

# 资产证券化的信托 模式研究

The Analysis of Fiduciary Pattern of Asset  
Securitization

刘向东 著

中国财政经济出版社

## 前 言

资产证券化是当代金融理论与实践的前沿课题。2005年中国正式启动信贷资产证券化试点，资产证券化成为金融研究的重点领域。选择资产证券化的信托模式作为研究资产证券化的主题，围绕信托模式这根主线，从一个新的分析框架对资产证券化进行系统研究具有一定的开拓性。

本书从新制度经济学的角度，并运用金融发展理论、金融结构理论、法律经济学、数理金融学和金融工程学等理论，对资产证券化模式的演进和信托模式进行理论与实证的深入系统研究。论述了资产证券化模式的选择必须适应经济金融发展的内在需求，并依赖于各国特有的制度变迁路径安排，中国资产证券化模式的选择必须遵循中国金融改革的特殊路径的经济逻辑。通过对中国公司制度和信托制度基础条件的解析证明了在我国目前的法律环境和金融制度下，信托模式是实现资产证券化的现实选择，并通过信托业务的探索和创新案例演绎了市场主体的自发演进对政府选择资产证券化模式的中国特殊性，提炼了资产证券化模式选择与发展的逻辑一致性。从信托与资产证券化制度的对接性论证了信托是国际上实现资产证券化应用最广泛的典型模式，从资产证券化、信托与金融体系演进的关系出发，论述了资产证券化、信托业对促进金融体系和市场结构演进的作用，丰富了资产证券化理论和信托理论的研究，对促进资产证券化在中国的现实运行和未来发展，深化中国金融体制

改革和金融市场的发展,具有创新意义。通过对资产转移、破产隔离设计、信用增级、证券设计、流动性安排等重要结构设计和定价机制分析,为利用信托模式开展资产证券化的实践提供有益参考。通过资产证券化信托模式运用的效应分析了资产证券化信托模式的试点对我国银行业、信托公司、金融体系和市场结构的影响,解析了目前我国开展资产证券化存在的主要风险与障碍,从发起机构、资产、投资者范围等方面对我国资产证券化发展进行未来预测,提出了促进我国住房抵押贷款证券化的建议。构建了我国资产证券化的监管原则和监管框架,对发起银行的监管、对受托信托公司的监管、对资产支持证券的监管,提出了切实可行的监管建议。

## Abstract

Asset Securitization is a forward subject of contemporary financial theory and practice. In 2005, China initiated its pilot credit asset securitization move, thus asset securitization has become an important field for financial research. It is a pioneering work for me to choose the fiduciary pattern of asset securitization as the research theme and conduct systematic research of asset securitization by focusing on the gist of fiduciary pattern from a new perspective of analytical framework.

The dissertation is an attempt to study thoroughly and systematically on the pattern evolution of asset securitization and the fiduciary pattern both theoretically and empirically from the perspective of New Institutional Economics, and the comprehensive application of financial development theory, financial structure theory, contractual theory, mathematical finance and financial engineering, etc.. It discusses that the pattern selection of asset securitization must suit the inner requirement of economical and financial development, and depend on the special institutional transition path arrangement of different countries. The pattern selection of asset securitization in China must follow the economical logics of special path of China's financial reform. It traces that the fiduciary pattern is the realistic choice to realize asset securitization in China under the current legal circumstances and financial system by analysis of the basis condition of China's corporate system and fiduciary

system. It deducts China's particularity of the effect of spontaneous evolution of market subjects towards government choice of the pattern of asset securitization by investigating the trust practice and innovation cases. So it extracts, condenses, and develops the logical coincidence of the pattern selection and development of asset securitization. The dissertation demonstrates that trust is the typical pattern of most widely used in international asset securitization market from the correspondence of fiduciary system and asset securitization. From the evolution relationships among asset securitization, trust and financial system, it demonstrates the function of promoting the evolution of financial system and market structure by asset securitization and trust industry. It enriches the theoretical research both for asset securitization and trust. The dissertation has innovation significance on motivating the realistic process and future development and deepening the financial systematic reform and financial market development. It provides beneficial reference for conducting asset securitization practice of using the fiduciary pattern by the analysis of important structural design and pricing mechanism such as asset true sale, bankruptcy - remote, credit enhancement, security tranch, liquidity arrangement, etc. . It analyses the influence of pilot of the fiduciary pattern of asset securitization on financial sectors such as banks, trust company, financial system and financial market structure in China by the appliance effect. It points out the main risks and obstacles of conducting asset securitization at present, forecasts the future development in the aspect of originators, asset scope, investors etc. , and promotes suggestions to motivate mortgage - backed securitization in China. The dissertation proposals the structures of supervisory principles and framework, and gives reasonable supervisory suggestions upon originator, trustee and securities.

