

经济与金融管理教材



资产证券化： 中国的模式

何小锋 等著

前 言

何小锋

(北京大学经济学院教授、博士生导师)

这本书所讲的“资产证券化”，不仅仅是通常所理解的资产证券化。通常所讲的资产证券化，是指信贷资产的证券化，具体来说，它包括“住房抵押贷款支撑的证券化”(mortgage-backed securitization: MBS)和“资产支撑的证券化”(asset-backed securitization: ABS)。这是从资本市场最发达的美国舶来的概念，对于中国资本市场来说基本上仍是初生的业务，仅有少数几个不具典型意义的案例。

这里所讲的资产证券化是“广义的资产证券化”。即使在美国，最广义的说法也只是“二级证券化”的思想：第一级证券化是指实物资产的证券化，第二级证券化是金融资产的证券化。然而，我们所讲的资产证券化包括最广泛的四种类型：

1. 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。
2. 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。
3. 信贷资产的证券化。如上所述之 MBS 与 ABS, 并称为“狭义的资产证券化”。
4. 证券资产的证券化。例如证券投资基金、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。

这四种类型的证券化，在中国已有大部分实践在拓展，其他产品(如 MBS)虽属空白，但正在热烈的研讨之中，其推出应是指日可待。无疑，广义资产证券化的研究对中国证券市场的发展与规范是有重要的理论和实践意义的。

我们所提出的四种资产证券化，不仅仅是概念上的突破，更是一种理论上的创新。它是研究分析的新观念、新方法，也是一种实际操作的新技术、新产品。这在本书中处处贯穿并且时时体现。我们的核心思想是：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。

正是抓住以上的主要观念的突破，我们长期投入主要精力，在资产证券化的理论方面博览群书，抽丝剥茧，在实践方面精心操作，呕心沥血，终于总结成两本专著：(1)《资产证券化理论与实务全书》(与豪升 ABS(中国)控股有限公司合作，全书 120 万字，中国言实出版社 2000 年版)；(2)现在呈现在读者面前的这本《资产证券化：中国的模式》。

我们可以自豪地说，我们已经创立了投资银行学的“新体系”，这是有别于中外学者和专家著述的“理论和实务的新结构”，也是摒弃以往沉溺于“业务罗列”与“机构罗列”的体系的“新分析逻辑”。这个新体系的全面阐述已在北京大学经济学院的课堂上反复演练，并将在另一本《投资银行学教程》中予以发表。

我们在此对投资银行新体系的主要特征表述如下：投资银行学将以“一个中心、二条主线、二条辅线”展开分析。一个中心即是：对公司价值和资产定价的现金流的分析；二条主线即是：一条主线是广义的资产证券化，另一条主线是企业重组(包括并购在内)；二条辅线即是：一条辅线是投资银行的内部治理，另一条辅线是投资银行的外部监管。

对资产证券化的研究与实践，对于我们这个研究团体来说，已经有 15 年以上的历史。在上个世纪 80 年代中，我作为北大教师，一边在香港从事研究工作，一边在北大主讲投资分析、国际投资的有关课程；在 90 年代初的经济改革大潮中，我曾率一批毕业的研究生亲赴实践，亲自参与了“淄博基金”、“三亚地产投资券”、“香港股市借壳上市”、“离岸贷款融资项目”、“公司改制上市”等项目，取得了珍贵的第一手知识与经验；千年转折之交，在科技投资热潮之中，我亦率一批年青教授与研究生，从设计策划、公司注册、业务发展到公司在香港创业板上市的全过程，一一亲历亲为；最近四年，我们在科研上紧密围绕资产证券化这个核心课题，在课堂上、研讨会上、网站上、写作中几番辛劳，推出一批批论文和书稿……。参与写作的研究生已经毕业了第三批：他们是：张伟、李诗晗、刘仕宏、刘永强、鹿炳辉、宋芳秀、沈春晖、来有为、龚英姿、王东毅、刘剑峰等同学。我愿借此前言，对他们的合作精神和辛劳工作致以敬意和谢意。他们中有些人因为已经工作和出国学习，没有参与本书的写作，但对本书的研究成果，他们是有奠基的功劳的。

我亦感谢我的导师厉以宁教授，他的治学精神和博学睿智，令我辈奉为楷模；他对我成长的谆谆指导甚至在关键时刻的挺身保护、仗义直言，令我刻骨铭心；即使对我们在资产证券化方面的研究，他也在百忙之中拨冗提携，在第一本专著出版时亲身作序。本书付梓时，我们不敢再次烦扰——我们更愿意把它作为学习汇报，献给敬爱的恩师厉先生。

