

住房抵押贷款证券化中的信息不对称探究*

颜 哲, 童陈香

(重庆大学 建设管理与房地产学院, 重庆 400045)

摘要:住房抵押贷款证券化作为一种金融创新,在国外已经发展得相当成熟,但在我国推行还存在着很大的障碍和风险。文中就这些风险中存在的信息不对称及解决方法进行了探讨,提出了个人信用风险、提前支付风险和影响到第三方当事人的风险中信息不对称问题的解决思路。

关键词:证券化;住房抵押贷款;信息不对称;风险

中图分类号:F293.3 **文献标识码:**A **文章编号:**1006-7329(2006)04-0090-04

Analysis on Message Asymmetry in Securitization of Housing Mortgage

YAN Zhe, TONG Chen-xiang

(College of Construction Management and Real Estate, Chongqing University, Chongqing 400045, P. R. China)

Abstract: Securitization of housing mortgage as a form of finance innovation in China develops well abroad while there are many obstacles and risks during its implementation in China. This paper discusses the message asymmetry in the risk and how to deal with it.

Keywords: securitization; housing mortgage; message asymmetry; risk

住房抵押贷款证券化,是集合广泛分散的住房抵押贷款,将其组合包装后,在资本市场上发行以这些抵押贷款为支持的证券进行融资的活动,是资产证券化最基本、发行量最大的一种形式。住房抵押贷款证券化是 20 世纪 70 年代以来金融界最重要的创新之一,现已经成为美国、澳大利亚等发达国家构筑住房金融二级市场的主要途径。虽然住房抵押贷款证券化在国际上的发展已经相当成熟,但要在我国推行还存在着一些风险,主要体现在以下几个方面:(1)来源于借款人(原始债务人)的风险:其中一是信用风险,指借款人不能按约定偿付借款,分为有意违约和因不能偿还而违约;二是提前支付风险,指借款人在借款期限前支付全部或者部分贷款余额,而导致贷款银行现金流量的不稳定和再投资的风险。(2)来源于住房抵押贷款发放者的风险,主要指道德风险。(3)来源于特设机构(SPV)的管理、技术、资金混用、诚信方面的风险。(4)来源于担保公司、保险公司、信用评级机构、信用增级机构等第三方当事人的风险。(5)利率风险、通货膨胀风险,统称市场风险。(6)收入流量与债务流量不匹配的风险。(7)债券发行与交易的风险。(8)

法律政策与住房抵押贷款证券化不匹配而相矛盾的风险以及社会风险(属于系统风险)。本文着重探究个人信用风险、提前支付风险和影响到第三方当事人(担保公司、保险公司、信用评级机构、信用增级机构等)的风险中信息不对称问题的解决思路。

1 个人信用风险与信息不对称

所谓不对称信息是指在对策中某些局中人拥有但另一些局中人所拥有的信息。在不对称信息对策中,通常将对策中拥有信息优势的局中人称为“代理人”,没有信息优势的局中人称为“委托人”。从信息经济学的角度看,在个人住房抵押贷款中涉及到的直接有关联的、完全理性的双方,他们的行为是一种非对称信息的博弈,自然会产生“逆向选择”和“道德风险”问题。梅耶森(Myerson)认为:“由参与人选择错误信息引起的问题为‘逆向选择’,由参与人选择错误行动引起的问题为‘道德风险’”。

1.1 借款人与银行间的信息不对称

商业银行的住房抵押贷款风险虽然可通过证券化而分散、减少,但不可能消除。在住房抵押证券投资者

* 收稿日期:2006-03-09

作者简介:颜 哲(1947-),男,江苏人,教授,主要从事城市经济学、房地产经济学研究。

与发放住房抵押贷款并向住房抵押证券机构转让这些贷款债权的商业银行之间存在信息不对称。如果商业银行贷款风险过大,就会降低这种证券的收益期望值、加大证券投资风险、打击投资者购买的积极性,使证券化难以推行和生效。商业银行住房抵押贷款风险中,最重要、最根本、影响也最大的通常是借款人的个人信用风险。银行与借款人之间同样存在信息不对称,银行往往难以在贷款前识别和淘汰信用差的借款人,也难以在贷款发放后及时发现借款人信用状况恶化或不守信用激励因素增强的迹象并采取自我保护措施,于是常常因借款人个人不守信用而蒙受风险损失。我国要推行住房抵押贷款证券化,就必须解决好借款人与银行之间的信息不对称问题。

