



华夏英才基金学术文库

王志强 著

银行资产证券化的直接动因与作用效果

——来自美国的经验证据

银行资产证券化的直接动因与作用效果

——来自美国的经验证据

F837.123
4

版
社



科学出版社

www.sciencep.com

E827.123
A



华夏英才基金学术文库

银行资产证券化的直接动因与作用效果 ——来自美国的经验证据

王志强 著

科学出版社

北 京

内 容 简 介

本书基于美国银行业资产证券化数据,采用理论模型和计量分析方法对银行资产证券化的直接动因与作用效果进行分析研究。

全书分为六章。第一章是资产证券化概述,包括资产证券化概念及其界定、资产证券化的交易过程、资产证券化产品分类和资产证券化的发展历史及趋势。第二章是银行资产证券化的直接动因。通过对资产证券化已有的解释理论和经验结果归纳和梳理,将银行资产证券化的直接动因进行分类,并基于美国银行业资产证券化数据,用计量经济方法分析美国银行业利用资产证券化的主要动因。第三章是银行资产证券化的作用效果。探讨银行资产证券化在财富增加与转移、风险暴露与转移、资本结构优化等方面的作用效果。第四章通过建立一个简单模型以及对其经验检验,考察银行将资产证券化用作流动性管理工具或资本管理工具的选择问题。第五章探讨资产证券化对银行资本结构的影响作用。基于解释资产证券化收益来源的纯财务综效理论,通过分析资产证券化前后银行的加权资本成本,来考察资产证券化在银行资本结构优化方面的作用。第六章借鉴美国银行资产证券化的经验结果,探讨我国银行资产证券化的发展策略。

本书的主要对象包括:从事资产证券化研究的学者、从事资产证券化业务的财务管理者 and 从事银行业务监督管理的监管者。

图书在版编目(CIP)数据

银行资产证券化的直接动因与作用效果——来自美国的经验证据/王志强著. —北京:科学出版社,2008

(华夏英才基金学术文库)

ISBN 978-7-03-022404-0

I. 银… II. 王… III. 银行-融资-研究-美国 IV. F837.12.3

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 095194 号

责任编辑:马 跃 李俊峰 苏雪莲/责任校对:张小霞

责任印制:张克忠/封面设计:耕者设计工作室

科 学 出 版 社 出 版

北京东黄城根北街 16 号

邮政编码:100717

<http://www.sciencep.com>

新 蕾 印 刷 厂 印 刷

科学出版社发行 各地新华书店经销

*

2008 年 6 月第 一 版 开本:B5 (720×1000)

2008 年 6 月第一次印刷 印张:10 1/4

印数:1—3 000 字数:190 000

定价:32.00 元

(如有印装质量问题,我社负责调换〈新欣〉)

目 录

第一章 资产证券化概述	1
第一节 资产证券化概念及其界定	1
一、证券化与资产证券化	1
二、资产证券化概念的三个层次	3
三、狭义资产证券化的特点和本质	3
第二节 资产证券化的交易过程	6
一、资产证券化的主要参与者	6
二、资产证券化的交易程序	7
第三节 资产证券化产品分类	9
一、抵押支撑证券和资产支撑证券	10
二、过手型证券与转付型证券	11
第四节 资产证券化的发展历史及趋势	12
一、资产证券化的产生与兴起	12
二、美国资产证券化的发展历史与现状	14
三、资产证券化的发展趋势	20
第二章 银行资产证券化的直接动因	23
第一节 概述	23
第二节 银行资产证券化的动因分类	26
一、增加流动性动因	26
二、监管资本套利动因	27
三、降低融资成本动因	29
四、银行风险管理动因	30
五、改善管理效率动因	31
六、解决信息不对称动因	32
七、优化资本结构动因	34
第三节 银行资产证券化动因的经验分析	35
一、数据说明	38
二、检验方法	39
三、检验结果	40
第四节 本章小结	44
附录 2.1 采用资产证券化的 53 家银行控股公司名单	46