我们亦感谢北京大学的刘鸿儒教授、肖灼基教授、李庆云教授、刘伟教授、张

博副教授,他们在我们的研讨中给予了大量的指导和支持。

我们特别应当感谢豪升 ABS(中国)控股有限公司的成之德总裁、盛宇明和李维刚副总裁,他们对我们以前的研究提供了指导、支持和帮助。此时我的脑海中也浮现出许多亲切的面孔,他们是同样提供了帮助和支持的许多朋友和师长,有些甚至远隔重洋亦主动相助。我相信他们会原谅我在此不一一罗列其姓名。

本书最大的特点是,在理论与实践总结的基础上,专门对中国如何拓展资产证券化和投资银行业务进行全面的探析。这是一本中国化的书,专门写给对中国投资银行业的发展有兴趣的同仁看的。此书亦可作为大学研究生的研讨教材,其初稿已在北京大学经济学院的博士生、硕士生课堂上试用几番,反应颇佳。相信此书对关注中国资本市场的理论界与实践界的同仁,在抛砖引玉的意义上会有所裨益。

本书由我负责策划、统稿、总纂,其他参加研究撰写的人员有黄嵩、宋芳秀、张伟、王一鸣、王国强、龙欣、刘双玲、李宁忠、陈俏、张春煜、张萍等人。

欢迎大家批评指教。本书内容若有缺错,主要责任在我。

2001年12月9日于北京大学

目 录

前言	(1)
----------	-------

第一篇 资产证券化的基本理论

第一章 广义的资产证券化理论	(3)
第一节 资产运营的一般模式	(3)
第二节 资产证券化的原理和业务概述	(9)
第三节 资产证券化的核心原理	(12)
第四节 资产证券化的基本原理	(18)
第五节 资产证券化趋势的理论分析	(26)
第二章 实体资产证券化	(29)
第一节 自由发展时期 (16 世纪—20 世纪 30 年代大危机之前)	(30)
第二节 规范化发展阶段 (20 世纪 30 年代大危机—70 年代)	(35)
第三节 放松管制下的深入发展阶段(70 年代至今)	(39)
第三章 信贷资产证券化	(44)
第一节 信贷资产证券化的兴起和繁荣时期	(45)
第二节 信贷资产证券化的广泛深入发展阶段	(49)
第三节 信贷资产证券化在国际金融市场上的发展	(52)
第四节 信贷资产证券化的经济影响分析及经验总结	(57)
第四章 证券资产证券化	(60)
第一节 证券资产证券化理论分析	(60)
第二节 证券投资基金的产生与发展	(65)
第三节 证券投资基金的方方面面	(70)
第四节 中国证券投资基金的产生与发展	(81)
第五章 现金资产证券化	(88)
第一节 现金资产证券化理论分析	(88)
第二节 现金资产证券化的类别分析	(91)

第三节	现金资产证券化的行为分析	(97)
第四节	证券市场发展的历史回顾	(107)
第六章	狭义的资产证券化理论	(117)
第一节	资产证券化的魅力	(118)
第二节	资产证券化的基本运作流程	(120)
第三节	资产证券化的核心原理和基本原理	(124)
第四节	资产证券化的类型	(129)
第五节	中国资产证券化突破模式的思考	(134)

第二篇 资产证券化的风险与收益模型

第七章	证券化的交易模型	(147)
第一节	单宗销售证券化交易结构	(147)
第二节	多宗销售证券化交易结构	(150)
第三节	单层销售结构与双层销售结构	(152)
第四节	循环交易模式	(154)
第八章	MBS 的价值评估分析	(157)
第一节	MBS 价值分析的常用方法	(158)
第二节	MBS 价值分析的 OAS 方法	(164)
第三节	期权调整利差方法的评述	(176)
第九章	资产证券化的风险	(181)
第一节	资产证券化的风险概述	(181)
第二节	证券化产品投资的风险	(186)

第三篇 中国拓展信贷资产证券化的制度研究

第十章	资产证券化的制度基础分析	(201)
第十一章	资产证券化的法律制度	(210)
第一节	资产证券化与法律制度之间的关系概述	(210)
第二节	证券化中的破产防火墙——特殊目的载体	(214)
第三节	我国设立 SPV 的法律环境	(219)
第四节	资产转移的方式及定性	(225)
第五节	资产转让过程中的法律问题	(231)
第六节	资产证券化涉及的其他法律问题	(238)

