

华
管
普
经

正略钧策
ADFAITH

李景欣 著



信贷资产 证券化 问题研究

人民邮电出版社
POSTS & TELECOM PRESS

本书介绍了信贷资产证券化的概念、功能、结构、风险和信贷资产证券化在国外、国内的实践情况，并重点介绍了我国台湾地区、韩国、日本和美国在资产证券化方面的实践经验，以此为基础，作者对我国信贷资产证券化的法制问题提出了合理的建议。



北京普华文化发展有限公司

分类建议：金融研究

人民邮电出版社网址 www.ptpress.com.cn

ISBN 978-7-115-17091-0



9 787115 170910 >

ISBN 978-7-115-17091-0/F

定价：35.00 元

信贷资产证券化 问题研究

李景欣 著

人民邮电出版社
北京

图书在版编目 (CIP) 数据

信贷资产证券化问题研究 / 李景欣著. —北京: 人民邮电出版社, 2008.1
ISBN 978-7-115-17091-0

I. 信… II. 李… III. 信贷资金—资本市场—研究
IV. F830.5 F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 169741 号

内 容 提 要

本书介绍了信贷资产证券化的概念、功能、结构、风险和其在国外的实践经验, 并以此为基础对我国信贷资产证券化的法制问题提出了合理的建议。

本书适于金融证券业从业人员及大专院校相关专业师生阅读。

信贷资产证券化问题研究

- ◆ 著 李景欣
责任编辑 张亚捷
- ◆ 人民邮电出版社出版发行 北京市崇文区夕照寺街 14 号
邮编 100061 电子函件 315@ptpress.com.cn
网址 <http://www.ptpress.com.cn>
北京隆昌伟业印刷有限公司印刷
新华书店总店北京发行所经销
- ◆ 开本: 700×1000 1/16
印张: 15 2008 年 1 月第 1 版
字数: 185 千字 2008 年 1 月北京第 1 次印刷

ISBN 978-7-115-17091-0/F

定价: 35.00 元

读者服务热线: (010) 67129879 印装质量热线: (010) 67129223

目 录

第一章 信贷资产证券化概述 /1

第一节 资产证券化概述 /1

第二节 信贷资产证券化概述 /15

第二章 信贷资产证券化国际实践概况 /27

第一节 信贷资产证券化产生发展概述 /27

第二节 信贷资产证券化在各国的发展 /31

第三章 我国信贷资产证券化发展概况 /46

第一节 我国实行信贷资产证券化的必要性和可行性 /46

第二节 我国信贷资产证券化的发展历程 /51

第三节 我国港台地区信贷资产证券化的发展历程 /63

第四章 信贷资产证券化的功能与结构 /67

第一节 信贷资产证券化的基本功能 /67

第二节 我国金融机构推行信贷资产证券化的意义 /74

第三节 信贷资产证券化运作的基本结构 /89

第五章 信贷资产证券化的风险分析 /107

第一节 信贷资产证券化的运作流程 /107

第二节 信贷资产证券化的风险与应对 /134

第六章 可供借鉴的信贷资产证券化的立法经验 /153

第一节 我国台湾地区的资产证券化“立法”/154

第二节 韩国的资产证券化立法 /163

第三节 日本的资产证券化立法 /167

第四节 美国的资产证券化法制 /172

第七章 我国信贷资产证券化法制存在的问题与对策 /180

第一节 我国信贷资产证券化法制概述 /181

第二节 我国信贷资产证券化法制存在的问题分析 /186

第三节 完善我国信贷资产证券化法制的若干建议 /214

注 释 /224

第一章 信贷资产证券化概述

第一节 资产证券化概述

一、资产证券化的内涵

经济生活的深化，不断推动着融资方式的创新，从而从不同方面满足筹资者和投资者多样化的需求。作为融资方式家族成员之一的资产证券化，20 世纪 60 年代诞生于美国，20 世纪 70 年代初获得了蓬勃发展。当时，隶属于美国政府的政府国民抵押协会（Government National Mortgage Association, GNMA）以住房抵押贷款债权为担保，向投资大众发行抵押担保证券（Mortgage-Backed Securities, MBS），借此筹措抵押贷款资金。

