

投资银行实务指导丛书



资产证券化 实务操作指引

ZICHAN ZHENGQUANHUA SHIWU CAOZUO ZHIYIN

宋焕政◎编著



提高原始权益人的运作效率，获得投资回报
增强原始权益人的借款能力，扩大流动性
提高原始权益人的资本充足率，降低投资风险
降低原始权益人融资成本，突破投资限制



法律出版社 | LAW PRESS

资产证券化 实务操作指引

ZICHAN ZHENGQUANHUA SHIWU CAOZUO ZHIYIN

宋焕政◎编著

法律出版社 | LAW PRESS

图书在版编目(CIP)数据

资产证券化实务操作指引 / 宋焕政编著. —北京:
法律出版社, 2015. 9
(投资银行实务指导丛书)
ISBN 978 - 7 - 5118 - 8010 - 9

I. ①资… II. ①宋… III. ①资产证券化—中国
IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 118277 号

资产证券化实务操作指引

宋焕政 编著

责任编辑 郑 导
装帧设计 汪奇峰

© 法律出版社·中国

开本 787 毫米×1092 毫米 1/16
版本 2015 年 10 月第 1 版
出版 法律出版社
总发行 中国法律图书有限公司
印刷 三河市龙大印装有限公司

印张 22.75 字数 435 千
印次 2015 年 10 月第 1 次印刷
编辑统筹 独立项目策划部
经销 新华书店
责任印制 张建伟

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)
电子邮件/info@lawpress.com.cn
网址/www.lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779
咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)
全国各地中法图分、子公司电话:
第一法律书店/010-63939781/9782
重庆公司/023-65382816/2908
北京分公司/010-62534456

西安分公司/029-85388843
上海公司/021-62071010/1636
深圳公司/0755-83072995

书号:ISBN 978-7-5118-8010-9
(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

定价:68.00 元



作者简介

宋焕政律师，北京市尚公律师事务所主任、高级合伙人，同时亦为国际商会（ICC）中国国家委员会律师团成员，中国国际商会律师团成员，中国国际商会法律委员会委员，北京市律师协会资本市场与证券法律事务专业委员会、并购与重组法律专业委员会委员，北京大学国际金融法学博士研究生，湘潭大学法学院兼职教授、法律实务研究中心主任，亚洲律师论坛中国十佳优秀律师。曾任中国房地产开发集团首席律师、中国国际经济法学会常务理事。

宋焕政律师有近二十年从业经验。曾长期担任国有大型企业集团和政府机构的主要法律顾问，具有较丰富的理论知识、较高的专业水准和丰富的实际工作经验。主要专业领域包括公司改制与上市、收购与兼并、境内外直接投资、资产证券化、投资项目及工程建设、国际贸易、招投标、重大项目投融资、公司并购与资产重组、不良资产打包处置、商务纠纷诉讼代理以及重大复杂争议的解决。擅长公司法、金融法和证券法，以丰厚的法律实务工作经验深得好评。其中尤以国有企业改制上市、重大危机处理、企业重组、公司证券、房地产投资与开发及重大诉讼等综合性业务见长，先后接受过数十家政府机构或境内外企业委托提供专业法律服务，主办业务涉及金额累计数百亿元。

宋焕政律师办事严谨认真、诚实守信、勤勉尽责、讲求效果，具有良好的律师职业道德和敬业精神，深受客户的信任和好评。执业之余，宋焕政律师还致力于将专业工作成果进行详尽整理，深入研究，形成了一系列学术成果，著述颇多，在学界形成一定影响，广受赞誉。



目 录

第一章 原理概述	(1)
第一节 基本原理	(1)
一、资产证券化的定义	(1)
二、资产证券化的诞生基础	(4)
三、资产证券化的作用	(6)
第二节 资产证券化交易结构	(11)
一、资产证券化的交易结构	(11)
二、企业资产证券化的基本流程	(13)
三、资产证券化的基本流程	(14)
第三节 证券公司专项资管计划的法律	(17)
一、证券公司客户资产管理业务	(18)
二、关于证券公司资产证券化业务的规定	(19)
三、证监会资产证券化新旧规定对比	(23)
四、专项资管计划的操作概述	(29)
第四节 信贷资产证券化	(36)
一、信贷资产证券化的法律	(36)
二、关于信贷资产证券化业务的规定	(37)
三、信贷资产证券化的操作	(41)
四、企业资产证券化与信贷资产证券化之比较	(49)
第二章 尽职调查与信用评级	(54)
第一节 尽职调查的操作	(54)
一、尽职调查的原则	(54)
二、尽职调查的主要方法	(56)
三、尽职调查工作的前期准备	(59)