第十二章 资产证券化的会计制度	(245)
第一节 销售与融资的区别.....	(245)
第二节 销售的会计处理.....	(251)
第三节 合并问题.....	(257)
第四节 交易后会计期间的会计处理.....	(260)
第十三章 资产证券化的税收制度	(262)
第一节 资产证券化税收的两个基本问题.....	(262)
第二节 资产证券化当事人的税收负担分析.....	(264)
第三节 资产证券化税收制度安排的博弈论分析.....	(272)
第四节 对如何解决我国证券化税收问题的政策建议.....	(277)
第十四章 资产证券化与信用制度	(280)
第一节 信用对资产证券化的重要性.....	(280)
第二节 我国信用秩序的现状及其经济分析.....	(282)
第三节 改善信用环境,促进资产证券化的发展.....	(284)
第十五章 资产证券化中的政府推动与监管	(287)
第一节 政府推动.....	(287)
第二节 资产证券化过程中的政府监管.....	(293)
第十六章 资产证券化与机构投资者	(299)
第一节 资产证券化与机构投资者.....	(299)
第二节 证券投资基金.....	(304)
第三节 保险资金.....	(309)
第四节 其他的机构投资者.....	(312)
第十七章 资产证券与中介机构	(315)
第一节 担保机构.....	(315)
第二节 信用评级机构.....	(318)
第三节 投资银行.....	(321)
第四节 律师事务所.....	(323)

第四篇 中国拓展信贷资产证券化的产品

第十八章 住房抵押贷款证券化	(327)
第十九章 商用房产抵押贷款证券化	(339)
第二十章 工商业贷款证券化	(347)
第二十一章 应收款证券化	(356)

第一节	贸易应收款证券化·····	(356)
第二节	信用卡应收款证券化·····	(363)
第二十二章	基础设施收费证券化·····	(371)
第二十三章	汽车贷款证券化·····	(380)
第二十四章	跨国资产证券化·····	(388)
 第五篇 中国拓展信贷资产证券化的突破模式 		
第二十五章	既有实践的分析及突破模式的选择·····	(401)
第一节	个案介绍及分析·····	(401)
第二节	我国证券化的发展阶段·····	(407)
第三节	中国拓展资产证券化突破模式的选择·····	(409)
第二十六章	中国住房抵押贷款证券化的模式分析·····	(415)
第一节	住房抵押贷款证券化的创新与影响·····	(415)
第二节	我国住房抵押贷款证券化的发展·····	(423)
第三节	我国住房抵押贷款证券化的模式·····	(428)
第二十七章	跨国资产证券化的模式分析·····	(436)
第一节	跨国资产证券化的成因·····	(437)
第二节	我国开展跨国资产证券化的问题与对策·····	(442)
第三节	我国开展跨国资产证券化的可能模式·····	(446)
第二十八章	银行业不良贷款证券化·····	(450)
第一节	银行业的不良贷款状况及证券化方向·····	(450)
第二节	资产管理公司不良贷款的证券化·····	(453)
附录 证券资产形式的创新·····		(461)
第一节	金融衍生产品的产生和发展·····	(461)
第二节	加入金融衍生产品属性的证券品种分析·····	(471)
第三节	结构精细化的证券品种分析·····	(481)
第四节	中国创新证券品种分析与建议·····	(485)
参考文献·····		(491)

第一篇

资产证券化的基本理论

第一章 广义的资产证券化理论

资产证券化有广义和狭义之分。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,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。狭义的资产证券化则是指近三十年来国际金融市场上—项重要的金融创新,实际上,狭义的资产证券化是广义资产证券化在广度和深度上进一步发展的表现之一,其主要内容是信贷资产证券化。

提出广义资产证券化这一概念,并从广义资产证券化的角度来考察狭义资产证券化,这是我们的一个尝试,也是本书的主要意义之一。

本章的主要任务就是建立一个广义的资产证券化理论体系,为全书的展开奠定理论基础。^①

第一节 资产运营的一般模式

本节从整个经济的资源配置角度出发,考察了资产的定义、特性和分类,进而分析了资产运营的一般含义,并在此基础上提出了资产运营的一般模式。

一、资产的定义、特性和分类

(一) 资产的定义

关于资产(asset)的定义,国际会计标准委员会认为:“—项资产所体现的未来的经济利益是直接或间接带给企业现金或现金等价物的潜能。这种潜能可以是企业经营能力中的部分生产能力,也可以采取可转换为现金或现金等价物的形式,或减少现金流出的能力,诸如以良好的加工程序降低生产成本。”这个定义是从企业的角度来考察的资产,认为只要具备直接或间接带给企业现金或现金等价物的潜在能力,便应该称为企业的资产。