关于资产证券化的内涵，无论是实业界还是学术界，都尚未形成统一的认识。有从融资过程和最终产品效果角度定义的。例如，美国证券交易委员会（Securities and Exchange Commission, SEC）认为资产证券化是“创立主要由一组不连续的应收款或者其他金融资产集合产生的现金流担保的证券，它可以是固定的或者是循环的，并可根据条款在一定时期内变现，同时附加一些权利或其他资产来保证上述担保

或按时地向持券人分配收益”。^①有从金融本质角度定义的。例如，格顿（Gardener）为资产证券化下的定义是：“资产证券化是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工具，在这里，开放的市场信誉（通过金融市场）取代了由银行或其他金融机构提供的封闭市场信誉。”^②这种定义强调资产证券化是一种不同于机构中介的、以市场为基础的信用中介，是一个对原以机构中介信用为基础形成的资产进行可转让性处置（匹配）的过程。但将资产证券化的双方限定为储蓄方和借款方，显然是将资产证券化只理解为一种银行融资手段，具有局限性。还有从证券化运作流程和融资本质相结合的角度定义的。例如，Shenker & Colletta 研究所提出，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，这种交易被架构为减少或重新分配在拥有或出借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益或债权有更多的流动性。^③Shenker & Colletta 研究所给出的定义，不仅详尽地描述了资产证券化几个必备的基本要素和运作步骤，也揭示了资产证券化分离与重组资产的收益和风险并进行有效配置的金融本质，得到很多学者的肯定。

在国内，学术界对资产证券化概念的界定主要有以下两种表述：一是资产证券化是将缺乏流动性但能够产生可预见的稳定现金流的资产，通过一定的结构安排，对资产中的风险与收益要素进行分离与组合，进而转化为在金融市场中可以出售和流通的证券的过程；二是资产证券化是将缺乏流动性但能产生可预见的、稳定的现金流的资产，分类整理为一批批资产组合，将其出售给特定目的机构或者发行人，然后由后者用购买的组合资产为担保发行证券，经过证券承销商出售给投资者，转换成在金融市场上转让和流通的证券的过程。

尽管国内外的机构、学者从不同角度对资产证券化作了定义，但

是由于资产证券化涉及许多不同交易,涉及的证券不仅包括最基本的按揭支撑证券,还包括复杂的、代表单一资产或者资产集合利益的多层次证券,因此,要给资产证券化下一个很全面的定义是一件很复杂的事情。综合以上定义,笔者认为从过程方面定义似乎更能体现资产证券化的本质,即资产证券化是指将缺乏流动性但具有可预期的、稳定的未来现金流收入的资产组建资产池,并以资产池所产生的现金流为支撑发行证券的过程和技术。

二、资产证券化的产生和发展

资产证券化既是高度发达的市场经济条件下追求利益最大化的必然产物,也是日益完善的法制环境下体现制度组合优势的金融创新。纵观国际金融发展史,金融体系大致经历了三个阶段,每一个阶段都伴随着信用制度的变迁和融资方式的变革。

第一阶段是金融体系本位时期。在这一阶段,银行是积累储蓄和进行投资的主要渠道,通过银行贷款的间接融资方式是这一封闭市场信用时期的主要特色;第二阶段是市场本位时期。在这一阶段,通过在资本或货币市场上发行证券来融资,资本市场成为融通资金的主要渠道;第三阶段是强市场本位时期。金融机构和其他资产所有者通过对其资产进行处理和交易,将已经存在的信贷资产集中起来并重新组合、分割,进而在市场上以证券形式转卖给投资者,从而实现融资的目的。

