

资产证券化运作的效率分析

陆瑾

(上海理工大学商学院金融系,上海 200031)

摘要: 本文将从效率角度对资产证券化运作进行深入分析。本文指出:一方面,资产证券化具有优化资源配置、促进金融体系效率提高的内生结构效率、分配效率和操作效率;另一方面,市场的不完全性使其在现实运作过程中又受到多重因素的干扰而从负面表现为对金融体系效率的危及。因此,只有从加强市场建设角度寻求纠正市场偏差的有效过滤器,才能充分发挥其内在效率优势,从而促进金融体系效率的动态优化演进。

关键词: 资产证券化;效率;市场建设

中图分类号: F830.9 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2001)04-0050-07

一、资产证券化促进金融体系效率优化的内在机理

金融效率是衡量金融系统中资本、货币等金融资源是否满足实质经济发展需要的一个综合性极强的宏观指标,金融效率的提高是金融业进步的显著标志。由于金融部门的特殊性,对于金融体系效率的评价一般都难以建立一个统一的量化标准。实证研究一般将其视为一系列可度量的“效率”指标的综合。美国经济学家 Jack. Revell 曾于 1983 年在其《Efficiency in the Financial Sector》中将金融体系的效率分为三个标准,即:结构效率、分配效率和操作效率。这里借用这三个标准,指出:资产证券化具有内在显著的结构效率这一主导特性,并进而优化分配效率和操作效率。

(一)资产证券化对金融体系结构效率的促进

结构效率反映金融资产按其特点(期限、利率、信贷品种)分解后重新进行结构组合(包括重新定价、重新分配风险收益)的效率,它实质上反映的是金融产品由初级向高级进行深加工的完整性和可行性。一个具有显著结构效率的金融体系应具备以下特性:金融机构与市场能提供具有广泛性特征的金融工具,包括不同期限、不同风险收益率、不同市场流动性组合的产品安排,以便满足不同投资偏好的需求;各种资金流动渠道应畅通,资金的需求能很快通过资金相对剩余部门迅速、高效的转移得到满足;金融体系中的所有使用者都能方便且机会均等地使用金融体系所提供的各种工具或产品;体系具有充分的活力,能对市场作出及时反映。

资产证券化是将缺乏流动性的资产集中,按照一定的标准归集成新的资产组合,转让给特设公司 SPV(Special Purpose Vehicle),包装设计出多级证券,通过保险、担保等多种信用增级

收稿日期:2000-12-13

作者简介:陆瑾(1975-),女,江苏苏州人,上海理工大学商学院金融系经济学硕士。

措施来提高证券信用等级后,发行给不同投资者,实现融资的过程。作为资本市场上一项严谨复杂、融合了高超金融技术的金融系统工程,资产证券化的核心创造在于实现了结构性的变革,因此具有显著的结构效率,体现在以下几个方面:

1. 以多方参与、功能分解、风险分散的结构性融资行为来彻底改变传统的金融中介方式,改变传统的期限中介功能,从而实现传统间接融资向现代市场融资的转变。在这里,商业银行传统融资体系不可避免的内在功能缺陷是催生证券化资产结构的重要启示。

商业银行传统融资体系的内在缺陷表现在以下几个方面:

(1) 银行传统融资体系存在资产、负债的流动性和期限不匹配风险。如果银行缩小这种不匹配,尽管能降低自身结构风险,但必然降低存贷利差,盈利水平受到影响。因此,传统的银行信用中介似乎难以解决这种盈利性、安全性和流动性矛盾。

(2) 银行传统融资功能在有效分散贷款组合的非系统风险方面优势不足,资产组合理论的运用前提得不到充分满足。传统商业银行理论为银行建立一种稳定的顾客关系提供了基础,因此,它的客户一般均局限于某一特定地域或行业,这虽有助于降低其关于借款人信用分析、信用调查等方面的管理成本,但却使银行进行自由充分分散化的资产组合受到限制。同时,建立的有限资产组合还会与区域或行业经济周期变化存在较大的关联,因此,面临的非系统风险得不到有效分散。

资产证券化对传统商业银行业的影响是巨大而深远的。它使贷款成为了具有流动性的贷款,使资产流动性大大加强;通过资金来源的多样化有效提高组合的多样化,并使风险配置结构得以延伸。因此,它使传统商业银行内在的结构缺陷得以较大程度的规避。

具体说来,具有以下几种好处:

一是更为有效的资产负债管理。证券化使银行将非流动性资产变为可流动性的,并将其面临的资产提前偿付风险向他方转移。同时,通过信用增级提高交易的质量。证券化过程的独特结构大大消减了银行在资产负债的期限和流动性方面的风险。