附录 2.2 银行控股公司合并财务报表(FRY-9C)的部分内容	48
第三章 银行资产证券化的作用效果	66
第一节 引言	66
第二节 相关文献回顾与评述	67
一、Obay (2000) 的研究结果	67
二、Zhang (2005) 的研究结果	71
第三节 银行资产证券化效果的经验分析	73
一、数据说明	74
二、检验方法	74
三、检验结果	75
第四节 本章小结	77
第四章 银行资产证券化选择问题	78
第一节 引言	78
第二节 相关文献回顾与评述	80
第三节 资产证券化与附属债务融资方式的选择	81
一、基本模型	81
二、模型的最优解	83
三、不良资产证券化	87
第四节 模型结论的检验	90
一、数据说明	90
二、检验方法	94
三、总体检验及其结果	95
四、分类检验及其结果	96
第五节 本章小结	100
第五章 资产证券化与银行资本结构优化	102
第一节 引言	102
第二节 相关文献回顾与评述	103
第三节 财务综效理论与结构融资	105
一、最优资本结构权衡模型	105
二、财务综效理论	107
三、结构融资的财务综效分析	109
第四节 资产证券化收益的资本成本分析	111
一、资产证券化收益的估计方法	111
二、资产证券化收益的可能来源	113
三、数据说明	115
四、检验结果	118

五、经验结论	124
第五节 本章小结	126
附录 5.1 资产证券化交易示例	127
附录 5.2 样本资产证券化公司 (120 家资产出售者)	128
第六章 总结与启示	132
第一节 本书总结	132
第二节 对中国资产证券化发展的启示	133
一、流动性问题决定中国商业银行对资产证券化的需求不足	133
二、不要指望用资产证券化提高中国商业银行的资本充足率	135
三、资产证券化不能够解决中国商业银行目前的不良资产	136
第三节 美国次级按揭危机的教训及对中国的启示	138
一、美国次级按揭危机的生成与发展	139
二、美国次级按揭危机的形成原因	141
三、美国次级按揭危机对中国的启示	143
第四节 对中国资产证券化发展战略的思考	146
一、应以市场化原则推进中国的银行资产证券化	146
二、政府的首要任务是建设适应资产证券化发展的制度环境	147
三、推进银行资产证券化的重点在于解决流动性的结构过剩	148
参考文献	150
后记	154

图 表 目 录

图 1.1	资产证券化交易结构图示	8
图 1.2	美国债券市场中各类未清偿债务的增长情况	15
图 1.3	2006 年美国债券市场中未清偿债务的构成	17
图 1.4	2006 年美国未清偿资产支撑证券的构成	18
图 1.5	美国未清偿资产支撑证券的规模变化	18
图 1.6	1995 年与 2006 年美国未清偿资产支撑证券的结构比较	19
图 4.1	优质资产证券化选择问题的图解	84
图 4.2	损失率大于资本充足率情形下的不良资产证券化选择问题的图解	89
图 6.1	金融机构的贷存比指标变化	134
表 1.1	资产证券化产品分类依据及其产品种类	9
表 1.2	美国债券市场中未清偿的债务（包括公募和私募）	16
表 1.3	美国未清偿的资产支撑证券（ABS）	17
表 2.1	财务指标变量及其定义	38
表 2.2	各财务指标之间的相关性分析	40
表 2.3	面板数据的回归估计结果	41
表 2.4	Granger 因果关系检验结果	43
表 3.1	Obay（2000）的单变量方向性检验结果	68
表 3.2	Obay（2000）的多变量方差分析检验结果	69
表 3.3	Obay（2000）的回归分析结果	70
表 3.4	Zhang（2005）的 Wilcoxon 秩和检验结果	72
表 3.5	Zhang（2005）的 Logist 回归结果	73
表 3.6	资产证券化（证券化比率）对财务指标的影响作用	75
表 4.1	财务指标变量及其定义	91
表 4.2	各变量的统计描述	93
表 4.3	证券化资产数额变化与流动性冲击、信用冲击之间关系的检验结果	95
表 4.4	有风险分离的证券化资产数额变化的检验结果	97
表 4.5	无风险分离的证券化资产数额变化的检验结果	98
表 5.1	资产证券化模拟数字例子	110

表 5.2	已发行资产支撑证券的最大发行者前 15 位 (截至 2004 年 3 月)	116
表 5.3	相关变量定义表	118
表 5.4	样本统计量	118
表 5.5	资产证券化收益来源	121
表 5.6	资产证券化收益来源: 行业子样本	123
表 5.7	资产证券化收益来源: 国家子样本	125
表 6.1	部分上市银行的资本充足率	135
表 6.2	国有商业银行的不良贷款率和不良贷款余额	137

