

文章编号:1006-7329(2000)05-0084-06

资产证券化及其在西部大开发中的实践意义初探

18
84-89

蒲清平, 任宏, 张国敏
(重庆建筑大学 管理学院, 重庆 400045)

F832.48
F832.21

摘要:旨在通过对资产证券化的含义、运作流程、融资特点、融资优越性的分析,阐明其在西部大开发中实践的意义、作用及可行性。

关键词:资产证券化; 西部大开发; 融资

中图分类号:F832.48

文献标识码:A

随着我国经济形势的发展,为了平衡巨大的地区差距,党和政府作出了加快西部大开发的战略部署。中国西部虽然面积占全国的56%,拥有大量的矿产、水能、林畜、旅游等资源,但由于历史和地理等诸多原因,目前资源并未得以充分开发利用、经济依旧十分落后,尤其是以交通、通讯、能源为主的基础设施建设相当落后,投资软硬环境较差。由于大西部区域辽阔、基础太差、欠帐太多,所需建设开发资金庞大,故而西部大开发仅靠国家直接的财政投入和地方的投入是远远不够的,必须要开拓思路、广开新的融资渠道、吸引国内外的资金投入西部大开发的建设热潮中来。根据国内外的经验,笔者认为在西部大开发中应当充分重视资产证券化这一新型融资工具的实践,利用其特有的融资优势为西部的开发建设服务。

1 资产证券化的含义、融资机制及融资特性

1.1 资产证券化的含义及发展历史

资产证券化(Securitization)是指资产的拥有者以其不流通的存量资产或可预见的未来现金收入作为一种抵押,在资本市场以发行证券的方式进行变现性融资。其融资工具为“资产支撑证券”(Asset-Backed Securities, ABS)。

资产证券化的起源可以追溯到60年代的美国。当时,从事住房抵押贷款业务的金融公司因市场利率的上升和《Q条例》的限制,竞争实力下降,经营状况恶化。为了转嫁利率风险,获取成本低且较稳定的资金来源,美国的三大抵押贷款公司:政府国民抵押协会(Government National Mortgage Association, GNMA)、联邦国民抵押协会(Federal National Mortgage Association, FNMA)、联邦住宅贷款抵押公司(Federal Home Loan Mortgage Corporation, FHLMC)和从事住房抵押贷款业务的金融公司纷纷将其所持有的住宅抵押贷款按期限、利率等进行组合,以此组合为担保或抵押,发行抵押债券,从而实现了住宅抵押贷款的证券化。

最早出现的住宅抵押债券是过手债券(Pass-through Bond),它有三方参与者,即债券发行人

* 收稿日期:2000-05-19

作者简介:蒲清平(1969-),男,四川人,讲师,硕士生,主要从事技术经济与管理研究。

(住宅抵押贷款的债权人,即拥有该贷款的机构)、债券投资者和住宅抵押贷款人。发行人按一定标准把若干个住宅抵押贷款组合在一起,以此为抵押向投资者发行债券。发行人从债券持有人(投资者)处一次性变现式地收回贷款本息,以后贷款人定期向其还本付息时,资金就经过中介机构扣除手续费后转付给债券持有人。由于过手债券的投资者无法确定未来的现金流量和最终到期日且有“提前偿付”的风险,1983年,联邦住宅贷款抵押公司(FHLMC)推出了担保抵押债券(Collateralized Mortgage Obligations, CMO)它以一定数量的住宅抵押贷款为抵押,根据债券的期限、利率水平、风险和偿付方式分为优先(Senior)和次级(Subordinate)转卖给不同需要的投资人。CMO的风险相对过手债券要低一些,同时投资人不直接拥有抵押贷款,而是拥有对债券发行人的债权。

住宅抵押贷款证券化之后,证券化的技术被广泛地运用于抵押债权以外的非抵押债权资产,由非抵押债权资产为担保发行的证券一般被称为资产支撑证券(Asset-Backed Securities, ABS)。最早发行ABS是汽车贷款,随后80年代中期,出现了信用卡贷款的证券化、应收帐款的证券化。特别是1995年,世界银行集团的国际金融公司将其在南美等发展中国家的长期资产作为抵押发行了4亿美元以上的不可追索证券,从而使大型基本建设项目和改扩建项目开始使用资产证券化工具,将其未来项目下收入作为抵押,发行证券,融入建设资金,拓宽了资产证券化的融资范围。

