

北大投资银行学丛书

INVESTMENT BANKING LIBRARY OF PEKING UNIVERSITY

何小锋/主编

资产证券化 理论与案例

**Asset Securitization
Theory and Case**

黄 嵩 魏恩道 刘 勇/著

中国发展出版社

北大投资银行学丛书

INVESTMENT BANKING LIBRARY OF PEKING UNIVERSITY

何小锋/主编

资产证券化 理论与案例

**Asset Securitization
Theory and Case**

黄 嵩 魏恩道 刘 勇/著

中国发展出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

资产证券化理论与案例/黄嵩, 魏恩道, 刘勇著. —北京:
中国发展出版社, 2007. 1
(北大投资银行学丛书)
ISBN 978-7-80087-843-5

I. 资... II. ①黄... ②魏... ③刘... III. ①资本市场 -
研究②证券投资 - 研究 IV. F830. 91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 001671 号

书 名: 资产证券化理论与案例
著作责任者: 黄嵩 魏恩道 刘勇
出版发行: 中国发展出版社
(北京市西城区百万庄大街 16 号 8 层 100037)
标准书号: ISBN 978-7-80087-843-5/F · 515
经 销 者: 各地新华书店
印 刷 者: 北京大地印刷厂
开 本: 670 × 990mm 1/16
印 张: 24
字 数: 400 千字
版 次: 2007 年 1 月第 1 版
印 次: 2007 年 1 月第 1 次印刷
印 数: 1—5500 册
定 价: 40.00 元

咨询电话: (010) 68990630 68990622
购书热线: (010) 68990682 68990686
网 址: <http://www.developress.com.cn>
电子邮箱: bianjibu16@vip.sohu.com

版权所有 · 翻印必究

本社图书若有缺页、倒页, 请向发行部调换

P 总·序 Preface

在经济科学中，金融学无疑是最显赫的富矿，而以研究资本市场的运作为主旨的投资银行学，则是其中最璀璨夺目的宝石。然而这门学科引进中国不过十年时间，其华丽的外表、复杂的内涵，至今让人难识真面目，有待于莘莘学者去不断挖掘。

作为一门新兴学科，投资银行学在理论上研究投资学、公司财务、资本市场理论、金融中介理论、金融发展理论、公共政策理论、金融工程理论等学科；在业务上，投资银行学研究证券的发行与交易、并购重组、信托投资基金、资产管理、金融衍生工具、资产证券化、财务顾问等内容；在方法上，投资银行学运用各种经济计量与统计分析、经济与财务分析、比较分析等复杂手段。可以说，投资银行学是创新性与实用性高度结合、专业性与多样性和谐统一的典型知识领域。

纵观中国资本市场 15 年的发展历程，走的是一条渐进式的改革模式。什么是“渐进式”？坊间有很多描述和总结。在我的眼里，就是利益格局平衡与不平衡的交替发展的过程，即在对现有的利益格局不满意的情形下，作出某些资本市场的“创新”，从而形成一种新的利益格局；新的利益获得者自然要维护这个利益格局，因此维护一定时期的稳定性；但由于此格局的发展充满矛盾和变化，暂时平衡的格局又自我演化出越来越多的不平衡因素，新格局又被越来越多的不满动机所突破，从而又通过资本市场的创新形成新的利益格局。

这种渐进式是“螺旋式上升”的发展，是哲学上的“否定之否定”

的辩证关系。非身在其中，难以知味；但陷在其中，又往往不觉其味。

何以见得？最典型者表现在证券发行市场上。几年前我曾经提出“IPO 悖论”，正是股票发行市场的自相矛盾、似是而非现象的总结。中国某个地方的真正优秀的企业如果要争取上市，眼前横亘着两大关口，一道是政府审批关，一道是市场考验关，往往过了前一关，第二关的“天时地利人和”的时机失去了，能够过了两大关的企业可能只有 1% 的成功率，真是“一将成名万骨枯”。

就谈第一道关：政府审批关。某个优秀的地方企业面对的是三座大山：第一座是包括中央政府的各个机构；第二座是省、市一级政府的各个机构；第三座是有关中介机构（如审计机构、评估机构、法律机构、承销机构、公关顾问等），他们都依附在政府身上享有某些行政特权。就谈第一座大山，一般由三座山峰组成（例如三个政府部门），每个部门都会有三级机构（例如部、局、处级机构）“经手”申报企业的材料，其中一级（例如“处”）就会有三个平行机构的话语权，每级又会有三层级别的人（例如处长、副处长、主办人）过手；要“活动”每一个人都要经过三个左右的“中间人”穿针引线；每结识一个人都要应酬三次，每次应酬（连吃、喝、玩、乐带出差费用）平均在 3000 元以上。这样就要花费 $(3^7 \times 3000 \text{ 元}) = 6561000 \text{ 元}$ 。