在银行与借款人之间的不对称信息决策中,借款人为“代理人”,银行为“委托人”,由于贷款签约之前信息不对称而导致“逆向选择”问题。委托人的支付函数是共同知识,代理人的支付函数只有代理人自己知道,而委托人和其他代理人不知道。银行(委托人)可以直接要求借款人(代理人)报告自己的类型,但借款人可能不诚实,夸大自己的信用级别,掩盖自己的实际风险。除非委托人能够给代理人提供足够的激励,才能得到较真实的信息。这时候的银行就面临着一个激励机制设计以及在激励借款人的成本与收益之间的均衡问题。银行不可能观测到借款人的行动选择以及影响其行动选择的外生变量,只能观测到借款人的偿付情况。

所以,银行只能通过满足借款人的参与约束与激励相容约束的激励合同、奖励和声誉机制来诱使借款人选择银行希望的行动,也可以选择借款人的相互担保,把个人风险变为团队风险来激励借款人主动监督和矫正其他借款人的行为。政府应要求商业银行采用统一、规范、规范化的合同文本来降低虚假按揭的可能性。个人信用制度的建立可采用如下做法:

1) 重新树立个人信用观念,商业银行应着手建立个人消费信贷登记制度、个人账户信息系统,逐渐形成全国信用档案系统,实行资源共享。在对个人信用进行调查时,可以引进以下两类指标来确定信用贷款的申请:(1)广度指标:指品德(character)、能力(capacity)、资本(capital)、条件(condition)、担保品(collateral)即5C准则;(2)深度指标:这是5C准则的深化,要综合考核分析工龄、信用卡、债务收入比例、银行开户情况、信用档案年限、毁誉记录、职务、住房、现地址居住时间、个人收入、公用事业记录、数据的准确性和个人隐私权的保护等对个人资信有重要影响的信息;

2) 加大个人收入监管力度,提高个人信用材料的

真实性;

3) 发挥政府和相关各方的作用,建立和完善配套制度,严格执行存款实名制,实行家庭财产登记制和个人破产制,促进个人征信机构的发展和数据库建设来解决操作重复、资料不全、信息失真、评估成本过高等问题;

4) 银行之间、银行与信息咨询公司之间要加强合作,制订与所在地区相适应的个人资信评定标准、制定统一的个人信用等级咨询评定系统,完善个人信用评级体系。评价指标应该不仅包括个人资金实力、贷款违约情况,还应包括个人法律纠纷情况、犯罪记录、财产公证记录等等。个人信用等级评定操作要全面、适用、及时有效地推动个人信用体系的建设和良性运作,区分真正守信的借款人与信用差的人,促进个人信用体系的健康发展。除了这些,银行还需要个人信用备案制度、信用量化分析模型,建立起严密而灵敏的个人信用风险预警、管理及转嫁系统,保证信用评分技术的最终效用。

对于银行而言,信用的评分和风险防范系统固然重要,但健康良好的信用文化可以创造出一个有力的激励机制,使员工敢于承认自己的错误。银行作为一个庞大的组织,信息的传递往往不能做到快捷、简便,贷款质量的下降往往不能很快地被管理部门证实,而且信贷人员的工作表现存在着很大的信息不对称。要是没有一个很好的信用文化,那么信贷人员都会有掩饰自己工作失误的倾向,那么,即使有再好的规章制度、信用系统,住房抵押贷款中的个人信用市场上还是会存在大量“南郭先生”之类的“滥竽充数”者。

1.2 借款人与保险机构、担保机构间的信息不对称

降低住房抵押证券风险需要保险机构、担保机构的介入。在一级市场即住房抵押贷款的信贷市场上,通常由商业保险机构提供与住房抵押贷款有关的保险,以提高个人住房抵押贷款的安全性。目前在我国,这方面的保险主要限于抵押物的财产保险和借款人的人身保险。在二级市场即住房抵押证券机构购买住房抵押贷款债权而发放住房抵押证券的市场上,则由特设的担保机构(如美国的退伍军人管理局等)为贷款提供信用担保,以提高个人住房抵押贷款的资信,增强证券的吸引力。商业保险机构与投保人即借款人之间的信息不对称使保险机构风险加大、保险成本提高,特设担保机构与借款人之间信息更不对称,这就使保险机构、担保机构的介入遭遇较大的困难。这些困难不解决,就难以在我国推行住房抵押贷款证券化。

在我国,贷款利率受到中央银行的严格控制,银行不能通过调整贷款利率与社会平均信用状况相一致来

降低风险,取而代之的是设置比较高的保险和担保条件,这就增加了借款人的成本。另一方面,虽然普通住房保险以住房的所有权来抵押,但在现有法律中,期房做为抵押物与我国的《担保法》不符,且《担保法》中没有有关抵押物处置的法律法规。这就很容易引起保险市场中的“逆向选择”。“逆向选择”来自于保险公司事前不知道投保人的风险程度,从而保险水平不能达到对称信息下的最优水平,高风险的投保人将把低风险的投保人赶出保险市场,最终形成通常所说的“柠檬市场”。