(一) 资产证券化的产生

资产证券化发端于美国政府支持并积极参与的住房抵押贷款二级市场。美国之所以成为世界上资产证券化最为发达的国家,是因为它有一个发达的抵押贷款市场。第一次世界大战以后,美国经济得到了

迅速发展,房屋建筑业日益繁荣,住房抵押贷款的主要提供者——储蓄贷款协会(Savings&Loan Associations, S&L)也随之快速发展。但是,1929年到1933年的经济大萧条使得全美近1/3的人失去了工作,因而,这一时期不但没有产生新的抵押贷款,大量现存的住房抵押贷款也被迫清偿。为了促进房地产业的发展,减少抵押贷款发放者的贷款利息损失,大萧条过后,美国政府开始着手解决住房抵押贷款的信用风险和流动风险。1970年,隶属于美国政府的政府国民抵押协会以住房抵押贷款债权为担保,向投资大众发行抵押担保证券,借此筹措抵押贷款资金。这标志着资产证券化时代的开始。随后,联邦住房抵押贷款公司(Federal Home Loan Mortgage Corporation)和联邦国民抵押贷款协会(Federal National Mortgage Association)先后在1971年和1981年开始发行住房抵押债券。这种债券模式随后又被推广到其他一切能产生较为稳定的预期现金流的金融资产,如汽车抵押贷款、应收账款、信用卡贷款等,这种债券被统称为抵押担保债券或者资产支持证券(Asset-Backed Securities, ABS)。1989年,美国国会通过了《金融机构改革复兴实施法案》,成立了重组信托公司(Resolution Trust Corporation, RTC)。重组信托公司的具体运作方式是,将储蓄贷款协会账面上的抵押贷款资产出售,构造成抵押贷款组合,以资产组合的现金流为支持,发行资产支持证券。此后,资产证券化市场的发展呈指数化扩张,证券化资产已遍及租金、版税、专利费、信用卡应收款、汽车贷款等广泛的领域。

(二) 资产证券化产生的导因

20世纪70年代,国际经济环境发生了一系列的变化,主要表现是利率和汇率的急剧变化、石油危机、国际债务危机等。利率和汇率的急剧变化给银行业带来很大的冲击,银行业经营风险增大,经营状况日

益恶化；石油危机使各国的生产成本上升，加剧了国际经济领域的竞争，使企业的经营环境恶化，在某种程度上造成了银行资产质量的下降；国际债务危机导致了贷款银行出现了大量的不良资产，同时降低了银行资产的流动性，增大了银行的经营风险。为了规避经营风险，金融界开始寻求新的融资途径，以求将银行的资产盘活，这就有力地推动了资产证券化的产生。

从 20 世纪 70 年代起，西方发达国家纷纷推进了以金融市场的自由化、利率的自由化和金融业务自由化为主要内容的金融自由化进程，放松了金融管制。金融管制的放松加剧了金融业的竞争，为金融机构、金融市场的金融创新带来了广泛的空间，客观上也为资产证券化的诞生提供了必要的前提条件。

（三）资产证券化产生的技术和法律基础

科学技术的发展为资产证券化提供了技术支持。20 世纪 70 年代，电子计算机和电信业飞速发展起来，这些技术在证券市场的广泛推广降低了交易成本，缩短了交易时间，使借款人的证券上市更为方便。同时，随着信息传递和处理技术的发展和信息的逐渐公开，获取信息的成本大幅度降低。这就为资产证券化提供了有效的技术手段。可以说，如果没有科学技术的飞跃发展，资产证券化作为一种创新金融工具的产生是根本不可能的。

美国较为完善而又灵活的法律制度也是美国资产证券化比较发达的一个原因。在美国，关于资产证券化的规定散见于各个现存的法律制度中，主要有《统一商法典》、联邦证券法体系（包括《1933 年证券法》、《1934 年证券交易法》、《1939 年信托契约法》和《1940 年投资公司法》）和各州的蓝天法、破产法、税法，同时还有一系列调整合同关系和信托关系的判例法。在美国，除了取得信用评级机构对拟发行的资