二是有效利用资本。资产的出售可使其资本得以释放,释放的资本可被再投资于其他更高收益、更低风险的加权资产,使总体资产的风险暴露程度下降,从而满足了资本充足度要求。

三是获得低成本的多种资金来源。首先,通过将资产转化为得到担保、保险等增级保证的适销证券,银行获得的是一种其它融资方式所不能做到的达到投资级别的资金筹集方式。其次,从投资者角度看,证券化使原先不能投资于抵押贷款、商业信贷的投资者可通过持有资产支持证券来达到间接投资的目的。另外,银行在将资产出售的同时,一般保留贷款继续服务权,从中可获得一定的费用收入。以上这些都构成了银行资金的重要来源,并为扩大货币乘数和货币资金总量提供了条件,还有助于新的社会资源的开发和优化利用。

2. 大量具有不同期限和风险/收益特征的金融产品得以开发:从过手证券到抵押担保证券 CMD、剥离证券 Strips,浮动利率证券等,充实了金融品种,消减了不完善性,从数量和质量上增强了不同资产组合被不同投资偏好满足的可能性,给投资者带来了显著的潜在利益影响。

首先,由于有对贷款组合进行担保等信用增级措施,证券化在将不具备流动性的资产转变为流动性较高资产的过程中,投资者面临的信用风险和对投资所作的可行性评估、调整资产组合等花费均大大降低,从而减少开支,增加收益。

其次,在将贷款出售并创造证券的过程中,金融中介提供了期限中介化和数额中介化服务,现金流被重新分组安排,以设计出不同到期日、不同现金流量、不同风险/收益水平的多种

证券,投资者可根据不同的风险偏好进行不同的证券投资。

3. 证券化业务大大畅通了资金的流通渠道,并突破传统地理或行业集中的限制,使资金配置效率得到极大提高。

通过将出售资产获得的资金投资于其它资产,金融机构能有效分散面临的非系统性风险,并且打破资产组合的地域和行业集中限制,使资金的融通渠道大大畅通,有助于资金配置效率的优化。同时,由于贷款出售银行拥有一项流动性更强、风险更小的资产,其提供的贷款利率在以国库券利率基准上的风险溢价也得以降低。随着证券化市场的不断发育和竞争的推动,借款者会从中得到直接筹资成本好处,这一好处将成为激发储蓄向投资转化的内在动力。

(二)资产证券化对金融体系分配效率的促进

分配效率反映的是金融体系以价格机制为基础对资源进行有效配置的能力。因此,评判其是否具有分配效率的关键是看能否对各种金融工具(产品)作出基于潜在风险/收益基础上的准确定价,从而引导资金向经风险调整后收益最高的项目或部门流动。

具体说来,一个具有分配效率的金融体系具有的特征是:

(1)能提供一种机制来准确识别金融工具风险的类型、风险的大小,并对其进行准确定价。

(2)体系应能根据不同的需求分散和有效转移风险。

(3)金融工具利率或价格应具有完全弹性,以避免由于价格的刚性,使资源配置难以达到优化。也就是说,价格信号能有效引导剩余资金向报酬最高的部门流动。

传统以银行为中介的融资过程通过“借款者—银行中介—储蓄者”这一垂直信贷机制使银行的风险集中,因为任何一家银行不可能在提供信贷中介服务整个阶段均具备专业优势,从而会影响其为资产定价的有效性和准确性,增加定价成本。证券化业务则通过将融资过程的一系列分解来分散风险,不同机构可将重点放在那些交易实施、具备优势的地方,从而使各阶段由不同机构承担的成本之和大大降低。

证券化使银行将自身贷款转化为证券化金融产品,通过市场交易,以价格的形式表现出来。这一价格是银行贷款质量、市场情况及预期等各方面因素的综合,它有助于银行及其监管部门和投资者评价银行的资产情况,银行的资产质量信息将得到充分暴露并更为有效,有效的市场信息为合理定价提供了准确的参照依据。在此基础上,实现对资源的优化配置。

从这一意义上来说,证券化提高了金融体系的分配效率。可见,分配效率实际上是结构效率的一种表现。

(三)资产证券化对金融体系操作效率的促进

当金融体系能通过最小成本对所提供的资源进行有效利用,从而达到既定目的时,称其具有操作效率。因此从金融交易角度来看,判断其交易是否具有操作效率,可选用金融中介成本的大小作为主要的评判指标。中介成本越小,金融工具买卖价差越小,利用资源的中间耗费就越小,金融体系的效率就越高,反之,则存在效率损失。以下通过对传统银行融资渠道的中介成本和证券化业务的中介成本的对比分析,来推出要使传统贷款转化为证券化业务所需具备的必要条件。

