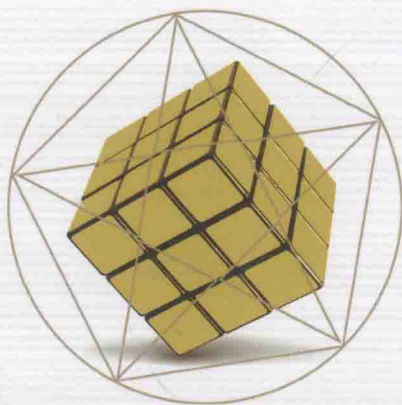


中国资产证券化及其在基础设施中的应用

彭文峰 阳端科 著



中南大学出版社
www.csupress.com.cn

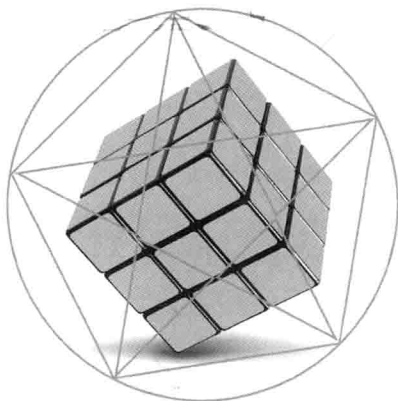
湖南省哲学社会科学成果评审委员会基金项目 (1011187A)

湖南省科技厅软科学项目 (2011ZK5017)

长沙市科技局软科学项目 (K1104037-41)

中国资产证券化及其 在基础设施中的应用

彭文峰 阳端科 著



中南大学出版社
www.csupress.com.cn

图书在版编目(CIP)数据

中国资产证券化及其在基础设施中的应用/彭文峰,阳端科著.
—长沙:中南大学出版社,2011.9
ISBN 978-7-5487-0262-7

I. 中... II. ①彭... ②阳... III. 资产证券化—研究—中国
IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 084294 号

中国资产证券化及其在基础设施中的应用

彭文峰 阳端科 著

☐责任编辑 彭达升

☐责任印制 文桂武

☐出版发行 中南大学出版社

社址:长沙市麓山南路

邮编:410083

发行科电话:0731-88876770

传真:0731-88710482

☐印 装 长沙理工大印刷厂

☐开 本 880×1230 1/32 ☐印张 9.75 ☐字数 243 千字 ☐插页 2

☐版 次 2011 年 9 月第 1 版 ☐2011 年 9 月第 1 次印刷

☐书 号 ISBN 978-7-5487-0262-7

☐定 价 38.00 元

图书出现印装问题,请与经销商调换

前 言

资产证券化作为一种新型的金融融资工具，在近年来得到了快速的发展，是近 30 多年来国际金融领域最重要的金融创新和金融工具之一。当然，在其发展过程中，既有成功的经验，也有深刻的教训。尽管资产证券化在中国已经有十多年的历史，但是总体上还是理论探讨的比较多，实际操作的比较少，并没有形成快速发展的局面。形成这种状况的主要原因是资产证券化所蕴含的不确定性和风险使政府和监管部门非常谨慎，不敢任其自由发展。尤其是在美国次贷危机爆发和蔓延的过程中，资产证券化都充当了重要的角色，这使人们更加怀疑资产证券化在中国的可行性。不过，资产证券化所具有的独特融资功能使其在国际金融市场中显示出巨大优势，被认为是国际资本市场发展的新方向。但在我国，由于经济、法律、会计、税务制度等诸多方面的不健全，资产证券化融资方式尚处于理论研究和试点阶段。

随着我国经济体制改革的不断深化以及世界经济一体化进程的加快，我国应充分应用资产证券化这一金融创新工具。这不仅有利于降低我国金融机构的不良资产比率，提高它们自身的竞争能力，而且有利于我国投融资体制改革和经济结构的调整，夯实我国的金融基础，完善金融体系。本书通过对资产证券化的研究，拟为加快我国资产证券化的进程提供一些理论指导。本书包括理论研究和实践分析两大部分，共分六章：

第一章是资产证券化基本理论概述，对资产证券化的概念进行了界定，介绍了资产证券化的历史和发展的一般过程，分析了资产证券化产生和发展所要求的环境，介绍了资产证券化运作流