产支持证券的信用等级的认同外,对资产证券化并无其他管理上的特殊要求。^④如此宽松而又完备的法制环境为资产证券化这一复杂的法律复合产物提供了肥沃的土壤。

(四) 资产证券化在世界主要国家的发展

作为 20 世纪 70 年代以来一项重要的金融创新,资产证券化改变了传统的投融资体制,给金融领域带来了巨大的变革,因而在世界各主要国家和地区得到了迅速的发展。

在美国,1985 年全美资产支持证券发行总额为 8 亿美元;到 1992 年,资产支持证券发行总额高达 1888 亿美元;截止到 2001 年,美国的资产支持证券累计发行额达到 21 078 亿美元。^⑤1990 年,美国 3 万多亿美元未偿住房抵押贷款中,50% 以上实现了证券化。1997 年底,美国资产支持证券总金额已达 16 000 亿美元,成为仅次于美国联邦政府债券的第二大金融市场。而到 2005 年,美国资产支持证券总额已经超过美国联邦政府债券的发行规模。可以说,美国资产支持证券市场已成为其他各国资产证券化市场发展的样板。

欧洲是除了美国以外为资产证券化发展最领先的地区。在欧洲,英国是资产证券化发展最快的国家,不仅拥有欧洲最大的证券化市场,也是美国之外世界上第二大证券化市场。到 1991 年中期,英国抵押担保证券市场已达到 105 亿英镑的规模。1999 年,英国国内已发售的资产证券化交易额大约为 260 亿美元,证券化的资产类型已扩大到个人贷款、汽车贷款、设备租金、贸易应收款、信用卡应收款、酒店应收款等。法国在 1988 年 12 月建立了资产证券化的法律框架。1994 年 12 月,法国第一个信用卡证券化交易成功完成。到 2002 年 5 月 31 日,法国占据了欧洲资产证券化市场 22% 的份额。意大利于 1999 年通过了《证券化法》,内容包括应收款转让、特定目的机构的组建与运作、

证券发行、税收等诸多证券化运作的内容。意大利证券化市场在这项立法生效后有了迅速的发展,2001 年的数量比 2000 年增长了 4 倍,达到 341 亿欧元,一跃成为仅次于英国的欧洲第二大资产证券化市场。^⑥

亚洲国家的资产证券化在 20 世纪 90 年代上半期已有一定程度的发展,但相对于欧美较为普遍的证券化实践,亚洲的证券化进程还处于起步阶段。1997 年东南亚金融危机爆发后,亚洲企业和银行的资产结构和融资能力受到严重影响,具有融资和优化资本结构优势的资产证券化为此因缘际会,迅速发展起来。日本于 1992 年通过《商业特定债券管理法》,1994 年通过《不动产特定合资企业法》,2000 年修改了《通过特定目的公司提高特定资产流动性法》,并将其重新命名为《资产证券化法》,其法制环境可谓趋于完备。在这样的环境下,日本 1998 年和 1999 年资产证券化的交易数量增长率都达到 100%,1999 年日本的资产证券化数量达到了 232 亿美元。^⑦20 世纪 90 年代以后,中国香港、印度尼西亚、韩国、马来西亚等亚洲的国家和地区的资产证券化得到快速发展。这一时期亚洲国家和地区的资产证券化发展具有下列特点:一是发展速度快。据不完全统计,1997 年至 1998 年上半年,通过公开方式发行的资产支持证券超过 30 亿美元,通过私募方式发行的就更多了。二是形式多样。不同于以房地产抵押支撑为主的欧美资产证券市场,亚洲企业首先想到的是利用证券化解决资金流动性不足的燃眉之急。1997 年以后,日本的从属抵押贷款债券快速发展;韩国从一开始就大力发展贸易应收款证券、汽车贷款租赁应收款证券等。为了加速开发亚洲资产证券化市场,1995 年底由亚洲开发银行和美国资本市场担保公司共同发起,联同东南亚一些政府和国际著名金融机构,在新加坡组建了亚洲第一个资产支持证券金融保险机构——证券化和基础设施担保公司(简称“亚洲担保公司”),致力于在东南亚地区推广资产证券化并提供金融担保,以协助东南亚各国发展这种融资方式。

