

从安然说起特殊目标机构的正确及创新性运用

伴随着这个春天对安然(Enron)前 CEO 肯·雷(Ken Lay)和杰夫·斯基尔林(Jeff Skilling)的审判，安然的阴暗面更多地暴露在光天化日之下，公众又一次把目光集中在了 Raptors, Chewco 和 Osprey 的账目上。安然通过与这三家“特殊目标机构(SPV - Special Purpose Vehicles)”进行关联交易来虚增营业额和利润，用于掩盖其巨额债务，而这些“特殊目标机构”都是由安然实际控制的。

由于安然向所有者和监管者非法隐瞒财务问题，这样的操作妨碍司法公正，是有违常规的。事实上特殊目标机构的构架是正当的，并发挥着不可小觑的作用和功能。许多特殊目标机构独立进行经营活动，交易情况并不出现在母公司的财务报表上。他们可以用来产生易于交易的证券化资产(ABS - Asset-backed Securities)，从而使得发起公司可以将期望的流动资产转换为支付手段。

事实上，SPV 的运用是多样化的，其中涉及了一系列的证券化资产，如汽车信贷、信用卡和家庭权益负债、住房信贷、助学贷款和设备租赁的流动资产。就美国而言，据统计，经信用评级机构评估获得较高信用级别的特殊目标机构于 2005 年发行了约 8,000 亿美元的资产化证券，比发行的普通公司债券多了 2,000 亿美元。1995 年，与特殊目标机构相关的证券发行量不到 4,000 亿美元，而 2004 年初就飙升到了 18,000 亿美元，还不包括住房抵押贷款资产证券化(MBS - Mortgage Backed Securities)和交易衍生债务抵押债券(CDOs - Collateralized Debt Obligations)在内。

另外，由于产品都是私下进行交易的，且未经信用等级评估，所以巨大的特殊目标机构市场不可准确估测。尽管安然未经信用评估的特殊目标机构打破了常规，但是许多其它的公司合法地运用特殊目标机构来进行资产负债表外的交易。

为什么一个公司想要设立特殊目标机构来发行证券化资产而不是由自己直接这样做？使用特殊目标机构的商业人士可以通过这样的方式进行融资，比直接通过自身融资所耗成本相对廉价，比起直接借贷给发起人来说，可以为投资者提供更多的安全和收益保证。

事实是这样的吗？若是的话，原因何在？或许存在一些连特殊目标机构本身都不太清楚的因素。经济中存在许多人们自己都意识不到的激励因素。

特殊目标机构的发展可以追溯到数十年以前的美国住房抵押债券，其信用受到联邦国民抵押协会(房利美，通称 Fannie Mae)和联邦住宅贷款抵押公司(福利美，通称 Freddie Mac)的担保。在此过程中，大量的住房抵押贷款以债券的形式捆绑销售给投资者。投资者获得利息和本金。上世纪 80 年代，当美国政府将坏账和呆账变为流动资产时，就采用了同样的方法。

在以上两个案例中，发起人通过出售证券立刻获得了融资，而不需要等上数年来得到贷款。同时，发起人仍然有控制权，比如有权决定批准哪些申请者中签。购买由特殊目标机构发行的证券的投资者由于承担了债务人如房主或者信用卡使用者偿还贷款的风险，从而相应地获得利息。

通过分析这两个例子，可以预见将流动资产证券化的机会。在一个创新的应用中，英国歌手大卫·鲍伊(David Bowie)提出“鲍伊债券(Bowie Bonds)”，让大众认购 5,500 万美元的鲍

伊债券，同享在未来的市场价值。将专辑的版税和权利金当作“应收帐款”证券化，鲍伊债券开启了著作权证券化的先河。

风险隔离

为了更直观地了解特殊目标机构的驱动机制，我们来看一下信用卡证券的运用。信用卡使用者每月需要向银行或其它发行信用卡的实体偿付欠款。发行方设立特殊目标机构，并发售予其接受偿付的权利。特殊目标机构将权力与某种形式的债券捆绑在一起发售给投资者。投资者可以收取利息和本金。

特殊目标机构就像虚拟公司一样，没有人在工作，也没有实际上的办公地点。从法律上来说，特殊目标机构有四种形式：合伙型、有限责任公司型、信托或一般公司型。特殊目标机构并没有决定权，所有的行为都由发起人进行严格的规管。除了发行证券化资产，特殊目标机构还可以从事研究与发展（R&D - Research and Development），进行租赁交易或行使其它功能。

通过捆绑信用卡信贷并出售给投资者，发卡方产生了流动资产，继而可以获得更多的信贷。通过特殊目标机构这样做有一个特别的好处：实现证券化资产与发起人风险隔离，特别是免受发起人破产风险的影响。

设立特殊目标机构，发起人宣告破产并不导致特殊目标机构破产，这样资产得以保存。所以特殊目标机构证券的投资者就与风险隔离了。若是直接与发起人交易，这样的风险就需要由投资者来承担，就会产生财务危机。最糟糕的情况不过是，特殊目标机构的资产 - 收受信用卡偿付的权利就分配到持有证券的投资者手中了，投资者仍然可以收回本金。

投资者唯一的问题是：出现问题时，他们可以获得本金，但是不能获得预期的利息收入。若是主导利率下降，他们就需要重新投资本金，但是获得的收益较低，从这点上来说有点麻烦。不过这样做比冒险本金，或者承担破产时失去本金的风险要小得多。

由于破产隔离机制的存在，特殊目标机构可以比其发起人公司获得更高的信用等级，可以发行证券，其支付的利息比母公司自身直接发行证券需要支付的利息要少。通过使用特殊目标机构，发起人公司可以获得支持运营的更为廉价的融资。若发起人直接发行证券的话，投资者的收益也相应减少，当然低收益对应的是低风险。

通过运用特殊目标机构来获得这些好处需要谨慎对待。除了破产隔离（Insulation）机制，投资者希望得到发起人的保证，那就是当特殊目标机构陷入财务危机时，比如流动资产未达到预期，发起人对特殊目标机构进行救助。但是发起人并不能明确地介入并帮助特殊目标机构，因为这样会使得从发起人到特殊目标机构的资产转移成为借贷，而不是出售，这样财务报表就相应地改变了，同时也使得破产隔离成空。

事实上，为了使得这个市场正常运作，并从破产隔离机制中获益，发起人公司的确在支持着特殊目标机构。我们坚信投资者和发起人之间有着明确的共识，发起人承诺当糟糕的情况发生时，发起人将承担责任并处理问题。大家都清楚地知道这点，但是没有人让它变成白纸黑字。

当发起人支持特殊目标机构时，市场持更为积极的信心。发起人若是存在较大破产风险的时候，发起人更倾向于是用特殊目标机构来融资，因为这样他们可以通过特殊地机构的破产隔离机制来降低融资的成本。

由于安然使用特殊目标机构向所有者和监管者非法隐瞒财务问题，许多人对于特殊目标机构持有不良的印象。其实不然，若得以正当使用，特殊目标机构可以给整个经济包括母公司带来非常可观的经济效益。特殊目标机构可以使债权人和其它经济实体将风险转嫁给投资者。如果你转嫁风险，银行系统承担的风险就减小了，发起人含蓄的保证使之成为可能。