第二节 尽职调查的内容	(61)
一、概述	(61)
二、尽职调查内容及要求	(62)
三、尽职调查报告	(63)
第三节 信用评级要点	(63)
一、资产证券化中信用评级的重要性	(64)
二、资产证券化中信用评级的方法	(64)
三、资产证券化的交易结构	(69)
四、国内资产证券化评级过程中的问题及建议	(71)
第三章 交易结构安排	(73)
第一节 券商资产证券化的交易结构安排	(73)
一、BT 与 BOT 项目收益权证券化的结构安排	(73)
二、污水处理收费权证券化的结构安排	(82)
三、小贷债权证券化的结构安排	(86)
四、公园入园凭证证券化的结构安排	(92)
五、水电收益权证券化的结构安排	(98)
六、租赁收益权证券化的结构安排	(107)
七、公路收费权证券化的结构安排	(111)
第二节 信贷资产证券化的交易结构安排	(116)
一、个人消费抵押贷款证券化的结构安排	(116)
二、重整资产证券化的结构安排	(123)
三、专项信贷证券化的结构安排	(129)
四、信贷证券化的结构安排	(134)
第四章 基础资产转让	(141)
第一节 基础资产转让	(141)
一、BT 与 BOT 基础资产转让	(141)
二、租赁收益权资产转让	(147)
三、小贷收益权资产转让	(150)
四、收费权资产转让	(154)
第二节 信贷资产转让	(157)
一、个人汽车抵押贷款债权及其附属担保权益的转让制度	(157)
二、银行不良贷款资产证券化中的基础资产转让	(161)
三、银行普通信贷资产证券化中的基础资产转让	(167)
第五章 托管制度	(172)
第一节 券商资产证券化中的托管安排	(172)

一、租赁费收益计划托管	(172)
二、远东二期的托管协议	(175)
第二节 信贷资产证券化中的托管安排	(180)
一、重整资产证券化中的托管	(180)
二、普通信贷资产证券化中的资金保管	(182)
第六章 信用增级	(183)
第一节 保证担保	(183)
一、保证担保要义	(183)
二、保证承诺函	(184)
三、入园凭证资产证券化中的保证担保	(186)
四、小贷债权资产证券化中的保证担保	(188)
第二节 账户监管	(189)
一、收款账户的开立	(190)
二、收款账户的使用与监管	(190)
三、业务监督	(191)
四、监管银行的解任和继任监管银行的委任	(191)
五、违约责任	(192)
六、华侨城模式	(193)
第三节 差额支付	(196)
一、差额支付的启动条件	(196)
二、差额支付资金的偿还与追偿	(196)
三、权利义务的转让/转移	(197)
四、生效	(197)
五、华侨城模式	(197)
第四节 流动性支持	(198)
一、远东二期中的流动性支持安排	(198)
二、华能澜沧江中的流动性支持安排	(200)
第五节 强制回购	(201)
一、信贷资产证券化中的强制回购安排	(201)
二、券商资产证券化中的强制回购安排	(202)
第六节 内部信用增级	(203)
一、信贷资产证券化中的内部信用增级安排	(203)
二、券商资产证券化中的内部信用增级安排	(205)
第七节 超额利息与储备账户	(206)
一、超额利息	(206)