—个更—般化的定义是美国财务会计准则委员会给出的,认为“资产是某—特定主体由于过去的交易或事项而获得或控制的可预期的未来经济利益。”这里,资产被看做是可以预期得到的经济利益,这种经济利益是靠过去的交易或事

^① 如无特别说明,本章所指的资产证券化都是就这种广义意义而言。

项获得的,资产的主体不再只局限于企业,而是扩展到整个经济中的任何可能的“特定主体”。与此类似的一个定义是经济学家费雪(Fisher)给出的,他认为所有可导致收入增加的东西都是资产。

本书中,我们是从整个经济的角度来考察资产运营的一般模式,所以有必要从整个经济的角度来定义资产。我们给出的定义是:资产是能够给其所有者带来可预期的未来经济收益的能力。

从这个定义出发,资产至少具有如下内涵。第一,资产具有收益性。这是资产的最本质含义,也是资产对于所有者的最根本意义所在。第二,资产具有风险性。资产的收益是在未来提供的,而未来具有许多不确定性,因此资产具有风险性。第三,资产具有产权明确性。资产必须有其明确的所有者,其产权界区必须是清晰的。第四,资产具有非消费性。拥有资产的目的是为了获得未来的经济收益,而不是消费所得的享受收益(效用),尽管所有投资的目的最终都是为了消费。第五,资产具有多种形式。

确定是否是资产只有惟一的标准:能够给其所有者带来可预期的未来经济收益,而在现实经济中,符合这一标准的物质采取了多种形式。

(二) 资产的特性

资产的特性大致可以归纳为流动性、可逆性、可分性、价值的可预见性以及收益性。^①

资产的流动性涉及实现资产价值的便利程度和速度。虽然资产在某一特定时刻具有一定的全额价值,但这种价值的实际实现程度则通常取决于出售该资产的决定是在多久以前作出的。具有完全流动性的资产,无论其出售决定作出得有多迟,该资产都能实现其全额价值。对于不完全流动性资产,其全额价值的实现取决于是否有充足的时间寻找买主,在较短的时间内,这类资产也可以被出售,但出售决定作出得越晚,实现的价值就越少,也就是说出售资产获得的价值和寻找买主的时间成正比。

一项资产的可逆性是指该资产带给其所有者的价值占购买者同期购买该资产所支付成本的百分比。对于一项完全可逆的资产来说,该百分比为100%,表明卖主可以把买主购买该资产的成本全部转换为现金。严格意义上的完全可逆性难以想像。任何资产的交换都必然伴随某些成本支出:对费用、佣金以及买卖

条件。

价值的可预见性则指一种确定性,如果一项资产在未来任何一天的现金价值都可以完全预测,则意味着该资产具有完全可预见性。一般而言,对资产价值的预期会因为投资者和资产种类的不同而有所不同。

一项资产在一段时间内的收益是指在此间持有该资产所带来的全部收入减去花费的成本,收益的形式可能多种多样,可以是实物、货币、证券等,但也必须从资产价值的角度来统一衡量。

(三) 资产的分类

目前在理论上和实践中,主要存在以下几种常见的资产分类。

第一,根据资产的存在形式,可分为有形资产和无形资产。有形资产包括厂房、设备、办公用品、现金等;无形资产包括专利权、商标、品牌等。

第二,根据资产变现的速度,可分为流动资产和固定资产。流动资产是能够较快变为现金的资产;固定资产是不能迅速变为现金的资产。

第三,根据资产在社会资本运动中的地位和作用,可分为金融资产和非金融资产。金融资产包括货币以及有价证券等;非金融资产一般由实物构成,尽管这些实物也可能表现为一定的货币额。

第四,根据资产是否能跟所有者分离,可以把资产分为主动资产和被动资产。被动资产,如土地、厂房等,这些资产跟其所有者可以分离;主动资产,如劳动力、知识等,这些资产跟所有者合为一体。

上面的各种分类都是为了便于说明特定问题的目的而进行的,因此每一种分类在某些特定的情形下有其优越性,同时在其他的情况下又有其局限性。但上面的所有分类都不适合于说明资产运营的一般模式,所以在此有必要对资产作出新的分类。