这就是我所总结的“溜不溜”（谐音“656”万元）现象。企业就像一条狗被人们反复“遛弯儿”。这 656 万元只是台面上花的钱，都是有发票可报销的。如果加上台底下花的钱，则可能要加 10 倍（且看“王小石事件”）。如果这个企业“溜顺”了，有幸成功上市，那么这笔几千万的费用或者入发行主体的账，就必然引起做假账；或者入控股股东的账，就必然要“侵占”上市公司的利益，以符合其经济利益补偿的原则。这些费用（或收益）都是围绕“行政特权”展开的，在经济学上就叫做“租金”，整个过程就叫做“寻租”（Rent Seeking）。

上市公司花费了“租金”，必然就要争取“超额利润”。于是乎，整个体制被设计为：发行价（计划价）与交易价（市场价）之间必须有巨大的“价差”（Price Spread）。既得利益阶层就可以从中各得其利，从而维持一种利益平衡。至于企业，在现有体制下只能“愿打愿挨”。

一个真正优秀的公司要申请上市，在证明其“真正优秀”的过程中，被

这么反复“遛弯儿”（其实是一种折磨），人财物颇有损耗，等到证明完毕——批准上市时，这个企业已经是满身伤痕，它已不是“真正优秀”的企业了。所以这个冠冕堂皇的“证优”过程其实是“证伪”过程——这就是“IPO 悖论”！

假如这个企业真有“不败之身”，能够持续优秀，从而符合“配股”条件，则其大股东（国有股、法人股的股东）则可能要花 10 元/股的价格（稍低于市场价，后者可能是 12 元）买配股；但是如果他以后要卖这些股，只能以 3 元/股的价格（以每股净资产考虑定价）。这么离奇的事，在我们的制度框架下，被各方认为是“无异议”的。这种格局显然蕴藏着不平衡的因素，因而是暂时的，必然要被新的格局所取代。时代毕竟是进步着的，不断的创新是资本市场的生命力，我们的资本市场只能用这么一句话来总结：“前途是光明的，道路是曲折的。”

总体上的“螺旋式上升”，不排除在局部上可能表现出某种倒退。例如，中国产业投资基金的“创新”路程就更艰难。某种程度上说，与其说目前中国产业投资基金有待“创新”，还不如说有待于“复辟”。因为，现在基本上是空白状态的产业投资基金在 13 年前就已产生，当时以“淄博基金”为代表的“老基金”就有 60 多个，分布在全国各地。“中农信淄博乡镇企业投资基金”是 1992 年由国家主管部门——中国人民银行批准成立的、在上海交易所上市的产业投资基金，我曾经是它的策划人、申报文件的主要起草人之一。而现在正在难产的产业投资基金管理办法，即使出台了，也做不到 13 年前的公募发行和上市交易。这是为什么？说白了，利益——特权格局已经变化了，僵住了。

什么是大学问？研究史无前例的中国特有的资本市场的原创性理论，能够扎扎实实地解决中国的实际问题的策略，就是大学问。这是中国经济学家的历史使命和挑战。套用一句马克思引用《伊索寓言》的话说：“这里就是罗陀斯，就在这里跳吧！”

从 90 年代初开始，北京大学的教师和研究生们就开始研习投资银行知识。他们不仅如饥似渴地吸吮来自外国的相关知识，研究中国资本市场的特性，甚至亲赴实践领域学习操作，推动中国资本市场的拓展。正是这种长期“只顾耕耘，不问收获”的精神，使投资银行学在北京大学的课堂上，成为一门以理论的原创性和案例的亲历性相结合的经典课程。我们总

结的“以资产经营的一般模式为基石，以对企业和资产的现金流进行分析为中心，以广义资产证券化和企业重组为两条主线，以投资银行的内部管理和外部监管为两条辅线”的投资银行学理论体系和框架，声名渐远，广受认同。

本丛书包含投资银行学最具特色的几个专题，作者群是北京大学的教授、博士生导师和金融学博士的组合，亦是长期的理论研究和实践经验的结晶。我们推出这套丛书，作为北京大学金融学研究生、本科生和进修生重要课程的总结，祈望与同行们及有志者交流，并得到积极的反馈和升级。

