

我国信贷资产证券化信托模式研究***

□赵 息 孟庆玲 白 斌 [天津大学 300072]

[摘 要] 信贷资产证券化,作为一项金融技术,是崭新的公司理财模式。运用它可以解决我国资本金不足、不良资产比重高、流动性差、运作效率低等问题。但具体采用哪种模式来实现之,仍存在很大争议。本文从我国信托市场的融资功能、信托产品的收益优势和实施证券法以来的效果等几方面进行分析,得出资产证券化信托运作模式在我国目前的制度下是可行、有效的,并具有普遍实践意义的结论。

[关键词] 信贷资产; 资产证券化; 信托运作模式

[中图分类号] F83 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1008-8105(2006)02-0021-03

资产证券化是指企业单位或金融机构将其能产生现金收益的资产加以组合,然后发行成证券,出售给有兴趣的投资人,借此过程,企业单位或金融机构能向投资人筹措资金^[1]。资产证券化并非仅对“资产”本身进行证券化,还包括对“预期稳定现金流”进行证券化。按照特殊目的载体的不同,资产证券化运作模式可以分为公司型、信托型和有限合伙型。本文提出在目前制度约束和市场环境下我国应采用信托模式来开拓信贷市场。

一、我国资产证券化信托运作模式

资产证券化的信贷模式基本运作程序如下: 1) 原始权益人通过发起程序将可预见的现金流资产组合成资产池。2) 由原始权益人或独立第三方组建特设信托机构,然后以“真实出售”方式将原始权益人的证券化资产合法转让给特设信托机构,在转让过程中通常由信用增级机构通过担保或保险等形式对特设信托机构进行“信用增级”。3) 特设信托机构以受让的资产为支撑,经信用评级机构评级后,聘请投资银行在资本市场上发行资产支持证券募集资金,并用该资金来购买原始权益人所转让的资产。4) 服务人负责向原始债务人收款,然后将源自证券化资产所产生的现金转交受托人,再由受托人向资产支持证券的投资

者支付本息。在这个过程当中,“破产隔离”和“信用增级”是两个核心技术,而“破产隔离”是通过“真实出售”实现的。

二、我国信托市场的融资功能

在我国目前的法律框架下,一般公司的股权或债权融资方式受到了法律法规的极大限制,而银行、券商、基金和保险公司四大类金融机构又无法实现资产证券化的风险隔离功能。与之相比,信托投资公司可以通过其独特的融资模式,为资产证券化提供融资平台。

2002年《信托法》的颁布,使得信托所具有的制度优势被法律认可,为信托这一财产管理制度的发展提供了广阔的市场空间。这些环境和条件促成了信托业在短短两年多的时间内,取得了迅猛的发展(见图1)。

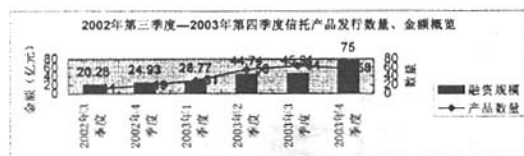


图1 2002年第三季度—2003年第四季度信托产品发行数量、金额概览

* [收稿日期] 2006-01-15

** [作者简介] 赵息(1955—)女,天津大学管理学院教授 孟庆玲(1980—)女,天津大学管理学院硕士生

上图数据显示,自 02 年第三季度开始,信托产品的发行存在加速的态势,无论从发行的项目数还是融资的绝对额都存在显著的增长。与 02 年的同期数据相比,03 年第三季度产品发行数量同比增长 481.1%,融资金额同比增长 126.38%。03 年第四季度信托产品的发行数量同比增长 205.26%,融资金额同比增长 200.8%。截至 03 年底,资金信托产品市场的总规模已达到 280 亿元。信托市场的投融资功能初步显现,发展势头良好。

