

THE HANDBOOK OF ASSET SECURITIZATION

资产证券化手册

(日) 古川令治 著
张 明



案例丰富 通俗易懂
迅速掌握资产证券化知识

资产证券化手册

[日] 古川令治 著
张 明

 中国金融出版社

责任编辑：何 为

责任校对：张京文

责任印制：尹小平

图书在版编目 (CIP) 数据

资产证券化手册 (Zichan Zhengquanhua Shouce) / (日) 古川令治
张明著. —北京: 中国金融出版社, 2006. 8

ISBN 7 - 5049 - 4144 - 1

I. 资... II. ①古... ②张... III. ①资本市场—研究②证券
投资—研究 IV. F830. 91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 090199 号

出版

发行 **中国金融出版社**

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010)63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 三河市瑞丰印刷有限公司

尺寸 155 毫米×225 毫米

印张 11.5

字数 137 千

版次 2006 年 8 月第 1 版

印次 2006 年 8 月第 1 次印刷

定价 39.00 元

如出现印装错误本社负责调换

序 言

2000 年我创建了 Asset Managers 公司，这是一家专门从事资产证券化服务的公司。二年之后，该公司就在日本纳斯达克证券市场成功上市（证券代码 2337）——这也是最后一家在该市场上市的企业。上市之初，Asset Managers 的股票市值在 50 亿日元左右。

上市后不久，我们通过公开收购的方式（Take-Over Bid, TOB）收购了同在日本纳斯达克证券市场上市的新日本纺织公司（证券代码 3121）60% 的股份——这家公司拥有多座写字楼、保龄球馆和仓库等资产——并把它改组成 Asset Managers 集团的分公司，重新冠名为 Asset Investors。当时我们收购该公司股份的价格为 10 亿日元左右。

在日本经济因为泡沫破灭而陷入“失去的十年”的宏观背景下，我们运用资产证券化的技术来进行不良资产的处理。而伴随着日本经济的复苏，Asset Managers 也发展到目前的规模。截至 2006 年 3 月 31 日，Asset Managers 集团的股票市值上升到 1,708 亿日元，Asset Investors 的股票市值也上升到 316 亿日元。

抚今思昔，我感慨万千。我于 1976 年毕业于日本庆应大学法学部之后，一直供职于日本长期信用银行，时间长达 22 年之久。1998 年 10 月，日本长期信用银行破产之时，我被该银行委派到一家大型食品加工公司工作。我是在该食品公司东京办公楼的电视里得知长

期信用银行破产的消息的，当时一边看电视，我的腿就不由自主地颤抖，感觉非常糟糕。就在那一瞬间，我猛然意识到，即使像银行这样坚固的保护壳，最终也有破灭的时候。当我身上这层保护壳被无情地敲碎之际，我盯着正在播放新闻的电视屏幕，泪流满面。

日本长期信用银行倒闭后，我马上回到银行，同人事部的负责人进行商谈。人事部告诉我，由于我的年纪已满 40 岁，银行是不会为我安排出路了，我只有自己去找工作。就在我被劝告离职的一瞬间，我突然想到可以用不良债权的处理作为人生新的出发点。在银行倒闭两个月后，我主动向公司提出辞职。

日本长期信用银行有一个不给离职员工辞退书的惯例，但是我却在 1998 年 12 月 31 日，收到了人生中第一封辞退书。即使到现在，我还经常想起收到这封辞退书的场景，这既是我个人失败和后悔的象征，也反映了时代潮流的可怕。

从银行离职后，我仍然在该食品加工公司工作了一段时间，在这一时期内，我常常在思考与不良债权处理和企业再生有关的金融商业模式。对我来说，我不愿意放弃我在日本长期信用银行 20 多年来的投资银行经验，我要用它来帮助我实现人生梦想。

思来想去，我认为通过运用资产证券化技术来处理不良债权的方式是最为妥善的。因此，2000 年 3 月，我从那家食品加工公司离职，成立了从事不动产证券化的 Asset Managers 公司。

当时我所考虑的商业模型是，运用在美国流行的现金流折现法 (Discount Cash Flow, DCF) 来进行资产证券化。这种方法在当时的日本从未被使用过，因为该方法虽然原理简单，但是操作起来比较复杂。然而事易时移，到了今天，就连日本政府金融厅也采用这种

