

资产证券化:提高商业银行流动性的现实选择

□周昆平



周昆平
交通银行发展研究部高级经理,博士。

资产证券化反映了金融发展的必然性,是金融演进到了一个新阶段的标志,尤其是我国金融改革和创新的客观需要。发展资产证券化是解决商业银行流动性的需要,是提高我国商业银行流动性,分散风险的必然选择。

资产证券化是将传统非市场化的银行资产负债平衡表内资产转变为市场化的有价证券。资产证券化作为一种金融工具正逐渐在全球范围内被广泛运用,它在债券市场中的作用日益明显,并改变了全球的金融结构和信用配置格局。目前,我国已经开始借鉴国外的经验进行资产证券化方面的有益尝试,并已取得了阶段性成果。

目前,我国商业银行出现了“储蓄过剩,信贷紧缩”,各商业银行的贷存比一般都在70%以下,由此一些业内人士对我国商业银行开展资产证券化的必要性产生了怀疑、观望和忧虑的态度。其实,我国目前对商业银行流动性的监控指标在一定程度上掩盖了真实的流动性,如果我们以当期来测算流动性,问题就不那么简单。我们举个简单例子来说明

这一问题,假定W银行有1万亿美元的盈利资产总额,其中备付金为1000亿,债券投资为2000亿,剩下7000亿为贷款,而这7000亿有3500亿在当期到期,其余3500亿为中长期贷款或未到期的短期贷款。如果不考虑不良资产等其他因素,则W银行的备付金比率约为10%,当期可变现的资产总额为6500亿(现金、债券与到期回收贷款之和)。如果当期支取活期存款量为3200亿,且有3300亿的定期存款到期。在此情况下,W银行支付不会出现问题。假如在当期到期的贷款中,由于不良贷款、收回再贷等原因占比达20%,则实际只可回收2800亿。如果不能在该时点出售其它资产或者融入资金,也仅有5800亿的资金缺口,从而W银行将出现流动性危机。

随着我国商业银行的体制、机制改革不断深化,我国银行资产恶化的势头得到相当有效的遏制,但在经济增长方式的转变、经济结构逐步调整的过程中,潜在的不良资产隐患将逐步暴露,其次,短期贷款的展期及收回再贷、长贷短存的期限错配等一系列问题,导致了我国商业银行资产的不流动、假流动和低流动,使得商业银行看似有较好的流动性,但

实际却面临严重的流动性挑战。

1、不良资产仍然是我国银行业最重要的流动性隐患。不良资产对流动性的影响将是相当严重的,但目前讨论流动性时往往被忽略,而不良资产对流动性的危害是严重的。一是大量不良资产导致贷款的本息不能收回,导致现金收入减少,从而减少了银行的流动性供给来源。二是大量不良资产的存在给银行造成较高的准备金成本,银行盈利的很大部分用于提取贷款准备金,减少了流动性供给的来源。三是当市场了解到银行存在资产质量问题时,就会造成存款增速放缓,现金供给减少。目前国内商业银行的高流动性是靠存款的超常增长所支撑,银行的主动性负债不足。西方商业银行普遍采用的主动型负债方式,如借款、出售金融债券、在国际市场上筹资等,在国内市场上很少采用。存款的超常增长虽然保证了流动性需要,但掩盖了流动性管理中存在的问题和矛盾。随着2006年年底,WTO过渡期结束,外资银行将全面经营人民币业务,一旦外界因素发生变化,我国商业银行将有可能造成流动性危机。四是当不良资产严重影响银行资产质量,存款人意识到银行的资产价值低于它的存

款总额,当出现信任危机时,银行存款不仅不会增长,对净存款提取的需求将不断增长,此时银行将面临严重的流动性危机,如果处理不好,将演变成支付危机。

来自银监会的统计数据也显示,2005年我国主要商业银行(国有商业银行和股份制商业银行)不良贷款率首次下降到一位数——从2003年的17.2%下降到8.9%。但我们应清醒地认识到,国有银行不良贷款率的下降体现了政府财务重组的成效而非真正的信贷资产质量的改善,2005年银行业总体不良贷款率的下降更多是依靠信贷规模扩张和国有银行不良资产剥离产生的结果。从经济环境看,我国转轨时期的经济运行将长期呈不平衡之势,结构性矛盾比较突出,经济发展中潜在风险问题依然十分严峻和特殊,特别是政府职能还不够规范、信用体系不够健全、企业治理结构不完善、个人信用意识不强,真正适应市场经济要求的社会信用体系尚未建立。此外,我国经济增长方式正在发生转变,经济结构正在逐步调整,经济增长速度有所放缓,产能过剩开始显现,信贷规模必将紧缩,依靠扩大规模降低不良资产率的手段受到制约。在今后一段时期,我国银行业

