

资产证券化的动因与经济效应文献综述

易彩云*, 郑 琬

江西理工大学经济管理学院, 江西 赣州

收稿日期: 2024年4月10日; 录用日期: 2024年4月22日; 发布日期: 2024年5月31日

摘 要

资产证券化发展迅速, 作为创新的金融工具, 其应用领域随着金融市场发展进一步扩大, 且国内外相关理论与实践研究不断丰富。本文对相关文献进行梳理与总结, 主要包括资产证券化的定义、动因以及经济效应。诸多研究结果表明, 企业进行资产证券化的目的是拓宽融资渠道、满足流动性需求和改善资本结构等, 证券化可以改善企业的经济效益和促进整个金融市场的发展。本文归纳学术界对资产证券化在动因和效应方面已有的认知与结论, 以期对相关研究和实践提供有价值的参考和启示。

关键词

资产证券化, 定义, 动因, 经济效应

A Literature Review of the Motivations and Economic Effects of Asset Securitization

Caiyun Yi*, Long Zheng

School of Economics and Management, Jiangxi University of Science and Technology, Ganzhou Jiangxi

Received: Apr. 10th, 2024; accepted: Apr. 22nd, 2024; published: May 31st, 2024

Abstract

Asset securitization is developing rapidly, as an innovative financial instrument, its application field is further expanding with the development of financial market, and the related theoretical and practical research at home and abroad is constantly enriched. This paper compiles and summarizes the relevant literature, mainly including the definition, motivation and economic effect of asset securitization. The results of many studies show that the purpose of asset securitization is to broaden financing channels, meet liquidity needs and improve capital structure, etc. Securitiza-

*第一作者。

tion can improve the economic efficiency of enterprises and promote the development of the whole financial market. This paper summarizes the academic knowledge and conclusions on the causes and effects of asset securitization, with a view to providing valuable references and insights for related research and practice.

Keywords

Asset Securitization, Define, Motivations, Economic Effects

Copyright © 2024 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

作为全球资本市场中的一种重要融资方式,资产证券化自上世纪 60 年代诞生后在发达国家被广泛应用,并形成了相对成熟的市场和制度框架。国内资产证券化在 20 世纪 90 年代后经历了起步、发展、调整和复苏四个阶段,虽起步较晚,但近年来取得了较大的发展,学术界也形成了较多的研究成果。本文在整理国内外文献后,对资产证券化的定义、动因与经济效应进行综述,这有助于理解资产证券化的实质,并评估其作用和价值。最后,本文针对已有研究存在的不足提出思考与展望,以期为未来的研究方向和内容提供参考和借鉴。

2. 资产证券化的定义

上世纪 60 年代,美国遭遇了空前的信贷危机,银行业迫切需要寻求一种新的资金来源以解决资金短缺的问题。随后,一些金融创新家开始研究如何将非流通的资产转化为可交易的证券。1968 年,首个证券化证券在美国产生,“资产证券化”的概念也由此诞生。随着时间的推移,它逐渐成为一项重要金融工具,其应用领域也不断扩大。

杨大楷等认为资产证券化一定程度上是将预期未来收入提前实现的操作,是一个资产转换的过程,即把流动性差但未来现金收入可预见的资产转为可流通或出售的证券[1]。段炜和刘捷则指出,资产证券化最初是商业银行为应对投资银行和共同基金的竞争压力而创造出的一种新的金融衍生产品,它将风险和收益两个要素重新配置和组合,能为银行提高竞争力和改善经营状况[2]。De Marzo 认为它是一种金融创新,对基础资产进行信用增级以吸引投资者[3]。随着“资产”的范围扩大,资产证券化的定义也应根据其发展而加以拓展。胡志成和卜兆刚表示,区别于传统以银行为中介的融资方式,资产证券化将资产信用作为基础,通过信用增级实现现金流的有效重组,更直接地达到融资目的[4]。Yu *et al.*指出资产证券化本质上是债权转让,是将实体的某些资产转化成可以交易的证券,使得这些资产的现金流能够被投资者所持有,即资产打包为债务证券、出售给证券化信托、最后由持有人和受益人按比例共享现金流的动态过程[5]。

