

四川大学“经济发展与管理研究”创新基地系列著作

国有资产证券化： 重庆实践

GuoYou ZiChan-ZhengQuan Hua
Chong Qing Shi Jian

朱方明 任 静 邱贤成 等著



经济科学出版社
Economic Science Press

教育部“985工程”三期建设项目”

“经济发展与管理研究创新基地”中国经济科学发展研究系列学术著作

国有资产证券化： 重庆实践

朱方明 任 静 邱贤成 贺立龙 等著



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

国有资产证券化: 重庆实践/朱方明等著. —北京: 经济科学出版社, 2014. 6

ISBN 978 - 7 - 5141 - 4587 - 8

I. ①国… II. ①朱… III. ①国有资产 - 资产证券化 - 研究 - 重庆市 IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 080391 号

责任编辑: 张 颖

责任校对: 杨 海

责任印制: 李 鹏



国有资产证券化: 重庆实践

朱方明 任 静 邱贤成 等著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮箱: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http://jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京季蜂印刷有限公司印装

710 × 1000 16 开 14. 25 印张 200000 字

2014 年 6 月第 1 版 2014 年 6 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 4587 - 8 定价: 46. 00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191502)

(版权所有 翻印必究)

GuoYou ZiChan ZhengQuan Hua:
Chong Qing Shi Jian

前 言

2014 年，是全面深化改革的元年，亦是国有企业改革的关键年。站在新的历史起点，回望 35 年国企改革历程，可以发现，不同历史时期，总有一个改革领域是最具效率、最具推动力和爆发力的。从 1978 年至今，扩大企业自主权、实行两权分离、建立现代企业制度阶段、国有资产监管体制改革，每一项改革措施，都抓住并解决了特定历史时期困扰国企发展的最大难题，充分释放了国有经济的活力，使国企管理趋于完善。

随着全面深化改革蓝图的逐渐展开，能否找到破解国企改革中残存的体制机制顽疾的着力点，能否准确把握国企改革方向，实现企业与市场，国有与民营协调共融，事关稳增长、调结构、促改革、惠民生的大局。新时期，国企改革已步入深水区，要寻找问题的答案，不能再“摸着石头过河”，而是要顶层设计、统筹推进。国务院国资委明确提出，在“十二五”时期要加快国企股权多元化改革步伐，提高国有资本的证券化率，把国有资产证券化作为新时期国企改革的主方向、主战场！

什么是国有资产证券化？这个概念从狭义与广义、理论与实务、经济学与法学不同侧面都有不同理解。国有企业改革方向是广义的资产“证券化”，泛指将缺乏流动性的国有资产，通过结

构性重组、风险隔离等手段，转换为在金融证券市场上可以自由买卖的证券的行为，使其具有流动性。最典型的是企业发行股票上市的过程。但如果将国有资产“证券化”仅简单理解为国有企业上市，那就太狭隘了。真正的资产证券化比单纯上市丰富多彩得多。

重庆是西部唯一的直辖市，是全国统筹城乡综合配套改革试验区，拥有先行先试的政策资源优势，探索了诸多切合重庆市情的国有资产证券化路径，取得了显著成效。重庆国资委明确提出，“十二五”末期国资委资产证券化率目标要达到100%！将重庆近些年在国有资产证券化领域形成的新思路，实施的新举措整合起来，并对改革过程中积累的经验、教训加以总结，形成对全国性国企改革的一份参考、一次借鉴，势必会对深化国企改革，加快推进全国国有资产证券化，完善社会主义市场经济体制产生有益影响，这也正是我们编著这本书的初衷。

为此，组织了四川大学、西南政法大学、湖南农业大学的优秀教师和研究工作者撰写了本书。具体分工如下：

四川大学经济学院博士生导师朱方明教授、西南政法大学管理学院硕士生导师任静副教授负责全书架构安排，撰写提纲，修改初稿，总纂定稿；重庆水务集团副总经理邱贤成博士、四川大学经济学院教师贺立龙博士参与本书提纲拟定、初稿修改及最终统稿工作。撰稿人还包括：邱成梅、陈中伟、吴林芳、鲁亢龙、尹承、屈恩义、蔡彭真。西南政法大学的硕士研究生汤臻茹参与了文稿的修订与格式的调整。