但是对于其他金融同业来说,信托市场才刚刚起步。在融资总量、单一产品的平均筹资金额和融资期限方面,都与其它金融产品具有较大的差距。03 年信托市场的融资总量为 235 亿元,对比其他融资渠道,其中我国证券市场的融资总额就达到 1357 亿元,月平均融资额为信托市场的 5.8 倍。银行吸收存款达到 3.7 万亿元,月平均融资额是信托市场的数千倍。从单一信托产品的平均募集金额来看,02 年第三季度信托产品的平均融资额约为 1.8 亿元,而 03 年第三季度信托产品的平均融资额已经下降 0.7 亿元(见图 2)。从融资期限来看,信托产品的融资期限主要集中在 1 年至 3 年期(见图 3)。

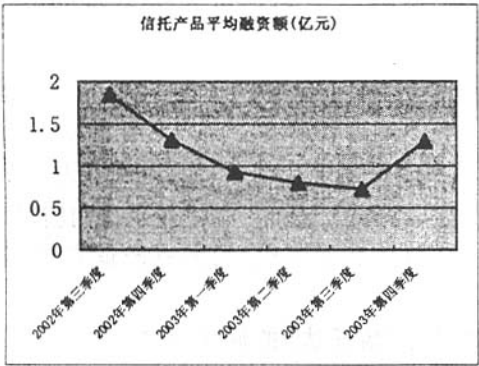


图 2 信托产品平均融资额

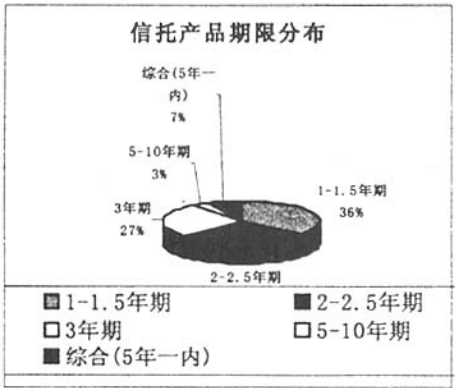


图 3 信托产品期限分布

造成差距的主要原因是我国目前对与信托市场的制度限制。随着信托市场的不断发展和信托相应法律法规的出台,从长期趋势来看,信托市场的融资功能将得到更大的发展空间。

三、信托型资产证券化产品的收益优势

结合我国的制度和法律,资产证券化的投资主体是个体投资者而非机构投资者。信托市场对个体投资者的吸引不仅在于它的多级风险收益产品还在于它的收益优势和相对稳定的收益。

(一)绝对收益率优势

同期限的信托型资产证券化产品的绝对收益率高于银行存款、国债和企业债等固定收益类金融产品(见表 1)^[1]。从表中的数据分析,信托型资产证券化产品与期限的相关性并不很明显,但是与同期限的金融产品相比,其绝对收益率是比较高的。另外,信托产品在发行时公布的收益率为预期收益率。预期收益率一般都是信托投资公司对于信托财产所能产生收益的最保守的估计。因此,根据不同的基础资产类型,信托型资产证券化产品的实际收益还有可能高于预期收益。

表 1 同期金融产品年收益率比较

期限(年)	资产证券化信托	银行存款(税后)	国债	企业债(税后)
1	3.72%	1.58%	n.a	2.59%
2	5%	1.80%	2.19	2.84%
3	4.82%	2.02%	2.43	3.08%

注:n.a表示无此类数据

(二)收益增强效应

信托型资产证券化产品在支付形式上可以根据基础资产的特征和投资者的需求采取多样化的按年、按季计息支付收益的方式。而分期支付收益面临着对各期收益再投资的问题。如果再投资的收益率高于原有投资的收益率,那么投资者就会获得收益增强的效应,反之,投资者将采取一次性偿付本息的方式。

目前,我国的利率水平处于历史最低位。从 1998 年到 2003 年,整体利率水平持续下滑。但在 03 年出现了根本性的变化,最直接的表现是居民消费价格指数摆脱了 02 年以来负增长的局面,并且在 10 月份达到了最高 1.8%。这意味着如果居民消费价格指数继续增加,在现有名义利率稳定不变的前提下,实际利率将会减少。而潜在的通货膨胀预期必然会在市场利率中体现,尽管现阶段由于银行存款利率的管制使得这一利率指标不能充分反映市场的预期,但