3. 关于资产证券化的动因研究

关于资产证券化的动因,国内外学者认为内在动因主要在获得新的低成本融资机会、提升资产流动性和调节资本结构方面;而有关外在动因的研究更少,侧重于宏观政策的推动。

3.1. 获得融资机会动机

资产证券化作为一种创新的金融工具,为风险投资者和融资方提供了一种新的融资渠道和机会。Agostino 和 Mazzuca 对意大利的银行业数据分析中发现,拓宽融资途径是意大利银行业进行证券化的主要原因[6]。面对当前中小企业普遍面临的融资难、渠道狭窄等问题,李杰和盛振宇实证研究的数据得出企业解决上述问题是进行资产证券化的动因[7]。周月萍从打破规避融资限制角度,指出资产证券化能够满足不同投资者对于风险和收益的需求,使信用评级较低的企业也可以实现低成本融资[8]。

融资成本是企业进行融资决策重要考虑因素。李玮和朱建华研究发现,资产证券化的总费用率低得多,且支付的利息率比原始权益人发行的类似证券更低。同时,该研究将各种主要融资方式进行比较,发现企业资产证券化的成本更低、融资额方面更具弹性,这些优势使得资产证券化受到企业热情追捧[9]。资产证券化涉及复杂的交易流程,崔兵基于金融企业边界的收缩是资产证券化的本质这一认识,分析出企业实施证券化是为节约交易费用[10]。

诸多学者的研究表明,企业为使融资方式多样或实现高效率、低成本的融资,会将尚未到期的资产以“真实销售”转化为证券。然而,也有学者的研究得出了不同的结论。如张胜松和吴义辉在以各类基础资产发行证券化产品的企业中,选择 10 家为样本进行实证分析,发现资产证券化相较于公司债并不能显著降低企业的融资成本,因此认为这并非动机之一[11]。

3.2. 提升资产流动性

企业可以通过多种渠道获得流动性资金,包括向银行贷款、发行债券、出售资产证券化产品等。对商业银行来说,保持资产的流动性是满足其业务运营和风险管理所需的一种关键能力。国内外学者最早针对商业银行的证券化行为作了动因研究,随着金融市场的发展,国内也兴起该类研究。在国内资产证券化的起步阶段,王志强通过构建模型和提出假设,针对银行证券化选择问题进行实证分析,认为银行主要是将证券化作为其管理资产流动性的一项工具[12]。苏津通过对我国资产证券化动因问题的细致探讨,发现国内银行的许多贷款资产有着长期化倾向,流动性较差,而资产证券化以其“真实出售”与“破产隔离”的优势正好能将这些资产变现为流动资金,转移支付能力风险,缓解银行的流动性风险压力[13]。Chen *et al.*对银行的证券化特殊偏好研究显示,相对其他企业,银行为提高流动性而进行证券化的倾向更显著,信贷资产证券化是其有效的流动性管理工具[14]。敬志勇和赵蓉研究对同业拆借的影响时,提到信贷资产证券化促进商业银行负债质量的提升,而提高负债质量正是流动性管理的重要目标[15]。

然而部分学者的研究得出相反结论。姚禄仕针对已有实证研究存在的数据缺陷问题,提出新假设进行分析,结果显示证券化对提升资产流动性的效果并不显著,这与国内外理论预期效果并不完全一致[16]。邓暄豪运用 PVAR 模型对美国控股公司七年的季度数据进行分析,认为信贷资产证券化在资产质量和流动性水平方面,对财务状况的脉冲效应随时间推移而愈加显著[17]。

3.3. 调节资本结构

资产证券化是通过将打包好的资产转化为可转让的证券,再将其出售给投资者以获得资金,成为企业改善资本结构的一种重要工具。国内资产证券化刚步入快速发展时期,吴许均在分析内在动因时指出,出售资产作为证券化的一项重要目标,能极大改善发起人的各项财务比率。同时,将流动性差的资产卖出也能避免坏帐损失,提升资产负债管理水平[18]。资产证券化包含风险隔离机制,Salah 认为原始权益人可以因此增强风险管理能力,从而改善资本结构[19]。与此同时,DellAriccia *et al.*指出资产证券化作为银行转移信用风险的工具,能降低预期损失,达到优化资本结构的效果[20]。何珍以一家上市公司为案例,

