

# 我国商业银行不良资产证券化的理论分析

乔小明

(云南师范大学 学报编辑部, 云南 昆明 650092)

**摘 要:**我国目前面临着商业银行股份制混合经营改革,针对信贷资产的流动性特别是不良资产的处理问题提出了资产证券化的解决方案,但是直接将我国商业银行的不良资产进行证券化,还存在一系列的问题和障碍。因此,从资产证券化的一般性理论引出我国实行不良资产证券化所遇到的问题,并提出相关发展建议。

**关键词:**商业银行;不良资产;资产证券化

**分类号:**F832.51 **文献标识码:**A **文章编号:**1673-1395 (2019)04-0069-05

## 一、资产证券化及运作规程

### (一)资产证券化阐释

资产证券化是近 30 年来世界金融领域里最为重要的金融创新之一,在众多领域都有成功的应用案例。资产证券化的出现使世界金融体系发生深刻变革。在资产证券化的引导下,各种金融创新产品层出不穷,金融业服务水平和竞争力不断提高。同时,资产证券化打破金融中介和金融市场的界限,使对冲基金、养老基金和私人股权公司等新型金融机构出现。资产证券化出现并发展于美国,在美国的金融市场上占据重要地位<sup>[1]</sup>。虽然资产证券化在我国尚处在起步发展阶段,但应该看到我国商业银行项目有稳定可预期的现金流,且其周期较长,这与资产证券化的条件相契合。同时商业银行项目又满足资产证券化的核心条件,其基础资产为基础设施收费权,具有自然垄断的特征,因此有稳定可预期的现金流,这使得资产证券化成为我国商业银行健康发展的必然选择。

### (二)资产证券化的运作规程

资产证券化的运作流程见图 1。

#### 1. 确定资产证券化目标并组建资产池

原始权益人首先根据自己进行资产证券化的融

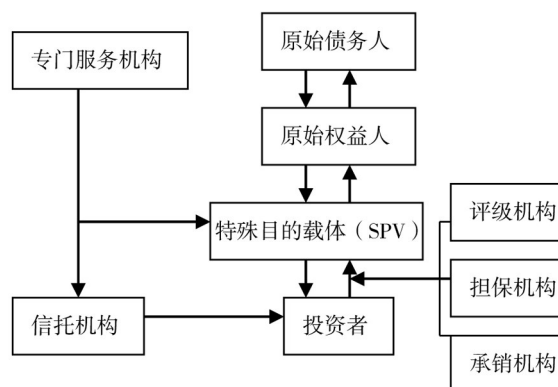


图 1 资产证券化的运作流程

资需求确定资产证券化目标,并将自己具有完全所有权的可证券化的资产进行清理、评估和考核,汇集成一个资产池。这里资产池必须满足两个基本条件:一个是原始权益人对这个资产池里的每个资产都拥有完整的所有权;二是这个资产池的资产都是可证券化的。<sup>[2]</sup>所谓“可证券化的资产”体现了并非任何资产都是可证券化的,其对资产有一定的要求:一是资产可以产生稳定的、可预测的现金流收入,且独立于原始权益人其他资产产生的现金流,这是为了保护投资者利益,维护证券市场的稳定;二是原始权益人持有该资产已有一段时间,且信用表现记录

收稿日期:2019-03-18

基金项目:教育部人文社会科学研究项目“我国商业银行不良资产配置的系統理论及其指数化研究”(17&ZD171)

作者简介:乔小明(1971-),男,上海人,副编审,博士,主要从事人力资源管理学、战略管理研究。

良好,违约率和损失率较低,这是为了保证发债质量,降低发债成本;三是资产应具有标准化的合约文件,即资产具有很高的同质性;四是资产抵押物的变现价值很高或对债务人的效用较高,以加强对投资者权益的保护以及提高债务人还款的积极性;五是债务人的地域和人口统计分布广泛,以防止资产的现金收入由于来源单一化带来的风险;六是资产的相关数据容易获得;七是资产池中的资产应达到一定规模,从而实现证券化交易的规模经济,至少保证进行资产证券化的收益大于成本。