在货币市场上对这些因素的考虑已经充分体现出来,最明显就是货币市场月平均加权利率的走势(见图 4),从 01 年到 02 年底,整个利率水平处于下降趋势,但在 03 年这种趋势被扭转,并且在 03 年下半年的货币市场利率中得到了充分体现。而这种利率趋势的变化无疑为投资者采取按年或按季分期收取信托收益的方式获取收益增强效应提供了可能。尤其是以财产信托为主的信托资产证券化产品的分期收益支付设计无疑是针对当前利率市场环境吸引投资者的一个有效的方式。

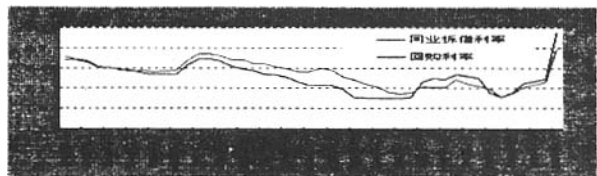


图 4 货币市场月平均加权利率走势图

(三) 信托资产证券化产品的估值

信托产品的收益通常包含信托财产在信托存续期间所产生的收益和信托终止时信托财产本身的价值。这和固定收益类债券十分相似。因此,本文采用收入资本化定价方法,借用债券估值模型对信托型资产证券化产品进行估值。债券估值模型如下^[2]:

$$PV = \frac{C_1}{(1+r_1)} + \frac{C_2}{(1+r_2)^2} + \dots + \frac{C_n}{(1+r_n)^n} + \frac{D}{(1+r_n)^n}$$

式中: C_i 为第 i 年的利息; D 为债券面值; $r_1, r_2, \dots, r_n$ 为相应年度的折现率; n 为期限,债券的偿还期。

根据信托型资产证券化与固定收益类债券的支付方式相类似的特点,我们将采用上述债券估值模型,对信托型资产证券化产品进行估值。在此,我们假定,信托收益按年度支付,投资者的相应年度折现率相同:

$$PV = \frac{C}{(1+r)} + \frac{C}{(1+r)^2} + \dots + \frac{C}{(1+r)^n} + \frac{D}{(1+r)^n}$$

式中: C (投资者每年所获得的信托收益) = 投资者信托受益权所对应的信托财产金额 $\times$ 与其信托年收益率; D 为投资者信托收益权所对应的信托财产金额,在最后一个信托收益分配日交付给投资者; r 为折现率; n 为信托收益的分配期。

在信托型资产证券化产品发行时,投资者每年所获得的信托受益、信托终止时获得的信托财产和信托收益的分配期已经在信托文件中得到确定。而估值中的折现率则根据投资者的不同收益预期确定。

四、信贷资产证券化信托运作模式在我国的应用效果分析

在我国信托业对信贷资产证券化研究和实践中,信托型资产证券化产品一直是投融资双方非常关注的信托产品。由于我国信托法律制度出台时间较晚,我国信托型资产证券化产品的数量和融资规模都很小。但由于资产证券化的信托运作模式有较为完善的法律制度依托和一定的市场化运作机制,信托型资产证券化产品仍然不断出现。市场接受程度和发展前景良好。本文搜集了 01 年到 03 年 29 个资产证券化信托产品,分别按基础资产类型、预期年收益率、期限、规模和所属信托公司五个属性进行统计,得出大多数的集合资金信托产品都与信贷资产有关,有些甚至就是信贷资产证券化的雏形。尽管在严格意义上,我国资金信托产品与传统资产证券化产品尚有一定的差距,但资金信托产品的推出,毕竟推动了本土的资产证券化登陆我国金融市场,对创立资产证券化市场有着积极意义。

五、结束语

本文认为在我国目前的制度约束下,以信托模式实现资产证券化融资是有效的、可行的,而且具有普遍实践意义。由于资产证券化在我国实施还面临诸多约束和挑战,基于自己的证券化实践并借鉴国外的经验,我们应该考虑采取先试点、后推广方式积极稳妥地推行证券化。

参考文献

- [1] 杨瑞建. 浅析资产证券化的运作方式及其意义[J]. 山东教育学院学报, 2004, (6): 71-73.
- [2] 齐寅峰. 公司财务学[M]. 北京: 经济科学出版社, 2002. 98.