假设某一贷款提供银行的简化资产负债表如下:(变量:法定存款准备金率 ρ_0 ,贷款利率 r_1 ,存款利率 r_2 ,市场融资利率 r_3 ,存款保险费率 w)

某贷款银行的简化资产负债表

资 产	负债及所有者权益
贷款 L	存款 D
存款准备金 $\rho_0 \times D$	自主性市场融资额 R
	资本 K

首先,确定银行的贷款持有成本 c_l ,它等于资本正常回报和持有贷款的边际成本之和:

$c_l = ke + (1-k)[(r_2 + w)/(1-\rho_0) + r_3] + s_1 + q$ (其中 k : 资本资产比率; e : 资本回报率; s_1 : 贷款发放银行支付的服务费用率; q : 预期贷款损失率)

在完全竞争市场上,价格应等于边际成本,因此, $c_l = r_1$ 。假设银行将其贷款出售,即通过发行证券获得融资,则发行证券的总成本 $c_s = r_1 + s_s$ (r_1 : 投资者要求的收益率; s_s : 证券承销、担保及服务管理费用率),当 $c_s < c_l$ 时,也即证券化业务中介成本小于银行担保贷款中介成本时,银行便有理由和动力去促进贷款业务的证券化。事实上,资产证券化的存在,本身就是证券化业务中介成本小于银行提供的传统贷款中介成本的有效证明。按照分配效率的定义,证券化业务通过取代传统贷款业务提高了金融体系的操作效率。

二、证券化实施过程中的风险

当今,即使在资产证券化开展较早的发达国家,其面对的市场仍然是不完全的,金融机构面对的仍是一个瞬息万变、难以预测的生存环境,因此,证券化并非十全十美之选,它同样存在传统市场上具有的一系列弊端,会带来较大的风险,从而危及系统的效率。

(一) 信用风险和信用风险集中

资产证券化会使金融机构扩大实际的信贷和投资规模,与此同时,其面临的信用风险也随着市场上的信贷合约量的增加而增加;而且,新的金融工具所体现出的新的信用关系使实力雄厚的金融机构占据优势,从而赢得更多的客户信赖。这就促使证券化交易向大金融机构的集中,相应的风险也趋于集中在这些金融机构身上。从这种意义上来说,证券化增加了金融体系的风险。

(二) 逆向选择风险和道德风险

随着证券化业务的不断增多,金融机构可能会倾向这样一种选择:他们会选择对较低风险的原始资产进行证券化,因为这种资产结构往往包含着较低的信用增级成本和较低的服务花费,这样导致的结果自然是机构挑选风险较低的贷款组合来进行证券化,而给其他债权人留下风险较大,质量较差的资产。

另外,当金融机构以较宽的承销标准发放贷款,并且为达到某种粉饰财务报表的目的(如提高资本充足度、财务杠杆比率和盈利率)来将贷款证券化时,就存在道德风险。这种风险也是危害金融体系稳定性的一个重要因素。虽然这种具有较低质量的资产选择在道义上会遭人谴责,同时信用评价机构、发行人等对资产抵押品资质的评估也会增加这种信用等级资产进行证券化的难度,但不能不说,这种风险的可能性总是存在的。

(三) 技术风险

证券化工具的使用涉及到复杂的交易程度,当资产证券化达到一定的发展阶段时,大量的交易必须依赖计算机系统才能完成,要使交易顺畅,该系统必须灵活且具有适应性,如果交易业务过度增长使系统超载,就会导致系统发生错误甚至崩溃。因此,还会面临配套技术设施的

不同步性所带来的技术风险。

(四) 证券化工具定价与系统风险

如前所述,证券化工具的一个重要特征是将系统的融资过程进行分解,金融风险也得以分解,但风险总量事实上却未发生大的变化。正如国际货币基金组织和国际清算银行所认为的那样,在目前金融环境下,证券化运作对某些贷款人来说虽降低了筹资成本,提高了效率,但它却有可能有损金融体系的稳定。显然,这种观点再一次证实了市场不完全性带来的损失。

理由之一:证券化工具的低定价现实。

一般说来,通过金融市场分配资源的效率依赖于市场价格是否正确反映资本在不同用途下的稀缺程度和风险大小。如果金融工具能合理定价,资源就可有效分配。证券化工具是否增加系统风险一个重要方面是考察这些工具蕴含的风险是否被正确定价,也就是说,它们是否能提供足够的利润来抵御来自市场的各种潜在损失。如前所述,虽证券化本身具有通过有效定价来优化资源配置的功能优势,但这是市场成熟的产物。