第一章 资产证券化概述

本章摘要：本章是其他章节的基础和铺垫。考虑到许多学术论文中所讨论的资产证券化在概念上存在一定的差异，本章我们首先从界定资产证券化的概念开始。然后，介绍资产证券化的交易结构和交易过程、资产证券化的产品种类，以及资产证券化的产生历史和发展现状。

第一节 资产证券化概念及其界定

资产证券化是 20 世纪 70 年代以来国际金融领域中最具影响的金融创新之一，它已成为全球金融市场的一个重要发展趋势。资产证券化对金融经济发展的影响，正随着金融一体化和金融全球化的趋势而日益显著。然而，到目前为止，资产证券化还没有一个明确的、被大家公认的统一定义，许多相关文献中关于资产证券化的概念在其内涵上存在一定的差异。鉴于此，本节我们首先对资产证券化的概念予以界定。

一、证券化与资产证券化

证券化（securitization）一词最早出现于美国银行家 Lewis Ranieri 与财经记者的谈话之中（Kendall, Fishman 1996），之后“证券化”成为金融领域中出现频率最高的专业术语之一。然而，迄今为止，人们对它的理解以及给它的定义都还存在着相当大的差异。除此之外，关于证券化和资产证券化（asset securitization）之间的区别也不甚清晰，两者经常被混用。这种混用现象不仅出现在金融业界的一般业务分析报告中，而且还出现在讲求严谨的学术论文和专著之中。

从最广泛的意义来讲，证券化是指将金融关系（relations）转变成金融交易（transactions）的过程（Kothari 2003）。交易意味着两个实体为了一个共同目标走到一起，而关系意味着两个实体保持联系。譬如，当一家银行为其用户提供了一笔贷款的时候，这笔交易便产生了一个关系：贷款者与借款者之间的关系。然而，如果贷款被债券替代，这种关系就会终止。债券不是一种关系，而是一种能够买卖和处置的商品。

另一个被国内研究者广泛引用的证券化定义是 Gardener（1991）给出的：“（资产）证券化是储蓄者与借款者通过金融市场得以部分或全部地匹配的一个过程或工具。在这里，开放的市场信誉（通过金融市场）取代了由银行或其他金融

机构提供的封闭市场信誉。”类似地，时任花旗银行总裁的 John Reed 将证券化定义为“在利用债务工具融资时，更有效的公众资本市场对低效率、高成本的金融中介的替代”（Kendall, Fishman 1996）。

上述关于证券化的定义在 20 世纪 80 年代被广泛接受（OECD 1999）。最初，证券化用于表示非中介化（disintermediation）的过程，或者用于表示证券发行对银行借贷的替代，是一种广义的概念，是指公司将部分或全部资产转化为资本市场中可流通证券的融资过程。它不仅包括以全部资产作为信用保证发行股票、债券等直接融资方式，还包括以部分金融资产作支撑发行抵押支撑证券（mortgage-backed security, MBS）和资产支撑证券（asset-backed security, ABS）等融资方式。后来，证券化被用于专指一种所谓的结构融资^①（structured finance），是一种狭义的概念，只包括利用抵押支撑证券和资产支撑证券等工具在内的融资方式。有时，为了区别，将狭义的证券化称为资产证券化（asset securitization）。

单就狭义的证券化而言，仍然有多种定义。譬如，美国证券交易委员会（SEC）将资产证券化定义为：将企业（卖方）不流通的存量资产或可预见的未来收入流构造和转变成为资本市场上可销售和流通的金融产品的过程（Anderson 1997）；国际经济合作与发展组织（OECD）则将资产证券化定义为：把缺乏流动性但具有未来现金收入流的（相对）同质资产打包、重组，将其转变成可以在金融市场上出售和流通的生息证券，出售给第三方投资者的过程（OECD 1999）；Bhattacharya 和 Fabozzi（1996）认为，资产证券化可以被广泛地定义为一个过程，通过这个过程将具有共同特征的贷款、消费者分期付款合同、租约、应收账款和其他不流动的资产包装成可以市场化的、具有投资特征的带息证券；Schwarcz（2002）认为，在证券化中，公司部分地分解自己，把不具有流动性的资产从公司整体风险中隔离出来，随后以该资产为信用基础在资本市场上融资，其融资成本低于公司直接债务融资或股权融资成本；Kothari（2003）认为，资产证券化是一种结构性的融资安排，将对应于未来一段时间的确定的现金流汇总转售给投资者，在转售的同时可以对其提供担保支持，也可以不提供，从而达到融资的目的。虽然证券化最后的结果是融资，但并不限于通常意义上的“借钱”，而是出售一组能够用于本息偿还的现金流，等等。