## 2. 设立特殊目的载体(SPV)与资产出售

SPV 是一个以资产证券化为唯一目的、独立的信托实体,它既是资产池中资产的购买者,也是资产证券化的发行人。它必须保持独立性,因此其经营有严格的法律限制:一是目标和权利的限制,法律规定了其只能完成资产证券化交易所必须从事的活动,不能从事任何证券化业务以外的活动;二是债务限制,只能完成交易所承担的债务和担保义务,不得发生其他债务或承担不相关的担保责任;三是高度独立性,资产不与其他机构相混合,不可合并或重组,保持独立的财务报表等;四是每一个 SPV 的董事会里必须设立独立董事;五是一般情况下,SPV 不得分红或进行其他任何分配;六是 SPV 不得破产,即实现真实出售和破产隔离。这些严格的限制实现了对投资者权益的保护,使得投资收益不会受到原始权益人自身信用风险的影响。<sup>[3]</sup>

SPV 成立后,原始权益人将资产池中的资产出售给 SPV 称为资产出售,这个过程必须保证是真实出售,才能真正实现破产隔离。这也是我国施行不良资产证券化的基本要求。

## 3. 信用增级

在证券化的交易中,支持证券化的资产组合的信用和现金流特征很难与投资者的需求吻合。信用升级的目的就是要弥补资产组合的初始信用等级和投资者所要求的信用等级之间的差距。所以先应该由信用评级机构对未重组的资产进行内部评级,再根据投资者的需求进行信用增级。

## 4. 信用评级并发售证券

信用增级后应再次聘请评级机构对资产支持证券进行正式的发行评级,由于此时在法律上资产的信用已经和原始权益人的信用相隔离,所以此次评级应根据资产及其信用升级措施进行评级,而不涉及原始权益人本身的信用,使得资产支持证券能以较高的信用级别,较低的融资成本向投资者出售。

## 5. 向发起人支付资产购买价格

用发行证券所得现金收入支付向原始权益人购买证券化资产的价款以及各专业机构的相关费用等。<sup>[4]</sup>

## 6. 实施资产管理与回收资产收益

对于支持证券的资产的管理可由专门服务机构负责收取、记录资产产生的现金流,并将回收的资产收益存入受托银行的合规存款账户。受托银行应建立一个积累金帐户,将回收收益转入这个帐户,负责证券到期时对投资者还本付息。

# 二、我国商业银行不良资产证券化过程中存在的问题

## (一)我国商业银行不良资产的特殊性

根据商行信贷资产的五级分类:正常、关注、次级、可疑和损失中,正常和关注类是商行的优良资产,符合证券化资产的要求,可以进行资产证券化操作。但次级、可疑和损失类被称为不良资产才是目前急需证券化的资产,也是资产证券化方案提出的导火线。由于我国不良资产的特殊性,并不满足证券化对资产的要求,如何实施证券化成为焦点。

我国不良资产存量是历史遗留问题,大部分以国有企业负债形式存在,不能保证未来能否产生可预测的稳定的现金流;而且很多贷款是没有抵押物的;信用质量差、风险大;由于其形成背景复杂,资产的相关数据有些遗失,而且没有标准化、高质量的合同条款,如果对其直接进行证券化,证券的信用评级相当低,发行成本会很大,不易施行。对于不良资产这种先天性的不足,要进行证券化唯一的方法就是信用增级手段。因为不可能将这些风险统统转嫁给投资者,这样等于损害投资者利益,而且这样也无法达到证券化的目的,因为投资者是不会买这种风险过高的证券的。<sup>[5]</sup>

## (二)隔离破产与真实出售问题

### 1. 破产隔离的种类

第一,与原始权益人破产风险的隔离。原始权益人破产不会影响到 SPV 和对证券持有人的按时偿付,这是资产证券化最重要的特征,即做到将资产池“真实出售”给 SPV。

资产的转移从法律角度看,可界定为真实出售和担保融资两种形式。担保融资与真实出售的根本区别在于:如果采用担保融资的形式,转移的资产仍留在原始权益人的资产负债表中,意味着一旦原始权益人破产时,证券化资产会被列入破产清算列表,

投资者要承受一定的破产风险;而真实出售的形式属于表外处理法,转移资产被剥离出原始权益人的资产负债表,SPV 对基础资产拥有所有权,原始权益人破产时,证券化资产不会作为破产财产进行清算,投资者仍能得到按时偿付。

第二,与服务商破产风险隔离。专门服务商是对资产产生的现金流进行管理的机构,为了避免服务商破产时,基础资产产生的收入滞留在其自有账户里,以及资产的收入可能与服务商的自有资金相混合,导致不能按时偿付,SPV 应在与服务商签订的协议中规定:服务商收到资产的收入后在一定规定时期内可以自我保留,并可以与自有资金相混合,但过了规定时间后就要准时转入合规存款账户,不得私自动用。