程及运作主体，为后续章节的研究作铺垫。

第二章是资产证券化风险揭示。主要介绍了资产证券化基础资产质量风险、破产隔离风险、信用风险、金融风险、技术风险、评级风险、监管和道德风险。

第三章是中国资产证券化风险表现及现存问题。主要介绍了中国资产证券化宏观风险与微观风险、外部风险与内部风险、传统风险与现代风险，分析了中国资产证券化现存法律环境问题、税收环境问题、会计环境问题、信用体系问题及配套措施问题，分析了中国开展资产证券化的现实意义。

第四章是资产证券化风险发生原因。从内在原因和外在原因两个方面进行分析。内在原因包括资产池质量风险原因、真实出售风险原因、混合风险原因、相关文件的重新解释或失效风险原因、SPV 破产风险原因、对专家依赖风险原因、金融管理风险原因和等级下降风险原因；外在原因包括提前偿付风险原因、流动性风险原因、欺诈风险原因、信用风险原因、利率风险原因、汇率风险原因、操作风险原因和相关机构风险原因，并分析了资产证券化风险的演化路径。

第五章是中国资产证券化风险管理对策。提出要从完善相关法规制度体系、审慎选择基础资产、健全融资市场、优化利率体系、实施信用工程和加强对投资者、中介机构、专业人才以及相关市场参与者的培养等方面着手健全具有中国特色的资产证券化制度环境和支持系统；从准确定位政府及监管部门在监管中的作用和职责、加强对中介机构的监管、加强对资产证券化外包业务风险的监管、建立资产证券化操作风险预警系统、应急机制和警惕评级过程中的道德风险、加强信息披露制度建设等方面着手健全具有中国特色的监管制度。

第六章是后危机时代中国基础设施资产证券化的构想。从资产证券化的基本理论以及我国基础设施投资领域的特征出发，分

析了我国开展基础设施资产证券化的可行性和必要性，通过对我国基础设施资产证券化中的破产隔离问题、信用增级问题、风险问题、税务问题、会计处理问题等多方面的具体阐述，提出了我国开展基础设施资产证券化的运作模式，创新性地将资产证券化理论应用于我国基础设施投融资的实践中，丰富了我国基础设施投资领域的资金来源，为我国基础设施的投资决策提供了一种新的思路和方法。

目 录

第一章 资产证券化概述	(1)
第一节 资产证券化的概念与一般特征	(1)
一、资产证券化的概念	(1)
二、资产证券化的一般特征	(3)
第二节 资产证券化的发展动因	(6)
一、资产证券化发展动因概述	(6)
二、资产证券化发展的内在动因	(7)
三、资产证券化发展的外在动因	(10)
第三节 资产证券化的基本原理	(14)
一、资产证券化的核心原理：基础资产的现金流 分析	(14)
二、资产重组原理	(15)
三、风险隔离原理	(17)
四、信用增级原理	(18)
第四节 资产证券化运作流程及运作主体	(19)
一、资产证券化运作流程	(19)
二、资产证券化运作主体	(27)
第五节 资产证券化的发展	(29)
一、资产证券化产生的背景	(29)
二、美国资产证券化的发展历程	(32)
三、欧洲资产证券化的发展历程	(33)
四、资产证券化在亚洲的发展	(33)

五、资产证券化在中国的发展	(35)
第二章 资产证券化风险揭示	(37)
第一节 资产证券化风险概述	(37)
一、风险	(37)
二、金融风险	(37)
三、资产证券化风险	(38)
四、资产证券化风险管理	(38)
五、资产证券化风险的主要类型	(39)
第二节 资产证券化的基础资产质量风险	(40)
一、合格资产定义及要求	(40)
二、资产池及其功能	(40)
三、基础资产质量风险	(42)
第三节 资产证券化的破产隔离风险	(43)
一、资产的真实出售	(43)
二、SPV 隔离自身破产风险	(45)
三、SPV 隔离发起人破产风险	(47)
第四节 资产证券化的信用风险	(48)
一、提前偿付风险	(49)
二、欺诈风险	(51)
第五节 资产证券化的金融风险	(53)
一、金融系统风险	(53)
二、利率、汇率风险	(53)
三、再投资风险	(57)
第六节 资产证券化的技术风险	(57)
一、重组技术风险	(58)
二、定价、发行风险	(58)
三、操作系统风险	(59)