除此之外，何小峰等（2002）提出了一种“更广义的资产证券化”。他们认为，资产证券化包括最广泛的四种类型：第一，现金资产的证券化。如以现金为始点和终点的证券投资或投机的过程。第二，实体资产的证券化。如企业（作为实体拥有综合资产）发行股票、债券及其他证券并上市交易的过程。第三，信贷

^① 结构融资（structured finance）与资产证券化不是完全相同的概念。结构融资不仅包括资产证券化，还包括项目融资（project finance）。

资产的证券化。包括抵押支撑证券（MBS）和资产支撑证券（ABS）。第四，证券资产的证券化。如证券投资基金、可转换债券、认股权证、各种金融衍生工具的发行、上市与管理（或转换）的过程。

二、资产证券化概念的三个层次

通过对上一小节关于资产证券化定义及其内涵的梳理和归纳，根据资产类型，我们可以将资产证券化大致分为两类：一是实物资产证券化，即资金需求者通过发行股票、债券等证券直接从金融市场中获得资金的一种融资方式或过程，这是一种增量资产的证券化，也称为一级证券化，或者称为融资证券化。二是金融资产证券化，即将缺乏流动性，但具有未来现金流收入的金融资产集中起来，并转换成可以在金融市场上流动的证券的一种融资方式或过程。这种证券化以一定量的金融资产为支撑，是一种存量资产的证券化，也称为二级证券化。

鉴于此，本书认为可以将资产证券化划分为三个层次：第一层次仅指狭义的资产证券化，即将一组流动性较差的贷款或其他债务工具进行一系列组合、包装，使该组资产在可预见的未来产生的现金流保持相对稳定，在此基础上配以相应的信用增级，提高其信用质量或评级后，将其转变成可在金融市场上流通的、信用级别较高的证券的技术和过程；第二层次是指金融资产证券化，包括诸如备用信用证和贷款承诺等在内的所有金融资产的证券化；第三层次是指广义的资产证券化，包括所有的实物资产证券化和金融资产证券化在内的资产证券化。

如果没有特别说明，在本书的研究中我们使用狭义资产证券化的定义，是指将具有固定收入的资产出售给专门从事资产证券化的特设机构（special purpose vehicle or special purpose entity, SPV 或 SPE），在破产隔离和信用增级技术的支持下，特设机构通过发行新的债务证券进行资金融通的过程。需要特别指出的是，本书中所讨论的狭义资产证券化不完全等同于金融资产证券化，而是金融资产证券化的一部分，它不包括有追索权或没有追索权的贷款出售，以及备用信用证和贷款承诺等一些非常宽泛的表外业务。

三、狭义资产证券化的特点和本质

通过对资产证券化概念的分析，我们可以看出资产证券化主要有以下几个特点：

第一，资产证券化是一种资产支持融资，即是一种依赖部分资产信用的融资方式。传统的银行贷款和发行证券等融资方式是以公司整体信用、价值和持续经营能力为偿付基础的，公司对债务本息的偿还以其全部法定财产为界。而资产证券化发行的抵押支撑证券或资产支撑证券的本息偿付主要依赖于基础资产所产生

的现金流，与发起人的整体信用无关。当构造一个资产证券化交易时，由于资产的原始权益人（发起人）将资产转移给特设机构（SPV/SPE）实现真实出售（true sale），基础资产与发起人之间实现了破产隔离（bankruptcy remoteness），融资仅以基础资产为支持，而与发起人的其他资产负债无关。因此，对于投资者而言，通常他不再需要对发起人的整体信用级别进行分析，只需判断资产池中的资产质量，分析其未来现金流的可靠性和稳定性。