近年来,资产证券化从美国到欧洲、亚洲均得以迅速发展,成为一种增长最快的融资方式。仅在1998年东南亚资产证券化融资就超过250亿美元,比1997年增长96%。

1.2 融资运作流程

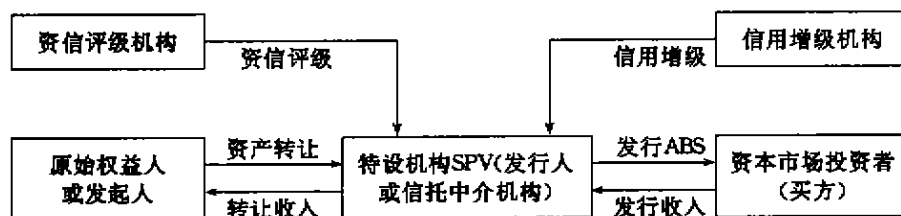


图1 资产证券化运作基本流程图

首先,发起人将其拥有的准备证券化的资产如应收款、贷款、信用卡、在建工程等真实出售给发行人,发行人是一个特定交易信托中介(Special Purpose Vehicle即SPV)。这里的真实出售指出售后的资产从原始权益人资产负债表中消失,且在原始权益人破产时不作为法定资产参与清算。

其次,发行人将各类资产按利率、期限、风险的不同进行组合并对之进行信用提高,信用提高是运用各种方式确保投资者按时得到投资本息。常用的方式有发行人超额资产担保、现金储备帐户、证券设计为优先/次级结构、银行或保险机构担保、开立信用证等。并由资信评级机构进行信用评级,最后将证券出售给投资者。发行收入经SPV转让给发起人或原始权益人。

1.3 资产证券化的融资特点

与银行贷款、发行股票、企业债券等传统融资方式相比,资产证券化这一新型融资方式的特点主要表现在:

1) 资产证券化通常是将多个原始权益人的资产集中成一个资产池(Assets Pool),通过结构性重组并进行证券化而实现资产的流动性和可转让性,并不改变原有股东结构。

2) 资产证券化是非负债型融资,证券化后被证券化的资产在资产负债表上消失,原始权益人的资产负债率得以改善。

3) 资产证券化把资产池中的资产的偿付能力与原始权益人的资信能力分割开来,实现了信用隔离。

4) 资产证券化的证券权益偿还不是以企业全部产权为基础,而是仅以被证券化的资产为限,同时企业破产也不涉及证券化的资产,实现了破产隔离。

1.4 资产证券化融资的优越性

利用资产证券化融资对于融资者具有以下几方面优越性:

1) 保持和增强融资者的借款能力,如果借款人的财务杠杆比率过高,就很难得到借款。资产证券化融资是一种表外融资方式,利用它,原始权益人既能筹集到急需资金,又不会增加资产负债表上的负债。

2) 提高资产收益率,融资者通过资产证券化融资可以盘活企业的非流动性资产,加速资金周转和资金循环,在相同的资产基础和经营时间内创造更多的收益。

3) 降低融资成本,获得较高的信用评级。由于资产证券化融资实际上是一种直接融资,减少了商业银行的中介费用,而且企业用以证券化的资产在信用评级时往往可以达到优于企业本身的资信评级,从而基于这种高素质资产上变现的融资成本就能降低。而且资产证券化具有规模效益,同类企业及同类发行次数越多及金额越大,成本也就越低。据专家估计,相对于传统融资方式来说,资产证券化融资每年能为原始权益人节约相当于融资额 0.5% 的融资成本。

4) 分散风险。由于资产证券化融资有不分散股权和控制权的好处,又具有不可追索权,因而降低了资产流失的风险;而且资产未来收入证券化是真实的出售行为,因此可以控制资产的规模,对银行来说即可控制资产的信用风险、利率风险和降低呆坏帐准备的水平。

5) 为企业并购重组提供了有力武器。资产证券化可以使融资者一方面获取巨额资金进行并购活动,对目标企业进行整合重组,另一方面在并购之后及时处置冗余资产,迅速变现消肿。