方法来进行资产评估。

创业伊始，我们在东京筑地租了个很小的两居室，房租每月 13 万日元。在简陋的办公室里，只有电话和家用传真机。虽然我当时心怀不良债权处置的创业梦想，但是现实是相当残酷的。公司 2000 年 4 月的收入几乎为零，当时我每天都担心付不付得起房租，每天我们吃的都是盒饭，日常费用则采用账单付款的方式，这也算是我们从破产企业出来的人的新起点吧。

当时，日本西武百货东京池袋分店需要进行融资。银行只愿意提供 600 亿日元左右的房地产抵押贷款。我提出运用现金流折现法来实现西武百货东京池袋分店的证券化，但是，资产证券化在当时并不为大众所接受，实施起来是非常困难的。况且，很多同行认为，如果采用特定房地产周边房产的价值来衡量的话，该项目要通过资产证券化募集到 1,000 亿日元几乎是痴人说梦。

但是，我坚持认为，房地产的价格不是由周边房地产的可比价格决定的，而是由房地产未来能够产生的现金流决定的。西武百货东京池袋分店的不动产价值恰好在于，它能够不断产生强有力的营运现金。以不动产能够产生的未来现金流为依托，将不动产实物转换成信托收益凭证的证券化商业模式，正是不动产市场再生的关键。我坚信以现金流折现法为基础的资产证券化能够获得成功，而只要这个商业模式是正确的，那么 Asset Managers 公司就能追随时代的潮流并获得成功。

我的建议，得到了一个曾在摩根士丹利和瑞士信贷第一波士顿工作的、有着独立从事企业并购的朋友的强有力的支持，他特地准备了现金流的相关分析资料来支持我的观点，并且向西武百货东京池袋分店的相

关人员进行了游说。最后，Asset Managers 公司拿到了这笔业务。

经过不懈努力，2000 年 8 月，通过采用优先次级安排的信用增级方式，西武百货东京池袋分店的证券化成功募集到资金 1,081 亿日元。这是当时日本国内募集资金第一次超过 1,000 亿日元的不动产证券化项目。此外，我们当时发行了价值 400 亿日元的 AAA 级公司债券，以及价值 118 亿日元的 BB 级公司债券，这也具有划时代的意义。

债券发行获得成功之后，曾经帮助过我的朋友和我本人都非常高兴，因为我们已经改变了日本不动产金融的历史。当天晚上，我们在之前工作的食品加工公司旗下的一家酒吧里开怀畅饮。正是在那一时刻，我第一次深切地感觉到，资产证券化技术可能成为不良债权处理的关键。

2001 年 10 月，我们通过竞拍的方式购得位于东京大久保地区的一间办公室，这是我们拥有的第一件房产。这非常令人开心，因为从此之后，担心不能支付房租的日子一去不复返了。

在成功实施西武百货东京池袋分店的资产证券化项目之后，我们在很多资产证券化项目和构建不动产投资基金方面获得了可喜的成功，因此我们得以于 2002 年 11 月成功上市。之后，我们开展了大量的资产证券化、不良债权处置和企业再生业务。

本书中的案例大多是 Asset Managers 公司直接处理或者合作处理的资产证券化及企业重组案例。如果本书能够在资产证券化和不良债权处理方面对读者有些许启示，我将深感荣幸。

古川令治

日本 Asset Managers 集团董事长

2006 年 8 月

目 录

序 言	1
第一章 资产证券化概论	1
第二章 资产证券化法律知识	14
第三章 资产证券化会计知识	27
第四章 资产证券化税收知识和信息披露	41
第五章 债权的资产证券化	54
第六章 房地产的资产证券化	69
第七章 房地产投资信托基金	89
第八章 日本企业的破产与重建	106
第九章 中国的资产证券化	122
附录一 中国资产证券化：10 万亿市场的诱惑	150
附录二 资产证券化实用资料	154
词汇表	164
主要参考文献	169
后记	172

第一章 资产证券化概论

一、定义

根据“投资百科全书”网站 (Investopedia. com) 的定义, 证券化 (Securitization) 是指, 通过创造一种金融工具来把其他金融资产组合起来, 并且销售给投资者的过程。换句话说, 证券化的本质是一种金融创新, 是将传统金融资产重新组合起来, 以满足企业多样化的融资需求。由此定义来看, 证券化是结构化融资 (Structured Finance) 的一种。