# 目 录

导 论	( 1 )
第一章 资产证券化的基本原理分析	( 21 )
第一节 资产证券化的发展演进	( 21 )
第二节 资产证券化的结构安排与结构特征	( 39 )
第三节 资产证券化的本质	( 50 )
第四节 从新制度经济学看 SPV 对资产证券化机制形成作用的理论分析	( 54 )
第二章 资产证券化模式的国际比较	( 67 )
第一节 美国的资产证券化模式	( 68 )
第二节 日本、韩国和中国台湾地区的资产证券化模式	( 76 )
第三节 资产证券化模式的国际比较与借鉴	( 85 )
第四节 信托是国际上实现资产证券化应用最广泛的典型模式	( 92 )
第三章 我国资产证券化模式选择分析	( 112 )
第一节 我国资产证券化模式选择的制约因素	( 112 )
第二节 我国选择资产证券化 SPV 模式的制度可能性分析	( 115 )
第三节 信托业务探索对中国选择资产证券化信托模式的推动	( 128 )



## 导 论

### 一、资产证券化信托模式研究的背景和意义

资产证券化是当代金融理论与实践的前沿课题。资产证券化将缺乏流动性但能够产生稳定现金流的资产，进行严谨有效的交易结构和信用提升手段的精心构造，收益与风险的分离和重组，发行证券，实现资产的流动性和可转让性，使传统的融资方式和金融中介服务发生了深刻变化。美国资产证券化专家弗兰克·法博齐（Frank J Fabozzi）和弗兰克·莫迪里亚尼（Franco Modigliani）曾指出，“资产证券化的金融创新浪潮，其真正的意义并不在于发行证券本身，而在于这种金融工具彻底改变了传统的金融中介方式，在借款人与贷款人之间，架起了更有效的融资渠道”。<sup>①</sup>正是由于具有转移风险、提高流动性、实现融资的独特功能，资产证券化在国际上得到了迅速发展。

2005年，资产证券化在中国经过近十年的理论探讨和立法准备后，信贷资产证券化试点工作正式启动。3月21日，国务院批准了国家开发银行和中国建设银行作为我国银行资产证券化试点单位，分别进行信贷资产证券化（ABS）和住房抵押贷款证券化（MBS）的试点。资产证券化的配套制度和法规陆续出台。《信贷资产证券化试点管理办法》、《信贷资产证券化试点会计处理规定》、《金融

<sup>①</sup> Frank Fabozzi and Franco Modigliani, *Capital Market: Institutions and Instruments*, 1996.



机构信贷资产证券化试点监督管理办法》等的实施，有利于指导规范信贷资产证券化业务操作。2005年12月国家开发银行和中国建设银行两家信贷资产证券化试点单位在全国银行间债券市场成功发行资产支持证券。随着我国经济金融体制改革的深化和金融市场的发展，中国的资产证券化必将具有广阔的发展前景。

资产证券化试点的启动使资产证券化成为金融研究的重点领域。资产证券化是一个内涵、外延非常庞大复杂的领域，将研究主题确定为资产证券化的信托模式，对资产证券化的信托模式进行深入系统研究，主要基于以下因素：

