

# 资产证券化的运作和信用提高

吕俊英

(国家开发银行 西安分行, 陕西 西安 710002)

**摘要:** 资产证券化是利用流动性资产筹集资金的一种金融创新。介绍了资产证券化交易的各种参与者;对资产证券化按照交易结构进行了分类;以转手交易结构为例,探讨了资产证券化的运作过程;对资产证券化的信用提高进行了详细的讨论。

**关键词:** 资产证券化;参与者;运作过程;破产隔离;信用提高

**中图分类号:** F830.91 **文献标识码:** A

## The Process and Credit Enhancement of Asset Securitization

LU Jun-ying

(Xi'an Branch of China Development Bank, Xi'an 710002, China)

**Abstract** The Asset Securitization (AS) is a financial innovation, which get financing using assets possessed. In this paper, some kinds of participants of AS were introduced. AS was sorted by its structure. The process of AS was described. Credit Enhancement, an important part of AS, was discussed.

**Key words** asset securitization; participant; process; bankruptcy remote; credit enhancement

资产证券化 (Asset Securitization)是指将缺乏流动性的资产,转换为金融市场上可以出售的证券的一种融资活动。资产证券化利用不具有流动性的资产筹集了运营所需的资金。本文将此类证券称为资产证券。这种金融创新最早出现于20世纪70年代初的美国住房抵押贷款市场。目前,资产证券化已经形成国际性的大趋势。

我国也开始了资产证券化的尝试。2000年10月中国工商银行向中国人民银行上报了发行住房抵押贷款债券的方案,如果获得批准预计将有100亿到200亿的住房抵押贷款投入证券化运作。

### 一、资产证券化交易的参与者

资产证券化交易中主要参与者:发起人、借款人、投资者、服务人、发行人、受托管理人、投资银行、信用提高机构和信用评级机构。发起人 (originator)就是持有原始资产并想将其证券化的机构,也称为原始权益人。借款人 (borrower)是原始资产中借款

的一方,借款人需要按照这种原始资产债权的约定向发起人支付本金和利息,在本文中很多地方也将借款人称为债务人。投资者 (investor)是购买资产证券的人。服务人 (servicer)是负责收取证券化资产的本金和利息的机构,在借款人发生违约时,负责追讨欠款。发行人 (issuer)是发行资产证券的机构。受托管理人 (trustee)是由发行人授权在资产证券化交易中代表投资者利益的机构。借款人归还的本金和利息由服务人存入一个特别帐户,然后由受托管理人按照资产证券的支付条款向投资者支付本息,如果还有剩余款项,受托管理人负责将它们进行再投资,以获取更多的收益,保证了投资者投资的安全。投资银行 (investment bank)是承销商,负责向投资者公开出售或私募资产证券。信用提高 (credit enhancement)机构可以是发行人或第三方,负责提升所发行资产证券的信用级别,这是资产证券化中非常重要的一步。信用评级 (credit rating)机构给所发行的资产证券评定信用级别。

收稿日期: 2001-03-16

作者简介: 吕俊英 (1969-),女,西安市人,国家开发银行西安分行经济师,主要从事信贷管理工作。

1994-2017 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. <http://www.cnki.net>

## 二、资产证券化的分类

资产证券化通过构建一个严谨、有效的交易结构来保证融资的成功。资产证券化按照交易结构来进行分类,可以分为转手(Pass-through)证券、资产支持证券(ABS, Asset-Backed Securities)以及转付(Pay-through)证券,迄今为止最基本的交易结构只有这三种,其它所有的资产证券化交易结构创新都是以它们为基础的。

转手证券的最大特点是这种证券的还本付息与原贷款的还本付息是直接联系的,证券发起人作为中介机构收取一定的手续费,证券持有人(投资者)拥有抵押贷款的所有权,而在发起人的资产负债表中抵押贷款所代表的资产消失。

ABS是以抵押贷款为担保发行的证券,与转手证券不同,抵押贷款仍是发起人的资产,留在资产负债表中,同时投资者是债权人,而不象转手证券的投资者那样拥有抵押贷款的所有权。

转付证券是综合转手证券和ABS的特点而形成的。转付证券象ABS一样由抵押贷款作为担保发行资产证券,抵押贷款的所有权仍属于发起人,保留在其资产负债表中;转付证券又象转手证券一样用抵押品所产生的现金流量来向投资者支付本息。目前应用最为广泛的转付证券是担保抵押债券(Collateralized Mortgage Obligations, CMOs)。

