

资产证券化的信用风险自留问题文献综述

● 彭飞 朱建林

摘要:有关资产证券化风险自留问题的研究兴起于2008年次贷危机之后,我国对于相关话题的研究也处于初步探索阶段。已有文献认为,证券化产品的发起者与投资者之间存在信息不对称,导致商业银行等发起者倾向于出售低质量的贷款,或是放松对贷款的筛查和监督,使投资者蒙受损失,这也成为各国陆续推出风险自留政策的原因。依据信号理论和激励相容原理,风险自留有助于缓解信息不对称问题,但也有学者认为,强制自留的资金成本和信息损耗削弱了风险自留制度的价值。对于最优自留形式与比例的选择,学者们认为应当依据经济环境、产品结构、资产质量有针对性地制定自留政策,而且应当完善豁免条款和反规避措施,以保障自留政策的有效性。

关键词:资产证券化;信息不对称;信用风险自留

一、引言

资产证券化是近几十年来国际资本市场上最重要、发展最为迅速的金融创新之一。发起人通过将银行贷款等基础资产打包出售,增强资产流动性,减少风险暴露,投资者则根据自身风险偏好选择不同的资产进行投资,资产证券化实现了收益和风险的重新分配。长期以来,资产证券化给投融资双方带来的便利掩盖了其中蕴含的风险,直到2008年次贷危机爆发,人们开始重新审视证券化过程中存在的风险。由于发起人将证券化产品出售的同时将风险一并转移,导致发起人更加关注贷款发放的数量和利润,忽视质量和风控,基础资产质量持续恶化。当危机来临时,基础资产的风险暴露,持有证券化产品的投资者承受巨大损失。

为了规范资产证券化市场,保护投资者利益,各国监管部门展开积极探索。2009年,欧盟颁布了风险自留规则,要求从事资产证券化的银行必须至少持有证券化资产总额的5%。2010年,美国颁布《多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法》,也规定了5%的风险自留比例,同时针对特殊情况制定了一系列豁免条款和反规避措施,以确保发起机构有足够的动力控制证券化资产的质量,与投资者共担风险。2012年我国重启信贷资产证券化试点后,风险自留也被纳入制度框架。2013年12月31日,中国人民银行、银监会颁发了《关于规范信贷资产证券化发起机构风险自留比例的文件》,要求信贷资产证券化发起机构自持比例不低于5%,且持有的最低档证券占该档证券规模的比例不低于5%。

学术界关于风险自留的讨论兴起于次贷危机之后,我国对于相关话题的讨论也刚刚开始,已有文献主要从资产证券化过程中产生的信息不对称问题出发,讨论风险自留对于缓解信息不对称问题的作用,并就最优风险自留形式与比例进行对比,本文将围绕上述内容,对已有文献进行归纳梳理,为进一步研究提供参考。

资产证券化在盘活存量资产、提高流动性的同时,将基础资产所具有的风险一并转移。然而,由于证券化产品发起者和投资者之间存在信息不对称,银行等发起者可能更倾向于出售低质量的贷款,亦或放松贷前审查和贷后监督,这将导致逆向选择和道德风险问题。

1. 资产证券化过程中存在逆向选择问题。由于证券化产品的发起者和投资者拥有不同的信息条件,投资者无法准确掌握基础资产隐含风险的大小,因此只愿意支付平均价格,这可能导致低估优质资产价值、高估劣质资产价值,促使银行选择出售低质量贷款,资产证券化市场事实上成为“柠檬市场”(Duffie,2008)。Dahiya等(2003)基于美国的银行贷款数据,考察公司贷款被出售后的市场反应。文章发现,如果某公司在银行的贷款被出售,那么公司股价会显著降低,倘若售价大幅低于面值,这一现象将更为明显,部分借款公司甚至在贷款被出售不久后破产倒闭。作者认为,银行出售贷款传达了负面信息,同时表明银行出售贷款时存在逆向选择行为。Berndt和Gupta(2009)发现,如果某公司的贷款经常被交易,那么和同类公司相比,在其贷款首次被出售三年之内,公司股价表现更差。贷款未被出售的公司则不存在这样的现象。作者认为,产生这种现象的原因是银行出售了质量不佳的贷款。Drucker和Puri(2009)在控制相关变量之后发现,如果贷款评级为垃圾级,那其被出售的概率将显著增加。