分析该公司的财务状况和应收账款具体情况等,发现其进行应收账款证券化的原因主要是改善资本结构、形成破产隔离[21]。

此外,也有学者提出了资产证券化其他微观动因。资产证券化的受益对象为发起人、投资人和经济,刘士磊和潘焕学根据对象不同将动因划分为三类,对我国资产证券化的三个发展阶段进行了动因分析,包括扩展资金来源、资产信用增级、降低投资限制和提高资本配置效率等[22]。以商业银行为研究对象,叶蜀君和吴庭按市场发展阶段和银行类型分析动机差异,包括改善盈利能力和信用风险管理等[23];郭子增和王龔探索开展资产证券业务的动因,发现提升盈利能力和改善资产质量是主要因素[24];马静和王悦梳理我国资产证券化近十五年规模和利率等情况,也认为盘活存量信贷资产是商业银行发展的重要需求,同时指出企业是为缩短投资周期而实施证券化[25]。

3.4. 宏观政策推动

在不同经济周期,国家所采取的不同宏观调控措施会影响企业融资方式的选择,包括在国家制定的货币政策、监管措施等。许多学者在研究资产证券化发展的外在动因时,认为宏观政策是主要驱动因素。吴许均在分析动因时,提到了一些国家的政府会对资产证券化给予支持,政府主导是企业实施证券化的推动因素[18]。2012年信贷资产证券化在遭遇金融危机的影响后又重新启动,各项利好政策也驱动着资产证券化的发展。李佳以我国上市银行为样本,对资产证券化创新动因的实证研究中添加了政策变量,其结果十分显著,该业务由审批制改为备案制后表现更为明显,并且证券化的交易规模和领域随着政策的放宽而不断扩张,表明政策显著推动了银行资产证券化创新行为[26]。企业在“去杠杆”的大环境下,戴书松和雷钰迪指出,进行资产证券化可以控制杠杆率,顺应当时的政策要求[27]。2019年底疫情爆发,为了支持疫情防控和稳定经济市场,政府积极开展债券发行,疫情防控债券应运而生。徐晟和李晓宇集中观测疫情期间银行的相关面板数据,发现该时期资产证券化业务的比例上升,同业业务显著减少[28]。近年来,我国积极推进的利率市场化。王晓和宁玉玲认为利率市场化推动银行资产证券化的发展,并且市场化程度越深,证券化的功能越强[29]。常吉栋指出政策支持是实施PPP项目资产证券化的驱动力[30]。

4. 关于资产证券化的经济效应研究

随着金融市场的成熟发展,理论界对资产证券化的经济效应研究增多。现有研究将效应分为微观和宏观两方面,且大多结果显示的效应是积极的。微观层面主要是针对发起人自身,包括是否降本增收、提升经营效率、增加企业价值和提高风险管理水平等。宏观效应方面集中在金融市场发展和货币政策效果方面。

4.1. 资产证券化的微观效应

杨波等基于已有相关研究的空白,将两年A股上市公司发行的证券化产品分类,分析发现发行规模更大的企业,其短期财富效应更加显著[31]。Chen *et al.*分析应收款项证券化,研究发现其能使发起人对相关工作更加深入,即工作效率得以提升,进而增强企业运营效果[14]。陈凌白对我国银行业开展信贷资产证券化的实际运行效果进行实证,得出该业务促进银行提高盈利能力、增强业务能力以及降低交易成本[32]。王晓和李佳研究资产证券化对商业银行盈利的影响,实证结果表明信贷资产证券化促使银行增加业务和盈利模式,进而提升盈利能力,并且发行首笔资产支持证券后,该提升作用随时间推移逐步增强[33]。桂荷发和任妙子认为在微观层面上,企业资产证券化带来的影响主要是经营绩效的提升,该正向影响对于非国有控股和小型企业更显著[34];郑晓慧也通过构建了两个实证模型分析二者关系,结果显示该影响是显著的[35]。武彦鹏表示资产证券化是风控工具,能够降低银行的利息风险,风险管理能力能够迅