## 三、资产证券化的典型运作过程

现以转手交易结构为例,谈谈资产证券化的运作方法。转手交易结构主要由发起人、特设信托机构(Special Purpose Vehicle, SPV)和投资者三类主体构成;发起人将自己拥有的特定资产组合“真实出售”给SPV,SPV以其所获资产组合的未来现金流为担保发行证券,用出售证券的收入支付购买证券化资产的价款,以证券化资产产生的现金流向证券投资者支付本息。

资产证券化的具体运作一般分为五个阶段。

(一)发起人将可证券化的资产组成资产池(Asset Pool,或称资产组合)

可以进行证券化的资产具有一个共同特征,就是依据契约或承诺在未来一个时期内,可以获得现金收入流。持有这类资产的发起人一般都是为了将流动性较差的资产变现。发起人对自己拥有的可证券化资产进行梳理,依据融资目标的要求确定把多少资产用于证券化;最后把这些资产按照利率、期

限、借款方、贷款方等进行组合,形成一个资产池。要强调的是,发起人对资产池中每项资产都必须拥有完整的所有权。

(二)组建特设信托机构SPV,实现破产隔离(Bankruptcy Remote)

SPV基本上是一个“空壳公司”,它只从事单一业务:购买证券化资产、整合应收权益,并以此为担保发行证券。SPV成立之后,与发起人签订买卖合同,发起人将资产池中的资产过户给SPV。

破产隔离是资产证券化中非常关键的一步,是保证证券化成功的重要手段。破产隔离使资产池的质量与发起人自身的信用水平分割开来,投资者购买的资产证券就不会再受到发起人的信用风险的影响。一旦发起人发生破产清算,资产池将不会列入清算的范围。

要实现破产隔离,第一,必须限制SPV的业务范围,使SPV能与其自身引起的破产风险相隔离,如规定SPV不能进行证券化业务以外的其它经营活动,不能破产,不得发生重组兼并等等;第二,SPV要完全独立于发起人,使SPV能与发起人相关的破产风险相隔离,从而使自己不受发起人破产与否的影响;第三是证券化的资产组合必须以真实出售的方式转移给SPV,只有做到了这三点才可以达到破产隔离。

(三)完善交易结构,进行信用提高

完善资产证券化交易结构的方法主要有:SPV要与发起人指定的资产池服务公司签订服务合同,与发起人一起确定一家托管银行并签定托管合同,与银行达成必要时提供流动性支持的周转协议,与证券承销商达成证券承销协议等等。然后由信用评级机构对这个交易结构以及设计好的证券进行内部评级。一般而言,这时的评级结果并不理想,较难吸引投资者,所以必须想办法提高证券的信用等级。为了解决这个问题,金融专家们创造出了一种称为信用提高的方法,通过一些巧妙的安排,能够提高资产证券的信用级别,从而吸引投资者,改善发行条件,顺利实现证券化。

(四)设计证券,进行发行评级,安排证券销售

根据资产风险收益情况和当时的市场状况进行更为具体的细化设计。这时SPV应该再次聘请信用评级机构对资产证券进行正式的发行评级,将评级结果向投资者公告。然后由证券承销商负责向投资者销售资产证券。由于这时资产证券已具备了较好的信用等级——投资收益的组合,所以能以较好的

发行条件售出。

#### (五) 现金流管理服务与清算

SPV 从证券承销商那里获取证券发行收入,再按资产买卖合同规定的购买价格,把发行收入的大部分支付给发起人。至此,发起人的筹资目的已达到。发起人指定一个资产管理公司或亲自对资产池进行管理,负责收取、记录由资产池产生的现金收入,并把这些收款全部存入托管行的收款账户。托管行按约定建立积累金,准备专门用于 SPV 对投资者还本付息。到了规定的期限,托管行将积累金拨入付款账户,对投资者付息还本。另外还要向聘用的各类机构支付专业服务费用。由资产池产生的收入在还本付息、支付各项服务费之后,若有剩余,则全部退还给发起人。整个资产证券化过程至此结束,如图 1 所示。