### （一）从资产证券化的信托模式对资产证券化发展的重要性考虑

严谨有效的交易结构对于资产证券化的成功运作至关重要，而特定目的载体（Special - Purpose Vehicle, SPV）是资产证券化的主要特点之一，是资产证券化交易结构严谨性、有效性的精髓所在。SPV形式的选择是为了满足发起人的证券化目标，是作为微观主体的内在抉择问题。同时又由于SPV是资产证券化交易结构的中心，承载着资产证券化的核心功能，所以对SPV形式的选择又直接关系到破产隔离机制的实现和发行证券的形式，关系到SPV所发行的证券是否能够适应市场需求、实现预期的融资效果，满足资金需求方和投资者双方供需的外在性问题。当这种需要得到更好的满足时，资产证券化就能吸引更多的投资者，实现更大的储蓄向投资转化的规模，改善金融结构，使金融体系在运行效率上得到进一步提高。因此SPV形式的选择也是一个关系到金融运行的宏观问题。

从国际经验看，以SPV的形式为标准，资产证券化可以设计多样化的操作模式，如特定目的信托（special purpose trust, SPT）模式和特殊目的公司（special purpose company, SPC）模式。特定目的信托模式是国际资产证券化的典型模式之一。在我国，随着信托相关法规的完善和信托业务的不断创新，信托公司在住房抵押贷款

信托、信贷资产转让信托、不良资产处置、应收账款、基础设施收费等方面进行了准资产证券化业务的有益探索,可以说信托业务创新推进了资产证券化在中国的实际操作。信托在资产证券化业务方面具有很强的制度优势 and 创新能力优势,中国的资产证券化试点选择了特定目的的信托模式,基于特定目的信托的基本原理,实现基础资产与原始权益人的破产隔离,信托模式是我国目前现实条件下实施资产证券化的惟一选择。在中国经济转型和金融制度变迁的宏观背景下,结合中国的现实需求,对通过信托模式启动资产证券化进行系统深入的理论实务政策研究,对促进资产证券化在中国的现实运行和未来发展,对促进中国金融体制改革和金融市场的发展,具有重要的理论和实践意义。同时信托模式的确立,提升了信托公司在资产证券化领域中的地位,为信托公司带来了巨大的市场机遇。信托在资产证券化中的突破使个人信托扩展为机构式信托,也使信托业经营管理的职责更加多元化。通过信托模式的研究推进资产证券化业务的演进,也促进信托经营管理职能的演进,适合中国金融业发展进程的需要。

## (二) 从资产证券化在国内外的研究基础考虑

1. 国外研究动态与发展综述。资产证券化是近三十年来世界金融领域最重大和发展最快的金融创新之一,资产证券化的产生,导致了金融体系的巨大变革。西方的一些经济学家以经济学的分析方法,对资产证券化进行了理论研究,可以说是资产证券化的实践推进,丰富和发展了西方资产证券化的金融研究理论。

美国是资产证券化的起源地,是全球最大、最发达的资产证券化市场,也是资产证券化理论研究的最前端。最早的证券化是1970年由政府国民抵押协会(GNMA)发行的由联邦住宅管理局(FHA)和退休军人管理局(VA)提供担保的抵押贷款证券(MBS)。1977年由所罗门兄弟公司做承销商,美洲银行发行了第

一笔抵押支持的过手证券 (pass-through)。1977年,美国投资银行家莱维斯 S. 瑞尼尔 (Lewis S. Ranieri) 首次使用“资产证券化”(Asset securitization) 这一术语。多年来诸多学者专家对这一金融创新给出了各自的定义。James A. Rosenthal 和 Juan M. Ocampo (1988) 定义资产证券化为:“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的形式出售。”Christine A. Pavel (1989) 认为,证券化指的是贷款经组合后被重新打包成证券并出售给投资者,它提供了一种新的融资来源,并可将资产从贷款发起人的资产负债表中剔除,经常用于很难直接出售的小型贷款的出售。Gardener (1991) 认为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匹配的一个过程或工具。

资产证券化的发展重构了金融体系。经济学家 Rybczynski 从全球金融市场演变的历程出发,将金融体系随经济的发展分为银行本位时期、市场本位时期和证券化时期。证券化的发展意味着金融市场的信用中介有“脱媒”的发展趋势。Benveniste 和 Berger (1987)、James (1988) 利用最优风险配置模型说明了证券化可以改善风险分担并避免投资不足问题,提供融资效率。Winton (1995) 分析了多个投资者对单一借款人条件下的融资,其结果是最优契约是带有等级之分的债务契约优先/次级结构的融资方式具有更高的效率。目前许多学者和金融机构的研究人员更是从金融工程学的角度进行金融技术创新研究,推进资产证券化的迅速发展。随着资产证券化衍生证券技术和金融工程技术的发展,资产证券化在风险转移创新、提高流动性创新和信用创造创新方面的功能不断提升,新的金融创新和金融工具的不断推出催生金融市场多方面的深刻变革。