第二，资产证券化是一种结构融资方式，即证券发行者通过构建一个严谨的交易结构来实现融资目的。资产池产生的现金流需要经过加工、转换和重组，配合必要的信用增级（credit enhancement）技术，才能创造出适合不同投资者需求，具有不同风险、收益和期限特征的资产支撑证券。由于采用了资产重组、破产隔离和信用增级等技术，资产支撑证券的信用级别得以提高。因此，资产证券化又是一种低成本的结构融资方式。

第三，资产证券化是一种表外融资方式。在资产证券化融资过程中，资产出售（或转移）所取得的现金收入被列入资产负债表左边的“资产”栏目中。而由于真实出售的资产转移实现了破产隔离，相应地，基础资产从发起人的资产负债表左边的“资产”栏目中剔除。这种会计处理方式既不同于向银行贷款、发行债券等债权性融资，也不同于通过发行股票等股权性融资，因为前者相应地增加在资产负债表右上方的“负债”栏目，而后者相应地增加在资产负债表右下方的“所有者权益”栏目。由此可见，资产证券化是表外融资方式，且不会增加融资人资产负债表的规模。从一定程度上讲，资产证券化具有粉饰财务报表的功能。

第四，资产证券化是一种流动性风险管理手段。根据狭义资产证券化的定义，用于证券化的资产往往是流动性不强的资产，其变现能力较差。借助于资产证券化，资产出售者或发起人可以通过发行资产支撑证券将流动性较低的资产转变成流动性最强的现金资产。因此，资产证券化的重要特征之一就是改善资产的流动性。这也是引入资产证券化的初衷。

资产证券化的流动性风险管理功能对于商业银行尤其重要。金融脱媒会增加商业银行的短期资金来源，使负债结构呈现短期化的趋势；而商业银行要在较短时间内调整资产结构的难度相当大，这将扩大银行资产与负债期限错配的风险。资产证券化可以较好地化解这一矛盾，成为商业银行控制流动性风险管理的有效工具。通过资产证券化的手段出售一部分期限较长的资产，换取较为稳定的长期资金来源，可以改善商业银行运用短期资金支持长期业务发展的状况，快速调整资产负债结构，降低期限错配的风险敞口。

综上所述，资产证券化的核心内容是：资产支撑证券的发行是以基础资产未来的可预期现金流为基础的。换句话说，资产证券化所证券化的不是基础资产本身，而是基础资产所产生的现金流。围绕这个核心内容，资产证券化具有三个本质特征，即资产重组、破产隔离和信用增级。

资产重组 (assets restructuring) 是指资产的所有者或支配者为实现发行证券的目标, 根据资产重组原理, 运用一定的方式与手段, 对其资产进行重新配置与组合的行为。资产的原始权益人对自己所拥有的能够产生未来现金流的资产进行组合, 形成资产池。资产证券化融资所需要的资产是特定的, 是从原始权益人的全部资产中“剥离”出来的部分特定资产。该基础资产的范围可能不仅限于一家企业的资产, 可以将许多不同地域、不同企业的资产组合为一个证券化资产池。

破产隔离 (bankruptcy remoteness) 机制是资产证券化交易所特有的技术, 它使基础资产原始所有人的其他资产风险、破产风险等与证券化交易中基础资产的风险隔离开来, 风险不会“传染”给资产支撑证券持有者, 资产的卖方对已出售资产没有追索权, 在卖方与证券发行人和投资者之间构筑一道坚实的“防火墙”。证券化交易的风险与资产原始所有者的风险无关, 而只与证券化资产本身相关。破产隔离从两方面提高了资产运营的效率: 首先, 通过风险隔离, 把基础资产原始所有人不愿或不能承担的风险转移到愿意而且能够承担的人那里去; 其次, 资产支撑证券的投资者能够只承担他们所愿意承担的风险, 而不必是资产原始所有人面临的所有风险。因此, 通过采用破产隔离机制, 资产证券化提高了资本运营的效率, 从而给资产证券化各参与方带来收益。