不良资产的规模和比率可能会出现一定的反弹。

潜在和现实存在的不良资产,使得商业银行资产在一定程度上丧失了流动性。

2、流动资金贷款长期使用造成我国商业银行资产的假流动性。在商业银行资金贷款中,有不少属于收回再贷的性质,尽管从理论上来说这些短期贷款具有很强的流动性,但实际上所体现的却是假流动性。短贷长用的原因在于,由于中长期贷款的审批程序复杂,所需时间长,项目立项审批手续烦琐,加上会计师事务所的评估时间、注册会计师对出资报告的验证过程等等。因此企业就申请短期流动资金贷款,到期后无法归还贷款,就申请银行展期,于是一年期短期贷款就滚动展期变成了长期贷款。其次,利用银行承兑汇票套取银行短期融资,其审批速度比正常信贷审批程序快,许多被怀疑并无真实贸易背景,利用银行进行融资。循环借贷给企业的流动资金贷款实际上有许多被资本化了,使得账面上表现出来的流动性其实只是假流动性。

2005年,我国商业银行人民币贷款余额19.5万亿元,1年期以下的短期贷款和票据融资按所占贷款比重60%计算,约为11.7万亿元,如果粗略估计,这其中有20%左右,则大约有2.3万亿元的资产具有这种假流动性。而实际上,在某一时刻的数据可能更大,据央行披露,2005年9月末未到期的商业汇票余额就达2.07万亿元,对商业银行流动性的负面影响非常明显。

3、偏高的中长期贷款造成我

国商业银行资产的低流动性。中长期贷款比例是我国金融市场的特征之一,虽然近年我国银行中长期贷款比例逐年下降,2005年,中长期贷款过快增长势头得到控制。人民币中长期贷款增长17.2%,增速比上年低7.0个百分点,比年初增加1.2万亿元,同比少增2012亿元。其中基建贷款比年初增加6175亿元,同比少增93亿元。新增中长期贷款占全部新增贷款的比重,从2004年的59%下降到2005年的52.9%。

我们在欣慰中长期贷款有所下降的同时,却忽视了一个重要的因素,长期以来,我国商业银行在统计中长期贷款时将个人消费贷款撇在外面,仅仅统计对公业务的中长期贷款。近些年,个人消费信贷业务得到迅速发展,目前,个人消费贷款已经占到全部贷款的12%以上,而目前个人消费贷款中,95%以上是个人住房贷款,这部分资产属于中长期贷款。综合以上分析,我们有理由认为,我国商业银行中长期贷款仍然高达50%左右。

由于我国资本市场还不很发达,债券市场发展的基础条件有待改善,企业中长期融资依然还是依靠间接融资。此外,个人消费贷款这一新兴业务还会蓬勃发展,其中个人住房贷款仍将占个人消费贷款的绝大部分。因此,我国商业银行中长期贷款占比偏高的状况一时还无法改变。预计未来若干年,中长期贷款比例仍然高达50%左右。中长期贷款对流动性的影响直观表现在某一时期内,存在大量的未到期的中长期贷款,从而这部分贷款无法回收用以支付。即使商业银