二、储备账户	(206)
第七章 资产管理	(207)
第一节 信贷资产证券化中的资产管理	(207)
一、个人住房抵押贷款资产证券化中的资产管理	(207)
二、重整资产证券化中的资产管理	(209)
第二节 券商资产证券化中的资产管理	(211)
一、高速公路收费权资产证券化中的资产管理	(211)
二、融资租赁资产证券化中的资产管理	(214)
三、小贷资产证券化中的资产管理	(217)
四、网络租赁资产证券化中的资产管理	(220)
第八章 资产收益分配	(224)
第一节 券商资产证券化中的收益分配	(224)
一、BOT 项目资产证券化中的现金流归集	(224)
二、融资租赁资产证券化中的收益分配	(228)
三、公路收费权资产证券化中的收益分配	(233)
四、融资租赁资产证券化中的收益分配	(236)
五、污水处理收费权资产证券化中的收益分配	(239)
六、BT 项目资产证券化中的收益分配	(242)
七、小贷债权资产证券化中的收益分配	(244)
八、入园凭证资产证券化中的收益分配	(247)
第二节 信贷资产证券化中的收益分配	(249)
一、个人住房抵押贷款资产证券化中的收益分配	(249)
二、重整资产证券化中的收益分配	(250)
三、汽车抵押资产证券化中的收益分配	(258)
四、农发行贷款资产证券化中的收益分配	(263)
第九章 风险控制	(268)
第一节 券商资产证券化中的风险控制	(268)
一、网络租赁资产证券化中的风险因素	(268)
二、公路收费权资产证券化中的风险控制	(270)
三、融资租赁资产证券化中的风险控制	(273)
四、BT 项目收益权资产证券化中的风险控制	(276)
五、污水处理收费权资产证券化中的风险控制	(281)
六、小贷债权资产证券化中的风险控制	(284)
七、入园凭证资产证券化中的风险控制	(288)
八、BOT 项目收益权资产证券化中的风险控制	(297)

第二节 信贷资产证券化中的风险控制	(304)
一、个人住房抵押贷款证券化中的风险控制	(304)
二、个人汽车抵押贷款证券化中的风险控制	(311)
三、信贷资产证券化中的风险控制	(314)
四、重整资产证券化中优先级资产支持证券的风险控制	(315)
五、农发行贷款证券化中的风险控制	(317)
六、铁路专线贷款证券化中的风险控制	(319)
第十章 证券持有人大会	(321)
第一节 券商资产证券化项目中持有人大会	(321)
一、基本制度	(321)
二、决议程序	(324)
第二节 信贷资产证券化持有人会议制度	(325)
一、基本制度	(325)
二、决议程序	(327)
三、其他事项	(329)
第十一章 资产支持票据实务操作	(330)
第一节 资产支持票据的法律	(330)
一、主要法律	(330)
二、主要制度	(331)
第二节 资产支持票据的操作	(340)
一、选定基础资产	(341)
二、设立隔离账户	(342)
三、申请发行登记	(343)
四、信用增级	(345)
五、信用评级	(345)
六、资产支持票据发行	(346)
七、发行维护与收益偿还	(348)
第三节 信用安全制度	(348)
一、违约责任	(348)
二、投资人保护机制	(349)
三、债权代理安排	(352)
四、不可抗力与争议解决	(353)

第一章

原理概述

第一节 基本原理

1970年,美国的政府国民抵押贷款协会(GNMA)首次发行以抵押贷款组合为基础资产的抵押支持证券——房贷转付证券,这一事件标志着1970年成为资产证券化诞生元年。那么究竟什么是资产证券化?为何说资产证券化是20世纪一项具有突破性意义的金融创新?为何资产证券化作为金融衍生工具创新的重要成果,在其不长的历史中发展得如此迅速,以至于成为目前全球资本市场上与债权融资、股权融资并列的第三大主流融资工具,在世界经济金融工具领域的地位也是举足轻重的。

资产证券化,通俗而言是指将缺乏流动性,但具有可预期收入的资产,通过在资本市场上发行证券的方式予以分销以获取融资,最大化地提高该资产的流动性。广义的资产证券化就是将某一资产或多种资产的组合采取证券资产的资产运营方式加以经营来实现融资,具体包括四类:(1)现金资产的证券化,即依靠现金持有者通过投资而将现金转化成证券的过程;(2)实体资产的证券化,即以实物资产和无形资产为基础发行证券并上市来实现实体资产向证券资产的转换的过程;(3)信贷资产的证券化,即以欠流动性但有未来现金流的信贷资产(如银行的贷款、企业的应收账款等)为基础,经过重组形成资产池后发行资产支持证券的过程;(4)证券资产的证券化,即证券资产的再证券化过程,是将证券或证券组合作为基础资产,再以其产生的现金流或与现金流相关的变量为基础再次发行证券。狭义的资产证券化基本上只指信贷资产的证券化。