破产隔离主要体现在两个方面: 首先, 从事证券化的特设机构是没有破产风险的实体。特设机构是以资产证券化为目的而特别组建的独立法律主体, 其负债主要是发行的资产支撑证券, 资产则是向发起人购买的基础资产。特设机构是一个法律上的实体, 可以采取信托、公司或者有限合伙的形式。其次, 以“真实出售”或“信托”方式实现基础资产的转移。基础资产从发起人转移给特设机构是结构性重组中一个非常重要的环节, 资产转移的一个关键问题是, 这种转移必须是真实出售, 其目的是为了实现基础资产与发起人之间的破产隔离, 即发起人的其他债权人在发起人破产时, 对已出售的基础资产没有追索权。所谓真实出售是指, 某项财产通过转让不再属于债务人的范围, 即基础资产出售后, 根据相关会计准则可以进行表外处理, 将基础资产从发起人的资产负债表上剥离, 发起人或其债权人对该基础资产不再有追索权, 并在发起人破产时, 该基础资产不再作为发起人的破产财产。在资产证券化的实践中, 往往是以真实出售之名行担保之实。

信用增级 (credit enhancement) 是使发行的支撑证券能够避免与基础担保品相联系的损失或其他风险的过程。为了吸引更多的投资者并降低发行成本, 利用“信用增级原理”来提高资产支撑证券的信用等级是资产证券化的一个重要特征。信用增级原理则是从信用的角度来考察现金流, 即研究如何通过各种信用增级方式来保证和提高整个证券资产的信用级别。信用增级的手段有很多种, 可以由外部担保人提供, 也可以是证券构建的结果。信用增级主要可以分为外部信用

增级和内部信用增级。

外部信用增级可以采取对全部或部分证券的付款承诺作出保证的形式。保证可以由证券的发行公司提供，也可以由第三方金融机构提供。外部信用增级主要由第三方提供信用支持，主要包括第三方购买次级证券（或者由委托人自身持有次级证券）、第三方收购剩余的证券化基础资产、发起人为其出售的基础资产提供一定比例的赎回担保、发起人承诺替换一定比例的违约基础资产、银行出具的不可撤销担保信用证、金融保险等；内部信用增级主要由资产证券化交易结构的自身设计来完成，通常是通过使一些债券或证券的现金流从属于其他优先级的债务来实现。内部信用增级主要包括划分优先（次级）结构（即多档证券结构）、开立信用证、超额担保（over-collateralisation）、设立储备金（reserve fund）账户、利差（spread）账户等。这些优先级（次级）结构可能有非常复杂的规则来描述现金流的分配。评级机构负责为每一项交易建立合适的信用增级水平。

第二节 资产证券化的交易过程

一、资产证券化的主要参与者

作为一种结构融资方式，资产证券化的参与者涉及多个主体，主要包括发起人、特设机构、投资银行、投资者、托管者、信用增级机构、资信评级机构等。但是，在实务操作过程中，同一主体在不影响系统功能的前提下往往同时兼任几个主体职能。

发起人 也称资产出售者，是被证券化资产的原所有者和融资资金的最终使用者。发起人的职能是选择拟证券化的资产，并进行重新组合，然后将其出售给特设机构，作为资产证券化的担保品。需要注意的是，有时发起人是指资产证券化交易的发起人，可以是专门从事证券化交易的机构。

特设机构 资产证券化中最重要的主体是特设机构。特设机构是专门为发行资产支撑证券而组建的，在法律上具有独立的地位。为了保证它不受破产危险，其业务被限定在发行资产支撑证券，并以所得收入购买支持证券化的基础资产组合，一般不允许进行其他经营业务和融资业务。发起人或资产出售者将证券化资产转让给特设机构，特设机构根据实际需要构建资产池，然后交由投资银行发行抵押支撑证券或资产支撑证券，并委托托管者或服务人进行管理。

投资银行 即证券承销商。投资银行为证券的顺利发行进行有效促销，确保证券发行成功。无论采用公募发行还是私募发行方式，投资银行都要和发行者一起策划、组织证券化交易的整个过程，以使其符合相关法律、法规、会计和税收等方面的要求，既能在最大程度上保护发起人的利益，又能满足投资者的需求。

投资者 即购买抵押支撑证券或资产支撑证券的个人或机构。

托管者 即资产池管理公司，也称服务人。托管者通常由资产出售者自身或指定的机构来承担。托管者的作用是负责收取到期本金和利息流，将其转交给特设机构，并负责追收那些过期的应收款，确保资金及时、足额到位。托管者也向特设机构等部门提供有关出售或作为抵押品的资产组合的月份或年度报告。