在编写过程中，参考并吸收了已出版的有关资产证券化理论专著、教材和论文中的不少研究成果，特别是吸收了党的十八大

报告最新成果。重庆市国资委给予了大力支持，原重庆市国资委主任、现任西南证券董事长崔坚先生；重庆市国资委主任廖庆轩先生；重庆市国资委副主任林君女士予以了大力的支持与帮助。重庆农村商业银行董事长刘建忠也提出了宝贵的意见，我们在此一并表示感谢。本书可作为党校、高等院校财经类专业，特别是经济学、管理学等专业的本科、研究生的学习参考读本，也可供从事经济理论研究和经济管理实际工作者参考。

由于编写时间紧促，短期内要写出一本高质量的书籍实属不易，本书中的缺点和不成熟之处在所难免，竭诚恳请读者批评指正，以便我们修改和完善。

作者

2014年3月20日

第1章 资产证券化：理论源流与现实	1
1.1 资产证券化的理论源流	2
1.1.1 资产证券化的概念	2
1.1.2 资产证券化的本质	5
1.1.3 资产证券化的动因	8
1.1.4 资产证券化的效用	10
1.1.5 资产证券化的风险	13
1.2 资产证券化的现实	15
1.2.1 全球资产证券化总体发展概况	16
1.2.2 美国资产证券化发展概况	20
1.2.3 欧洲资产证券化发展概况	26
1.2.4 中国资产证券化发展概况	31
第2章 资产证券化是重庆国有企业改革的必然选择	49
2.1 全国国企改革历程	49
2.2 重庆国企改革历程	57

2.3 资产证券化：重庆国企改革战略选择的战略选择	59
2.3.1 重庆国有企业改革在新时期出现的问题	59
2.3.2 资产证券化是重庆国企改革战略选择的战略选择	62
第3章 主要形式：重庆国有资产一级证券化	65
3.1 一级资产证券化的核心价值与发展趋势	66
3.1.1 一级资产证券化的核心价值	66
3.1.2 一级资产证券化的发展趋势	67
3.2 重庆市一级资产证券化的历史基础	68
3.2.1 第一阶段（1986～1990年）：股份制改造	69
3.2.2 第二阶段（1991～2002年）：产权分离改革	69
3.2.3 第三阶段（2003年至今）：战略重组改革	70
3.3 重庆国有资产一级证券化的主要做法	70
3.3.1 第一类是IPO上市，直接融资	71
3.3.2 第二类是改革重组，借壳上市	79
3.3.3 第三类是私募股权，定向融资	89
3.3.4 第四类是发行债券，项目融资	95
第4章 延伸与拓展：重庆国有资产二级证券化	103
4.1 二级资产证券化的兴起与发展	104
4.2 二级资产证券化的主要类型	105
4.2.1 住房抵押贷款证券化	106
4.2.2 城市基础设施资产证券化	107
4.2.3 企业贷款资产证券化	109
4.2.4 贸易应收款证券化	110

4.3 二级资产证券化的重庆实践	111
4.3.1 重庆市轨道交通债券——市政资产证券化的 有益探索	112
4.3.2 房地产信托投资基金——重庆公租房融资 新模式	115
4.3.3 信托公司——盘活存量资产的新渠道	119
第5章 立体多维式促进国有资本流动	123
5.1 重庆资本流动的六大载体	124
5.1.1 证券交易所	124
5.1.2 全国中小企业股份转让系统（新三板）	124
5.1.3 重庆金融资产交易所	129
5.1.4 重庆股份转让中心	130
5.1.5 重庆联合产权交易所	133
5.1.6 重庆农畜产品交易所	135
5.2 重庆国有资本流动的政策支持与制度保障	137
5.2.1 政策支持：全方位护航国有资本流动	137
5.2.2 制度保障：监管制度不断创新	141
第6章 重庆资产证券化的社会经济效应	144
6.1 重庆国有资产证券化的公司效应	145
6.1.1 扩大国有企业规模	145
6.1.2 提升国有企业运行质量	147
6.1.3 提高国有企业效益	148
6.1.4 完善国有企业治理结构	149

6.2 重庆国有资产证券化的国有经济效应	150
6.2.1 提升国有经济“三力”	150
6.2.2 促进国有经济战略性调整	151
6.3 重庆国有资产证券化的区域经济效应	153
6.3.1 推动金融中心建设	153
6.3.2 增强区域经济调控力	155
6.4 重庆国有资产证券化的社会效应	158
6.4.1 推动“国民共进”	158
6.4.2 稳定扩大就业	160
6.4.3 提高收入水平	162
6.4.4 改善城市生态环境	163
6.4.5 增强民生保障力	164
第7章 重庆国有资产证券化的成功做法与经验	167
7.1 因地制宜：探索重庆特色的国有资产证券化 模式	167
7.2 系统创新：理念革新、战略立新、方式出新、 工具用新	169
7.3 市场力量：企业运作、证券运转，打资产牌、 唱金融戏	170
7.4 国企改革：重组上市，市场化，打造“六化” 新国企	172
第8章 重庆国有资产证券化的风险及其防范	175