一、资产证券化的定义

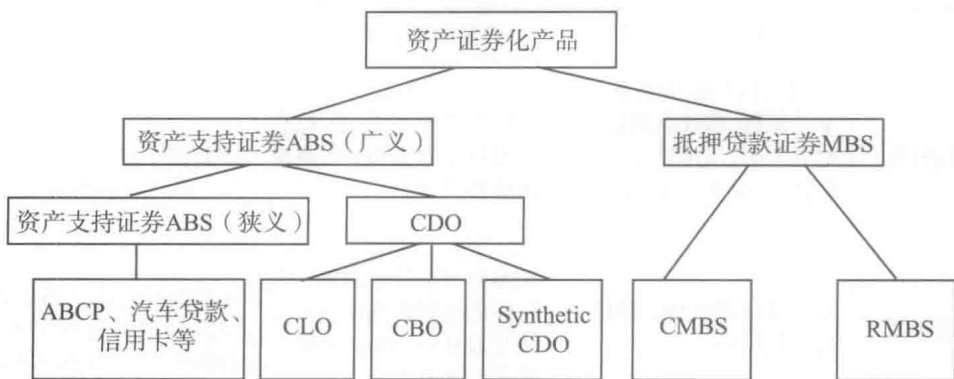
资产证券化,是指将缺乏流动性但能够依据已有信用记录可预期其能产生稳定现金流的资产,通过对资产中风险与收益要素进行分离与重组并进行一定的结构安排,进而转换成为在金融市场上可以出售、流通的证券的过程。在这一过程中,资产证券化赖以进行的基础资产的原所有人(即原始权益人)作为卖方将其被证券化的目标资

产转让出去,而后这批分离出的,在市场上不流通的存量资产或可预见的未来收入在经过中介机构(一般是证券公司)一定的构造和转变,再打包分销成为在资本市场上可销售和流通的金融产品,流通的资产支持证券通过投资者的认购来最终实现资产融资的过程。最初的资产证券化发行的证券有两种形式:抵押贷款证券(Mortgage-backed Securities, MBS)和资产支持证券(Asset-backed Securities, ABS),前者多见于消费贷款,是一种常见的资产证券化,也是最易操作的一种;而后者,资产证券化 ABS 是随着 MBS 领域的证券化金融技术发展起来之后,将其应用到其他更广阔的资产领域后并加以完善而形成的资产证券化类别。

进行资产转化的企业或公司即原始权益人(即要求将目标基础资产进行证券化的所有人),在资产证券化中被称为资产证券化发起人(Originator),发起人把由持有的各种流动性较差的金融资产,如住房抵押贷款、基础设施收费权等,通过分类、整理以及目的匹配式的结构化安排,整合为一批批的资产组合(基础资产池),出售给特殊目的实体(Special Purpose Vehicle, SPV),再由 SPV 以这批金融资产向潜在投资者做担保或质押,以公募或私募的形式发行资产支持证券,以收回购买基础资产支付的资本金。受托人管理的基础资产所收益的现金流用于支付投资者回报,而发起人则可以得到进一步发展自身业务的资金。