6) 为资信较低、资产规模不大的中小型企业融资也打开了大门。

利用资产证券化融资对于投资者也具有以下几方面优越性:

1) 较高的投资回报,以美国为例,1987—1996 年期间,美国 3 年期国库券的平均年收益率为 6.782%,穆迪公司评级为 AAA 级的公司债券的平均年收益率为 8.473%,而资产证券的平均年收益率至少达 10% 以上。

2) 较低的投资风险,由于有信用增强和提高、“破产隔离”的资产池作保障,减少了投资风险。

3) 增加了新的投资渠道,资产支撑证券对于那些具有一定风险意识并期望获取较银行存款、国库券收益高的投资者无疑是一种新的投资选择。而且这种选择相对于企业债券、股票投资而言,由于有了信用增强和提高,大大降低了投资者作决策时所必须进行的研究和分析的工作量,也避免了因信息不对称而带来的投资损失。

2 资产证券化在西部大开发中的重要作用和实践意义

从现实的情况来看,西部大开发最缺的就是资金和技术。由于我国直接融资的渠道单一,股市的规模偏小且条件较高,使得西部开发难以从中获得足够的建设资金;而间接融资成本高且对于企业的规模、资信、财务状况也有较高要求,故而也难以满足大西部的开发建设资金需求。国家虽然加大了对西部的财政投入,银行也加大了贷款力度,然而这种政府主导而非市场主导的投资导向所吸引的资金也远远不能满足西部大开发需要。因此有必要采取多种融资手段和技术,特别是采取如资产证券化这样新兴的低成本、高效率的融资技术吸引国内外各种资金来开发建设大西部,大西部才能真正众人拾柴火焰高,得以迅速发展。

具体来讲,资产证券化可以在以下几方面进行融资实践,为西部大开发的建设服务:

2.1 筹集基础设施建设所需资金

西部大开发最大的瓶颈是软硬环境较差,尤其是以交通、能源、通讯为主的城乡基础设施建设相当落后。以西部十省区市的中短期规划来看,仅交通一项在未来 10—20 年就需投资几千亿,如此庞大的投资凭目前国力和政府投资是难以实现的。虽然这些项目普遍投入大、投资回收期长,但其一般具有稳定的现金流、风险低、资产质量良好且容易分割,对投资人也颇具吸引力,是资产证券化较好的对象。可以尝试以待建项目未来的现金流或者已建项目的资产为抵押进行资产证券化,迅速

变现筹资,进行下一期工程建设。比如高速公路、桥梁可以其未来的收费进行证券化筹资,西南地区水电资源的开发就可以采取梯级开发,以上一级电站的发电收入发行资产证券,进行下一级电站的建设。

2.2 筹集开发西部资源的资金

西部最富有和充满魅力的地方是它丰富的资源,如560万平方公里人口密度较低的土地资源,丰富的煤炭、石油、天然气、水力、风能、太阳能等能源资源,铁、钾、铜、黄金等黑色金属、有色金属和稀有金属等矿产资源,得天独厚的各种各样的中成药、动物、植物、林畜及生态环境资源以及上苍赐与西部的诸如峨眉山、九寨沟、云南石林、长江三峡、西双版纳、布达拉宫、敦煌莫高窟等无数令人赏心悦目的自然与人文景观形成的旅游资源。

西部大开发应当抓住的切入点就是利用特色资源发展特色经济,即充分利用本区域、本地区优势资源,吸引社会资金,变资源优势为经济优势,带动地区经济发展。由于西部的这些优势资源大都在交通不便、人烟稀少、经济落后的地方,一般来讲开发难度较大、所需资金较多,如没有外来资金加盟,地方政府根本上是无能为力的,如国家即将实行的“西气东输”一个项目预计工程投资额就达1100亿之多。因此有必要对一些现金流量好、有前景的资源型项目采取资产证券化融资方式,筹集开发所需资金。如1996年卡塔尔石油总公司就以液化石油气为抵押发行了高达12亿美元的资产证券,效果十分良好。由于资产证券化融资不会是所有权或者股权的转让,不必担心外资控股,对于资源型项目的开发建设融资较其他融资方式为优,因此对于西部能源、矿产资源的开发完全可以采取资产证券化进行融资。