资产证券化 (Asset Securitization) 这个术语, 最早是由美国投资银行家刘易斯·兰尼埃瑞 (Lewis S. Ranieri) 在 1977 年接受《华尔街日报》记者采访时, 首次提出来的。¹ 美国证券交易委员会将资产证券化定义为构造一种证券, “这种证券受到来自一组应收账款或其他金融资产构成的资产池所提供的现金流的支持, 并通过特定条款确保在规定时间内转换成现金以及拥有必要的权力, 这种证券也可以是那些能够通过服务条款或者合适的分配程序给证券持有人提

¹ Leon T. Kendall and Michael J. Fishman, *A Primer on Securitization*, Massachusetts: The MIT Press. 1996, p. 31.

供收入的具有资产支持的证券。”而被誉为“证券化之父”的耶鲁大学教授弗兰克·法博齐（Frank J. Fabozzi）认为，“资产证券化可以被广泛地定义为一个过程，通过这个过程把具有共同特征的贷款、消费者分期付款合同、租赁合同、应收账款或其他不流动的资产包装成可以市场化的、具有投资特征的带息证券”。²

我们可以把资产证券化的定义归纳成以下几个要点：第一，资产证券化的结果是提供了一系列的带息证券；第二，这种证券的偿付，是以特定资产或资产组合未来能够产生的现金流为基础的。只要能够在未来产生可预测现金流的资产，就能够实施证券化；第三，这种融资形式没有经过商业银行，从而属于直接融资的范畴。所谓直接融资是指储蓄者和借款者通过金融市场实现风险和收益的部分或全部匹配的过程。

二、流程

一般的资产证券化流程都涉及以下九个步骤。

第一步，发起人（Originator）明确将要实施证券化的资产，如果需要的话，将相似的资产组建成资产池；

第二步，设立特别目的载体（Special Purpose Vehicle, SPV），来作为证券的发行机构；

第三步，发起人将资产或资产池转让给特别目的载体，这种转让必须构成真实出售（True Sale）；

² Anand K. Bhattaharya and Frank J. Fabozzi, *Asset - Backed Securities*, Frank J. Fabozzi Associates.

第四步，发起人或者第三方对特别目的载体的资产或资产池进行信用增级（Credit Enhancement）；

第五步，由中立的信用评级机构对特别目的载体拟发行的证券进行信用评级；

第六步，特别目的载体以特定的资产或资产池为基础，发行证券；

第七步，特别目的载体以证券发行收入为基础，向发起人支付资产转让的款项；

第八步，由特别目的载体或其他机构作为服务商（Servicer），对资产或资产池进行日常管理，获得资产或资产池产生的现金流入；

第九步，特别目的载体以上述现金流入为基础，向持有证券的投资者还本付息。

三、参与者

资产证券化流程的参与者如图 1.1 所示。

发起人是证券化资产的持有人。为了通过证券化获得融资，发起人需要确认证券化资产，并将证券化资产转移给特别目的载体。一旦这种转移行为构成了真实出售，该资产就从发起人的资产负债表中转出，从而该资产的信用状况同发起人的信用状况就不再具有任何联系。即使发起人破产，发起人的债权人也不能对该资产提出任何追索权，这种真实出售构成的风险隔离被称之为破产隔离（Bankruptcy Remote）。由于发起人对证券化资产相当熟悉，因此发

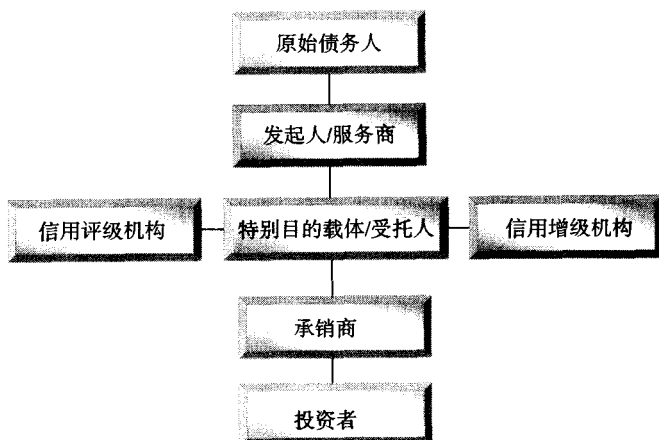


图 1.1 资产证券化流程的参与者

起人在资产证券化过程中往往还充当着服务商的角色，即对证券化资产进行日常管理，以收取该资产在未来形成的现金流收入。发起人在履行服务商角色时，将获得一定的服务费收入作为报酬。