速提升[36]。顾海峰和张盈盈观测了我国 170 家不同类银行在证券化重启试点后八年的数据, 分析得出在信贷投放合理的情况下, 信贷资产证券化的规模越大, 会减少银行业面临的风险[37]。

然而, 也有学者提出相反的观点。早期, 张伟等指出, 破产风险降低、信息不对称和资本市场融资导致约束条件出现, 因此证券化并不一定对发起人会产生财富效应[38]。雷近喜探讨了企业进行资产证券化会发生的相关问题, 提到将资产“出售”过程中, 很容易产生财务风险[39]。多个学者以 2012 年开始的银行数据为样本进行研究, 肖崎和李卓将银行按是否为国有分类, 得出资产证券化对非国有类的经营稳定性具有负面影响[40]; 安从梅则将部分银行按行业类型和规模分类, 基于风险联动视角发现资产证券化会增强银行个体风险[41]。

4.2. 资产证券化的宏观效应

Bassens *et al.* 研究表明由于市场风险的存在, 资产证券化在一定程度上会对金融市场发展起提升作用, 两者关系实际上呈 U 型[42]。Li *et al.* 分析部分国家的企业资产证券化数据, 结果显示其金融发展效应在发展中国家更为显著[43]。胡海峰等进行数理模型分析发现证券化会减弱货币政策工具及供应量的政策效果, 并且得出资产证券化主要是通过影响货币供给、降低货币信贷市场的利率水平和形成金融风险传染, 进而对整个货币市场造成影响, 最终调节社会总产出的变化和经济增长[44]。资产证券化是信贷与资本市场二者连接的纽带。刘玄对美国金融市场数据的实证分析得出, 银行开展证券化主要是为了增加流动性和监管资本套利, 资产证券化提高了其对货币政策的敏感性, 并且显著推动了信贷扩张[45]。王军分析了信贷资产证券化的稳金融机理, 认为证券化一是可以通过提升盈利和风险管理能力、资源配置效率、处置不良资产等方式强化经营稳健性, 二是能在资金方面有效为实体经济提供支持, 三是避免抽贷断贷造成经济波动的加剧, 并因此提出了详实的政策建议[46]。王立勇和吕政提到, 资产证券化对提高货币政策利率传导的效率有着积极作用, 并提出应丰富资产证券化基础资产种类, 扩充市场规模, 鼓励金融机构和实体企业参与发行[47]。

5. 结论与展望

本文梳理了资产证券化的相关文献, 发现在动因和效应方面, 国内外学者已经有了较为深入的研究。此外, 随着资产证券化在金融市场的进一步发展, 研究领域也得到了拓展和深化, 内容包括风险管理、与宏观经济环境的关系、债务逾期和违约问题以及法律环境等, 这些研究结果有助于推动资产证券化市场的规范化和可持续发展。当然, 已有研究还存在一些不足之处: 一是前期研究对象集中在银行业, 而针对企业资产证券化的文献总量偏少; 二是宏观经济效应的传导机制与效果是否显著还没有一致的结论; 三是研究方法和视角有待进一步拓展, 例如可以增加对资产证券化创新业务的研究、分析不同类型行业进行证券化的效应; 四是研究也应更多考虑监管和社会责任等问题, 以更好地指导实践。

未来, 资产证券化市场发展面临着许多新的机遇和挑战, 应用领域将进一步扩大, 运作模式也将得到变革与创新。因此, 为紧跟资产证券化发展的需要, 避免理论与实践脱离严重, 今后研究方向可以是以下几个方面: 研究资产证券化在不同行业的效应表现; 加强对资产证券化实践的微观研究; 关注区块链等新兴技术下的资产证券化的应用或发展; 金融监管和企业社会责任等实践问题。多层次、多角度的研究成果, 将为资产证券化实践提供更加有针对性和有效的指导, 进一步推动资产证券化市场的健康发展。

参考文献

- [1] 杨大楷, 张效梅, 杨晔. ABS 资产证券化与中国[J]. 金融理论与教学, 1998(2): 4-9.