从资产证券化 SPV 模式的选择看,美国在三十多年资产证券化的创新过程中,由于法律的不断完善和政府根据证券化的需要不断创设新的实体,演绎出 SPV 多样化的模式。而在后来起步的

比较有代表性的日本、韩国等国家和地区，由于经济金融制度和市场条件不同，通过立法确立了本国的模式来促进资产证券化发展。有关各国 SPV 模式可以散见于各国的有关法规和文献，然而尚未有人对此进行系统研究，尤其缺乏对信托模式的系统研究。如果对有代表性的国家和地区的资产证券化的模式进行系统的国际比较研究，有利于清晰地认识资产证券化模式的选择与各国金融发展的内在需求和制度基础的路径依赖关系，借鉴国际经验在现实条件约束下完善中国信托模式的制度设计和促进资产证券化在中国的发展。

2. 国内研究动态与发展文献综述。在我国，资产证券化的理论研究推动了实践的探索。早在 1983 年就有人开始介绍资产证券化。但由于经济金融的现实情况，直至 1998 年亚洲金融危机后对金融安全乃至经济安全的关注才使资产证券化研究在中国真正开始，高校、研究机构、金融机构、地方政府等纷纷开展资产证券化研究，无论是理论界还是实践界都对资产证券化显示了浓厚兴趣。1998 年 1 月张超英、翟祥辉出版了《资产证券化——原理、实务、实例》，系统介绍国外资产证券化理论和实务。2000 年成之德等主编了《资产证券化理论与实务全书》，囊括了资产证券化的基本原理与操作技巧等内容。国内对资产证券化的研究引起了国家领导、金融主管部门对资产证券化的重视。国务院货币政策委员会、中国人民银行先后召开研讨会，探讨在中国推行资产证券化问题。自 20 世纪 90 年代中期，深圳、上海等大城市开始进行房地产抵押贷款证券化业务探索。1999 年，中国人民银行、中国证监会都把资产证券化作为重点研究课题。2001 年以后，中国人民银行货币司和金融市场司牵头成立资产证券化小组。这一时期研究的目的主要是介绍资产证券化金融工具创新的特性，描述资产证券化的发展过程、功能和作用，借鉴国外资产证券化市场的发展经验，将资产证券化的思想引入中国，促进中国开展资产证券化业务。在中国资产证券化如

何开展中，一种观点主张试点先行，根据试点中出现的问题进行有针对性的立法及政策配套工作；另一种观点主张制度先行，先解决立法及配套政策确保有章可循。围绕基础资产的选择，有“不良资产模式”、“住房抵押贷款模式”、“基础设施收费模式”、“出口应收款模式”等，从 SPV 的角度，最有代表性的是何小锋等（1999）曾总结的三种突破模式：其一，表内资产证券化模式，不设立 SPV，由商业银行直接以基础资产为支撑发行证券，缺点在于不能实现破产隔离。其二，跨国资产证券化模式，国内发起人将基础资产出售给国外的 SPV，由后者发行资产支撑证券，但结构复杂。第三种模式是，发起人通过设立 SPV 实现破产隔离。而关于设立 SPV 又汇总了三种突破模式，国有独资 SPV、特殊目的信托、资产管理公司设立子公司 SPV。<sup>①</sup> 2000 年中国工商银行、中国建设银行曾向中国人民银行上报抵押证券化计划试点方案，四家资产管理公司也提出了不良资产证券化方案。然而受到国内经济、法律和其他社会环境的制约，除了理论探讨外，只有一些零星的、个案的资产证券化案例实践。