8.1 一级资产证券化风险及其防范	176
-------------------------	-----

8.1.1 一级资产证券化风险	176
8.1.2 一级资产证券化风险防范	178
8.2 二级资产证券化风险及其防范	180
8.2.1 二级资产证券化风险	180
8.2.2 二级资产证券化风险防范	185
第9章 展望与建议：重庆国有资产证券化的下一站	190
9.1 总体发展思路与目标体系	190
9.1.1 总体发展思路	190
9.1.2 目标体系	191
9.2 新时期的重点任务	193
9.2.1 通过国有资产证券化促进产业结构优化	193
9.2.2 借助国有资产证券化推动经济转型	194
9.2.3 引导国有资产证券化优先服务民生	195
9.2.4 积极探索国有资产证券化的新途径	196
9.2.5 加强国有资产证券化风险防控体系建设	197
9.2.6 加速推进多层次资本市场建设	201
主要参考文献	203
后记	214

第1章

资产证券化：理论源流与现实

2013年11月12日，中国共产党十八届三中全会胜利闭幕，全面深化改革的蓝图正式展开。早在2012年，中国共产党第十八次全国代表大会召开时，就已经明确，深化改革是加快转变经济发展方式的关键。其中，国有企业改革是全国各地重点推进的重点改革发展领域！十八大报告要求，“要毫不动摇巩固和发展公有制经济，推行公有制多种实现形式”，“不断增强国有经济活力、控制力、影响力”。如何才能做到这一点？推进国有资产证券化，是从目前到今后相当长一个时期最重要的方式！国有资产证券化有助于新时期多种公有制形式的实现，有助于“处理好政府和市场的关系”，是国有企业最具效力和爆发力的改革重点。

什么是国有资产证券化？国有资产证券化的主要路径有哪些？有什么样的社会经济效应？下一步的工作重点又是什么？要

解答以上问题，首先需要明确的是，什么是资产证券化。

1.1 资产证券化的理论源流

1.1.1 资产证券化的概念

资产证券化（asset securitization）一词最早出现于1977年，是美国投资银行家刘易斯·瑞尼尔（Lewis Ranieri）在同《华尔街》杂志社的记者讨论抵押贷款过手证券时提出的。之后，众多学者和权威机构从不同的视角和侧重点出发，界定资产证券化概念的内涵与外延。

有的学者把资产证券化广泛地定义为一个过程，代表人物是被誉为“证券化之父”的美国耶鲁大学法博齐教授（Frank J. Fabozzi），他认为证券化是将具有共同特征的贷款、应收账款、租赁合同、不动产等资产包装成具有投资特征的、可以在市场上流通的带息证券的一个过程^①。有的学者从技术角度对资产证券化进行解构，代表人物是肯德尔（Kendall）^②，他强调资产证券化过程中的金融技术创新，包括对基础资产进行打包、对这些证券进行信用增级和信用评级、将资产转换成一种证券或多种证券。有的学者从融资工具的角度来解读资产证券化，例如，休米·托马斯（Hugh Thomas），他认为资产证券化是一种工具，卖方将企业应收款、银行贷款等具有固定收益的

① 弗兰克·J·法博齐，弗朗哥·莫迪利亚尼．资本市场：机构与工具（第二版）[M]．北京：经济科学出版社，1998．

② Kendall, Leon T. and Michael J. Fishman. A Primer on Securitization [M]. Cambridge, Massachusetts, London, England: The MIT Press, 1998.