第七节 资产证券化的评级风险	(60)
一、资产证券化的评级风险含义	(60)
二、中国资产证券化的评级风险	(61)
第八节 资产证券化的监管、道德风险	(62)
一、资产证券化的监管风险	(62)
二、资产证券化的道德风险	(65)
第三章 中国资产证券化风险表现及现存问题	(68)
第一节 中国资产证券化风险表现	(68)
一、宏观风险与微观风险	(68)
二、资产证券化外部风险与内部风险	(73)
三、资产证券化传统风险与现代风险	(76)
四、我国资产证券化风险与其他国家的比较分析	(79)
第二节 中国资产证券化现存问题	(81)
一、法律环境问题	(81)
二、税收环境问题	(97)
三、会计制度问题.....	(110)
四、信用体系问题.....	(121)
五、配套措施问题.....	(125)
第三节 中国开展资产证券化的现实意义	(128)
一、中国已具备实施资产证券化的基本条件.....	(128)
二、中国开展资产证券化的现实意义.....	(130)
第四章 资产证券化风险发生原因	(133)
第一节 资产证券化风险发生的内在原因	(133)
一、资产池质量风险.....	(133)
二、真实出售风险.....	(133)

三、混合风险·····	(134)
四、相关文件的重新解释或失效风险·····	(134)
五、SPV 破产风险·····	(135)
六、对专家依赖风险·····	(135)
七、金融管理风险·····	(135)
八、等级下降风险·····	(136)
第二节 资产证券化风险发生的外在原因 ·····	(136)
一、提前偿付风险·····	(136)
二、流动性风险·····	(137)
三、欺诈风险·····	(137)
四、信用风险·····	(138)
五、利率风险·····	(138)
六、汇率风险·····	(140)
七、操作风险·····	(140)
八、相关机构风险·····	(141)
第三节 资产证券化风险的演化路径 ·····	(142)
一、风险积聚·····	(142)
二、风险释放·····	(142)
三、资产证券化产品国际化导致全球经济危机 ·····	(143)
第五章 中国资产证券化风险管理对策 ·····	(144)
第一节 健全具有中国特色的资产证券化制度环境和 支持系统 ·····	(144)
一、完善相关法规制度体系·····	(145)
二、审慎选择基础资产,提高基础资产质量的甄别 能力,鼓励创新 ·····	(154)
三、健全融资市场,保障资产证券化良好的融资	

环境·····	(156)
四、优化利率体系·····	(162)
五、实施信用工程,完善信用体系·····	(163)
六、加强对投资者、中介机构、专业人才以及相关 市场参与者的培养·····	(166)
第二节 谨慎借鉴国外经验,健全具有中国特色的监管 制度·····	(169)
一、准确定位政府及监管部门在监管中的作用和 职责·····	(170)
二、加强对中介机构的监管,警惕评级过程中的 道德风险·····	(180)
三、加强对资产证券化外包业务风险的监管·····	(181)
四、建立资产证券化操作风险预警系统和应急机制 ·····	(183)
五、加强信息披露制度建设·····	(193)
六、借鉴巴塞尔新资本协议的有关规定·····	(194)
七、谨慎借鉴国外经验·····	(199)
第六章 后危机时代中国基础设施资产证券化的构想···	(202)
第一节 中国基础设施资产证券化的含义及基本运作 ·····	(202)
一、基础设施的含义·····	(202)
二、基础设施资产证券化的含义·····	(206)
三、基础设施资产证券化的基本运作·····	(207)
第二节 中国基础设施资产证券化的必要性·····	(212)
一、中国基础设施融资困境·····	(212)
二、中国城市基础设施投资现状·····	(218)
三、对参与资产证券化各方的意义·····	(220)

四、后危机时代中国开展基础设施资产证券化的 必要性·····	(223)
第三节 中国基础设施资产证券化的可行性·····	(231)
一、从资产证券化基本要求分析·····	(232)
二、资产证券化与其他融资方式的比较·····	(243)
三、中国已经具备基础设施资产证券化的资金来源 ·····	(250)
四、市场主体日渐成熟与壮大,为资产证券化的 实践准备了物质条件·····	(250)
第四节 中国基础设施资产证券化运作模式设计···	(252)
一、中国基础设施资产证券化模式选择设计·····	(252)
二、模式设计的比较分析·····	(266)
三、需要解决的问题·····	(272)
第五节 中国基础设施资产证券化实施的主要障碍及 对策·····	(274)
一、中国基础设施资产证券化实施的主要障碍 ·····	(274)
二、中国加快推行基础设施资产证券化的政策措施 ·····	(279)
参考文献·····	(295)

