

從安然說起特殊目的機構的正確及創新性運用

伴隨著這個春天對安然(Enron)前 CEO 肯·雷(Ken Lay)和傑夫·斯基爾林(Jeff Skilling)的審判，安然的陰暗面更多地暴露在光天化日之下，公眾又一次把目光集中在了 Raptors, Chewco 和 Osprey 的賬目上。安然通過與這三家“特殊目的機構(SPV - Special Purpose Vehicles)”進行關聯交易來虛增營業額和利潤，用於掩蓋其鉅額債務，而這些“特殊目的機構”都是由安然實際控制的。

由於安然向所有者和監管者非法隱瞞財務問題，這樣的操作妨礙司法公正，是有違常規的。事實上特殊目的機構的構架是正當的，並發揮著不可小覷的作用和功能。許多特殊目的機構獨立進行經營活動，交易情況並不出現在母公司的財務報表上。他們可以用來產生易於交易的證券化資產(ABS - Asset-backed Securities)，從而使得發起公司可以將期望的流動資產轉換為支付手段。

事實上，SPV 的運用是多樣化的，其中涉及了一系列的證券化資產，如汽車信貸、信用卡和家庭權益負債、住房信貸、助學貸款和設備租賃的流動資產。就美國而言，據統計，經信用評級機構評估獲得較高信用級別的特殊目的機構于 2005 年發行了約 8,000 億美元的資產化證券，比發行的普通公司債券多了 2,000 億美元。1995 年，與特殊目的機構相關的證券發行量不到 4,000 億美元，而 2004 年初就飆升到了 18,000 億美元，還不包括住房抵押貸款資產證券化(MBS - Mortgage Backed Securities)和交易衍生債務抵押債券(CDOs - Collateralized Debt Obligations)在內。

另外，由於產品都是私下進行交易的，且未經信用等級評估，所以巨大的特殊目的機構市場不可準確估測。儘管安然未經信用評估的特殊目的機構打破了常規，但是許多其他的公司合法地運用特殊目的機構來進行資產負債表外的交易。

為什麼一個公司想要設立特殊目的機構來發行證券化資產而不是由自己直接這樣做？使用特殊目的機構的商業人士可以通過這樣的方式進行融資，比直接通過自身融資所耗成本相對廉價，比起直接借貸給發起人來說，可以為投資者提供更多的安全和收益保證。

事實是這樣的嗎？若是的話，原因何在？或許存在一些連特殊目的機構本身都不太清楚的因素。經濟中存在許多人們自己都意識不到的激勵因素。

特殊目的機構的發展可以追溯到數十年以前的美國住房抵押債券，其信用受到聯邦國民抵押協會(房利美，通稱 Fannie Mae)和聯邦住宅貸款抵押公司(福利美，通稱 Freddie Mac)的擔保。在此過程中，大量的住房抵押貸款以債券的形式捆綁銷售給投資者。投資者獲得利息和本金。上世紀 80 年代，當美國政府將壞賬和呆賬變為流動資產時，就採用了同樣的方法。

在以上兩個案例中，發起人通過出售證券立刻獲得了融資，而不需要等上數年來得到貸款。同時，發起人仍然有控制權，比如有權決定批准哪些申請者中籤。購買由特殊目的機構發行的證券的投資者由於承擔了債務人如房主或者信用卡使用者償還貸款的風險，從而相應地獲得利息。

通過分析這兩個例子，可以預見將流動資產證券化的機會。在一個創新的應用中，英國歌手大衛·鮑伊(David Bowie)提出“鮑伊債券(Bowie Bonds)”，讓大眾認購 5,500 萬美元的鮑

伊債券，同享在未來的市場價值。將專輯的版稅和權利金當作“應收帳款”證券化，鮑伊債券開啓了著作權證券化的先河。

風險隔離

爲了更直觀地瞭解特殊目的機構的驅動機制，我們來看一下信用卡證券的運用。信用卡使用者每月需要向銀行或其他發行信用卡的實體償付欠款。發行方設立特殊目的機構，並發售予其接受償付的權利。特殊目的機構將權力與某種形式的債券捆綁在一起發售給投資者。投資者可以收取利息和本金。

特殊目的機構就像虛擬公司一樣，沒有人在工作，也沒有實際上的辦公地點。從法律上來說，特殊目的機構有四種形式：合夥型、有限責任公司型、信託或一般公司型。特殊目的機構並沒有決定權，所有的行爲都由發起人進行嚴格的規管。除了發行證券化資產，特殊目的機構還可以從事研究與發展（R&D - Research and Development），進行租賃交易或行使其他功能。

通過捆綁信用卡信貸並出售給投資者，髮卡方產生了流動資產，繼而可以獲得更多的信貸。通過特殊目的機構這樣做有一個特別的好處：實現證券化資產與發起人風險隔離，特別是免受發起人破產風險的影響。

設立特殊目的機構，發起人宣告破產並不導致特殊目的機構破產，這樣資產得以保存。所以特殊目的機構證券的投資者就與風險隔離了。若是直接與發起人交易，這樣的風險就需要由投資者來承擔，就會產生財務危機。最糟糕的情況不過是，特殊目的機構的資產 - 收受信用卡償付的權利就分配到持有證券的投資者手中了，投資者仍然可以收回本金。

投資者唯一的問題是：出現問題時，他們可以獲得本金，但是不能獲得預期的利息收入。若是主導利率下降，他們就需要重新投資本金，但是獲得的收益較低，從這點上來說有點麻煩。不過這樣做比冒險本金，或者承擔破產時失去本金的風險要小得多。

由於破產隔離機制的存在，特殊目的機構可以比其發起人公司獲得更高的信用等級，可以發行證券，其支付的利息比母公司自身直接發行證券需要支付的利息要少。通過使用特殊目的機構，發起人公司可以獲得支援運營的更爲廉價的融資。若發起人直接發行證券的話，投資者的收益也相應減少，當然低收益對應的是低風險。

通過運用特殊目的機構來獲得這些好處需要謹慎對待。除了破產隔離（Insulation）機制，投資者希望得到發起人的保證，那就是當特殊目的機構陷入財務危機時，比如流動資產未達到預期，發起人對特殊目的機構進行救助。但是發起人並不能明確地介入並幫助特殊目的機構，因爲這樣會使得從發起人到特殊目的機構的資產轉移成爲借貸，而不是出售，這樣財務報表就相應地改變了，同時也使得破產隔離成空。

事實上，爲了使得這個市場正常運作，並從破產隔離機制中獲益，發起人公司的確在支援著特殊目的機構。我們堅信投資者和發起人之間有著明確的共識，發起人承諾當糟糕的情況發生時，發起人將承擔責任並處理問題。大家都清楚地知道這點，但是沒有人讓它變成白紙黑字。

當發起人支援特殊目的機構時，市場持更為積極的信心。發起人若是存在較大破產風險的時候，發起人更傾向於是用特殊目的機構來融資，因為這樣他們可以通過特殊地機構的破產隔離機制來降低融資的成本。

由於安然使用特殊目的機構向所有者和監管者非法隱瞞財務問題，許多人對於特殊目的機構持有不良的印象。其實不然，若得以正當使用，特殊目的機構可以給整個經濟包括母公司帶來非常可觀的經濟效益。特殊目的機構可以使債權人和其他經濟實體將風險轉嫁給投資者。如果你轉嫁風險，銀行系統承擔的風險就減小了，發起人含蓄的保證使之成為可能。