第三,与原始债务人破产风险的隔离。是指当原始债务人无力偿还债务时,仍可对投资者按时支付。因为 SPV 可以根据基础资产中若干不同的历史违约数据,算出资产池中资产的违约率,进而确定证券的收益率,所以这其中已经包含了原始债务人破产的可能性估计。

之所以强调破产隔离,主要是为了保护投资者的利益。而真实出售是破产隔离的前提,没有真实出售,就不可能有破产隔离。所以这里还涉及真实出售的界定问题。

## 2. 真实出售在法律上的界定

当原始权益人将资产池中的资产出售给 SPV 时,其所有权也随之转移给 SPV,这些资产不再属于原始权益人。而当前我国采用的形式实质是:资产管理公司由政府成立,所有权归于政府,而国有商行也是归属国有,当国有商行将不良资产出售给资产管理公司时,表面上资产的所有权由银行转移给了资产管理公司,但这实际上是由国家注资购买不良资产,其所有权还是属于国家的,没有真正实现真实出售。但如果没有国家的注资,也没有哪个机构有能力承担这么庞大的不良资产,所以对不良资产存量部分可以说完全由国家买单。

## (三)信用增级

由于我国商行不良资产的信用风险极大,与投资者需求的信用级别相差甚远,进行证券化之前必须经过信用增级提高证券的信用级别,才能降低发行成本。银行信贷资产证券化可以采取的信用增强手段主要有 5 种形式,见图 2。

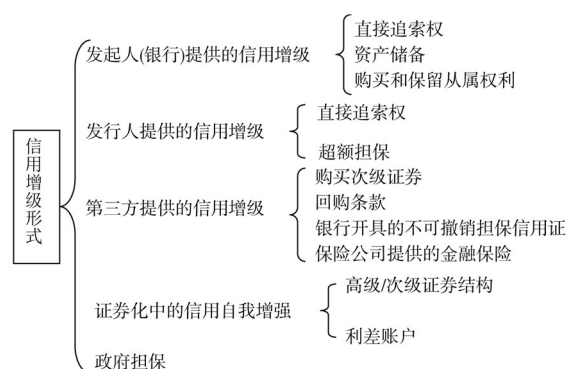


图 2 银行信贷资产证券化采取的信用增级形式

其一,在发起人(银行)提供的信用增级的形式下,其 3 种方式有个共同的特点:手续简单,但是发起人(银行)对贷款组合还承担一定的偿付违约责任,也就是说,资产支持证券的信用风险仍受债务人和发起人信用风险的影响,因此信用评级较低,而且是非真实出售行为,属于表内融资,目前很少使用这种增级方式。

其二,如果由发行人提供信用增级,证券的信用风险会受到发行人自身信用级别的限制,也与被担保的贷款组合不可避免地存在关联风险,还是没有做到与原始债务人的破产风险隔离。尤其是发行人作为专门的 SPV,自身可能无法承担这种风险,所以由发行人提供信用增级方式不适用于 SPV,应该在自身提供信用支持的情况下,寻求第三方的信用支持。

其三,第三方提供的信用增级方式下,最大的优点就是几乎没有关联风险,能够真正做到真实出售,在债务人到期不能偿还贷款,或发起人破产时,由于有资信较高的第三方担保对投资者的按时偿付,投资者仍能得到相应的收益,实现了证券信用风险与原始债务人和原始权益人的风险隔离,而且可以使资产支持证券获得一个较高的信用级别。当然,在这种方式下,发行人需要向第三方支付风险补偿费。唯一的问题就是对第三方的要求是资信很高的机构,对其支付的费用是一次性付出,应用时应该衡量下证券化的收益和成本。

其四,证券化中的信用自我增强。它是通过内部结构的调整来提升证券的信用级别的。其优点与第三方提供的方式类似,也实现了真实出售,但它在成本上稍有优势。对于高级或次级证券结构方式,其信用增级的成本是均匀分布在整个证券的存续期



内的,利差账户方式也类似,信用损失发生时不能立即使用利差来弥补,信用损失必须累积至一定规模后才能对利差进行分配。这样发行人可以在利差积累与信用损失积累之间进行时间上的合理匹配。相比那些信用证担保或金融担保中一次性成本支付,在经济上这两种方式更有吸引力。