信用增级机构 即资产证券化的信用担保主体。大多数资产证券化除了采用以基础资产作担保外的内部增级方式之外，还可能使用独立的第三方（即信用增级机构）提供外部信用增级支持。这可以提高定价和上市能力、降低发行成本。第三方信用增级机构包括政府机构、保险公司、金融担保公司、金融机构、企业财务公司等。

资信评级机构 资信评级机构的主要作用是对拟发行的证券信用等级进行评定，其目的是对证券信用风险提供权威性的意见，为投资者进行有效的投资决策提供合理、可靠的依据。而且，资信评级机构在完成初次评级之后，往往还需要对该证券在整个存续期内的业绩进行“追踪”监督，及时发现新的风险因素，并作出是否需要升级、维持原状或降级的决定，以维护投资者的利益。

二、资产证券化的交易程序

通常情况下，资产证券化的基本运作程序是：发起人将需要证券化的资产出售给一家特设机构，或者由特设机构主动购买可证券化的基础资产，然后将这些资产汇集成资产池，再以该资产池产生的现金流为支撑在金融市场上发行有价证券融资，最后用资产池产生的现金流来清偿所发行的有价证券。这一过程中，特设机构以证券销售收入向资产出售者偿付资产出售价款，以资产池产生的现金流向投资者偿付所持证券的权益（利息和本金等）。有关资产证券化交易结构的详细流程参见图 1.1。

具体而言，资产证券化的操作程序主要包括以下几个步骤：

第一，确定资产证券化目标，组建资产池。资产出售者或发起人首先分析自己的资产证券化融资需求，根据需求确定资产证券化目标；然后对自己拥有的能够产生未来现金收入流的资产进行清理、估算和考核，根据证券化目标确定资产数额；最后将这些资产从资产负债表中剥离出来，构成一个证券化资产池。

第二，创立特设机构。特设机构是资产证券化的关键性主体，它是处于发起人和投资者之间的机构，有时由发起人直接设立。特设机构是一个专为隔离风险而设立的特殊实体，其设立目的在于实现发起人需要证券化的资产与其他资产之间的风险隔离。特设机构只从事单一业务：购买证券化资产、整合应收权益，并以此为担保发行证券。但它并不参与实际的业务操作，具体工作委托相应的投资银行、资产管理服务公司等中介机构进行。在法律上，它完全独立于资产原始持有人，不受发起人破产与否的影响。在特设机构成立后，发起人将资产池中的资