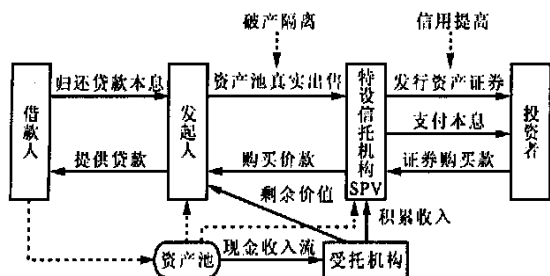


图 1 资产证券化的典型运作过程

### 四、资产证券化的信用提高

信用提高是资产证券化中非常重要的一环。信用提高的方式包括卖方(发起人)提供的信用提高和第三方提供的信用提高两类。

#### (一) 卖方信用提高

卖方信用提高有四种方法: 直接追索权、超额抵押、高级/从属结构和利差帐户。

1. 直接追索 (Resource) 权: 发行人 (SPV) 对所购买金融资产的违约行为进行直接追索的权利。常见的方式是卖方 (发起人) 要承担起回购违约资产的义务, 或者对资产证券的偿付进行担保。直接追索权在资产证券化实践中得到了广泛地应用, 其最大的原因就是这种信用提高方式结构简单、直接、易于理解、易于应用。但同时也存在一些缺点, 一是评级机构对资产证券的评级不会高于发起人的资产信用评级, 信用提高程度有限; 二是发起人在一定条件下可以取消其回购义务, 从而加大了投资者承担的风险。因此, 直接追索权一般都不会直接使用, 同时还需要有第三方 (商业银行、保险公司等) 提供的信用担保。

并且发行人 (SPV) 从发起人那里获得一项买方选择权, 可以直接向第三方索偿。

2. 超额抵押 (Overcollateralisation): 又称为超额担保、过度抵押 (担保) 等。其含义是担保抵押的资产总值大于所发行的资产证券的本息总值。如果抵押物的价值下降到预先设定的某一金额以下, 就必须增加抵押的资产。对于投资者来说, 这种信用提高的形式更容易估计, 不会由于违约、拖欠、提前偿付或者抵押物价值下降等原因而影响资产证券的价值。这种方法的缺点是成本过高以及对资产的利用严重缺乏效率。

3. 高级/从属结构 (Senior/Subordinated structure): 又称为优次级证券结构。这种结构是将所发行的资产证券分为两类, 高级证券和从属证券, 或称优先证券和次级证券, 由发起人保留从属 (次级) 证券以承担风险。高级 (优先) 证券本息的支付先于从属证券, 付清高级证券本息之前仅对从属证券付息, 从属证券的还本要等到付清高级证券本息之后才能进行。这种信用提高形式实际上是发起人提供了一笔保险金。证券信用评级时, 如果评级机构认为从属证券承担了足够多的风险, 那么高级证券就会被评为 AAA 级。

这种方式的优点在于成本很低, 成本仅仅是从属证券上较高的息票, 而付息是分布在整个时间段上的。如果某发起人的资本成本很高, 并且要用高资本成本作为折价率以确定从属证券成本的现值, 那么这种方式相对于保险的一次性成本是具有一定优势的。

评级机构要求从属证券的数量总和应该能够补偿预期损失。但有时会发生特殊的情况, 如果损失在某个特定月份突然发生, 那么高级证券的损失可能会难以补足。为了防止这种风险, 评级机构常常要求建立清偿基金, 其资金来源于发起人的原始储蓄以及本应分配给从属证券的现金流量。

4. 利差帐户 (Reserve account): 又称为准备金帐户、第三者保管帐户、储备基金等。一般来说, 首先从证券出售的收益中抽出一部分储存在此帐户中, 作为初始基金。证券化资产产生的现金流会超出需要支付给投资人的数额, 主要是原始贷款人支付的利息与资产证券给投资者承诺的利息之间的利差, 当然还要考虑给服务人支付的费用, 这些利差的全部或一部分将进入利差帐户, 具体多少比例要看评级机构的规定。当证券化资产发生违约情况时, 产生的现金流可能不足以清偿利息, 这时就从利差帐户