西部地区丰富的旅游资源也应当是西部的一个极具潜力的经济增长点。据《世界旅游组织1996年度报告》预测,从1995年至2020年,中国入境旅游者将以每年8%的速度递增,到2020年中国将接待1.37亿人次的入境旅游者。而中国的旅游资源绝大部分集中在中国西部,目前许多旅游景点交通不便,食宿、通讯、配套设施等条件较差,急需加强建设。完全可用旅游景点的门票收入的现金流量为抵押发行资产支撑证券,进行融资,加强旅游景区的基础建设,促进旅游经济的快速发展,也会带动区域内诸如餐饮、娱乐、宾馆、运输等相关工业的发展。

2.3 中小型企业融资

无论是国外或东部沿海经济的发展历程都表明,区域经济的发展,其支撑与脊梁是数以万计的中小型企业。而当前西部与东部巨大的差距也主要表现在中小企业的发展方面,根据《中国中小企业发展战略研究》课题组的调查表明,中小企业,尤其是民营企业,很难从银行得到贷款,或者以相当高的成本获得贷款,又由于中小企业规模和资信的限制,进行债券融资或股票融资也不可能,因此资金是制约小企业发展的一个最重要的因素。故而要发展西部的中小企业,必须要在融资政策方面给予开放。资产证券化是企业把资产出售给SPV,再由SPV将各类资产组合,形成资产池,其资产与企业信用隔离,十分有利于资本规模较小、资信较低的中小企业的融资。这些企业可以把它能带来稳定现金流的包括应收帐款、贷款、销售收入等资产出售给SPV,由SPV组合打包,经信用提升与增级,出售给国内外的投资者,这些企业也得到了它们急需的发展资金,从而有力地推动西部经济的繁荣与发展。

2.4 有利于西部国企的战略重组与结构调整

目前,我国许多国有企业正处于体制改革的攻坚阶段,在激烈竞争和产业结构调整、市场整合的时期,一方面要抓住机遇提升竞争力,一方面要进行战略重组、选择进退的方向。从西部国有企业的现状来看,普遍存在设备陈旧落后、包袱沉重、资金缺乏、负债偏高等情况,要想抓住西部大开发的有利形势,西部的国企必须要在加强改革以外,必须采取的措施是,一要靠技术革新与改造,二要靠资金投入。在经济逐步市场化的情况下,这些高负债率企业不可能再从银行得到更多贷款。此时采取资产证券化,降低资产负债率,获取企业技术革新、改造与发展资金,提升企业竞争力无疑是一个较好的选择。另一方面来看,西部国有企业在有所为有所不为方面也应作出自己的抉择,如何进

入想进入的行业及地区,如何退出不想继续经营的资产和行业,如何进行企业的并购与重组?现在的许多企业想退出某些资产或行业,但苦于无人买,一些企业想通过兼并与收购进入某些资产或行业,又苦于现金少买不起,而且即使在并购以后,又苦于无法转移消化多余的资产和债务,给企业的发展带来沉重的包袱。资产证券化是企业选择进退、进行并购重组的重要手段。企业可以根据实际情况将其部分资产证券化,融入资金并购目标企业或资产,并可在成功并购后再以资产证券化方式灵活地处置非战略性资产,消化多余的资产和债务,实现西部国企的战略重组与结构调整。

3 西部大开发中资产证券化实践的可行性

近二十年来国民经济的持续健康发展、国家在投融资体制方面的改革为我们积极开展新的融资途径提供了条件和环境,而西部大开发这一世纪战略决策迫切需要我们研究一切可利用的工具。如前所述,资产证券化具有诸多融资优点,能解决西部大开发、大建设的众多项目庞大的资金需求,但在西部大开发中资产证券化实践的环境与条件是否具备呢?因此,有必要对之进行可行性分析,从目前情况来看,在西部大开发中资产证券化实践的条件已基本具备,主要有以下几个方面:

3.1 政策方面的鼓励与支持

自国家作出开发西部的决定以来,出台了若干鼓励与支持西部开发的优惠政策,允许并鼓励西部地区进行一些投融资方式的改革与创新尝试,并认为要像当年办特区一样来开发建设西部。因此,在西部率先进行资产证券化的实践,能得到国家在政策方面的支持,尤其是可以解决目前制约资产证券化的法律、税务方面的障碍。