行可以通过贷款出售、间接银团等方式回收部分资金。但是这种过程需要一定的时间并支付一定的交易成本,如评估费、律师费等中介费用,从而这种回收是比较困难的。

综上所述,我国商业银行不流动、假流动和低流动性使资产的名义流动性大打折扣。

资产证券化是解决商业银行流动性的重要途径。资产证券化最基本的功能是提高资产的流动性,传统的流动性管理已经不足以完全解决流动性隐患,资产证券化架起了货币市场与资本市场沟通的桥梁。一是资产证券化的投资主体不再局限于货币市场的参与者,而能够接触到保险公司、大型企业集团以及机构投资者,甚至个人投资者等。扩大了资金来源,同时从货币市场和资本市场获得流动性来源。二是资产证券化使产品功能分拆,有助于改善银行风险管理质量,提高股东价值。银行在利率风险剧烈波动期间,通过证券化把利率风险从贷款风险中分离出来,交给另一在利率风险管理方面具有竞争优势的机构,向投资者转移期限的失配,从而有效地管理利率风险。三是资产证券化可以灵活调整低流动性资产,通过真实出售和破产隔离功能,将一些中长期贷款,如基础设施贷款、个人住房抵押贷款等置于资产负债表之外,并及时获取现金,使低流动性资产转变为高流动性资产。四是资产证券化可提供新的流动性管理工具,资产证券化增加了商业银行类似国债、金融债券等投资产品,增加了商业银行流动管理手段的选择。

上市公司年报盈余对股票价格有何影响

□王春丽 许涛

股票市场本质上是一个信息市场。信息在股票市场中处于枢纽和核心地位。股票价格的形成及发挥作用是以股票市场的各种信息为基础的。股票价格的运行需要大量的信息参与是股票价格的特殊性所在,为了使股票价格能够反映其真实价值,引导资本的有效流动,就需要为股票价格提供一个强大、合理的信息基础,这也是投资者形成合理预期的基础。1967年罗伯茨根据信息的不同层次提出了市场有效性的三种形式,弱式、半强式及强式。有效市场理论成功地将信息与股价运行相结合,揭示了股票价格的运动特征。

然而,信息本身是非实体的,必须依附于一定形式的物质作为载体,在证券市场中信息的载体主要是说明书、报告、公告等有关文件,这些文件的发布过程就叫做信息披露。中国证券监督管理委员会发布的《公开发行股票信息披露实施细则(试行)》第四条规定“必须公开披露的信息包括招股说明书、上市公告书、定期报告、临时报告等”。这些会计信息中,会计盈余信息是最主要的,它可以有效地反映上市公司整体质量。盈余信息

的披露往往被市场认为是富有信息含量的信息。自1968年Ball和Brown关于会计盈余信息有用性的经典之作问世以来,会计盈余信息的有效性验证就成为证券界的一大研究课题。为此,我们采用事件研究方法中的均值调整收益模型,检验分析中国股票市场年报盈余信息披露对股票价格的影响,得到的结果值得关注。

方法与数据说明

(一)方法说明

1969年Fama等人在分析股票拆细信息对股票价格的影响时,提出了“事件研究法”的构想,如今已被应用到了小到公司、大到整个经济的各种经济事件研究中,如兼并与收购、收益公告、新

发行的债券或股票以及关于贸易赤字等宏观经济变量的分析。在证券研究中,事件研究主要集中在研究事件对上市公司证券价格的影响。事件研究法的突出特点是,其研究过程具有简单、明了的逻辑线索,即某事件的发生是否影响了时序性价格数据的产生。这种影响的程度是用非正常收益来体现的。

(二)数据说明

按照事件研究法的要求,结合中国股市的现实情况,对研究中数据方面选择和处理说明如下:

1、选取的研究事件是深市A股上市公司2004年度年报盈余信息披露。

2、样本和数据选取。对深市A股上市公司年报披露样本的选择,采取如下标准:

(1)如期披露了2004年年度报告。

(2)上市日期应该位于2000年1月1日之前。这主要考虑到公众对该公司合理预期的形成往往需要一段时期,此外,在计算正常收益率时估计窗口的选取也需要一定的时间长度。