- [2] 段炜, 刘捷. 试论资产证券化定义及其经济内涵[J]. 当代经济, 2002(10): 53.
- [3] De Marzo, P.M. (2005) The Pooling and Tranching of Securities: A Model of Informed Intermediation. *Review of Financial Studies*, **18**, 1-35. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhi008>
- [4] 胡志成, 卜兆刚. 资产证券化本质特征研究[J]. 经济论坛, 2010(3): 8-10.
- [5] Yu, P.S., et al. (2018) Innovative Financing: An Empirical Study on Public-Private Partnership Securitisation in China. *Australian Economic Papers*, **57**, 394-425. <https://doi.org/10.1111/1467-8454.12120>
- [6] Agostino, M. and Mazzuca, M. (2011) Empirical Investigation of Securitisation Drivers: The Case of Italian Banks. *The European Journal of Finance*, **17**, 623-648. <https://doi.org/10.1080/1351847X.2010.505727>
- [7] 李杰, 盛振宇. 影子信贷与资产证券化——基于国内商业银行数据的实证研究[J]. 金融评论, 2018, 10(3): 70-82+124.
- [8] 周月萍. 中小建企的应收账款融资[J]. 施工企业管理, 2018(10): 60-64.
- [9] 李玮, 朱建华. 我国企业资产证券化及其动因分析[J]. 学海, 2007(6): 166-169.
- [10] 崔兵. 资产证券化的本质与动因[J]. 理论视野, 2014(5): 80-82.
- [11] 张胜松, 吴义辉. 我国企业资产证券化动因研究——基于 Logit 模型的实证分析[J]. 河南教育学院学报(自然科学版), 2018, 27(1): 40-47.
- [12] 王志强. 银行资产证券化选择问题[J]. 世界经济文汇, 2004(3): 34-48.
- [13] 苏津. 从动因角度分析我国信贷资产证券化问题[J]. 财会研究, 2008(18): 51-53.
- [14] Chen, T.K., Liao, H.H. and Ye, J.S. (2019) Bank Management Expertise and Asset Securitization Policies. *Journal of Banking & Finance*, **109**, 1-26. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2019.105667>
- [15] 敬志勇, 赵蓉. 资产证券化对银行同业拆借的影响研究[J]. 证券市场导报, 2021(12): 14-22+40.
- [16] 姚禄仕, 王璇, 宁霄. 银行信贷资产证券化效应的实证研究——基于美国银行业的面板数据[J]. 国际金融研究, 2012(9): 71-78.
- [17] 邓暄豪. 资产证券化与商业银行逆向选择问题: 基于美国数据的实证研究[J]. 金融理论与实践, 2018(4): 89-94.
- [18] 吴许均. 资产证券化动因分析[J]. 经济与管理研究, 2002(5): 47-49+80.
- [19] Salah, N.B. and Fedhila, H. (2012) Effects of Securitization on Credit Risk and Banking Stability: Empirical Evidence from American Commercial Banks. *International Journal of Economics and Finance*, **4**, 194-207. <https://doi.org/10.5539/ijef.v4n5p194>
- [20] DellAriccia, G., Igan, D. and Laeven, L. (2012) Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market. *Journal of Money, Credit and Banking*, **44**, 367-384. <https://doi.org/10.1111/j.1538-4616.2011.00491.x>
- [21] 何珍. 上市公司应收账款证券化行为分析——以天富能源为例[J]. 当代经济, 2016(28): 52-53.
- [22] 刘士磊, 潘焕学. 我国资产证券化的动因变迁分析[J]. 商业时代, 2012(24): 64-65.
- [23] 叶蜀君, 吴庭. 商业银行资产证券化动机差异研究[J]. 北京交通大学学报(社会科学版), 2020, 19(4): 62-70.
- [24] 郭子增, 王龔. 我国商业银行的资产证券化业务: 现状分析、成效检验与动因探索[J]. 上海金融, 2019(7): 43-52.
- [25] 马静, 王悦. 我国资产证券化的实践: 发展历程、驱动因素及问题建议[J]. 金融会计, 2022(10): 43-48.
- [26] 李佳. 银行资产证券化创新的驱动因素研究——基于我国上市银行的实证考察[J]. 中南财经政法大学学报, 2018(4): 118-127.
- [27] 戴书松, 雷钰迪. 企业资产证券化的信用特征研究——债权类、收费收益权类的案例分析[J]. 会计之友, 2019(21): 112-117.
- [28] 徐晟, 李晓宇. 资产支持证券对银行同业拆借替代效应的影响研究[J]. 金融理论探索, 2023(1): 39-49.
- [29] 王晓, 宁玉玲. 利率市场化对银行资产证券化动因的影响研究——来自中国银行业的现实考察[J]. 现代经济探讨, 2019(3): 23-33.
- [30] 常吉栋. 基于项目贷的 PPP 项目资产证券化决策要素分析[J]. 建筑经济, 2021, 42(1): 66-68.
- [31] 杨波, 蒋如玥, 方芳. 我国企业资产证券化短期财富效应研究——基于 A 股上市公司的实证分析[J]. 现代经济探讨, 2018(2): 38-44.
- [32] 陈凌白. 我国上市商业银行信贷资产证券化微观效应实证研究[J]. 南方金融, 2014(6): 10-14.
- [33] 王晓, 李佳. 资产证券化对商业银行盈利的影响——异质性视角下的研究[J]. 金融论坛, 2021, 26(3): 48-59.