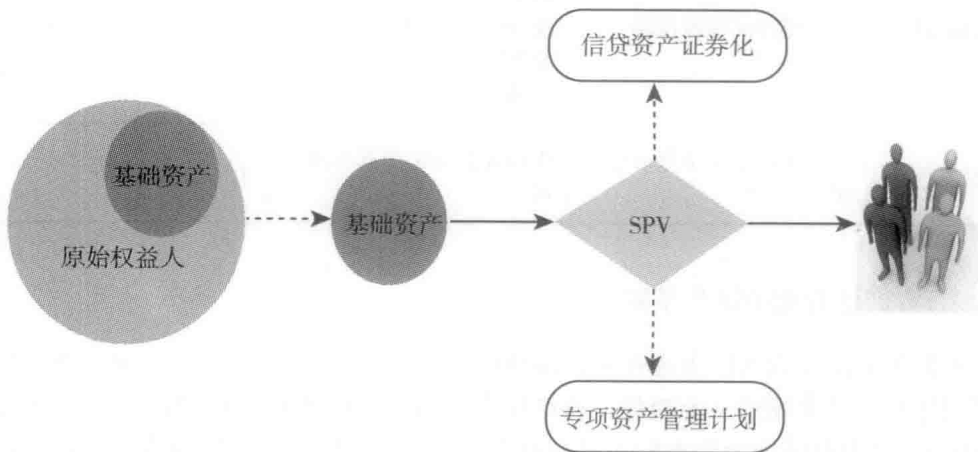
最初的资产证券化多限于信贷资产,比如美国的住房抵押贷款、购车贷款和信用卡贷款等,但精明的金融机构是不会将这一能产生持续现金流,有效放大资产效益的融资工具就局限于这一领域的,之后的资产证券化的发展随着其应用的日益广泛、技术的不断提高和经验的逐步积累也确实证明了这一点——证券化的资产品种开始从信贷资产扩展到实物资产,种类日益扩大,对于金融机构来说,基本上只要有稳定的现金流并且有做够的可控性,就可以将它证券化并推向市场,资产证券化的广度和深度都急速扩大了。因此,从可证券化资产的范围上来讲,狭义的资产证券化的定义也需要扩展。资产证券化更新的定义是:对于被证券化的缺乏流动性但能够产生可预见的稳定现金流的各种资产,通过将资产中风险要素与收益要素进行隔离并进行结构性重组,进而将其转换成为能在金融市场上出售和流通的证券的过程。可见,资产证券化不仅仅是金融机构进行信贷资产流动性与风险管理的工具,也为广大非金融性工商企业进行融资提供了一条更贴合其现实状况的有效途径。

将资产证券化这一金融技术应用于企业融资而形成的企业资产证券化,其历史更短,只有二十余年。因此,即使资产证券化操作全球最为发达的美国,在理论研究上仍对企业资产证券化尚未形成成熟的体系,对其作为企业融资工具的应用研究仍有许多空白,亟须继续摸索与总结。



美国资产证券化品种结构图 (中信证券)

笔者给资产证券化的完整的定义为:将非金融机构的工商企业所有的流动性较低但预计能产生稳定现金流的基础资产,通过巧妙的结构安排(设立 SPV,并将基础资产完全转让给该 SPV),隔离其风险,整合其收益要素并通过内外部增信措施来提高其信用等级,将经过结构安排的组合资产的预期现金流的收益权转换成可流通且信用等级较高的债券或受益凭证型证券,最终实现资产融资的行为。目前国内常见的资产证券化形式包括“专项资产管理计划”(ABS)和“信贷资产证券化”(CAS),此外还有一种资产证券化的融资途径“资产支持票据”(ABN),而“专项资产管理计划”是我国资产证券化的最主要形式。



我国资产证券化的两种主要模式:信贷资产证券化和专项计划 (龚大兴)

	信贷资产证券化	专项资产管理计划	资产支持票据
发起机构	金融机构(商业银行、政策性银行、邮政储蓄银行、财务公司、信用社、汽车金融公司、金融资产管理公司等)	主要为非金融企业,也包括部分金融企业(如金融租赁公司等)	非金融企业
交易模式	发起机构将信贷资产信托给受托机构	证券公司以计划管理人身份面向投资者发行资产支持受益凭证,用受托资金购买基础资产	企业发行资产支持票据应设置合理的交易结构,不得损害股东、债权人利益
基础资产	主要是信贷资产(含不良信贷资产)	主要是企业应收款(债权)和收益权	符合法律法规规定,权属明确,能够产生可预测现金流的财产、财产权利或财产和财产权利的组合
主管机构	中国人民银行、中国银监会(审核)	中国证监会(核准)	交易商协会(注册)
发行方式	在全国银行间债券市场公开或定向发行	公开发行或非公开发行	公开发行或非公开定向发行
交易市场	全国银行间债券市场	证券交易所、中国证券业协会机构间报价与转让系统、证券公司柜台市场以及中国证监会认可的其他交易场所	全国银行间债券市场
登记托管机构	中央国债登记结算有限公司	中国证券登记结算有限公司	上海清算所