(3)样本计算区间内不存在配股与增发股票行为,这主要是为了计算方便。

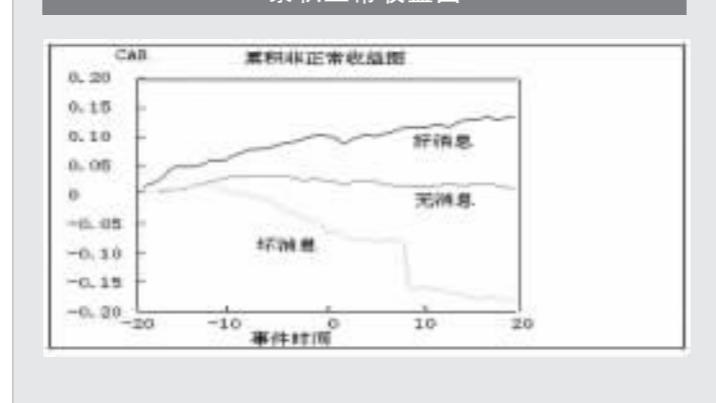
(4)样本计算区间内数据无缺失。

按此要求对2004年深圳股票市场上上市公司进行筛选,共获得250份有效年报。

3、组合分类及相应参数处理。根据年报披露盈余情况的不同,我们将年报分为3种类别:好消息、无消息与坏消息。判别的标准取决于本年度年报与上一年度年报净资产收益率的离差。如果前者高于后者2.5%以上,就界定为好消息;在5%范围内波动,属于无消息;如果低于2.5%以上,那么当年年报就是坏消息。①在250份年报中,根据我们的统计检验,确认41份属于好消息,113份属于无消息,96份属于坏消息。我们根据好坏消息对所有的公司年报

股票市场本质上是一个信息市场。在股票市场建设和发展中,上市公司信息披露工作至关重要,其中盈余信息的披露往往被认为是最富有信息含量的信息。本文采用事件研究法,利用均值调整收益模型对深市A股上市公司2004年度年报盈余信息披露进行实证分析与检验。结果表明,我国股票市场年报盈余信息披露不能较完全地反映在股票价格上。这一结论对提高我国上市公司信息披露质量有重要的政策含义。

累积正常收益图



进行分组。年报进行分类后,下一步就是确定取样区间、事件窗与估计窗。我们令取样区间为一天,计算每日收益率。选择41天作为事件窗,包括事件前的20天,事件发生日以及事件后的20天;对每份年报使用事件窗前120个交易日日作为估计窗。我们基于收盘价格计算日收益率,并且利用每日对数收益率作为传统方式定义的实际收益率的近似度量,其中为t日收盘价,为t-1日收盘价。此外,如果年报公布日为非交易日,则将下一交易日确认为公告日。

上市公司年报盈余信息披露对股票价格影响的实证结果与分析

根据事件研究法和相关研究数据,我们计算了250家深圳股票市场上上市公司的年报披露引起的非正常收益和累积非正常收益,得出三类消息的累积非正常收益率,如上图所示。

我们可以看出,盈利公告确实传递了对上市公司股票价值评估的有用信息,对股票价格产生了相应的冲击。上图说明了以下几个问题。

第一,在年度盈利信息公布的前20天到前十天,年报几乎对上市公司股票价格基本没有什么影响,不过好消息组的累积非正常收益已经呈现出上升的势头,而坏消息组呈现出下降的势头。

第二,在年报公布前10天到公布日,坏消息组的CAR开始持续下降,好消息组的CAR继续缓慢上升,而无消息组的CAR继续保持平稳水平。这表明,年报盈余信息已经提前流入股票市场,少部分投资者已经获取了该信息,并且对市场投资作出了相应的调整,取得了一定的收益;而大部分投资者尚未获取这方面的信息,所以市场累积非正常收益变化比较缓慢。

第三,在年报公布之后,好消息组的CAR持续上升,比公告前

上升幅度要大;无消息组的CAR仍日保持平稳水平;而坏消息组的CAR急剧下跌。这说明当年年报盈余信息披露之后,大部分投资者做出了相应的调整,获得了非正常收益。另外可以看到,市场对坏消息存在过度反应。

根据以上分析,可以得出,由于年报盈余信息的披露没有能够有效地作用于股票市场,因而不能及时、公平、完全地反应在股票价格上,不论在公告前还是在公告后,都有投资者利用该信息获取了非正常收益。

对上市公司信息披露的建议

股票市场中,作为融资方——上市公司的各种信息直接影响着投资者对其价值的判断。上市公司能否及时、全面、真实、准确地向市场披露信息,中介机构能否恪尽职守,从各自专业及负责的角度,督促上市公司严格遵守信息披露规则,不仅关系到投资者对该企业、市场以及监管者的信心,而且决定着市场中资本的流向和流量,关系到证券市场效率,关系到市场能否长期、稳定地发展。