第一章 资产证券化概述

第一节 资产证券化的概念与一般特征

一、资产证券化的概念

自1971年美国投资银行家刘易斯·瑞尼尔(Lewis Rainier)在一次同《华尔街日报》(《the Wall Street Journal》)的记者讨论抵押贷款转手证券时,首次使用“资产证券化”(asset securitization)这一概念以后,资产证券化这一概念受到世界的广泛关注和积极推广并逐步流行起来。可以说资产证券化是近年来世界金融领域发展最快的金融创新工具之一。资产证券化由于其交易结构灵活多变,参与主体众多,运作程序繁琐,使得学术界对资产证券化有了各种不同的定义。

证券化之父——美国耶鲁大学法博齐教授(Frank J. Fabozzi)为资产证券化下的定义是: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贷款、消费者分期付款合同、租约应收账款和其他不流动性质的资产包装成可以市场化的、具有投资特征的带息证券。

1991年美国学者格顿纳(Gardener)对资产证券化下的定义是:资产证券化是使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,或者提供的一种工具,在这里,开放的市场信誉取代了由银行或者其他金融机构提供的封闭的市场信誉。在他的定义里证券化被分为两级:一级证券化是指融资证券化,

即资金需求者通过在金融市场上发行股票、债券等有价值证券直接从资金提供者那里获得资金的一种融资方式，是一种增量资产的证券化，一般来讲只有信誉卓越的大公司才能以这种方式进行融资；二级证券化是指资产证券化，即指的是将缺乏流动性但具有未来现金流的资产集中起来，并转换成为可以在金融市场上流通的证券，这种证券化是在已有的信用关系基础上发展起来的，是一种存量资产的证券化。

美国证券交易委员会(SEC)也对资产证券化下了一个定义：“它们主要是由一个特定的应收账款资产池或者金融资产来支持并保证偿付，这些金融资产的期限可以是固定的，也可以是循环周转的。根据资产的条款，在特定的时期内可以产生现金流和其他权利，或者是资产支持证券也可以由其他资产来保证服务或保证按期向证券持有者分配收益。”

谢肯和科勒塔(Shenken 和 Colletta)于1991年提出的资产证券化定义是：“资产证券化是指股权或债权凭证的出售。该股权或债权凭证代表了一种独立的、有收入流的财产或财产集合中的所有权利益或由其所担保的财产权利，这种交易被设计为减少或重新分配在拥有或出售这些基本财产时的风险，以及确保这些财产更加市场化，从而比仅仅拥有这些基本财产的所有权利或债权有更多的流动性。”

罗森塔尔和奥克姆普(Rosenthal 和 Ocampo, 1992)在《信贷证券化》中对资产证券化这样定义：“它是一个精心构造的过程，经过这一过程贷款和应收账款被包装并以证券(资产支持证券)的形式出售。它是多年来资本市场上广泛的证券化发展趋势的一个组成部分。”

帕维尔(Pavel, 1989)在《证券化》一书中对资产证券化的理解是“证券中新近出现的一种创新形式。它是贷款经组合后被重新打包成证券”。“证券化提供了一种新的融资来源”，“经常用

于很难直接出售的小型贷款的出售”。

康多(Kendall)给出了一个技术性定义：“资产证券化是一种过程，这个过程包括对个人贷款和其他债务工具进行打包、将被打包资产转化成一种证券或多种证券，同时提高这些证券的信用等级或评级等级并出售给第三方投资者。”

托马斯(Thomas, 2001)给出了一个狭义定义：“资产证券化是这样一种工具，卖方将固定收益资产(一般包括抵押贷款、消费者和住宅权益贷款、信用卡应收款、贸易应收款或汽车应收款、租赁应收款等)卖给一个破产隔离的特殊目的载体，由其通过发行新型证券融资购买这些资产。”

上述定义从不同的角度阐释了资产证券化的含义，因为这项金融创新自诞生之日起，其内涵随着资产证券化的不断发展和完善而不断丰富和拓展。国内研究资产证券化的文献也较多，一些学者也对资产证券化给出了一些定义，如何小锋定义的资产证券化为：“广义的资产证券化是指资产采取证券这一形态的过程和技术，它具体包括现金资产的证券化、实体资产的证券化、信贷资产的证券化和证券资产的证券化四种。广义的资产证券化，是投资银行学研究和分析的主线，是资本运作业务的高级形式，是中国资本市场的理论与实践的关键所在与重大课题。”