2. 资产证券化过程中存在道德风险问题。从道德风险的角度看,资产证券化可能影响银行的贷前筛查和贷后监督动机。银行为了扩大规模、追求利润、降低成本,可能会轻视贷款质量,降低贷款发放标准,导致基础资产质量恶化。同时,资产证券化使得贷款的收益和风险转移,发起者没有足够的动力持续监督贷款人行为,导致贷款质量下降,给投资者带来损失(Duffie,2008;吕凯,2013)。IOSCO(2012)从激励相容的角度,认为资产证券化业务的“发起-分销”模式,容易造成发起机构与投资者之间的激励不相容,弱化发起机构的风险管理责任,最终导致信用风险沿

着证券化链条传染至整个金融系统。Keys等(2010)研究美国住房抵押贷款市场发现,在控制相关变量之后,证券化资产组合违约概率上升了10%~25%,资产证券化的存在导致次贷发放者的筛查动机减弱。宋明和张元萍(2016)认为,商业银行从“发起—持有”模式转变为“发起—分销”模式后,没有动力勤勉尽职的跟踪监督借款人行为,导致信用风险增加,不利于投资者。

三、风险自留对于缓解信息不对称问题的作用

伴随着“发起—持有”到“发起—分销”商业模式的转变,证券化产品发起者、投资者之间风险与收益重新分配,产品一旦出售就不再与发起人相关,这成为逆向选择与道德风险滋生的土壤。为了使发起者与投资者利益一致,学者们提出,发起机构应当自留部分证券化产品,即自留信用风险,以缓解信息不对称问题。

Leland和Pyle(1977)提出信号理论,认为企业经营者掌握更多的内部信息,因此,如果一家企业保留自身股份的比例越高,表明其对公司前景越看好,投资价值也就越大。通过观察股份自留信号,可以帮助投资者更好的判断投资价值。同样地,通过观察发起机构自留资产支持证券的比例,也可以获得关于基础资产质量和产品定价的信息。DeMarzo(2005)认为,发起人掌握的内部信息以及用于给证券定价的特有模型导致投资双方存在信息不对称,当发起人自留部分证券化产品时,可以向市场传递产品质量的信号,帮助投资人判断投资价值。

另一些学者从激励相容的角度考虑风险自留的意义,他们认为,强制发起机构承担一部分证券化风险敞口,有助于促进银行等发起机构对贷款的监管,强化发起者与投资者利益共担与激励相容。IOSCO(2015)认为,风险自留是一种很有效的用来解决资产证券化过程中激励不相容与代理问题的手段,可以避免原始发起人与标的信用风险敞口的脱离。国内学者也认为,要求商业银行保留一定比例的信用风险暴露,实现发起人与投资者利益一致化,有利于督促发起机构对基础资产池的信用风险加强监测和控制(宋明和张元萍,2016;马立新等2016)。陈玮和傅亚平(2017)基于美国银行信贷资产证券化数据,比较了风险自留规则出台前后商业银行经营动机的变化。文章发现,新监管政策有效地提升了商业银行信贷监督审查的努力程度,弱化了高风险行为,有利于商业银行稳定经营。

但是,也有部分学者对风险自留的效果提出疑问。Hattori和Ohashi(2011)认为,资产证券化市场存在低质量的产品和高质量的产品,自留政策在规范低质量产品的同时,给高质量产品的发起人带来不必要的成本,这会削弱其提供优质产品的动机,降低全社会的福利水平。倪志凌(2011)认为,发起资产证券化产品的主要目的是获取流动性,而非转移信用风险,因此,自留规则对信息不对称问题的影响有限。郭桂霞等(2014)认为,风险自留监管降低了质量较差的证券化产品中的有效信息含量,而对于质量较好的产品,增加了信号成本。

自留的信息透明度和自主性,用市场的手段解决信息不对称问题。Fender和Mitchell(2009)认为,自留信息公开透明,并由第三方机构对真实性提供担保,允许发起人自主决定自留的形式和比例,由投资者自主选择证券化产品,这种基于透明度的风险自留可能是“强制自留”的一种替代。纪慧松(2016)认为,如果可以保证信息的真实透明,发起机构不同的自留方式将会得到市场化的公允定价,与此对应,发起机构也会依据市场反应选择最合适的风险自留方式,这样,透明度和市场的力量在很大程度上自发规范了整个资产证券化市场。