根据资产的价值形态不同,我们把资产分为“现金资产”、“实体资产”、“信贷资产”、“证券资产”和“智能资产”五类。简单来说,所谓现金资产,是以非消费目的存在的现金,也就是用于投资的现金;实体资产包括实物资产和无形资产两种,主要以企业形式存在;信贷资产就是我们通常意义上所说的债权资产,主要指银行贷款和应收账款;证券资产包括各种有价证券;智能资产是指在资产运营过程中人的知识和能力的水平,是创造新的经济利益的能力。这里要特别说明的是这种分类和上面提到的分类有一个非常重要的区别,即这五种资产形态不是相互对立和排斥的,事实上,同一个资产可以以不同的价值形态同时存在,比如说上市公司的厂房,既以实体资产的形态存在,又同时以证券资产的形态存在。这个重要区别以及五类资产的价值形态更为明确的含义,将在本章的后面部分得到更为充分的阐述。

最后,必须明确本书中资本和资产之间的关系。我们认为,资本是资产的价值形式,而资产是资本的载体,所以,资产和资本这两个概念至少在讨论其运营模式时是可以通用的。

二、资产运营的一般模式

目前国内相关文献对资产运营的论述绝大部分是从企业的角度来考察的,大致可以分为狭义和广义两类。狭义的资产运营强调产权经营,认为资产运营就是通过产权经营实现资产保值增值,并从这个角度出发,把并购重组作为资产运营最为重要的方式。广义的资产运营定义认为,资产运营是公司对其可以支配的所有资源进行优化配置,以实现最大限度资产增值目标的过程。

由于对资产定义和理解的不同,我们对资产运营也有自己的定义。因为资产的所有者不但包括企业,还有个人甚至政府,因此,我们认为应该从整个经济资源配置的角度来定义资产运营。

我们对资产运营的定义如下:资产运营是以价值为中心的导向机制,它以资产价值形态的管理为基础,通过资产的优化配置和资产结构的动态调整来实现资产增值最大化的目标。简单地说,资产运营就是通过资产的五种价值形态自身以及互相之间的转换来实现价值增值的最大化。

从定义可知,资产运营具有如下特点:

第一,资产运营是以价值为中心的导向机制,要求在经济活动中始终以资产增值最大化为目标。资产是能够给其所有者带来可预期的未来经济收益的能力,也就是说资产的价值来源于它为所有者带来的未来经济收益,所以,资产的价值是它所创造的未来经济收益的现值,资产价值最大化也就是资产未来经济收益现值的最大化。

第二,资产运营的对象是资产的五种价值形态。实际上,生产经营只是资产运营的一部分,只是对实体资产进行管理的一项活动,而资产运营不仅包括生产经营过程中的实体资产的管理,还包括其他资产价值形态——现金资产、信贷资产、证券资产和智能资产——的管理以及所有五种价值形态之间的转换。

第三,资产运营注重资产的流动性,强调资产价值形态变换的便利性。资产的流通过程实际上就是资源的配置过程,各种资产的流动性越大,资产价值形态之间变换越便利,则资源配置的效率就越高。

