证券市场的较大比重, 基础资产类型位列前茅的有个人住房抵押贷款、个人汽车贷款应收账款、商业房地产抵押贷款、供应链账户等, 处于持续增大的境地, 未来市场前景无限并将具有强大生命力。

(二) 政策环境持续优化。我国对于资产证券化的政策环境大致经历了由引导加鼓励, 再由鼓励辅之监管的发展历程, 2012 至 2014 年期间, 国家发布了《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》《关于信贷资产证券化备案登记工作流程的通知》《关于金融支持经济结构调整和转型升级的指导意见》等文件, 在借鉴国际经验的基础上, 根据我国金融市场发展实际, 监管框架搭建初具雏形, 资产证券化政策环境渐明朗。2015 至 2018 年期间, 国家发布了《关于促进金融租赁行业健康发展的指导意见》《关于金融支持工业稳增长调结构增效益的若干意见》《关于进一步做好信贷工作提升服务实体经济质效的通知》等文件, 我国资产证券化政策持续利好并进入常态化发展阶段。2019 年至今, 国家发

布《关于疫情防控期间金融机构发行债券有关事宜的通知》《关于银行业金融机构信贷资产证券化信息登记有关事项的通知》《关于建立健全生态产品价值实现机制的意见》等,我国资产证券化机制框架完全确立,市场转入高质量发展期。

3. 资产证券化的风险识别

资产证券化的固有风险源于其自身交易结构的复杂性,近年来又出现了信托受益权作为底层资产二次证券化的情形存在,其固有风险又出现了新动态,有学者对资产证券化的固有风险总结为以下几点。

(一) 真实出售风险

资产证券化是一种结构融资方式[3],这个过程中,真实出售是最重要和最关键的环节,这一关键环节会影响到整个资产证券化有无异化为担保贷款的可能,一旦异化为担保贷款,将使整个资产证券化付之一炬,将严重影响证券持有者的利益。实践和理论上对此也进行了诸多探讨,应通过合适的机制设计和充分的信息披露限制底层资产持有人伪出售的可能途径,辅以一定程度的惩处机制,消除其套利动机。

(二) 信息不对称风险

信息不对称是除真实出售以外的最需要关注的风险点。不同于股票、债券等“主体信用”类证券,资产证券化正常运行的唯一支撑是可以产生稳定现金流的基础资产。因此,基础资产的真实性和对资产支持证券能否如期兑付至关重要,资产证券化虚假陈述行为多与基础资产的真实性和项目说明书中的表述严重不符。如:“美吉特 ABS 案”中交易所谴责相关主体的主要理由就是作为基础资产的租金债权与实际情况不一致;“庆汇租赁案”中投资者认为作为基础资产的应收账款债权及质权是虚假的。

商业体系是在风险与收益之间做出平衡与分配,资产证券化将信用目标转移,其风险看似是从主体信用风险转移到肉眼可见的资产风险上,但在资产证券化的过程中,在信息披露这个环节存在重大的信息不实风险和道德风险。

(三) 资金断流风险

资产证券化实际操作中,如果基础资产的现金流与原始权益人自有资产的现金流产生混同,将导致基础资产难以识别、进而难以达到破产隔离的效果。资产证券化延长了原本融资人和投资人一方出资,一方按时还本付息的交易结构链条,伴随信息风险的同时,也增加了资金断流的风险。资金流的风险主要源于底层资产的不确定、交易对手的多元化,资金账户的失控管理等方面。底层资金流的波动将通过资产证券化进行放大,将为最终出资人带来极大的资金流风险,且有可能形成多级反馈,最后造成各类不可估量的损失,本来有可能短时间内的资金波动,有可能成为压死底层业务的最后一根稻草。

(四) 其他风险

除上述风险以外,资产证券化还存在诸如流动性风险、早偿风险、混同风险、道德风险、利率风险和信用风险等风险[4],这些风险是前述三大风险的细化,主要还是以上述三大风险为核心的资产证券化固有风险。

4. 资产证券化的风险防范

(一) 统一监管体制,制定统一规则,压实受托人职责

有学者对资管新规出台的监管效果作实证研究表明,统一资管行业监管规则,可以有效解决由于分业监管标准和执法口径差异导致的监管真空、监管冲突和监管套利等各种问题,减少资金空转和减缓“脱实向虚”的趋势[5]。学者实证研究也表明了统一的监管政策能够有效填补监管漏洞、减少投机套利行为。