三、资产证券化的分类

资产证券化作为一种金融创新，具有比传统融资方式更为经济的优点。因为一般而言，只要能在未来不断地产生收益的长期资产，就可以使用证券化技术来出售它，从而获得当前的收益。因此，在最初的住房抵押贷款证券化以后，被证券化的金融资产种类越来越多，证券化交易的组织结构也越来越复杂。

对于资产证券化的分类，不同学者有不同的见解，如有学者依据不同的标准对其进行了以下的分类^⑧。

①按被证券化的资产类型划分，可分为住房抵押贷款证券化、其他贷款及应收款证券化、金融资产证券化和可产生稳定现金流的资产的证券化。

②按担保证券权益的资产性质划分，可分为抵押贷款（包括住房抵押贷款和商业抵押贷款）的证券化和非抵押贷款的证券化，由此产生了抵押担保证券和资产支持证券两类证券和相应的两类市场。

③按拟证券化资产风险转移的方式划分，可分为标准证券化或传统证券化（Standard Securitization or Traditional Securitization）和综合证券化（Synthetic Securitization）。在标准证券化中，发起人通常将拟证券化的资产和附属于其上的信用风险通过一定的风险隔离（Risk Remoteness）机制转移给特定目的机构（Special Purpose Vehicle, SPV），由特定目的机构以这些资产信用为基础，发行证券销售给投资者。综合证券化是随着信用衍生工具（Credit Derivatives）的广泛运用，在标准证券化基础上发展起来的证券化类型。发起人利用信用衍生工具将与资产有关的信用风险转移给第三方，而资产通常还留在发起人的资产负债表上。

④按证券化的资产汇集情况划分，可分为以循环型资产集合（Re-

volving Portfolio) 为对象的证券化和以清偿型资产集合(Liquidating Portfolio)为对象的证券化。前者担保证券发行的资产池是由许多短期的资产组成的,后者担保证券发行的资产池是由许多长期的资产组成的。

⑤按证券化产品的基本结构划分,可分为基本的转递证券(Pass-through Securities)和转付证券(Pay-through Securities)及其衍生的剥离证券(Stripped Securities)和现金流证券(Cash Flow Securities)。

另有学者对资产证券化进行了以下分类^⑥。

①以可证券化的资产来划分,包括居民住宅抵押贷款、私人资产抵押贷款、汽车销售贷款、其他个人消费贷款、学生贷款、商业房地产抵押贷款、各类工商企业贷款、信用卡贷款、转账卡应收款、计算机租赁、办公设备租赁、汽车租赁、飞机租赁、制造商和销售商的交易应收款。

②以资产证券化的交易结构来划分,即依据“证券化过程中所有权是否转移”及“资产未来收益是否指定用于资产证券的本利支付”这两条标准,分为转递证券、资产支持证券和转付证券。

③以资产证券化的支持类型来划分,分为普通资产证券、信用卡资产支持证券、资产支持债务、资产支持优先股、资产支持商业票据。

此外,有学者还依据实施证券化的具体资产类型,将证券的类型基本分为三大类:即抵押担保证券、资产支持证券和多级抵押证券。所谓抵押担保证券就是以住房抵押贷款作为资产池而发行的证券,这种证券化的产品又可以依具体的房产不同分为居民住房抵押贷款证券(Residential Mortgage-Backed Securities, RMBS)和商业用房抵押贷款证券(Commercial Mortgage-Backed Securities, CMBS)。资产支持证券的特征就是它的基础并不是房地产而是其他资产,因为在美国的房地产贷款都是有抵押品的,而其他贷款,如信用卡贷款、应收账款则是没有抵押品的资产。多级抵押证券是由一组证券组成,又被称为担保抵