其五,政府担保。将其单列出来是因为其特殊性,通过政府担保后就无需专门的信用增强措施而又能获得很高的信用级别。从国外经验看,在信用增级方面离不开政府的积极参与,在美国,绝大多数资产证券是由美国政府提供信用担保,特别是住房抵押担保券几乎全部依赖于美国政府信用担保。很多国家也都成立了相应政府机构或政府信用企业,为实施资产证券化提供有力的外部信用增级支持,为推动证券化业务发展发挥积极作用。以香港为例,按揭证券公司由特区政府全资持有,并由金融管理局提供巨额备用信贷支持,大大增加市场对该公司的认可与接受程度,有利于公司降低筹资成本和顺利运作。

#### (四)信用评级

在信用增级后,资产支持证券发行前,需要信用评级机构对其进行信用评级,为投资者提供选择依据。评级内容包括借款人的信用状况、地理分布和资产组合的多元化情况以及对证券化参与人交易结构进行考察,分析交易架构中可能存在的风险,在这一过程中,评级机构要考察服务商和受托人的信用,并对真实销售、破产隔离、信用增级、触发事件的设计等问题进行审查。

信用评级机构评级有两个突出的特点:一是主要对资产池中的基础资产的质量进行评级,而不是重点关注发行人的综合资信水平;二是对资产支撑证券的评级在很大程度上取决于交易架构的设计,比如这种交易构架是否实现了破产隔离和真实出售对评级结果都有较大影响,然后根据资产以及其信用升级措施进行评级,所以评级结果有很大的灵活性。

### 三、我国商业银行不良资产证券化发展的建议措施

#### (一)应加强建立现代化企业制度

现在我国的做法就是成立了资产管理公司即SPV,各商行剥离出来不良资产,以账面价值全额出售给资产管理公司,这一过程是通过国家注资实现的,也就是说对于不良资产存量部分,由于大多是

国家政策性贷款造成的,相应地就由国家买单解决,国家注资实质也是一种信用增级的方法。但问题是对于不良资产增量部分又应该由谁买单呢?由于新增部分大多应属于商行经营性不良贷款,问题的根源就在于商行的经营管理制度,无论是对国企还是商行,应加强建立现代化企业制度,形成规范性的商业化操作,逐步降低不良贷款发生率,提高银行资产质量,更易于施行资产证券化。<sup>[6]</sup>

#### (二)需真正做到真实出售

对不良资产增量部分不能再以国家完全购买的方式处理。可以采用政府担保的形式进行信用增级,从而提升证券的信用级别,降低融资成本,更好地推动不良资产增量部分的证券化过程,提高商行的流动性和国际竞争力。<sup>[7]</sup>

(三)完善我国的相关法律体系,政府积极参与以做好政府担保措施

政府担保意味着此证券的级别已达最高,无需额外的信用担保等手段增加信用级别,节约成本。然而,在我国《担保法》第8条规定:“国家机关不得为担保人,但经国务院批准为使用外国政府或者国际经济组织贷款进行转贷的除外。”该规定给我国政府提供信用担保设置法律限制。对于我国不良资产存量部分,由于国家注资买单,也相当于国家担保作用,所以存量部分的处理是可以解决的。但其增量部分的证券化处理,除完善我国的相关法律体系和资本市场,建立银行的现代企业制度,还是需要政府的参与,对于发展中国家来说,政府担保措施非常重要,是值得借鉴的信用增级手段。

(四)信用评级机构要求必须做到透明、公开和公正

由于客观上的信息不对称,使得投资者也只能以公布的评级结果来做出选择,所以对信用评级机构要求必须做到透明、公开和公正。而我国信用评级市场的现状很难满足资产证券化的要求,急需改进。可以从两方面着手:一是改造我国现有的评级机构,但这还需要较长的时间,因为还需要各方面配套措施,比如法律规范的完善等;还有一种是比较直接的,可以引进国外著名评级机构为我国评级市场服务,如国内评级机构与外资机构合资主办,可以加快我国评级业的发展。

(五)有效发挥服务机构作用,形成市场定价机制

在商业银行不良资产证券化过程中,有增信机构、法律会计评级机构、承销商等中介服务机构。目

前来看,增信手段对利率的影响并不显著,且部分实际效果与预期相反。诚然,适当的增信可以使得商业银行不良资产证券化产品顺利发行,解决商业银行项目周期错位问题,但发行人的盲目增信也会造成融资成本的增加,同时由于我国资产证券化市场发展仍不完善,相关中介服务商也良莠不齐,投资者对各项目的增信认识也因此不尽相同。这就要求监管机构要督促此类机构严格遵守监管要求和职业规范,项目尽职调查要尽职尽责,这样才能切实保障基础资产安全。