二、资产证券化的诞生基础

就整个金融发展的历史进程来看,融资模式的演变存在从银行为主向一级市场为主再到进军二级市场的一个趋势。资产证券化也是伴随着这一趋势诞生并逐步完善的,因为不同时期的金融资本配置机制有着显著不同,因此这一趋势最终为现在的资产证券化模式的形成塑造了比较完整独特的结构。

在以银行为主的时期里,融资渠道以经营传统存贷款业务为主的商业银行等金融机构为主流的资金分配工具,银行充当资金提供者和资金需求者之间的居间人,其主要职能是通过揽储等资金汇集方式将具有不同风险—收益组合的资金重新予以结构上的编排,组合成具有可放贷性的,更高规范化的风险—收益模式的资金组合,并基于

需求融资的各色市场主体,通过信贷手段发放给对风险—收益拥有特定需求的市场主体提供融资。这一过程中银行作为资金池的管理者,是疏通资金提供—需求通道的枢纽,因此这一时期的融资是以银行为完全主导的。

到了一级资本市场时期,传统的以银行主导的融资模式越来越受困于银行自身的资金吸取能力,并且伴随着投资多元化和金融市场化的不断发展与完善,越来越多寻求融资的企业开始通过市场途径寻求更多的融资方式,以便绕开银行高昂的融资成本,而与资金的需求者直接通过货币或者资本市场运用一级市场手段(如股票、债券),发放自身信用来获得资金,而市场的投资者(即资金提供者)也可以根据自己的风险—收益偏好,灵活地选取资金投向,从而获得更加广泛的盈利可能性。显然,这种一级市场为主的资金交易结构是某种意义上对更高层次的回归。

最后是二级资本市场时期,也就是目前随着牌照放开等利好措施而正逐步转入的时期。事实上从银行主导的时期到以一级市场为主导的时期的发展已经为融资渠道的变革与拓宽指明了方向,但有一点不能忽视的是,市场化模式下的金融竞争会比银行为主的时代的金融竞争更为激烈,因此风险—收益偏好的两难选择再次摆在人们面前,原本在银行为主模式下,其融资风险相对较小,但成本较高,银行对寻求的融资对象担保、法律合规方面的限制都颇多,收益也比较有限;市场为主导下的融资模式要求随着现金流的日益充裕与金融竞争的日趋激烈而变得直接、便利得多,本质上市场为主导模式的出现就是一种应对资金匹配交易成本过高的产物,在市场交易条件改善的情况下,资金配置效率更高的市场配置方式必然会对传统信用中介模式(以银行吸储筹集资金的模式)发起挑战,市场为主导模式也必然在更高层次上得以回归。但以一级证券化为主要信用手段却又会面临巨大且难以预测的融资风险:资产价格的不稳定,因经营或外部事件导致的收益的突然中断,以及具体操作中可能的不合规行为导致的法律纠纷,都会极大威胁到投资者的利益。在这种情况下,融资模式的演进便开始进入到一个更为深层次的时期——二级市场为主的时代。

二级市场为主时期的到来就是为了弥补市场本位难以控制风险—收益波动的缺陷。其主要手段是二级证券化,即金融资产的再次证券化,其主要金融工具有信贷资产的证券化(如住房抵押贷款支持证券化、资产支持证券化)和证券资产证券化(如证券投资基金、可转换债、认股权证等金融衍生工具)。通过二级证券化,金融市场的横向风险分担功能得以加强,投资者可以通过灵活的二级证券化工具来分配和组合符合自身需要的风险—收益组合,从而最大限度地规避金融资产价格波动,确保收益趋于稳定。

对金融体制历史演进的简要梳理可以让我们看到资产证券化诞生与发展的基础——融资与资金配置环境的三个基本特点:第一,资金配置的决定因素是对于资产的风险—收益组合配置成本和效益的高低。资金配置方式能够以最小风险实现资金的优化配置,就能占据主流金融市场地位。在资产证券化的操作中,将基础资产与原