我国学者大多认可资产证券化这个定义：资产证券化是以资产所产生的现金流为支撑，在资本市场上发行证券工具，对资产的收益和风险进行分离与重组的一种技术或过程。也有学者认为，资产证券化是指可证券化资产经过结构性重组转变为可以在金融市场上销售和流通的证券的过程。

二、资产证券化的一般特征

1. 资产证券化是一种以“资产”为支持的信用融资方式

传统的证券融资方式是以企业自身的产权为清偿基础，企业

对债券的本息及股票权益的偿付以公司的全部法定财产为限。而资产支持证券的本息偿还则不是以公司的产权为基础，而是以被证券化的资产为限。当资产证券化时，由于资产的原始权益人是将应收账款等资产“真实销售”给了证券化“特设机构”（或称为特殊目的载体，SPV），这部分资产与原始权益人的其他资产是“破产隔离”的，因此，证券的偿付基础不包括发起人的其他财产。对投资者而言，只需判断基础资产的质量和未来现金收入流的可靠性和稳定性而不需要对发起人进行整体评估。资产证券化其实质是以资产所产生的现金流为支持，未来现金流是支付投资者收益的来源。可证券化的基础资产有很多，如：居民商品房抵押贷款、汽车销售贷款、应收账款、各种有价证券、汽车等的租赁费、公园门票收费权、公用事业费收费权、高速公路收费权等各类能产生稳定现金流的资产。以“资产”信用为支持也是资产证券化产品能够在短短几十年间得以快速发展并为投资者认可的重要原因之一。

2. 资产证券化是一种参与主体众多的结构性融资方式

资产证券其创新点在于独特的交易结构框架，使其不同于任何以往的传统交易形式。参与主体一般包括：原始权益人、SPV、信用增级机构、评级机构、托管银行、登记机构等。资产证券化时原始权益人首先将可产生稳定预期现金流的基础资产出售给SPV，SPV依据《证券公司专项资产管理办法的通知》及其他有关规定经中国证监会批复后向投资者发行资产证券，同时担保机构对资产证券的信用进行增级，募集资金用于向原始权益人收购收益权，该收益权产生的现金流用于证券持有人偿还本金和取得收益。在证券存续期内，SPV将按照约定进行投资、运用并发布投资指令要求托管人负责现金收付，SPV作为管理人监督收益权现金收益的收取。托管银行开立专用账户，用于资金的存放和投资收益的收付及其分配。资产证券化是通过构建一个严谨、有效的

交易结构来实现融资目的的。投资者进行投资，实质上是对资产证券化的交易结构进行投资。其特点在于：第一，发行人需要构造一个交易结构才能实现融资目的。第二，资产池中的现金流需要经过加工、转换和重新组合，经过必要的信用增级，才能创造出适合不同投资者需求，具有不同风险、收益和期限特征的收入凭证。

3. 资产证券化是一种表外融资方式

资产证券化通过将被证券化的资产真实销售给 SPV，原始权益人将证券化资产从资产负债表中剔除并确认收益或损失，因此资产证券化是一种不显示在资产负债表上的融资方法。通过资产证券化，将资产负债表上的资产剥离改组后，构造成为市场化的投资工具，发行人的资产负债表上的资产和负债同时发生变化，即资产存量减少。这样做能改善融资者的资产负债结构，提高融资者资产的流动性，优化财务状况。有时融资者财务状况不佳，直接融资可能成本很高，如果采用资产证券化融资方式，则仅需披露需要证券化的基础资产的基本情况，避免披露融资者的全部财务报表，从而降低融资者的融资成本。

4. 资产证券化是一种收入导向型融资方式

资产担保证券的持有人在证券到期时即可获得本金和利息的偿付，资金偿付来源于担保资产所产生的现金流。传统融资方式是凭借资金需求者本身的信用水平来融资的。资金供给者是否提供资金或贷款，主要依据资金需求者作为一个整体的资产负债、利润和现金流量情况。而资产证券化的核心就是证券化资产可预见的未来现金流，也就是说，资产证券化是通过资产可预见的未来收入能力来融资的，投资者通过这种未来收入能力来获得本息的偿付，因此投资者是否投资主要依据的是组成资产池的资产的质量、未来现金流的可靠性和稳定性，以及交易结构的严谨性和有效性，而原始权益人本身的信用水平被置于相对次要的地位。