证券化从诞生至今不过就二十几年的时间,因此,还处于不断发展之中。在市场发展实践中,传统金融工具的定价方法的特点是经过相当长时间的实际操作和经验积累才形成的,是以经验的方法作为定价基础的,只是到最近,银行等金融中介才开始采用一些较为复杂的数学统计方法来确定交易价格,但无论统计方法还是经验方法都是基于过去的经验数据。证券化工具中的开发交易费部分比较交易定价,但却对风险的定价偏低,其原因有二:

1. 技术因素:风险的量化技术还处于一个不断发展进程之中,尚未真正成熟。尽管有一些有效的风险度量方法,如敏感性分析、VAR 分析和张力测试作为传统风险度量方法的替代陆续走进风险度量领域,但其实践还不长,度量结果也不能全面衡量风险水平。

2. 市场因素:依据产品生命周期理论,刚推出的新产品由于其性能、可信度等方面还未被使用者认可,对其定价不可能过高。一方面,产品的高定价会由于传统产品市场参与者的垄断行为而无法维持。另一方面,对新产品有效定价技术的掌握需要付出一定的学习成本,其表现形式就是实际价格和内在价值之间的缺口。只有随着定价者的学习和经验的慢慢积累,缺口才有可能被弥补,市场定价才有可能向产品内在均衡价值回归。同时,市场还存在不断降低利润率要求的市场竞争,这种竞争甚至可能是恶性的。

基于以上几点原因,可以得出:在短期内,证券化工具的定价是偏低的。这样,一旦市场参与者都实行低定价,就会由于对风险溢价补偿过少而导致亏损。随着亏损的蔓延,金融机构的资本量会减少,并在整体上加大体系的系统风险。

证券化工具定价偏低的一个很好例证是在美国广为使用的票据发行便利(RUFS)的发行。美国经济学家 Feeny. PW 提出的系统风险缺口理论,对 RUFS 的实际定价作出了研究和解释。以 ROX(风险暴露资产收益率)作为计算发行人收入的指标,图 1 反映出下列事实:(1)随着风险暴露资金量的增加,ROX 也随之增加,这与 ROX 指标的内涵相符;(2)实际 ROX 与市场要求的 ROX 存在差距,这一差距就是“系统缺口”,即实际 ROX 本应增加的用来补偿系统风险增大可能带来损失的那部分利润。

理由之二:市场的非完全有效下存在信息不对称,易导致噪声交易,这也有碍于证券化工具定价向其均衡价值的回复。

如前所述,价格只有在完全竞争的有效市场上才能成为资本配置效率的灵敏信号,从而成为证券化工具内在价值的最佳评估。但现实市场却远非如此,频繁出现的金融泡沫以及亚洲

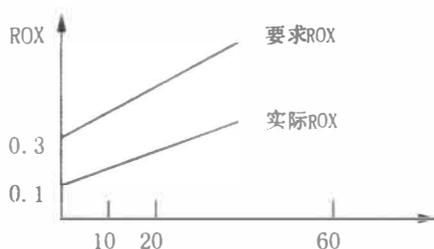


图1 风险暴露资金量和系统缺口

金融危机中凸现的投机性泡沫问题,都是对有效市场的事实否定。在此,信息不对称是主要原因。而信息问题是金融体系效率的关键问题,在信息不对称环境中金融体系的效率将受到多方干扰,当交易者在充满各种“噪声”成分的“灰色”信息系统中过滤带有噪声的信息时,必将使作为信息综合反映的金融工具价格与其内在基础价值发生偏差甚至是严重背离。基于利润最大化动机下的投资者一方面能根据自己的预期行动。另一方面,行动的结果又可能成为集体行动(即投资者相互作用、策略互补)来塑造市场发展的轨迹,从而使交易价格离其均衡价值越来越远(参见图2)。催生金融泡沫的内在根源就是这种投资者自我反射的正反馈机制,金融市场乃至整个实质经济的运行效率由此将遭受负面甚至毁灭性的影响。

由此可见,证券化工具的有效定价得依赖于市场健全程度、投资者的理性程度和经验积累程度、风险分析度量技术的发展程度等多重因素的作用。

但毋庸置疑的是,随着金融市场的不断发展,证券化工具市场会逐步走向成熟,尽管在从不合理到合理的转变过程中,很容易通过系统风险引起金融体系的不稳定,但在证券化工具能真实地表现自己以后,定价会趋于合理(参见图3)。