押证券(Collateralized Mortgage Obligation, CMO),其最初的形式是以抵押贷款组成的资产池为支持发行的多种期限、多种利率的一组抵押证券。现在多级抵押证券就是用来指多级的证券,证券级别的种类从三种到六种不等,一般是由四个级别构成的。^⑩

不同的学者从不同角度对资产证券化进行了不同的分类,可谓是仁者见仁,智者见智。从有利于理论探讨和实践操作的角度,笔者认为可以将其分为实体资产证券化、证券资产证券化、现金资产证券化和信贷资产证券化四大类。

①实体资产证券化是指在资产运营中,实体资产向证券资产转换的过程。也就是以实物资产和无形资产为基础发行证券并上市的过程,即我们通常所说的“一级市场证券化”,主要包括股票、债券、产业投资基金的发行与上市。

②证券资产证券化主要是指以证券资产或其组合的未来现金流为支撑发行证券,投资者直接投资于后一种证券资产获得投资收益。当今证券资产证券化的代表是证券投资基金(Investment Funds),其运作流程是:通过发起和设立基金,发行基金份额,投资者凭持有的基金份额可以得到基金的利润分配;而基金的资产为其所持有的证券资产组合,基金资产运营的收益直接来自于持有的证券资产组合。

③现金资产指的是不用于消费获得消费性效用,而用于投资以获取未来经济收益的现金。相应地,现金资产证券化就是指现金资产向证券资产的转换,即投资者将现金资产投资于证券,获得证券的未来现金流,实现预期的经济收益的过程,也就是证券市场中最基本的现金资产和证券资产相互转换的过程。

④信贷资产证券化即一般意义上狭义的资产证券化,它是在已有的借贷信用基础上发展起来的,基本上属于存量资产的证券化,即我们通常所理解的“二级市场证券化”,其实质是融资者将被证券化的资产的未来现金流收益权转让给投资者。严格地说,“证券化”的不是资

产本身,而是资产未来所产生的现金流。

四、资产证券化的特征

资产证券化最具创新之处当属“风险隔离”机制的设计,这也是资产证券化的本质特征。所谓“风险隔离”,就是指证券化资产的信用与发起人的信用隔离开来,只要证券化资产确定下来,并已按要求真正出售给特定目的机构,发起人的经营风险就不应再对这些资产产生影响。在股票、债券等融资方式中,凭证持有人的风险和收益是与某个企业整体的运作风险联系在一起的,而在资产证券化融资方式中,凭证持有人的风险和收益只与发起人已出售的那部分能产生稳定现金流的资产的运作风险联系在一起。这样,即使发起人出了问题,其风险也不会转嫁给资产证券的持有者,即资产的卖方对已出售资产没有追索权。这就好像是在卖方与证券发行人和投资者之间构筑了一道坚实的“防火墙”一样,在很大程度上减小了投资者的风险。资产证券化要实现“风险隔离”主要取决于两个因素:证券化资产的“真实出售”^①和在交易结构中设立的特定目的机构。

作为新兴的金融工具,资产证券化与传统融资方式相比,还具有以下明显特征。

(一) 资产证券化是一种结构性融资手段

这种“结构性”主要表现在以下几个方面。

①资产证券化需要多方主体参与,包括发起人、特定目的机构、信用增级机构、信用评级机构、承销商、原始债务人、服务商、投资人等。

②一般在证券化的过程中,为提高证券化资产的质量,发起人往往在资产信用等级的基础上,由自己或信用良好的第三方对资产进行