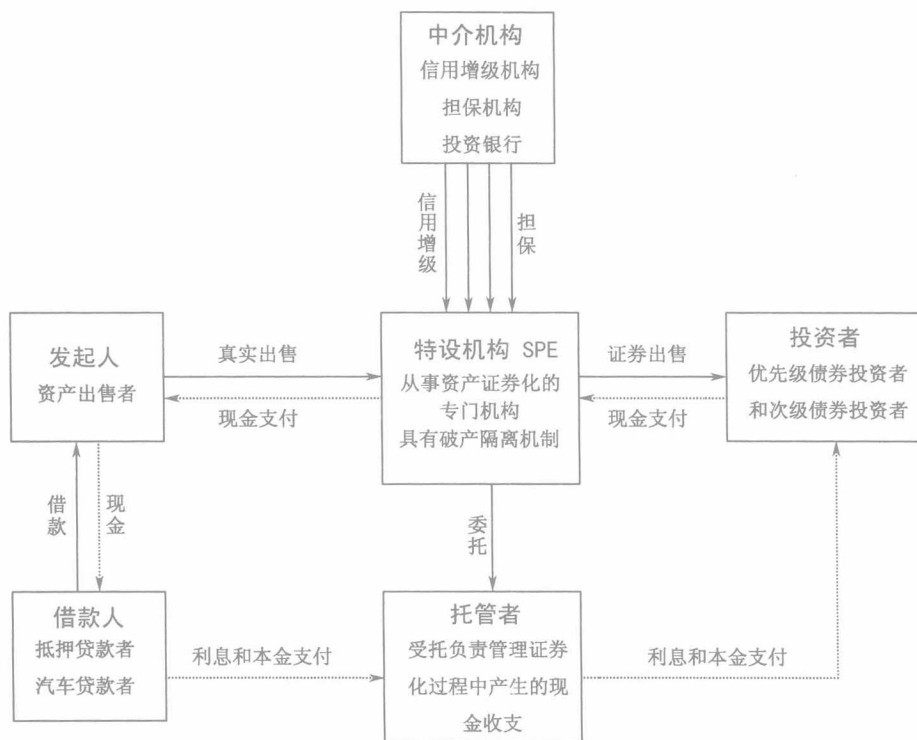


图 1.1 资产证券化交易结构示意图

产真实出售给特设机构，将风险锁定在特设机构名下的证券化资产范围内。真实出售在法律上意味着资产证券化中的资产转移应当是一种真实的权属转让，在会计上按真实出售处理。其目的是保证证券化资产的独立性，即发起人的债权人不得追索该资产，特设机构的债权人也不得追索发起人的其他资产。

第三，完善交易结构，进行内部评级。特设机构要与资产出售者或其指定的资产池服务公司签订资产管理服务合同，与某个实力雄厚的银行达成必要时提供流动性支持的周转协议，与证券商达成承销协议等，来完善资产证券化的交易结构。然后，聘请信用评级机构对该交易结构及设计好的资产支撑证券进行内部评级。

第四，进行信用增级。特设机构取得证券化资产后，为吸引投资者并降低融资成本，必须提高拟发行资产支撑证券的信用等级，使投资者的利益能得到有效保护和实现。资产证券的偿付依赖于被证券化的资产所产生的未来现金流能否顺利实现，对投资者而言存在一定的风险。通过信用增级的方式、提高资产证券的信用级别，是吸引投资、改善发行条件、顺利实现证券化过程中必要的一环。因此，信用增级技术成为资产证券化成功与否的关键之一。信用增级方式主要有两种：内部信用增级（如超额担保等）和外部信用增级（第三方信用担保等）。

第五，进行发行评级，安排证券销售。信用增级后，特设机构再次聘请信用评级机构对未来资产能够产生的现金流进行评级，以及对经过信用增级后拟发行的资产支撑证券进行评级，将评级结果向投资者公告，然后委托证券承销商负责向投资者销售资产担保证券。资产支撑证券的评级为投资者提供了证券选择的依据，从而构成资产证券化的又一重要环节。

第六，获取证券销售收入，向资产出售者支付购买资金。特设机构从证券承销商那里获取证券销售收入，再按照资产买卖合同事先约定的购买价格，把发行收入的大部分支付给资产出售者，同时还要向聘用的各类中介机构支付专业服务费。

第七，资产支撑证券发行完毕后到交易所或场外市场申请挂牌上市。

第八，管理资产池。在资产支撑证券挂牌上市流通期间，还需要对资产池进行管理和处置，对资产池所产生的现金流进行回收管理。通常，特设机构将此项工作交由专门机构进行托管管理，负责收取债务人按期偿还的本息并对其履行债务实施监督，记录由资产池产生的现金收入，并将这些收入全部存入资产池管理公司的收款专户，按约定建立积累金，交给特设机构，以便到期对投资者还本付息。管理人可以是资产的原始权益人（即发起人），也可以是专门聘请的有经验的资产管理机构。

第九，按期偿付资产支撑证券的本息。按照证券发行时的约定，在资产支撑证券偿付的每一个规定期限，由资产池产生的收入对投资者还本付息。在还本付息、支付各项服务费之后，若有剩余，按协议规定在发起人和特设机构之间进行分配，整个资产证券化过程即告结束。

对资产证券化的基本运作程序了解之后，我们可以看到，整个资产证券化的运作都是围绕特设机构这个核心展开的，特设机构是整个资产证券化发行与交易结构的中心。

第三节 资产证券化产品分类

依据不同的划分标准，可以将资产证券化产品划分为不同种类。表 1.1 列出了资产证券化产品分类依据及其产品种类。

表 1.1 资产证券化产品分类依据及其产品种类

分类依据	产品种类
基础资产	住房抵押贷款证券化与资产支撑证券化
偿付结构	过手型证券化与转付型证券化
借款人数	单一借款人型证券化与多借款人型证券化
金融资产的销售结构	单宗销售证券化与多宗销售证券化
发起人与 SPV 之间的关系	单层销售证券化与多层销售证券化
贷款发起人与交易发起人之间的关系	发起型证券化与载体型证券化