始权益人其余资产的风险予以隔离并组成特殊目的实体以实现基础资产的有效整合与打包分销正是实现风险—收益组合配置的最大的效益优化与最大风险降低之间的均衡的要求。第二,金融体制的演进方向就是不断地修正和改善其配置风险资产、控制风险—收益效果的能力。金融创新的主要动机和内容,即围绕资产的风险—收益的优化控制展开。因此,资产证券化就是基于能够将缺乏流动性的基础资产转变成具有市场价值的可证券化的投资收益产品而成为一种全球性金融创新工具的。第三,无论是何种金融体制,金融产品价格对资金配置参与主体的行为的引导应当是占第一位的。只有金融产品的价格能够充分、真实、灵活地反映其所承载的风险和收益,参与资金配置的各个主体才能按照价格的指引做出正确反应,这时整个社会的资金配置才会有效。因此,金融体制(或者说是金融交易机制)不断演进下诞生的资产证券化本身对于基础资产稳定现金流的要求颇高,这是形成真实金融价格的必然前提,而且资产证券化对被证券化的资产的增信、评估、持续经营和追踪以及担保等操作流程也就是基于形成充分、真实、灵活的金融价格的方向发展的。可以说,这就是在金融体制创新下资产证券化赖以诞生的根本前提。目前随着 2012 年一系列监管新政的出台(包括《证券公司客户资产管理业务管理办法》、《期货公司资产管理业务试点办法》、《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》等),金融政策日益放宽,“大资管时代”的到来,意味着中国资产证券化时代和二级市场时代的正式开启。

三、资产证券化的作用

资产证券化从诞生到流行经历的时间不长,但已经成为全球金融界所广泛接受的一项主流创新业务,之所以会这么快就被各融资参与方接受,其根本原因在于能给各参与方带来了实实在在的益处。

(一) 资产证券化对发起人的益处

1. 有助于增强资产的流动性,盘活资产、发掘新的融资空间

流动性是指资产变现的能力,货币毫无疑问是最具有流动性的资产,而诸如固定资产、应收账款等未来收益权类别的资产的流动性则较差,资产证券化的最基本功能便是提供了一条解决流动性不足的渠道,发起人利用资产证券化将这些流动性较低的资产通过获取对价的方式完全转让给 SPV,SPV 再将转移后的资产分割打包成资产支持证券,对于发起人来说流动性较低的资产可以立即兑现成现金,促进了资金的周转;另一方转移出去的资产又可转换成具有高流动性的有价证券,盘活了处于“沉睡状态”的资产,增强了资产的流动性。另外,像银行贷款、发行股票、债券等传统融资方式下,融资者是以其整体信用作为融资基础,因此,证券持有人的风险是与其购买的发行资产证券的融资者的整体资产的风险联系在一起的。而资产证券化把被证券化资产的信用从企业的整体资信能力中单独分解出来(完全转让给 SPV),以真实出售或信托部

分的资产作为基础资产进行融资,这样一来就使得原始权益人对已转移的资产失去追索权,其整体风险不会传递到基础资产,也就不会传递给投资者(即证券持有人),投资者的风险就只与被证券化的资产有关了,这对于原本整体资信级别较低但有稳定现金流资产的发起人来说,就可以通过证券化实现高级别的融资,从而大大拓展了融资水平与空间。

2. 优化财务状况,提高资产负债能力

整体资信水平有限的发起人可以利用资产证券化实现高杠杆融资,而从财务技术的角度看,这一过程就是资产证券化解决了在融资过程中出现的资产与负债的不匹配性问题。

资产证券化之所以可以解决资、债不平衡问题,关键就在于资产证券化是表外融资。在实现资产完全转让的过程中,发起人被证券化的资产被移到了资产负债表外,这就有效地改善了资产负债表结构,而资产转移取得的对价收入则列为资产负债表的资产项目中,从这个意义上讲就是将未来收入提前兑现为真正意义上的现期收益。这既不同于向银行贷款、发行债券等债券性融资,相应增加发起人资产负债表的负债项目,也不同于通过发行股票等股权性融资,相应增加资产负债表的投资者权益项目,因而不会增加融资人资产负债表的规模,因此,这种不会增加企业的负债水平的表外融资方式,为企业扩大传统负债融资提供了条件。