3.2 具有一批适合资产证券化的资产及项目

资产证券化需要有一批具有稳定、可预见现金流量的资产及项目作为抵押发行资产支撑证券进行融资。从目前西部地区的情况来看,这一条件业已具备。当前西部地区正在着手进行一大批以公路、桥梁、机场为主的大型基础设施建设,以城市地下(上)轨道、城市管网改造、污水处理为主的市政设施建设,以西气东输、西电东送、盐湖钾肥项目为主的资源开发利用建设,以及越积越多的住房贷款,均是良好的证券化资产和项目。

3.3 具备适合资产证券化的投资环境

随着国家启动经济、刺激内需政策的实施,银行经多次降息,存款利率已到了相当低的水平,使许多投资者迫切寻找新的投资渠道和机会。但限于国内目前直接投资渠道的单一,股票市场高投机、高风险的事实,居民储蓄存款在99年末尚有近6万亿人民币放在银行,未寻找到合适的投资机会。只要适时推出收益率较国库券为高、风险可接受、流动性强的资产支撑证券,就能吸引这些个人投资者。同时,一批机构投资者在近年来的迅速发展壮大也支持资产证券化的实践。到目前为止,封闭式证券投资基金净值约600亿元人民币,保险基金、养老基金也有数千亿元,一些机构券商进行了增资扩股,最近国家又批准设立开放式投资基金。这些机构投资者的投资组合中,不但需要高风险、高收益的股票,低风险、低收益的国库券,也需要有风险较低、收益较高的证券。从国外的发展情况来看,资产证券无疑会成为他们的首选。

3.4 资产证券化所必需的中介服务系统已基本具备

经过近十年证券市场的探索发展,已基本确立了一套较为有效的监管服务系统,对于防范和化解金融风险已有一定经验;投资银行近年来取得了长足进展,无论是从规模或者质量上都有较大提高,具有操作资产证券化的能力;在财政部的规范和推动下,注册资产评估师、注册会计师、注册审计师发展较快,并且逐步与国际接轨,中介服务机构的发展为资产证券化奠定了技术基础。法律法规方面的发展和完善,尤其是《合同法》的修订也进一步为资产证券化的实践清除了一些法律障碍。

3.5 加入WTO有助于资产证券化的实践与发展

我国将于今年底或明年初加入 WTO 已是不争的事实,金融市场的开放和国际化是必然的选择,国际资本、国外投资银行、国外中介服务机构的进入更有利于推动资产证券化的实践与发展。他们的加入有助于克服资产证券化中的技术障碍,提升资产证券化资产及项目的信用等级,到国际资本市场融资,吸引众多国际资本来开发建设西部地区。

综上所述,应用资产证券化来解决制约西部大开发的资金瓶颈问题,在融资方面具有诸多的优越性,并且已基本具备实践的可行性。因此,建议国家和西部地区应尽快开展这方面的研究工作,清除一些目前尚制约资产证券化实践、应用的技术方面、法律方面、体制方面的条件的限制和障碍,促成资产证券化这一新兴融资方式早日在大西部的建设开发中实践。

参考文献:

- [1] 张超英, 曹祥辉. 资产证券化——原理·实务·案例[M]. 北京: 经济科学出版社, 1998
- [2] 厉以宁, 曹凤歧. 中国资本市场发展的理论与实践[M]. 北京: 北京大学出版社, 1998
- [3] 王开国. 资产证券化论[M]. 上海: 上海财经大学出版社, 1999
- [4] 朱宝亮, 刘伟莉. 中国开展资产支撑证券化融资的研究[J]. 管理世界, 1999, (3), 62~67
- [5] 陈云贤, 王紫伟. 不良资产证券化解决方案[J]. 资本市场, 1999, (3)
- [6] 唐荣安, 李永泰. 西部大开发——西部的资源、环境、政策与机遇[M]. 海口: 南方出版社, 2000

The Securitization and Its Practical Value in the Large Development of Western China

PU Qing-ping, REN Hong, ZHANG Guo-min

(Faculty of Management, Chongqing Jianzhu University, Chongqing 400045, China)

Abstract: In the essay, the unvestigator will clarify the practical value, the functions and feasibility of securitization in the big development of Western China by analyzing its meaning, operating process, and its financing features and advantages.

Key words: securitization; large development of Western China; financing