为了降低由于借款人与保险机构、担保机构之间的信息不对称而导致的风险,可以考虑采用以下做法:

1)完善我国保险法规体系,通过各个中介机构来加强对投保人的法制宣传,提高投保人的法律意识。市场经济要求各种经济交易活动做到有法可依,有法必依。各保险机构、担保机构可以与高风险的借款者订立比较严格的担保(保险)合同,提高违约者的边际成本,使不守约行为不符合经济利益最大化原则;也可以考虑对投保人进行部分保险,改善“柠檬市场”的现象。同时,担保(保险)公司的工作人员要认真学习《保险法》及其有关法律规定,领会其精神实质,正确把握各项法律规定。

2)加强签订保险合同前的风险评估,提高承保质量。这是防止“逆向选择”的第一道防线。风险评估也称风险估计,包括风险损失程度的判别和发生可能性的估计两方面。一般的做法是先对风险程度进行等级划分,分为一般风险、较大风险、严重风险、灾难性风险;然后根据需求和可能,采用专家评估法和概率分析法对单个风险因素进行评估,采用蒙特卡洛模拟法对整体风险进行估计。

3)风险共担:保险人可以通过降低保险补偿的数额,要求投保人与保险人共保,以此降低风险;同时,完善保险奖罚系统,引入激励机制,使投保人投保前隐瞒真实信息和投保后隐瞒真实行为的做法受到惩罚,不仅得不到保险赔偿,而且取消今后投保资格;而投保人遵守诚信、严格履行保险合同的行为,不仅有利于保险人,而且也给投保人带来利益。这就是信息经济学中的“激励相容”。

4)再保险:保险(担保)机构可以对其保单进行再保险,与其他机构共同承担风险,同时也利用其他担保机构的信息数据库来改善处于信息劣势的情况。

在我国建立个人信用体制后,就可以利用现有的信息达到信息对称下帕累托最优的保险合同。

2 提前支付风险与信息不对称

在贷款合同签订后,借款人的违约可以分为被迫

违约与理性违约。被迫违约是指借款人由于财力原因而无能力继续还款,被银行收回房产的违约行为。理性违约是指借款人认为放弃继续还款反而可能带来更大的利益而导致的违约行为,通常与借款人的个人财力无关,比较典型的例子就是提前支付风险。根据国外住房抵押贷款证券市场的实践经验,理性违约的违约率远远高于被迫违约的违约率,所以在这里只浅析理性违约者提前支付风险中的信息不对称。这种提前支付风险,发生在贷款合同签订之后,是由贷款银行与借款人之间的信息不对称引起的,属于“道德风险”。银行分别与不同借款人签订贷款合同并分别监督借款人还款情况,其中已经存在信息不对称。住房抵押证券的投资者并不与各个借款人直接打交道,无法观察到借款人的行为,无法随时掌握借款人的经济条件等情况,更处于严重的信息劣势。但理性违约者的提前支付行为通常是同时发生的,有一些共同的征兆,投资者可以通过观察一些客观现象的变化来减少由于信息不对称带来的劣势:

1)市场利率:个人住房抵押贷款的利率可以为固定利率,也可以为浮动利率。银行从稳定债务人的心理出发,一般会采用固定利率放贷。当现行利率低于合同利率时,借款人就有提前支付的动机。市场利率上升时,传递给投资者的贷款余额可能为零,而当市场利率下降时,则又会出现加数还款的情况。在后一种情况下,许多借款人都会选择再融资来偿还全部贷款,并退出组合。因此,再融资成本影响提前还款带来的收益值的大小,在一定程度上抑制了借款人的提前支付行为。

2)贷款的特征:可以从“稳妥化”程度、贷款的存续时间、贷款发放时,所购住房已有的年限这几个方面来考虑。“稳妥化”(表示一笔抵押贷款被置于组合之前已经历的年数)程度越深,发生提前偿还的可能性越大。

3)住房的价格:作为标的资产的住房,其价格变动必然影响住房贷款价值和贷款的回收。住房价格的较大提升会促使借款人将现有的房屋转手来支付贷款。

4)偿付/收入:这里的收入指的是显性收入。这一比例一般认为以25%~30%为宜。通过这一比例来判断提前支付发生的可能性。

另外,证券交易机构还可以采用以下的方法来帮助住房抵押证券的投资者和住房抵押贷款的贷款银行规避借款者提前支付的风险:

1)建立住房抵押贷款提前支付的数据库,对借款人提前支付行为进行分析。数据库挖潜技术在西方国

家应用得比较成功和成熟。而在我国,已经有相当可观的住房抵押贷款的数据作为应用数据库挖潜技术的支撑。投资者等在学习西方经验的同时,应结合我国的实际进行分析,使投资决策科学化、准确化。

2)设计多样化的住房抵押贷款债券品种,来缓解提前支付所造成的影响。可考虑转付证券(pass-through security)、转手证券(pay-through security)、本金型证券(principal-only)和利息型证券(interest-only)这几种证券混合发行。在住房抵押债券的导入期,着重发行本金型证券,因为这种债券的收益率不受提前支付风险的影响;在成熟期,再推行其他几种债券,这样一方面可以充分体现证券市场的高风险高收益、低风险低收益的原则,实现提前支付风险在证券市场的合理转移;另一方面,可活跃住房抵押贷款债券的二级市场,增强市场的流动性,分散提前支付的风险。

对借款者而言,守信是有成本的,在提前还贷风险中,守信意味着必须承担相应的损失;从另一方面而言,不守信用也会给借款者带来成本,如受到法律的制裁和道德的谴责,或丧失社会的信任等。因此,如果守信的成本小于不守信的成本,显然借款人会选择守信;反之则相反。解决的方案可以从两方面来考虑:

1)降低守信的成本:如设置信用卡积分卡,即随着借款人守信时间的增加,消费信贷时或金融服务和个人理财方面给予优惠,也可以考虑在贷款后期,利率给予优惠。

2)加大不守信的成本:(1)加大对失信者的经济惩罚来减少“劣币驱逐良币”的现象,如可在贷款合同签订前,要求借款人提供一定的保证金,按信用的积累来逐步返还;(2)建立起诚信的道德观约束和法律的

制裁;(3)建立征信数据市场,使不守信信息充分公开和共享。

道德风险与逆向选择等信息不对称引起的问题会导致市场失灵或市场运行的低效率。市场参加者可以借助信息制造与信息传递使由于非对称信息而瘫痪的市场重新运转起来。上述的有关改善信息不对称状况的做法均借助于信息制造与信息传递方面的理论。

参考文献:

- [1] 陶长琪. 信息经济学[M]. 北京:经济科学出版社,2001.
- [2] 李曜. 资产证券化[M]. 上海:上海财经大学出版社,2001.
- [3] 黄淳,何伟. 信息经济学[M]. 北京:经济科学出版社,1998.
- [4] 张维迎. 博弈论与信息经济学[M]. 上海:上海人民出版社,1996.
- [5] (美)威廉姆. B. 布鲁格曼,杰夫瑞. D. 费雪. 房地产金融与投资[M]. 沈阳:东北大学出版社,2000.
- [6] 刘超,李有华,张昕. 住房抵押贷款证券化的风险因素探讨[J]. 商业研究,2003,(1):42-43.
- [7] 胡汝红. 我国住房抵押贷款证券化探析[J]. 国外建材科技,2004,(5):123-126.
- [8] 张顺,许辉. 构建相关制度体系 推动住房抵押贷款证券化[J]. 商业研究,2005,(2):108-109.
- [9] 黄小彪. 关于我国住房抵押贷款证券化信用增级的思考[J]. 中国房地产金融,2005,(2):11-13.
- [10] 丁成. 住房抵押贷款证券化中的提前支付风险分析[J]. 资本市场,2001,(6):27-29.
- [11] 王向荣. 信息不对称与我国保险市场的发展[J]. 辽宁财专学报,2000,(4):48-51.

(上接第89页)

参考文献:

- [1] GB7959-1987,粪便无害化卫生标准[S].
- [2] 国家科委社会发展科技司,建设部科技司. 城市垃圾处理技术推广项目[M]. 北京:中国建筑工业出版社,1992.
- [3] GB8172-87,城镇垃圾农用控制标准[S].
- [4] 陈世和,张所明. 城市垃圾堆肥原理与工艺[M]. 上海:复

旦大学出版社,1999.

- [5] 袁荣焕. 城市生活垃圾堆肥腐熟度综合评价指标与评价方法的研究[D]. 重庆:重庆大学,2004.
- [6] 谢季坚,刘承平. 模糊数学方法及其运用[M]. 武汉:华中科技大学出版社,2000.
- [7] 蔡华帅. 垃圾渗出液微生物循环接种强化堆肥通风供氧模式研究[D]. 重庆:重庆大学,2005.