四、最优风险自留形式与比例的选择

资产支持证券按风险和收益可以分为优先、中间、次级三档。优先档风险和收益最低,中间档风险和收益居中,次级档风险最高,但次级档的偿付顺序位于优先档和中间档之后,风险来临时首先受到损失。资产支持证券的分层设计既迎合了投资者对风险和收益的不同偏好,又能作为内部信用增级方式由低档证券向高档证券提供信用支持。但是,在风险自留实践中,应当自留哪一档证券,自留比例如何确定?这两个问题成为学界和业界关注的焦点。

1. 风险自留形式的选择。由于次级档证券风险最高,遭受损失的可能性最大,因此,有学者认为次级档自留将最大限度地缓解信息不对称问题。Kiff和Kisser(2010)认为,虽然次级档自留需要付出高昂的资本成本,但这仍是最有效地提高银行筛查动机的手段之一。Kiff和Kisser(2014)在考察了最优贷款筛查效果、初始贷款行、证券化机构的规模等因素之后,认为只有初始贷款行自留次级档,才能够最大程度促进尽职调查。Malekan和Dionne(2014)从资产证券化产品结构设计的角度,研究了风险在发起者和投资者之间的最优分配方案。作者认为,最优的风险自留契约中一定包含一部分次级档产品。但是作者也指出,次级档自留比例过高会降低资产证券化用于增强流动性的初衷。

也有学者认为,中间档和优先档自留同样值得关注。Fender和Mitchell(2009)通过对比不同的自留形式发现,如果发起人面临的风险不大或者自留的次级档产品足够多,当风险来临时不会全部损失掉,自留次级档对于规范发起人行为、最大程度的降低道德风险、激励发起人的筛查动机具有最好的效果。但是,如果发起人面临很大的系统性风险,自留的次级档证券很可能损失殆尽,此时自留次级档将无法对筛查产生任何激励,而自留中间档或优先档效果更好。因此,自留效果取决于资产分层后各层的规模、基础资产池的质量以及在存续期内对于整个经济的预期。Admati等(2011)从自留成本的角度出发,认为银行会对比次级档自留与中间档自留的成本,如果次级档自留成本过高,那么可能转向自留中间档。王隽(2016)从我国风险自留实践的角度出发,认为自留形式存在“横切”和“纵切”两种方法。“横切”就是只持有5%的次级档证券,“纵切”即持有各个层级的5%。作者认为,采取“纵切”的方式既可防控风险,也可以满足银行不良资产证券化出表的会

在已有的风险自留规则之外,也有研究建议增加风险自留比例,以更好地防控风险,也可以满足银行不良资产证券化出表的会

计要求,对提高银行资产证券化的积极性有正面作用。

2. 风险自留比例的确定。各国在风险自留实践中,普遍提出了5%的自留比例要求。但是,学者们普遍认为,5%的自留规定未必合适。面对不同的背景环境,应该制定差别化的自留政策,同时应当建立、完善自留豁免机制与反规避措施。

在不同的经济环境中,最有效的自留机制并不完全相同,应当基于宏观经济形势、基础资产类型和质量,有针对性的制定风险自留政策(Fender & Mitchell, 2009; IMF, 2009; Securitization Forum of Japan, 2012)。Kiff 和 Kisser(2010)将资本充足率要求引入 Fender(2009)的模型中,考察最优自留比例的存在条件。作者认为,即使经济预期和贷款质量都确定,由于分级规模是外生变量,风险自留政策也不会特别精确。Kaptan(2011)认为,商业银行的资本是有限的,风险自留对于银行的贷款能力影响很大,因此,在保持监督激励的同时应当最小化自留成本。作者认为,每一档证券的自留比例不应该是固定的,而应该根据违约率来决定,违约率越高,自留比例也相应的越高。

国内关于风险自留比例的研究中,赵静(2011)认为美国设置5%的自留比例较为草率,可能会妨碍市场的有效定价。郭桂霞等(2014)认为,最优风险自留比例与基础资产的风险收益特征、交易双方的风险态度都密切相关。周大胜和戴晓渊(2014)认为,风险自留机制的目的是为了加强发起机构监督审查基础资产池的动力,降低道德风险,所以自留比例应当与基础资产池的整体风险水平呈正相关关系,5%的风险自留比例不利于约束发起机构的道德风险,也不利于控制系统性风险。