随着我国经济金融形势的演变，开展资产证券化的基础条件日益具备，资产证券化在中国日益成为一种现实的需求，对资产证券化的研究进一步形成热潮。2001 年《信托法》颁布实施以来，高校、研究机构、金融机构、政府开始探讨利用信托制度的优势在中国开展资产证券化业务，信托业务创新推进了资产证券化在中国的实际操作。2005 年，信贷资产证券化试点工作正式启动。以信托模式开展资产证券化成为人们关注的热点。理论界、信托实务人士开始探讨在信托模式下信托投资公司的业务发展。然而尚未有人对资产证券化信托模式的理论、操作和监管进行系统研究，为中国以信

<sup>①</sup> 何小锋等著：《资产证券化：中国的模式》，北京大学出版社 2002 年版，第 225 页。

托模式开展资产证券化提供理论和实践的参考。

证券化的实践已在中国正式展开,实践为研究资产证券化信托模式的建设提供了新契机,实践期盼着资产证券化研究的深入、创新和发展,实践的探索也将为资产证券化研究的新突破提供现实支持。选择资产证券化的信托模式作为研究资产证券化的主题,围绕信托模式这根主线,从一个新的分析框架对资产证券化的信托模式进行系统研究形成自己的研究体系具有一定的开拓性。

本书作者结合自己从事信托业的实际经验,在研究过程中力求跟踪国内外关于资产证券化的最新研究成果和操作动态,运用新制度经济学、金融发展理论、金融结构理论、契约理论、法律经济学、数理金融学和金融工程学等理论和工具,结合中国的实际情况,对资产证券化信托模式进行系统研究,形成自己的观点。

## 二、资产证券化信托模式研究的理论基础和分析框架

近20年来,新制度经济学的发展对经济学产生了巨大和深远的影响,以科斯、诺斯等为代表的新制度经济学家对新制度经济学具有决定性意义的深入阐述使制度是促进经济增长的关键要素的观点日益深入人心,科斯、诺斯先后于1991年和1993年获得诺贝尔经济学奖。新制度经济学的分析范式为研究资产证券化的发展和SPV这一制度安排提供了崭新的视角。

新制度经济学通过融合新古典经济学的分析方法,引入交易成本范畴,并利用博弈论、信息经济学、合约理论等最新成果作为制度分析的有效工具,从新的视角发展了有关制度起源、制度的作用以及制度变迁的经济理论框架。在此通过对新制度经济学的分析范式进行简要而全面深入的文献综述,为全书关于资产证券化基本原理和信托模式的研究提供理论基础和分析框架。

### (一) 制度、制度安排与制度结构

诺斯 (Douglas North 1990)、赫尔维茨 (Hurwicz, 1993, 1996)、柯武刚和史漫飞 (2000)、青木昌彦 (Masahiko Aoki) (2001) 等分别给制度下过定义。概括起来, 新制度经济学认为, 制度是一个社会的游戏规则, 是人们创造的、用以制约人们相互交流行为的框架, 更规范地说是决定人们的相互关系而人为设定的一些制约。这些约束条件由正式约束 (如规则、法律) 和非正式约束 (如行为方式、习俗、自我施加的行为准则), 和它们的实施特征所组成, 并决定着社会和经济的激励结构。制度提供了人们相互影响的游戏规则或结构框架, 确立合作与竞争的关系, 构成了一种经济秩序。制度确定和限制了人们的选择集合, 制度是人们相互关系的指南。

制度安排和制度结构是与制度密切相关的两个概念。制度有时仅指一项制度安排, 有时则指整个制度结构。一项制度安排, 是支配经济单位之间合作与竞争的方式的一种安排, 制度安排可能是正规的, 也可能是非正规的, 可能是暂时的, 也可能是长期的。制度安排形式分为纯粹自愿、政府安排以及半自愿半政府三种。诺斯和戴维斯认为, “制度安排的目标在于提供一种结构使成员获得一些在结构外不可能获得的追加收入, 或提供一种能影响法律或产权变迁的机制, 以改变合法竞争的方式”。制度安排是管束特定行为模型和关系的一套行为规则, 是支配经济单位之间可能合作与竞争的方式的一种安排。

所谓制度结构, 指的是某一特定对象中正式和非正式的制度安排的总和。制度结构不能看作是不同制度安排的数量构成。任何一种制度结构中的不同制度安排的地位和作用并不相同, 有些制度是根本性的, 有些则是非根本性的, 有些处于核心地位, 有些则处于辅助地位。任何制度在运作中实现其功能的程度体现着制度的效率。正如诺斯所言 “没有一个有效率的市场不是处于由市场参与者