实证结果表明,中国股票市场信息披露的有效性有用性还有待提高。目前,监管部门对上市公司信息披露的各种规章不可谓不详尽,先后制定了十几个信息披露的文件,并予以修订,涉及到发行、招股、交易、并购、关联交易、退市、可转换债券的发行、吸收合并、资金使用、会计报表、内部控制等,以及一些特殊的上市公司如证券公司、中外合资企业的信息披露等内容;而时间上则包括年报、半年报、季报等,比前些年在形式上有了不同程度的进步。但是,这些政策在具体执行时还存在大量问题。今后,上市公司信息披露应在如下方面作出改进。

第一,从严要求信息披露,扩大信息披露的范围,加大信息披露的频率。由于信息成本等其他利己的考虑,没有任何上市公司

或中介机构会主动披露信息的。只有通过包括相互监督制约在内的严格的公开监督约束机制,使其被动披露,才能推动信息披露的改进。因此,应该加大信息披露的范围和频率。凡是可能影响股价的信息都要披露,包括各种项目操作的具体进展都予以披露,把风险揭示给投资者,而不能待股价飞涨或暴跌后,才去进行“事后披露”。

第二,尽可能使规则详细、具体,具有可操作性,改进信息披露的格式和文字。目前,有些信息披露规则过于粗放,容易出现漏洞,实际上执行的不好,执行不到位更多。如关于管理层讨论公司重大经营事项,“不得仅以描述方式重复财务报告的内容,任何导致对发行人过去及未来财务状况、经营成果有重大影响的事项(不仅仅是财务方面)均应予以深入的讨论与分析”,但实际上操作中,此类公告要么避重就轻,要么干脆予以回避,因此,应在要求全面披露的同时,简化信息披露的内容和格式,如以摘要形式在报刊披露,以全文在指定网站上披露。同时改进披露语言,把最有效的信息,以最简洁和最易懂的语言表达出来。

第三,建立证券监管部门定期的新闻发言人制度,规范监管部门官员的言行,增强监管政策的透明度。由于证券市场的高度敏感性,应规范证券监管部门及其他相关部门,如财政部、国有资产管理部门、中国人民银行、中国银行监督管理委员会、保险监督管理委员会、劳动和社会保障部等部门官员涉及市场及上市公司的言行,避免因不当发言而造成市场剧烈波动。

第四,明确信息披露规则中各项违规行为的具体惩罚方式,及时、有效、公开处理违法违规行为,提高信息披露的权威性和规则及监管部门的公信力。目前,关于信息披露的规则和其它规则中涉及信息披露的内容并不缺乏,而是相当庞杂繁琐。但是,

任何规则如果不能得到有效执行,就会形同虚设,进而影响其公信力,损害投资者对市场的信心。因此,加大执法力度是提高信息披露水平不可或缺的手段之一。如在资产重组中,有些公司先说没有应披露而未披露的事,后来突然说有未披露的事件,与之前对应的就是股价波动。对此,就应追究公司董事会和管理层在信息披露上的责任,加大处罚力度。反之,如果公司的确由于商业秘密等因素不愿披露,就应严格保密。凡是股价已产生很大波动,而公司未作相应披露的,都应追究其责任,追究内幕交易者。因为公司有保密和信息披露的责任,而且内幕交易完全可以在交易记录中显现出来。如果查实其中确有内幕交易的,就要追究责任,并加大对炒作机构的处罚力度。在现行监管体系不太有力的情况下,至少应抓住几个典型案例加以追究,然后逐步完善监管体系,加大监管力度。

第五,将不同的信息披露内容及质量明确到相应的市场中介机构,做到职责分工明确,惩罚措施要落实到具体的机构,甚至具体到每个人。

第六,改革证券监管部门职能,扩大证券交易所的职权,促进交易所对上市公司信息披露的督促,增强其作为一线监管机构对上市公司的督导之责。与公安部门改进金融犯罪稽查体系一样,根据证券市场特点,可考虑在法院系统内进行改革,如在各大证券监管区域建立巡回式的证券特别法庭,受理和审理有关上市公司和中介机构在信息披露、内幕交易、操纵市场价格等方面的违法违规行为,增强司法监督的力度和公平性,打击内幕交易和操纵市场等违法违规行为。

①分类标准参照John Y. Campbell, Andrew W. Lo, A. Craig Mackinlay, The Economics of Financial Markets, Princeton University Press, 2000.