感谢中国发展出版社的编辑们的辛勤工作以及广大读者的热心支持！

何小锋

2005 年末于未名湖东畔

目·录

Contents

第一篇 资产证券化基本理论

第一章 资产证券化的原理 2

1. 资产证券化的概念 3

【1】资产证券化的定义 3

【2】被证券化资产 3

【3】结构性重组 5

【4】资产支持证券 6

2. 资产证券化的运作 7

【1】参与主体 7

【2】一般流程 9

3. 资产证券化的特征和意义 12

【1】资产证券化的特征 12

【2】资产证券化的意义 13

4. 资产证券化的核心 16

【1】 破产隔离是资产证券化的核心	16
【2】 实现破产隔离的两种方式	17
【3】 真实出售的资产转移	18
【4】 破产隔离的 SPV	20

第二章 资产证券化的制度安排 21

1. 资产证券化的法律制度 22

【1】 资产转移过程中的法律制度	23
【2】 证券发行和交易过程中的法律制度	30

2. 资产证券化的会计制度 34

【1】 资产证券化的会计确认：真实销售还是抵押融资	35
【2】 资产证券化会计中有关的计量问题	38
【3】 资产证券化带来的会计报表合并问题	41

3. 资产证券化的税收制度 42

【1】 资产证券化过程面临的主要税收种类	42
【2】 资产证券化过程的税收制度保障	43

4. 资产证券化的监管制度 45

【1】 资产证券化的监管原则	45
【2】 资产证券化的监管内容	46

第三章 资产证券化的分类 50

1. 按照基础资产分类 51

【1】 住房抵押贷款证券化（MBS）	51
--------------------------	----

【2】 资产证券化 (ABS)	55
-----------------------	----

2. 按照结构性重组分类

【1】 信托型 SPV (SPT) 和公司型 SPV (SPC)	68
--	----

【2】 过手型和支付型	71
-------------------	----

3. 按照资产支持证券分类

【1】 资产支持证券的类型	73
---------------------	----

【2】 MBS 的类型	73
-------------------	----

【3】 ABS 的类型	77
-------------------	----

第二篇 资产证券化的国际经验

第四章 资产证券化的美国经验

1. 美国资产证券化的发展历程

【1】 20 世纪 30 年代经济大萧条至 60 年代末期	81
-------------------------------------	----

【2】 70 年代初期至 80 年代中期	83
----------------------------	----

【3】 80 年代中期至今	86
---------------------	----

【4】 美国资产证券化发展现状	89
-----------------------	----

2. 美国资产证券化的制度安排

【1】 法律制度	92
----------------	----

【2】 会计制度	95
----------------	----

【3】 SPV 免税主体形式的发展	97
-------------------------	----

3. 美国资产证券化发展经验

第五章 资产证券化的欧洲经验

1. 欧洲资产证券化发展概况	103
----------------	-----

2. 英国资产证券化的发展经验	106
-----------------	-----

【1】 英国资产证券化的发展历程	106
【2】 英国资产证券化的产品发展	108
【3】 英国的资产证券化制度	109

3. 法国资产证券化的发展经验	112
-----------------	-----

【1】 法国的资产证券化发展历程	112
【2】 法国的资产证券化制度	113

4. 德国资产证券化的发展经验	115
-----------------	-----

【1】 德国的制度背景	115
【2】 德国资产证券化的发展历程	117

5. 意大利资产证券化的发展经验	119
------------------	-----

【1】 意大利资产证券化的发展历程	119
【2】 意大利的资产证券化制度	119

6. 欧洲资产证券化发展经验	120
----------------	-----

第六章 资产证券化的亚太经验	122
----------------	-----

1. 亚太资产证券化发展概况	123
----------------	-----

2. 日本资产证券化的发展经验	125
-----------------	-----

【1】 日本资产证券化的发展历程	125
【2】 日本资产证券化的产品及市场结构概况	128

【3】 日本的资产证券化制度	131
----------------------	-----

3. 韩国资产证券化的发展经验

【1】 韩国资产证券化的发展历程	136
【2】 韩国资产证券化的产品及市场结构概况	138
【3】 韩国的资产证券化制度	145

4. 台湾资产证券化的发展经验

【1】 台湾资产证券化的发展历程	146
【2】 台湾的资产证券化制度	147
【3】 台湾的发展经验	149

5. 香港资产证券化的发展经验

【1】 香港资产证券化的发展历程	151
【2】 香港资产证券化的产品及市场结构概况	152

6. 亚洲资产证券化发展经验

【1】 金融危机推动	153
【2】 政府主导	154
【3】 发展迅速，品种多样化	155
【4】 国际投行的参与	156

7. 资产证券化的澳大利亚经验

【1】 澳大利亚资产证券化的发展历程	156
【2】 澳大利亚的资产证券化制度	160
【3】 澳大利亚的发展经验	162

第三篇 资产证券化的中国实践