如果证券化资产是债权，那么该债权的原始债务人（Obligator）也是资产证券化流程的参与者之一。原始债务人应该按照债务合同的规定，按时向服务商还本付息。原始债务人偿还的金额将用来对证券投资人还本付息。

特别目的载体是资产证券化过程中最重要的参与者。它一方面接受从发起人那里转让过来的资产，另一方面以这些资产未来产生的现金流为基础发行带息证券。特别目的载体可以采取公司、信托或合伙的组织形式，当采取信托形式的时候，特别目的载体也是一个受托人（Trustee）。

在发行证券的过程中，承销商（Underwriter）的作用不可或缺。

承销商是擅长于证券发行和销售的专业机构，例如投资银行或证券公司。它们帮助特别目的载体在资本市场上发行证券，并且按照募集的金额收取一定比例的服务费。

投资者（Investor）是证券的购买者，在资产证券化的过程中，事实上是投资者向发起人提供了资金融通。投资者包括机构投资者和个人投资者。主要的机构投资者包括商业银行、保险公司、养老基金和对冲基金。

在资本市场上发行的证券，一般都需要专业的信用评级机构提供相应的信用评级。为了帮助投资者在选择资产组合时作出更加准确的判断，信用评级机构本着独立和客观的原则，给出特定证券的信用评级。而证券的信用评级将决定证券的融资成本。信用评级越高，融资成本越低。

为了降低融资成本，特别目的载体就需要提高证券化资产的信用等级，而这就需要进行信用增级。发起人自己采取的信用增级措施被称为内部信用增级，而外部信用增级是由信用增级机构来实现的。信用增级机构包括商业银行和保险公司等。

四、意义

对发起人而言，资产证券化具有如下意义：

第一，发起人可以通过资产证券化，将缺乏流动性的长期资产转变为现金收入，从而加快固定资产周转速度，有利于提高运营效率。对于商业银行而言，面临着资产（贷款）长期化和负债（存款）短期化的期限错配问题，而资产证券化能够把流动性较低的信

贷资产转换成现金收入，从而有助于提高银行的流动性。

第二，发起人一旦将资产转移给特别目的载体，该资产就将从发起人资产负债表的资产方中转出。一方面现金收入增加，一方面资产减少，这能够直接改善发起人的资产收益率（Return on Asset, ROA）。对于商业银行而言，由于《巴塞尔资本协议》规定资本充足率不得低于8%，资产证券化一方面增加了资本金收入，一方面降低了资产数量，从而有助于直接提高商业银行的资本充足率。

第三，由于在资产证券化过程中实现了真实出售和破产隔离，同时还可以采用各种信用增级手段，这就使得发起人的信用等级与证券化资产的信用等级分离开来。对于信用等级较低的发起人而言，通过资产证券化，它完全可能发行较高信用等级的证券，从而不用支付过高的利率，降低了融资成本。

对投资者而言，资产证券化提供了一种新的投资品种，有利于投资者分散投资组合的风险；证券化产品一般有特定资产作为支持，同时辅以多种内外部信用增级手段，因此往往获得的信用评级较高，持有的风险较低；证券化过程中实现了真实出售和破产隔离，这就使得证券化产品信用等级不再受到发起人信用等级和经营状况的影响，具有很强的独立性。

对金融市场而言，资产证券化作为一种直接融资，丰富了企业融资的手段，有助于改变市场过度依赖银行间接融资的状况，有助于降低市场的系统风险；作为一种金融创新，资产证券化能够满足发起人多样化的融资需求和投资者多样化的投资需求，能够更好地匹配双方的收益与风险，极大地提高资金流动的效率。

五、成本与风险

资产证券化作为一项金融创新，并不是只有好处，它也面临着一系列特有的成本和风险。成本是相对于发起人而言的，风险是相对于投资者而言的。

与传统的银行贷款融资相比，从构建特别目的载体、内外部信用增级、信用评级，到发行证券，每一步都需要发起人支付相应的成本。但是相关资料标明，同其他融资方式相比，资产证券化的融资总成本至少要低 50 个基点。³ 这说明资产证券化仍是一种低成本的融资方式。