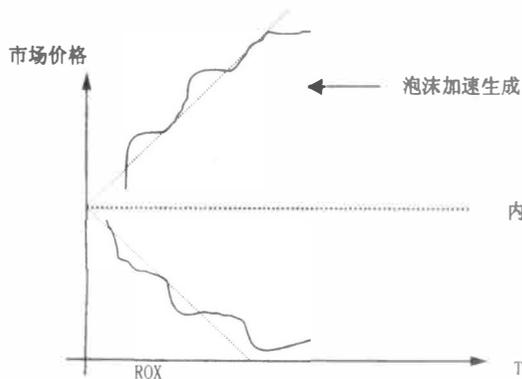


图2 投资者相互作用的自我反馈机制

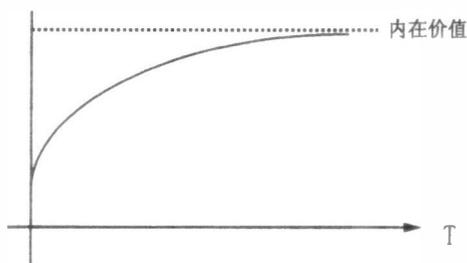


图3 价格向内在价值的回归

三、结语:启示和政策建议

经济金融化程度的日趋提高促成了微观金融主体在竞争机制下不断作出有利于利润最大化的金融创新。基于新技术、新理念下的金融产品开发使原有金融格局的平衡被打破,资产证券化正是在这样的背景下诞生的一个颇具生命力的金融新产品。它革新了银企融资传统模式,赋予了银行重新定义,在使资源配置更具效率、资金成本更趋下降的基础上,使资本市场的发展跃上了一个新的台阶。

如今,资产证券化已在国际金融领域里得到了日新月异的发展。随着加入 WT●,中国也

将日趋融入国际金融的发展轨迹。竞争的推动和基于全球市场经济体系的游戏规则,将使中国金融业产生基于新的背景之下的金融推动,释放出新的金融能量。目前,资产证券化在我国已初步运作,住宅抵押贷款证券化和银行不良债权证券化已成为我国资产证券化的两个基本切入点,并正在进行着事实上的有益探索。资产证券化以其显著的内在结构优势,将成为我国金融效率提高和金融质性深化的重要动力源。它不仅是寻求我国金融产业发展和效率优化的主动理性选择,也是对开放型新体制要求的被动适应。

但是,中国金融的总体发展是落后的,具有数量型扩张特征的金融市场中不成熟投资者相互影响,极易形成相互影响、策略互补的自我反馈机制。这样,衍生出大量虚拟资产,引发风险放大,产生泡沫经济的可能性较之发达国家更大。同时,信息成本高昂,市场参与者的法制观念淡薄,政府干预不当,一系列市场不成熟表明都会对资产证券化的有效实施带来巨大的障碍。这迫切需要我们寻求纠正市场偏差的有效过滤器,通过加强市场建设,包括健全信息披露制度,树立正确的投资理念,完善市场运行机制,加快金融配套设施的升级和电子化进程,大力培养金融高级人才等来使资产证券化的运行环境不断得到优化。基于目前的现状,我们要付出比发达国家更大的建设成本,而且将是一个漫长的过程,但证券化结构无可比拟的内在优越性使我们面临的是这样一个事实:证券化已经而且将对促进金融体系效率的动态优化演进产生越来越大的革命性影响,面对这股不可逆转的历史潮流,我们应该刻不容缓地迎头赶上。

参考文献:

- [1] Jack. Revell. Efficiency in the Financial Sector. Microeconomic Efficiency and Macroeconomic Performance [M]. 1983.
- [2] Wertz, W. F and A. Donadio. Collateralized Mortgage Obligations [J]. The CPA Journal, 1987(11).
- [3] Benink. H. A. Coping with Financial Fragility and Systematic Risk[M]. Boston: Klumer Academic Publishers, 1995.

ABS Operation Analysis: From the Point of Efficiency

(Finance, Business School, University of Shanghai for Science & Technology, Shanghai, China, 200031)

Abstract: As one of the greatest financial innovation which involves rigorous and superb technology, asset-backed securitization (ABS) has become an inevitable tendency in the international financial area. This paper deals with the discussion of the efficiency of ABS operation, an inquiry into the risks which originate from ABS under current market environment being given meanwhile. With an emphasis put on China's current situation on ABS operation at the end of the paper, several reasonable suggestions focusing on market construction have been approached for the shaping up of a new and more efficient financial situation in China.

Key words: ABS; efficiency; market construction