资产卖给一个特殊目的载体 (SPV), SPV 具有对资产进行破产隔离的功能, SPV 购买到资产后, 以该资产的未来收益为支持发行新型证券^①。

美国证券交易委员会 (SEC) 从证券的特征来定义资产证券化: 资产证券化是通过服务条款和合适的分配程序将应收款或其他金融资产集合起来, 确保这些资产在一定期限内产生的现金流及相应权利对证券持有者的偿付。SEC 的定义指出了资产证券化的信用基础是特定资产产生的现金流。

从这些定义中可以看出, 资产证券化是一个包含多种金融创新技术的过程, 主要包括: 资产重组、信用增级和信用评级。资产证券化是一种新型融资工具, 也是一种信用关系的创新, 即以特定资产在一定时期内产生的现金流为信用基础进行融资。

也有学者从更广的视角来定义资产证券化。加德纳 (Gardener, 1991) 认为: 按照信用中介的不同, 融资分为以市场为信用中介的直接融资和以银行等金融机构为信用中介的间接融资。而资产证券化是使资金需求者和资金供给者通过金融市场得以融通资金的一个过程, 或者是为直接的资金融通提供的一种工具。也就是说, 加德纳 (Gardener) 把以市场为信用中介的融资方式即直接融资称为资产证券化。弗里尼^② (Freeny, 1995) 认为, 资产证券化可以分为一级证券化和二级证券化两大类: 一级证券化是指资金需求者在资本市场发行证券或债券直接

① Hugh Thomas. Effects of Asset Securitization on Seller Claimants[J]. Journal of Financial Intermediation(10):306-330,2001.

② Paul W. Freeney. Securitization: Redefining the Bank[J]. New York, N. Y.: St. Martin's Press,1995.

向投资者筹集资金的融资方式，如商业票据、企业债券等。二级证券化是指资金需求者选择资产负债表中已经存在的一部分信贷资产，将其集中起来并对风险和收益进行重新配置，再进行信用增级和信用评级之后转卖给资本市场上的投资者。通过这样一个过程，这些信贷资产就在资金需求者的资产负债表上删除了。何小锋（2002）认为，资产证券化是资产采取证券这一价值形态的过程和技术，按照基础资产的类型可以将资产证券化分为现金资产证券化、实体资产证券化、信贷资产证券化和证券资产证券化四种。

可见，资产证券化概念有广义和狭义之分。广义的资产证券化是指“资产采取证券这一价值形态的过程和技术”（何小锋，2002），大致可分为两大类：一是指融资证券化，就是传统的直接融资方式，指资金需求者在资本市场发行股票证券或债券等直接向投资者筹集资金的融资方式，是一种增量资产的证券化，即一级证券化；二是指狭义资产证券化，指的是将缺乏流动性但能产生预期稳定现金流的资产“真实出售”给一个特殊目的载体，对其风险和收益进行重组、信用增级和信用评级之后，转化成可流通的资产支持证券（ABS），从而实现企业融资的一个过程。这种证券化是对已有信用关系的创新，是一种存量资产的证券化，即二级证券化。狭义的资产证券化概念专指存量资产的证券化。表1-1是一级证券化与二级证券化的涵义、特征与类型对比的简表。本书研究的国有资产证券化指广义资产证券化。

表 1-1 一级证券化与二级证券化的对比

	涵义	特征	类型
一级证券化 (融资 证券化)	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	1. 以企业整体资产为信用基础对证券进行偿付； 2. 属于“表内融资”； 3. 主要目的是融资； 4. 受企业本身信用等级限制	企业股票、债券、商业票据等
二级证券化 (狭义资产 证券化)	将缺乏流动性，但未来能产生稳定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	1. 以特定资产产生的现金流对证券进行偿付； 2. 被证券化的资产从资产负债表中移出，属于“表外融资”； 3. 具有融资、转移资产风险、增加资产流动性、规避监管等多重目的； 4. 发行的证券可获得比企业本身更高的信用等级	资产支持证券（ABS）、资产支持票据（ABN）、担保债务凭证（CDO）等

1.1.2 资产证券化的本质

什么是资产证券化的本质，可以从马克思的虚拟资本理论中找到答案。马克思是在论述信用时谈到虚拟资本的。“真正的信用货币不是以货币流通（不管金属货币还是国家纸币）为基础，而是以票据流通为基础。”^① 马克思曾引用了《曼彻斯特卫报》的记载：“伦敦的 A 托 B 向曼彻斯工厂主 C 购买货物，准备运往东印度 D 那里去。B 凭 C 向 B 签发的以 6 个月为期的汇票向 C 支付。B 也用向 A 签发的以 6 个月为期的汇票使自己得到补偿。货物一经起运，A 又凭提单向 D 签发以 6 个月为期的汇票。”^② 结果是 C 向 B、B 向 A、A 向 D 分别开出了三张汇票。这样，商业汇

①② 马克思：资本论（第 3 卷）[M]，北京：人民出版社，2004：451，461。