参与其中的制度结构之中。”任何一项制度安排的运行效率都必定内在地联结着其他的制度安排，共同“镶嵌”在制度结构中，取决于其他制度安排的完善程度，取决于制度结构中制度安排间的耦合作用。

## （二）新制度经济学的制度观

赫尔维茨（Hurwicz，1993，1996）认为，博弈规则可以由参与人能够选择的行为（“决策集”），以及参与人决策的每个行动组合（profile）所对应的物质结果（“后果函数”）来描述。制度的博弈均衡观有进化博弈论（evolutionary game approach）和重复博弈论（repeated game approach）。进化博弈论的代表性工作是由萨格登（Sugden，1986，1989）、扬（Young，1998）和鲍尔斯（Bowles，2000）等进行的，认为参与人的行动习惯可以自我形成，不需要第三方实施或人为设计。重复博弈论主要得益于格雷夫（Grief，1989，1994）、米尔格罗姆、诺斯和温加斯特（Milgrom、North、Weigast，1990）和卡沃特（Calvert，1995）的工作，通过运用重复性囚徒困境博弈下的子博弈精练均衡（subgame perfect equilibrium）等复杂的均衡概念，说明特定的策略组合（即实际的博弈路径和参与人预期）一旦确立，就将是自我实施和可维持的。青木昌彦从理解制度的多样性和制度变迁的过程出发，通过《比较制度分析》，大大推进了新制度经济学形成系统的理论框架的进程。

1. 制度的内生性。新制度经济学从内生的角度分析制度的起源和实施。青木昌彦<sup>①</sup>认为制度是一种博弈均衡，制度是关于博弈如何进行的一个自我维系系统。制度的本质是对均衡博弈路径和固定特征的一种浓缩性表征，该表征被相关域几乎所有参与人所感知，认为是与他们策略决策相关的。这样制度就以一种自我

<sup>①</sup> 青木昌彦：《比较制度分析》，上海远东出版社2001年版，第11页。



实施的方式制约着参与人的策略互动，并反过来被他们在连续变化的环境下的实际决策不断再生产出来。因而制度是内生的，由制度博弈的参与人的策略互动内在地产生的，是可以自我实施和自我维持的。制度作为共有信念的自我维系系统，其实质是对博弈均衡的概要表征（summary representation）或信息浓缩（compressed information），起着协调参与人信念的作用。在任何情况下，某些信念被参与人共同分享和维系，由于具备足够的均衡基础而逐渐演化为制度。制度自我实施的内在属性使之可以视为特定历史局势中的一种“纳什均衡”状态，是参与人在特定的战略局势中根据自己确定的目标策略与对方进行博弈求得最后均衡的过程。

2. 制度的相互关联和相互依赖互补性。任何制度结构都是由众多制度安排耦合而成的复杂的制度系统，制度结构中的各种制度之间是相互关联的，制度安排之间总存在各种各样的相互依存性和关联性，存在制度上的互补性。一项制度的实施会产生一些与此制度相适应的大量正式和非正式制度，形成统一的、具有互补性的制度连接体。在青木昌彦的比较制度分析框架下，制度既是博弈规则，也是博弈均衡。作为一种均衡现象，制度是重复博弈的内生产物，但同时制度又规制着该领域中参与人的战略互动。制度代表了在整个时期实际上重复参与博弈的行为人的战略互动过程的一种稳定状态，是关于博弈重复进行的主要方式的共同信念的自我维护系统。制度既是参与人持续不断的战略互动的产物，同时又独立于个体参与者的行为选择。制度变迁的机制常常包含着参与人的战略所赖以建构的可行行为集合的创新或变革。<sup>①</sup> 制度变迁的过程可以理解为参与人协同修正其共同信念的过程。制度的内生博弈分析方法为分析经济中各项制度相互依赖关系提供了理论框架。共同信念对于制

<sup>①</sup> 青木昌彦：“沿着均衡点演进的制度变迁”，《制度、契约与组织——从新制度经济学角度的透视》，经济科学出版社2003年版，第114页。