资产证券化监管体制目前尚未统一, 规则不一致, 以 SPV 主体有无法律地位为例, 银保监会出台文件中 SPV 是特定目的信托, 而证监会及银行间市场交易商协会出台文件中采用资产支持专项计划, 或对此不予明确, 此时 SPV 主体便不具备法律意义上的实体地位[6]。各类资产证券化对于实体经济的效果及其风险在经济实质上可谓完全一样, 但在监管规则上存在如此不同, 实属不该。应及时统一监管体制, 制定资产证券化领域的统一规则, 同时压实受托人职责, 方能有效防范风险。

(二) 建立市场参与方协商机制

资产证券化的成功设计与执行涉及数十位交易参与方参与, 其中还有部分退出、部分进入, 前后交替、信托延长等各类情况出现。在巨大信息不对称和资金流不畅的风险之下, 主体多元且多变, 如无共同交易方协商机制, 将很难实现信托架构的平稳运行和过渡。

实践中多由架构发起方承担了协商机制或信息交换的职责, 从而压缩信息不对称的博弈空间, 实现彼此共同的利益最大化。但这种自发的协商机制, 多是在利益面前, 自发形成, 而在风险出现之际, 自发溃散的一种机制。当这一机制严格落实, 成为其信托架构中的关键机制时, 乃至成为信托产品备案的关键要素时, 一方面将明确主体职责, 另一方面也将由其自身去衡量其中风险, 将其本有可能外部化的风险重新内生化的。

法律规则的制定, 在一定程度上是改变当前的交易风险分配规则, 建立市场参与方协商机制的主要目的是, 调整市场参与方的初始风险配置, 在资产证券化过程中, 每个市场参与方, 需要谨慎衡量自身的风险承担意愿和风险承担能力, 防止出现风险错配和风险套利。

通过建立成文性质的市场参与方协商机制, 任何一个市场参与者, 均须衡量是否要在整个交易链条中担任风险, 担任何种风险, 自己所获收益是否是该风险所带来的, 风险收益是否出现错配, 以及这种错配是自己所期待还是自认不公平的, 同时各方须达成一致意见, 而后由协商机制负责人(如信托公司)在进行信托登记备案时作为资产证券化的一项关键要素提交给信托文件登记机构。自此, 无论该资产证券化的信托文件或受益证券发行信托运转过程中, 出现何种法律纠纷、经济纠纷, 均可启动该机制, 由负责人负责统筹协调, 从而避免市场参与者收取相关费用后, 肆意转手或信息披露不负责等情况出现。

同时, 该负责人不仅作为协商机制负责人这一关键要素登记在信托文件备案中, 在信息披露监管或资金监控过程中, 是否可以作为第二责任人, 承担相应的义务, 仅做抛砖引玉之谈, 任何一项权义结构的设置, 均可引发一定程度的市场参与人的风险利益再衡量, 从而引发一定的市场波动。

(三) 加强信息披露监管与资金监控

众所周知, 金融证券领域, 信息披露监管是至关重要的一部分[7], 金融证券存在的必要条件之一, 是降低了融资人和借款人二者之间的搜寻成本, 可以使资金富裕方有效地将资金投向资金需求方, 两大主体间能够有效交易的前提是达到必要的信息披露标准, 方能有效控制信用风险, 以及为该风险有效定价, 达成资金交易。现代金融监管发展至今, 已经形成以信息披露为核心的监管规则, 其要义也是在有效降低信息风险的基础上达成资金交易, 各方达到各自的交易目的。

资产证券化的过程, 一方面为满足监管要求, 构造了特殊目的载体, 增加交易链条, 实现本无法实现的直接融资目的, 另一方面也应考虑, 为何需要绕过之前的监管规则, 简单直接的融资途径为何无法实现, 反而需要构造特殊目的载体方能实现“完全正当且风险低”的交易。毫不讳言, 其中很重要的一个原因就是, 监管规则认为这类底层资产存在现金流上的不确定性, 为了有效控制社会风险, 而排除了这种不确定性的资产融资。而现在通过特殊目的载体, 将本来监管想要绕过的存在较大风险的资产融资的直接融资, 死灰复燃。坦言之, 这在一定程度上, 确实是使得部分企业能够起死回生, 能够获得关键的现金流。但另一方面, 是否存在不法或目的并不单纯的融资方, 借助这一渠道, 实现其无法明示的交易目的。