(下转第 34 页)

[2] 高超, 曾伏秋. 企业经营创新与企业文化 [J]. 企业经济, 2004, (1) 98 - 99.

[3] 陈高林. 论家族制管理向现代企业管理转变的途径 [J]. 管理世界, 2003, (10) 115 - 120, 129.

[4] 詹伟峰. 企业现代管理十四大变革 [J]. 企业管理, 2003, (11) 83 - 86.

[5] 叶国灿. 企业管理模式的创新趋势 [J]. 管理世界, 2003, (12) 146 - 147.

Innovation for Reform and Development of the Enterprises of Running Capital

ZHANG Jian

(Tianjin University Tianjin 300072 China)

GUO Han - ding

(Tianjin Institute of Urban Construction Tianjin 300384 China)

Abstract The affiliate operating capital is poor in market competition because their strategy, system, mechanism, methods, idea, and industry planning are not suitable to market development. It is urgent for them to set up the idea running an enterprise on a commercial basis, to reform deeply their system and mechanism, to change operation ways, to optimize industry planning, and broaden capital range, in order to realize service function for society and themselves beneficial results. It is also necessary for them to update ideas on operation management, planning, trademark, culture, marketing, and surroundings, to help each other forward between capital market and affiliate, between affiliate and their general enterprises so that they gain the motive force of the sustainable development.

Key Words affiliate running capital ; operating enterprises ; business reform and development ; management innovation

(上接第 23 页)

Trust Process of Loan Securitization in China

ZHAO Xi MENG Qing - ling BAI Bin

(Tianjin University Tianjin 300072 China)

Abstract As a new financing practice, loan securitization may dilute non - performing loans, improve asset liquidity and operating effectiveness. But it is being argued that which model should be adopted. This paper attempts to analyze the problem from the function of Chinese loan market, profit advantages of trust product and the effect of carrying out the Security Law. As a result, the paper addresses its conclusion that SPT (Special purpose Trust) process is practicable, effective, and widely applicable to asset securitization under present institutional bindings of China.

Key Words loan asset ; asset securitization ; SPT process

作者: [赵息](#), [孟庆玲](#), [白斌](#), [ZHAO Xi](#), [MENG Qing-ling](#), [BAI Bin](#)
作者单位: [天津大学, 300072](#)
刊名: [电子科技大学学报 \(社会科学版\)](#)
英文刊名: [JOURNAL OF UNIVERSITY OF ELECTRONIC SCIENCE AND TECHNOLOGY OF CHINA \(SOCIAL SCIENCES EDITION\)](#)
年, 卷(期): 2006, 8 (2)
被引用次数: 3次

参考文献(2条)

1. [杨瑞建](#) [浅析资产证券化的运作方式及其意义](#) [期刊论文] - [山东教育学院学报](#) 2004 (06)
2. [齐寅峰](#) [公司财务学](#) 2002

引证文献(3条)

1. [邓宇杰](#) [资产证券化信托运作模式制度保障的思考](#) [期刊论文] - [现代商业](#) 2011 (23)
2. [何红渠](#), [陈晓](#) [信贷资产证券化发起阶段税收问题研究](#) [期刊论文] - [财会月刊 \(综合版\)](#) 2007 (5)
3. [潘永](#), [陆晓琴](#) [中美两国信贷资产证券化模式的比较研究](#) [期刊论文] - [区域金融研究](#) 2010 (8)

本文链接: http://d.wanfangdata.com.cn/Periodical_dzkjdxxb-shkx200602005.aspx