资产证券化在实现风险隔离的同时，也给持有证券的投资者带来了一系列风险，包括提前偿还风险、信用风险、交易结构风险、利率和汇率风险等。

提前偿还风险包括原始债务人提前偿还风险和发起人提前偿还风险两部分。原始债务人提前偿还风险是指原始债务人偿还本息的时间比计划提前，或者偿还本息的额度比计划更大；发起人提前偿还风险是指，如果证券发行合同规定发起人有权在证券到期前提前偿还全部或部分证券本息，那么在市场利率低于票面利率时，发起人可能回购旧证券发行新证券。这两种提前偿还都给投资者造成了不良影响：第一，它们使得未来的现金流难以确定，从而影响了证券的定价；第二，一旦在市场利率下降时发生提前偿还，投资者将

3 梁志峰（2004）：《资产证券化的风险防范研究——从制度经济学角度的透视》，中南大学商学院博士学位论文。

面临再投资风险；第三，本来市场利率下降时证券价格会相对上涨，但是提前偿还削弱了证券的价值增值空间。

信用风险是指资产证券化各参与者违背其承诺而可能造成的损失。这包括原始债务人不按时还本付息，以及发起人或特别目的载体不按时支付证券的本息。信用风险的产生往往不是由单一因素引起的，它可能是由利率风险、商业周期、自然灾害等因素综合导致的。

作为一种结构化融资，资产证券化的成败与否同融资效率与交易结构具有密切的关系。例如，美国规定资产证券化必须通过真实出售来实现破产隔离，证券化资产必须从发起人的资产负债表中转出；而德国一般不把证券化资产从发起人的资产负债表中转出，一旦发起人破产，发起人的债权人将对证券化资产具有追索权，从而持有证券的投资者面临着本息损失的风险。

利率风险是指证券价格与利率发生反向变动而造成的风险。而跨国实施的资产证券化由于产生和支付现金流的币种不一致，从而面临着汇率变动而造成的风险。

六、起源

资产证券化起源于 20 世纪 70 年代的美国，这种金融创新产生的原因有两点。第一，当时美国很多州的法律都限制美国银行跨州设置分行，这种单一银行制造成美国国内有 12,000 多家中小银行。很多中小银行在经营中面临着客户要求贷款的数额大于其信贷额度的情况，为了维持客户关系，中小银行常常通过向大银行出售贷款

来回收信贷额度。这种贷款出售的行为为资产证券化的产生埋下了伏笔。第二，在 20 世纪 70 年代的美国爆发了储蓄贷款协会（Savings & Loans Association, S&L）危机，而储蓄贷款协会是美国国内住房抵押贷款的主要提供者之一。储蓄贷款协会依靠吸纳短期存款来发放固定利率的长期贷款，在 70 年代末利率大幅提高之际，储蓄贷款协会的利润受到挤压，出现了大规模的支付危机。为了挽救储蓄贷款协会组织，房地产抵押贷款的二级市场应运而生。这使得储蓄贷款协会可以在二级市场上出售贷款来回笼资金，从而渡过难关。对储蓄贷款协会的救助正是美国资产证券化的开端。

在美国国内最早兴起的证券化产品是抵押贷款支持证券（Mortgage - Backed Securities, MBS）。美国国内有三大机构可以发行抵押贷款支持证券：联邦国民抵押贷款协会（Federal National Mortgage Association, FNMA，俗称 Fannie Mae）、政府国民抵押贷款协会（Government National Mortgage Association, GNMA，俗称 Ginnie Mae）、联邦住房抵押贷款公司（Federal Home Loan Mortgage Corp, FHLMC，俗称 Freddie Mac）。

联邦国民抵押贷款协会成立于 1938 年，主要业务是购买由联邦住房管理局（Federal Housing Administration, FHA）和退伍军人管理局（Veterans Administration, VA）的住房抵押贷款。从 1970 年以后，该协会可以购买由其他机构的住房抵押贷款，并以此为基础发行抵押贷款支持证券。1968 年，联邦国民抵押贷款协会一分为二：一方是现在的联邦国民抵押贷款协会，这是一家纽约证券交易所的上市公司；另一方则是政府国民抵押贷款协会。

政府国民抵押贷款协会是美国住房与城市发展部（the US De-