#### 四、结语

由于我国商业银行不良资产的特殊性,对其直接进行标准化、证券化操作,还存在许多障碍和问题。鉴于此笔者建议我国资产证券市场应该加强建立商业银行现代化企业制度。政府应该重视政府担保方式,更好地推动不良资产增量部分的证券化过程。迫切需要政府完善我国的相关法律体系和资本

市场,改造我国现有的评级机构,使得信用评级机构必须做到透明、公开和公正。最重要的是今后要逐步培育,形成一批专门从事不良资产投资的机构投资者。推动投资者结构多元化,应允许包括券商、基金、保险等在内的更多投资者进入。

#### 参考文献:

- [1]罗伟.资产证券化:国际经验与中国实践[M].上海:上海人民出版社,2016.
- [2]张蓉.资产证券化法律问题研究[M].北京:北京大学出版社,2016.
- [3]赵坤.资产证券化:理论与实务[M].北京:北京大学出版社,2017.
- [4]曹凤岐.货币金融管理学[M].北京:北京大学出版社,2018.
- [5]邹焕聪.完善我国地方政府债券发行主体制度之构想[J].中国流通经济,2018(6).
- [6](美)爱德华·肖.经济发展中的金融深化[M].上海:上海三联书店,2018.
- [7]谭政勋,李丽芳.中国商业银行的风险承担与效率——货币政策视角[J].金融研究,2016(6).

责任编辑 胡号寰 E-mail:huhao2@126.com

(上接第 68 页)

#### 五、结语

如果把文学领域各种形态的历史的写作看作一种实践活动的话,那么诚如韦勒克所主张的那样,它必然与文学理论无法剥离开来,甚至要从中去寻找自己的基本史观与方法论体系,更不要说进行具体历史叙事时所需要的那些话语和概念了。所以我们看到,作为现代话语的“理论”概念自身在中国的兴起及其所标示的“理论”与“批评”的分野,在“中国文学批评史”建构和调整的不同阶段中都发挥着某种重要的潜在作用。写作者们对各自时代的知识教养有着不同的反应,主动进行对话与辨析的意识亦强弱不同,所以会出现各种互有出入的取径。尤其是 20 世纪 80 年代以来,在西方理论的强势波及下,国内“中国文学批评史”的研究者和写作者们获得了更加优越的视域和话语资源,对此学科的性质及定名应有更明晰的认识及理性的处理,而非简单地沿袭前法或改头换面。

#### 参考文献:

- [1]舒新城.中国近代教育史资料[M].北京:人民教育出版社,1985.
- [2]陈钟凡.中国文学批评史[M].北京:中华书局,1927.
- [3]朱自清.中国古典文学论文集[M].上海:上海古籍出版社,1981.
- [4]魏收.魏书[M].北京:中华书局,1997.
- [5]袁俊德.富强斋丛书续全集[M].小仓山房校印本,光绪 27 年(1901).
- [6]梅光迪.文学讲演集[M].北京:海豚出版社,2011.
- [7]李新宇,周海婴.鲁迅大合集[M].武汉:长江文艺出版社,2011.
- [8]胡适.胡适全集(12 卷)[M].合肥:安徽教育出版社,2003.
- [9]刘永济.文学论默识录[M].武汉:武汉大学出版社,2013.
- [10]罗根泽.中国文学批评史[M].上海:上海书店出版社,2003.
- [11]郭绍虞.中国文学批评史[M].天津:百花文艺出版社,1999.
- [12]滕固.滕固美术史论著三种[M].北京:商务印书馆,2011.
- [13]朱东润.中国文学批评史大纲[M].上海:上海古籍出版社,2001.
- [14]傅庚生.中国文学批评通论[M].上海:商务印书馆,1947.
- [15]郭绍虞.中国文学批评史(上册)[M].北京:商务印书馆,2015.
- [16]郭绍虞.中国古典文学理论批评史[M].北京:人民文学出版社,1959.
- [17]蔡钟翔,黄保真,成复旺.中国文学理论史(一)[M].北京:北京出版社,1987.

责任编辑 韩玺吾 E-mail:shekeban@163.com