3. 降低利用传统债务融资模式下发起人的融资风险

采用了真实出售或信托等破产隔离方式的资产证券化融资,因为证券化资产与发起人其余资产是相互独立的,因此,如果证券化资产的价值下降,发起人一般是没有责任对贬值部分进行补偿的(除非是在某些发起人可能持有次级证券并参与直接交易的情形),依照常见的交易结构惯例,是由第三方(如保险公司)承诺补偿应收款的损失,这样就隔离发起人剩余资产的贬值风险。同时,如果证券化资产价值增加,SPV既可向投资人支付债务,又可获得剩余资产价值,发起人也可通过双层结构获得这些剩余。这样,资产证券化就为发起人设立了风险的上、下限区间。然而,传统的银行担保贷款及发债融资则不具备资产证券化这样的风险隔离。一般而言,资产证券化融资风险仅高于股权融资。

4. 实现较低成本的融资

资产证券化的融资成本优势在传统融资方式中十分明显,尤其是以总融资成本来计算时。因为资产证券化所运用的较为完备的交易结构和信用增级手段,改善了证券的发行条件,使证券独立于发起人的信用级别而能使被证券化资产的信用等级更高,这样获得较高资信评级结果的资产支持证券在面向市场发行时,一般都能溢价或至少平价发行,而信用级别的增高一方面是让投资者觉得风险降低,从而提高认购率,同时在约定收益率时,也有更多的有利条件使得投资者要求的回报率降低,让投资者更关注长期收益,而非短期套利,从而既降低了融资成本,又能使得证券化项目获得长期投

资支持。

另外,增信措施使得本身整体信用级别不高的发起人可以发行信用级别高于自身水平的那部分资产所支持的证券,这也使得这些融资人拥有了常规融资模式下(大量的担保要求与资信调查成本等)所难以企及的融资机会,并且信用增级附带产生的差额收益也是吸引发起人采用资产证券化方式融资一大原因。同时,由于证券化的资产具有多样性,摊薄了风险成本,从而降低了融资成本。

资产证券业务与其他债务融资方式的总体比较(龚大兴)

项目	资产证券化产品	短期融资券	企业债券	银行贷款
融资成本	企业拥有能够产生可预期稳定现金流的基础资产(收益权或债权); 基础资产实现真实销售、破产隔离	企业具有稳定的偿债资金来源; 最近一个会计年度盈利; 流动性良好,具有较强的到期偿债能力; 近三年发行的融资券没有延迟支付本息的情形	企业发行前连续3年盈利; 具有偿还债务的能力,三年的平衡利润能够支付债券利息; 筹集资金用途符合国家产业政策	企业为经工商部门核准登记的企(事)业法人,并办理年检手续; 有到期还本付息的经济实力; 有合法财产抵质押或第三人保证;等等
时间成本				
期限、利率的灵活性	不受限制	用于企业自身生产经营,但不鼓励用于归还银行贷款	用于计划投资项目,不得用于房地产买卖和股票、期货交易等风险性投资	用于企业自身生产经营,但不得用于投资
融资成本	直接成本为票面利率,还有聘请中介机构费用,前者占成本主要部分	直接成本为票面利率或折价发行差价,还有相关的发行承销佣金等中介机构费用,前者占成本主要部分	直接成本为票面利率,还有相关的发行承销佣金等中介机构费用,前者占成本主要部分	直接成本为借贷利率,相关手续费及聘请中介机构费用,前者占成本主要部分
时间成本	只需证监会审批,审批时间较短,目前从审批到发行仅需要2个月至半年时间	只需人民银行备案,时间较短,目前从审批到发行仅需要2个月左右时间	需要向发改委申请额度,审批时间较长。预计需要9个月至一年时间	只要贷款银行审批,审批时间较短
期限、利率的灵活性	期限根据融资需求而定,一般不超过5年; 利率有较多选择,可在发行时给出票面利率区间,与投资者协商确定	期限最长不超过365天; 利率市场化,以央行票据利率为基次上浮一定基点,以询价、招投标方式确定	在期限上一般在5年以上,10年较为常用; 利率参照人行、发改委规定及发行时市场状况	多为短期借贷; 利率参照人民银行规定