中进行支付。证券期满后,利差帐户中的款项将属于服务人,以鼓励其追收欠款。利差帐户可以使投资者的资产更加安全,也即提高了所发行的资产证券的信用等级。

## (二)第三方提供的信用提高

第三方信用提高主要有银行提供的担保或信用证以及保险公司提供的保险单等形式。

1. 银行担保或信用证:银行担保可以担保贷款的本金和利息,或者更有可能是担保抵押品免受过多的损失。从这个意义上讲,它更象一个保险产品。但还是有所不同,银行产品是依据资产组合能产生的现金流情况来决定保护程度;而保险公司产品则是在总损失达到一定的程度时,才依据资产的实际损失进行赔偿。所以常常在资产遭受损失后,保险公司产品将支付赔偿要求,而银行产品不会赔偿,这是由于在债权人遭受损失之前,资产已经有足够的现金流抵消了损失。使用银行担保的缺点首先是市场上缺少 AAA 级的银行;其次是返回给发行人的利润是有风险的,并且是从属于银行的头寸的;另外,可能需要有相当高的存款才能保证第一个损失头寸;最后,提供信用证的银行一般都会要求对信用证所作支付的补偿款享有追索权,如果贷款的出卖者是银行或金融机构,那么,这种追索权将会由于管制会计和资本处理的原因而排除资产出售所享受的一切待遇。

2. 保险公司提供的信用提高:在美国有两种类型的能够提供金融担保的保险公司。一种是“专一”业务(Monoline,也有学者译为单线)保险公司;另一种是“多种”业务(Multiline,也有学者译为多线)保险公司。专一业务保险公司只从事唯一的业务,即提供金融担保保险。专一业务保险公司提供担保本金和利息的保险单,而多种业务保险公司一般提供免受损失保险单,它保护作为资产证券化基础的抵押品的价值,但通常并不保证债权人能收回本金和利息。后者的优势在于当只面临单一特定风险如信用风险时,它比前者的价格低。保险公司提供信用提高的价格要高于银行信用证以及内部信用提高方式中的高级从属证券结构。保险产品的优势首先是在市场上 AAA 级的数量比在其它信用提高市场上多,通常如果信用提高结构是以保险为基础的,那么会有多个保险人,如果其中一个保险人的信用级别降低,那么可以在结构内部将它转移到另一位置,另一个具有符合要求级别的保险人转移过来填补位置,

所以信用提高结构更容易保持其信用级别,而不受某保险人信用级别下降的影响。而在信用证的情况下,如果银行信用级别降低,那么它所担保的任何证券的级别也随之下降。

3. 第三方信用提高还可分为部分信用提高和完全信用提高两种形式。部分信用提高可以采用来自银行的第一损失信用证或采用来自保险公司的第一损失金融担保的形式。第一损失信用提高,能够避免的潜在危险低于 100%。其目的是减少投资人承担的组合资产的信用风险,而不能完全消除。完全信用提高采取 100% 信用证或 100% 金融担保保险的形式。其目的不仅仅要减少投资人承担的组合资产的信用风险,而且还要完全消除这些风险。

4. 与卖方提供的信用提高不同的是第三方信用提高一般不带有相关风险的特征,这是因为第三方的信用质量总的来讲与被提高的信用资产质量没有关系。在上面各种不同的信用提高方式中,第三方完全信用提高是最直接和最易于降低风险的,它使得所有的信用损失都能得到保险。

## 参考文献:

- [1] FABOZZI, FRANK J, FRANCO MODIGLIANI, MICHAEL G, FERRI Foundations of financial markets and institutions. 2<sup>nd</sup> edition. Prentice-hall International Inc. 北京:清华大学出版社, 1999.
- [2] 陈正权. 证券化融资与中国资本市场 [J]. 上海投资, 1998, (2): 33- 36.
- [3] 黄登仕. 资产证券化: 理论和应用 [J]. 大自然探索, 1998, (2): 18- 21.
- [4] 黄亚钧, 林利军. 投资银行实务 [A]. 金融工程及其应用 [C]. 上海: 立信会计出版社, 1998.
- [5] 黄亚钧. 现代投资银行的业务和经营 [M]. 上海: 立信会计出版社, 1996.
- [6] 李泊溪. 资产证券化融资的思考 [J]. 中国软科学, 1998, (5): 33- 37.
- [7] 刘入领, 胡章宏. 美国资产证券化的运作机制、特点和积极影响 [J]. 投资研究, 1998, (2): 44- 48.
- [8] 尹龙. 资产证券化: 动力、约束与制度安排 [J]. 金融研究, 1999, (2): 58- 63.
- [9] 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.
- [10] 朱军勇. 论资产证券化 [J]. 上海投资, 1999, (1): 12- 16.
- [11] 祝小兵. 资产证券化的基本操作原理 [J]. 经济导刊, 1999, (2).