为有效控制信息不对称及资金断流的风险, 需要高压实行信息披露的监管政策, 实现阳光是最好的警察, 而且要高效监管, 任何违规操作, 要及时发现及时惩处。以防实务界中存在负反馈, 遵守规则的市场参与者反而受到最大的经济不公平待遇, 这将会引发巨大的监管悲剧。与此同时, 因为受益证券发行信托及资产证券化中天然的信息流延长, 资金流延长, 监管层也应及时对此予以回应, 在资产证券化领域尚未建立统一的资金托管机制, 应加大信托资金托管账户的登记备案及后续监管工作, 使市场参与者严格规范自身的市场行为, 辅以严格高额的惩处结果, 震慑市场参与者遵守信息披露规则和资金流的监控规则。

(四) 控制杠杆系数及风险规模

资产证券化在我国经济发展中起到了至关重要的推动作用, 但作为融资渠道的一部分, 有着天然的杠杆属性。目前统计数据无法完全确定整个经济体在资产证券化领域的风险敞口究竟有多大。而法律作为社会稳定的一道至关重要的防线, 无法脱离风险社会的现实而思考, 须直面该问题, 有效控制杠杆系数和风险规模, 解决实际问题, 服务于社会发展。

我国金融监管在没有明确风险监管理念之前, 未落实杠杆系数和风险规模的监管措施之前, 曾出现过监管漏洞, 2015 年股市的暴涨暴跌, 后期调查虽归因于场外配资, 但其本质原因, 是由于杠杆系数和风险规模监管的不到位。一旦杠杆系数和风险规模呈现双高趋势, 金融风险便犹如脱缰的野马, 一发不可收拾, 即使壮士断腕, 也必将是一番腥风血雨。从我国监管实践和国际监管历史可见, 当监管制度对经济风险和金融监管予以理性回应时, 法律监管与经济发展可以良性互动。如我国在 1995 年通过的《中华人民共和国中国人民银行法》第二十八条明确规定了人行不得对政府透支, 一改之前的财政主导模式, 人行具有了一定的独立性。国际方面, 新西兰把通货膨胀的目标明确写在法律里, 新西兰的通货膨胀水平一直以来都得到了有效的控制。

资产证券化业务涉及全社会的风险规模和风险杠杆系数, 需要谨慎设计和统计。但这绝非只是监管理念上的转变, 更多涉及到监管机制的设计与配套服务机构的建立与完善。其中涉及到信息披露规则的完善, 底层资产的评估, 融资金额的计算, 信托成立时间和延续时间的确定, 信托是否允许可自由变更时间及变更时间的条件, 这背后是融资金额和折现率的计算, 即杠杆系数及社会的风险规模。

5. 结语

资产证券化具备得天独厚的优势, 如基础资产具有多元性所以市场拓展空间非常大、其具有标准化产品所以流动性极高、近年来各类政策频发环境不断优化等, 资产证券化广受投资者青睐, 即使受新冠肺炎疫情的持续影响下, 资产证券化行业仍保持了健康增长, 信托公司在资产证券化业务领域实现了快速扩张。尽管我国资产证券化发展较快, 但相比于其他发达国家, 我国资产证券化的市场仍存在许多问题, 本文基于对国内外资产证券化行业的发展状况进行阐述, 特别关注了我国资产证券化规模持续壮大、政策环境持续优化的现状下, 深入分析出我国资产证券化存在真实出售风险、信息不对称风险、资金断流风险、流动性风险、早偿风险、混同风险、道德风险、利率风险等问题, 针对存在的风险, 创造性提出统一监管体制, 制定统一规则, 压实受托人职责、建立市场参与方协商机制、加强信息披露监管与资金监控、控制杠杆系数及风险规模等防范举措, 把牢资产证券化行业向健康高效发展方向, 提升资产证券化对我国经济的支持力度。

参考文献

- [1] 许凌艳. 论金融资产证券化风险防范法律机制[J]. 法学, 2004(9): 99-107.
- [2] 李波. 2021 年资产证券化发展报告[J]. 债券, 2022(2): 57-64.

- [3] 王丽婷. 我国资产证券化 SPV 模式的现有弊端及优化建议[J]. 审计观察, 2021(11): 90-93.
- [4] 赵红丽, 阎毅. 我国资产证券化业务存在的风险及防控研究[J]. 上海金融, 2018(12): 85-91.
- [5] 李青原, 陈世来, 陈昊. 金融强监管的实体经济效应——来自资管新规的经验证据[J]. 经济研究, 2022, 57(1): 137-154.
- [6] 王开国. 关于中国推行资产证券化问题的思考[J]. 经济研究, 1999(6): 29-36.
- [7] 孙永鲁, 郑国梁. 资产证券化的风险隔离机制与完善[J]. 经济论坛, 2022(4): 116-123.