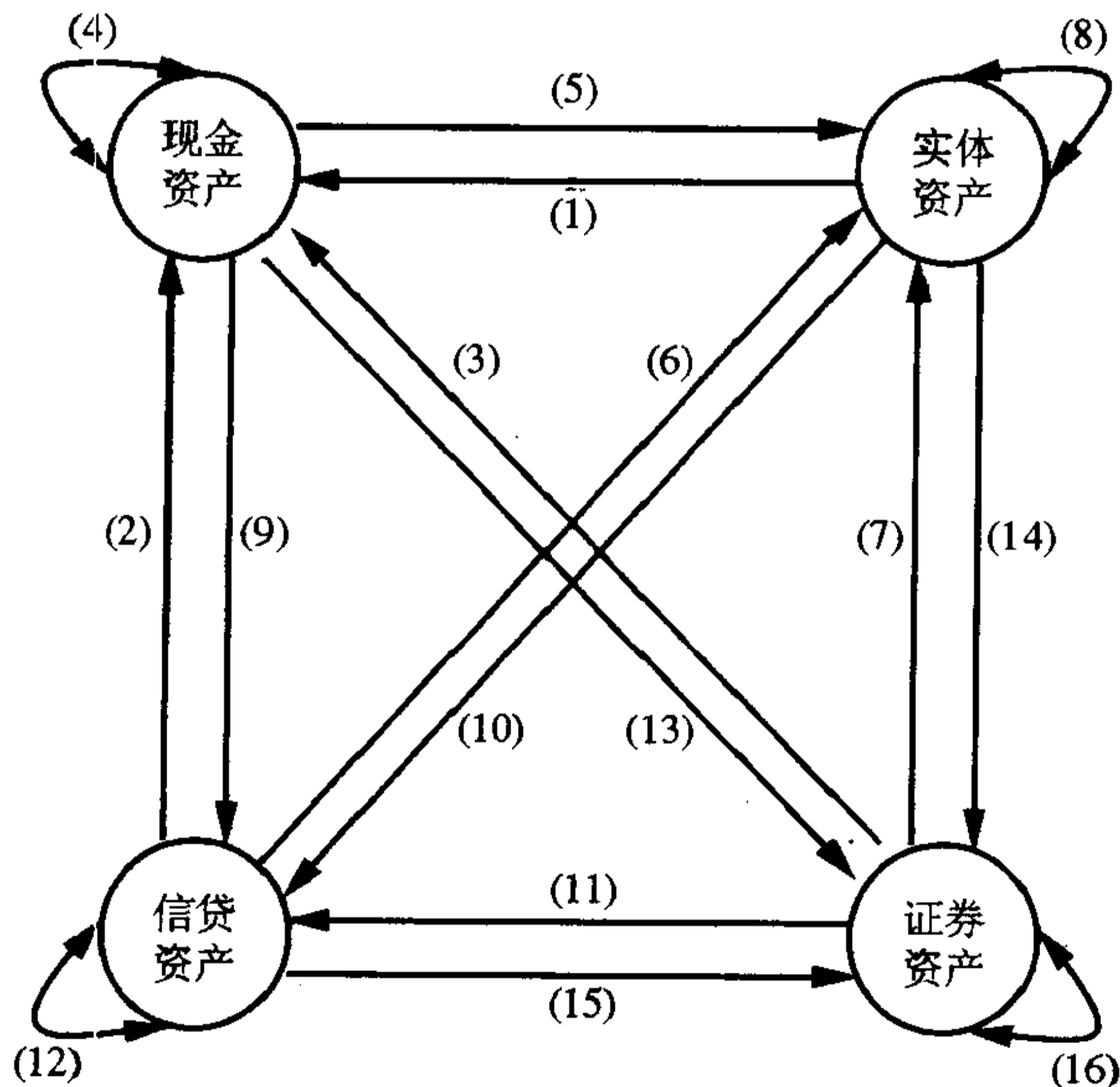
第四,资产运营实际上是一种资产结构优化的过程。资产运营通过资产结构优化,对资源进行合理配置。结构优化不仅指企业内部资源结构如产品结构、组织结构、技术结构、人才结构的优化,存量资本和增量资本结构的优化,更为基本和深层的是指现金资产、实体资产、信贷资产、证券资产和智能资产等价值形

态结构的优化,这主要包括价值形态的空间结构、时间结构和风险结构。资产价值形态的空间结构和时间结构,是指资产的价值形态在一定的空间地域和时间上得到反映,即不同价值形态在空间上和时间上的分布、流通和转化。资产价值形态的结构中最重要的是风险结构,资产收益总是和风险成正相关的,高收益总是伴随着高风险,因此,资产的风险管理就成为投资的重要内容。一般通过套期保值、保险和分散化三种方法来进行风险管理,从而优化风险结构。

第五,资产运营的收益主要来自资产优化组合后效率提高所带来的经济收益的增加,即资产价值的提高。从根本上来说,资产运营收益是产业利润的一部分,表现为较高的投资回报与较低的投资回报之间的差额。但必须承认,如果没有资产运营,就不会有收益的提高。

在上述资产运营定义的基础上,我们可以建立一个资产运营的一般模式。所有的资产运营方式都可以概括为现金资产、实体资产、信贷资产和证券资产这四种价值形态自身以及它们相互之间的十六种转换,并且每一个过程中都有智能资产的运营相匹配以实现增值最大化的目的。其中,资产证券化是最为常见、最为高级的形式之一。

资产运营的一般模式可以用图 1.1 来概括。



“—>”表示资产价值形态的转换,并包含智能资产作用的运营过程,并非现金流的方向。

图 1.1 资产运营的一般模式

需要特别说明的是,上述过程中的箭头并不意味着现金流的方向,而只是资产在不同价值形态之间的转换,例如过程(14)并不意味着现金流从实体资产退