另外有学者从风险自留豁免条款的角度,提出进一步完善风险自留机制的方法。宋明和张元萍(2016)研究了我国信贷资产证券化项目平均次级档比例,发现对于不同类型的基础资产,次级档的比例呈现多元化。制定统一的风险自留比例,可能与监管层防范逆向选择与道德风险,推动证券化市场发展的初衷相违背。因此,作者提出对于不同类型、不同信用质量的基础资产设置不同的风险自留比例,在具体实践中一个可行的办法就是制定风险自留豁免条款。纪慧松(2016)认为,基础资产种类多,风险特征不同,从相对低风险的汽车金融资产到高风险的不良资产,按照统一比例自留缺乏合理性,我国可以对一些质量较高的证券化产品或者交易类型部分或全部豁免风险自留。李文红和刘丽娜(2016)针对自留豁免的研究中指出,豁免对象主要应为政府、公共部门实体和多边开发银行提供担保的贷款、农业信贷以及满足一定条件的商业贷款和个人贷款。

五、文献总结

已有文献从资产证券化的信息不对称问题出发,指出逆向选择和道德风险的存在会导致证券化产品发起者倾向于出售低质量的贷款,或者放松贷前审查与贷后监督。为缓解信息不对称问题,各国陆续出台信用风险自留制度。依据信号理论和激励相容原理,风险自留有助于缓解

信息不对称问题,但由于自留成本的存在,以及自留对证券化产品信息的损耗,部分学者对风险自留的效果存在疑问。关于最优自留形式与比例的选择,学者们认为,次级档自留有助于提高发起者的监督、筛查动机,但是面对不同的经济环境、产品结构、资产质量,需要有针对性的制定自留政策。另外,应当完善豁免条款和反规避措施,以保证风险自留政策的适应性和有效性。

信用风险自留是一个新颖的话题,相关研究还处于初步的探索阶段,学者们力图从不同的侧面揭开风险自留的面纱。在未来的研究中,学者们可以就风险自留对于资产证券化定价和银行筛查动机的影响、不同环境下最优风险自留形式的选择、风险自留豁免的价值以及如何综合运用透明度与市场约束来推进资产证券化市场建设等话题展开更深入的研究。另外,已有研究多从理论推导的角度展开,对于风险自留的政策效果缺乏实证支持。

参考文献:

- [1] 陈玮,傅亚平.金融危机前后信贷资产证券化对商业银行行为和风险的影响——基于美国面板数据的研究[J].上海管理科学,2017(2):17-22.
- [2] 郭桂霞,巫和懋,魏旭,王勇.银行资产证券化的风险自留监管:作用机制和福利效果[J].经济学:季刊,2014(3):887-916.
- [3] 纪慧松.资产证券化中风险自留及其豁免的法律规制[J].上海金融,2016(9):38-43.
- [4] 李文红,刘丽娜.危机前后资产证券化监管思路的重大转变及启示[J].金融监管研究,2016(4):1-12.
- [5] 吕凯.信贷资产证券化风险自留新规的评析与改进[J].证券市场导报,2013(7):4-10.
- [6] 马立新,吴沁,王晓.资产证券化交易中的银行信用风险计量和资本监管研究[J].金融监管研究,2016(3):1-12.
- [7] 倪志凌.动机扭曲和资产证券化的微观审慎监管——基于美国数据的实证研究[J].国际金融研究,2011(8):75-87.
- [8] 宋明,张元萍.我国信贷资产证券化风险自留监管的问题与改进——基于国际比较的视角[J].经济问题,2016(11):48-52.
- [9] 王隽.不良资产证券化的风险控制[J].中国金融,2016(7):58-59.
- [10] 王艳,郭杰群.资产证券化风险自留与豁免——来自美国的经验[J].金融市场研究,2015(6):57-63.
- [11] 周大胜,戴晓渊.风险自留比例底线的挑战[J].中国金融,2014(10):46-47.

作者简介:彭飞(1990-),男,汉族,山西省太原市人,中国人民大学财政金融学院博士生,研究方向为金融风险管
理;朱建林(1979-)(通讯作者),男,汉族,河北省廊坊市人,中国人民大学财政金融学院博士后,研究方向为零售
金融业务中的反欺诈和信用风险评级。

收稿日期:2017-10-17 reserved. http://www.cnki.net