第七章 实践前的经济和制度背景

1. 实践前的经济背景 165

【1】宏观金融环境背景 165

【2】资产证券化的潜在发起人状况 168

【3】资产支持证券的潜在投资者状况 171

【4】其他相关机构的发展 173

2. 实践前的制度背景 173

【1】实践前的法律制度背景 174

【2】实践前的会计制度背景 179

【3】实践前的税收制度背景 180

【4】实践前的监管制度背景 183

第八章 离岸操作阶段 186

1. 中远集团资产证券化 187

【1】中远集团基本介绍 187

【2】中远集团融资方式介绍 188

【3】中远集团资产证券化项目介绍 188

2. 珠海公路交通收费资产证券化 191

【1】概述 191

【2】交通收费证券化交易结构 193

【3】交易中的法律合同 199

3. 中集集团应收账款资产证券化 203

【1】中集集团概况 203

【2】发行背景 203

【3】 交易流程	203
【4】 交易结构	204
【5】 案例总结	205

4. 信达资产管理公司不良资产证券化 206

【1】 背景	206
【2】 基础资产	208
【3】 交易结构	208
【4】 案例评述	210

5. 离岸操作阶段的评述 211

【1】 离岸操作阶段案例的特点	211
【2】 离岸资产证券化的动因和不足	212

第九章 “准资产证券化” 阶段 214

1. “准资产证券化” 阶段的经济及制度背景 215

【1】 宏观经济背景	215
【2】 微观需求主体变化	216
【3】 制度突破	220

2. 华融“准资产证券化”项目 221

【1】 项目设立	221
【2】 交易结构	222
【3】 分析和总结	223
【4】 与资产证券化的关系	224

3. 宁波工行“准资产证券化”项目 224

【1】 交易结构	225
----------------	-----

【2】 业务流程	226
----------------	-----

【3】 风险管理	229
----------------	-----

4. “准资产证券化”阶段的评述

【1】 “准资产证券化”阶段的动因	231
-------------------------	-----

【2】 “准资产证券化”阶段的不足	231
-------------------------	-----

【3】 “准资产证券化”阶段的意义	232
-------------------------	-----

第十章 资产证券化试点

1. 试点之前的经济及制度背景

【1】 经济形势的进一步变化	234
----------------------	-----

【2】 资产证券化的制度突破	237
----------------------	-----

2. 国家开发银行信贷资产证券化

【1】 背景	241
--------------	-----

【2】 交易结构和当事人	242
--------------------	-----

【3】 主要环节	243
----------------	-----

3. 中国建设银行住房抵押贷款证券化

【1】 背景	248
--------------	-----

【2】 交易结构和当事人	249
--------------------	-----

【3】 主要环节	251
----------------	-----

4. 试点阶段的评述

【1】 两个试点案例的评述	255
---------------------	-----

【2】 被证券化资产	257
------------------	-----

【3】 发起机构	258
----------------	-----

【4】 资产支持证券	259
------------------	-----

第四篇 资产证券化的中国展望

第十一章 资产证券化发展的理论解释 262

1. 资产证券化的发展与金融创新理论 263

【1】金融创新理论综述 263

【2】现有金融创新理论解释资产证券化发展的局限 265

2. 资产证券化发展的驱动力模型 265

【1】模型的设定 266

【2】资产证券化发展的基本原理 269

【3】不考虑资产证券化产品品种创新的情形 272

【4】考虑资产证券化产品品种创新的情形 273

3. 驱动力模型的各国经验证明 275

【1】美国的经验 275

【2】欧洲的经验 278

【3】亚洲的经验 280

【4】澳大利亚的经验 283

【5】中国发展历程的解释 284

第十二章 中国资产证券化的未来发展 287

1. 中国资产证券化所处的阶段 288

【1】驱动力模型的启示 288

【2】制度现状及不足 289

2. 资产证券化在中国的未来发展 294

【1】 驱动力模型对未来发展的启示	294
【2】 资产证券化的未来发展路径选择	295

3. 中国资产证券化未来展望和政策建议 296

第五篇 附 录

附录 I 信贷资产证券化试点管理办法	300
附录 II 建设部关于个人住房抵押贷款证券化涉及的抵押权 变更登记有关问题的试行通知	308
附录 III 信贷资产证券化试点会计处理规定	310
附录 IV 中国人民银行公告〔2005〕第 14 号	314
附录 V 中国人民银行公告〔2005〕第 15 号	317
附录 VI 资产支持证券交易操作规则	318
附录 VII 资产支持证券发行登记与托管结算业务操作规则	320
附录 VIII 金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法	333
附录 IX 财政部、国家税务总局关于信贷资产证券化有关税 收政策问题的通知	346
附录 X 证券公司客户资产管理业务试行办法	348
附录 XI 资产证券化在中国的实践历程和制度推进	358
参考文献	365
后 记	368