- [34] 桂荷发, 任妙子. 企业资产证券化对经营绩效的影响研究[J]. 当代财经, 2021(12): 53-64.
- [35] 郑晓慧. 资产证券化对银行绩效影响研究[J]. 中外企业文化, 2023(2): 124-126.
- [36] 武彦鹏. 信贷资产证券化对商业银行流动性风险的影响[J]. 新理财, 2022(5): 25-27.
- [37] 顾海峰, 张盈盈. 信贷资产证券化、杠杆率与银行风险承担[J]. 现代经济探讨, 2023(4): 53-63.
- [38] 张伟, 周丹, 王恩裕. 资产证券化对原始权益人微观效应的经济学分析[J]. 金融理论与实践, 2006(5): 12-15.
- [39] 雷近喜. 对企业集团资产证券化相关问题的探讨[J]. 全国流通经济, 2022(11): 67-70.
- [40] 肖崎, 李卓. 信贷资产证券化对我国商业银行经营稳定性的影响[J]. 当代金融研究, 2021, 4(Z3): 1-9.
- [41] 安丛梅. 资产证券化与银行个体风险——基于微观与宏观的联动视角[J]. 上海金融, 2023(2): 27-41.
- [42] Bassens, D., et al. (2013) Securitization across Borders: Organizational Mimicry in Islamic Finance. *Journal of Economic Geography*, **13**, 85-106. <https://doi.org/10.1093/jeg/lbs007>
- [43] Li, Z.W., et al. (2014) Risk Amplification Effect of Asset Securitization among Financial Institutions: Evidence from CDO Products in the USA. *Applied Economics Letters*, **21**, 832-835. <https://doi.org/10.1080/13504851.2014.892190>
- [44] 胡海峰, 陈世金, 王爱萍. 资产证券化的宏观经济效应——基于 CC-LM 模型的实证分析[J]. 经济学动态, 2017(10): 22-39.
- [45] 刘玄. 资产证券化的信贷扩张效应——基于美国金融市场数据的分析[J]. 金融论坛, 2011, 16(1): 31-36.
- [46] 王军. 信贷资产证券化的稳金融效应[J]. 中国金融, 2020(22): 47-48.
- [47] 王立勇, 吕政. 资产证券化与货币政策利率传导效率: 证据与机制[J]. 中央财经大学学报, 2023(8): 42-58.