



河南大学经济学学术文库

主编 耿明斋

中国资产证券化的制度分析

Institutional Analysis of Asset Securitization in China

高保中 著



社会科学文献出版社 SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

河南大学经济学学术文库

中国资产证券化的制度分析

高保中 著



社会科学文献出版社

Social Sciences Academic Press(China)

图书在版编目(CIP)数据

中国资产证券化的制度分析/高保中著. - 北京: 社会科学文献出版社, 2005. 6

(河南大学经济学学术文库)

ISBN 7-80190-531-8

I. 中… II. 高… III. ①资本市场-研究-中国
②证券投资-研究-中国 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 016571 号

河南大学经济学学术文库

中国资产证券化的制度分析

著 者 / 高保中

出 版 人 / 谢寿光

出 版 者 / 社会科学文献出版社

地 址 / 北京市东城区先晓胡同 10 号

邮政编码 / 100005

网 址 / <http://www.ssap.com.cn>

责任部门 / 财经与管理图书事业部 (010) 65286768

责任编辑 / 王莉莉

责任校对 / 郗 丽

责任印制 / 同 非

总 经 销 / 社会科学文献出版社发行部

(010) 65139961 65139963

经 销 / 各地书店

读者服务 / 客户服务中心 (010) 65285539

法律顾问 / 北京建元律师事务所

排 版 / 北京中文天地文化艺术有限公司

印 刷 / 艺苑印刷厂

开 本 / 889×1194 毫米 1/32 开

印 张 / 9.5

字 数 / 220 千字

版 次 / 2005 年 6 月第 1 版

印 次 / 2005 年 6 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 7-80190-531-8/F·161

定 价 / 22.00 元

本书如有破损、缺页、装订错误,
请与本社客户服务中心联系更换



版权所有 翻印必究



高保中，1971年2月出生，经济学博士，河南大学经济学院副教授，硕士生导师。先后就读于河南财经学院、河南大学和复旦大学，现于南开大学经济研究所博士后流动站从事研究工作。主要研究方向为货币、金融理论。曾先后在《学术月刊》、《南开经济研究》、《国外经济与管理》、《生产力研究》、《经济经纬》等刊物上发表论文十多篇。

总 序

河南大学经济学科教学研究基地自 1927 年诞生以来，至今已有近 80 年的历史了。一代一代的经济学人在此耕耘、收获。中国共产党早期领导人之一罗章龙、著名经济学家关梦觉等都在此留下了他们的足迹。

中华人民共和国成立前夕，曾留学日本的著名老一辈《资本论》研究专家周守正教授从香港辗转来到河南大学，成为新中国河南大学经济学科发展的奠基人。1978 年中国恢复研究生培养制度以后，周先生率先在政治经济学专业招收培养硕士研究生，并于 1981 年首批获得该专业的硕士学位授予权。1979 年，我校成立了全国第一个专门的《资本论》研究室。1985 年以后，又组建了我校历史上的第一个经济研究所，恢复和组建了财经系、经济系、贸易系和改革与发展研究院，并在此基础上成立了经济学院。目前，学院已发展成为拥有经济学类全部 4 个本科专业、1 个博士生专业、8 个硕士生专业、两个省级重点学科点、2000 多名师生规模的教学研究机构。20 多年中，培养了大批本科生和研究生，并且为政府、企业和社会培训了大批专门人才。他们分布在全国各地，服务于大学、企业、政府等机构，为国家的经济发展、社会进步、学术繁荣做出了或正在做出自己的贡献，其中也不乏造诣颇深的经济学家。

在培养和输出大量人才的同时，河南大学经济学科自身也造

就了一支日益成熟的学术队伍。近年来，一批 50 岁左右的学者凭借其扎实的学术功底和丰厚的知识积累已进入著述的高峰期；一批 40 岁左右的学者以其良好的现代经济学素养开始脱颖而出，显现出引领学术潮流的志向和实力；更有一大批 30 岁左右受过系统经济学教育的年轻人正蓄势待发，不少已崭露头角，初步展现了河南大学经济学科的巨大潜力和光辉未来。

经过多年的探索，河南大学经济学科目前已经在理论和应用经济学两个领域内分别凝炼出三个特色鲜明的研究方向，一是以《资本论》研究为切入点，以马克思的经济理论和方法为工具，对中国经济改革过程中所遇到的各种问题进行阐释的马克思主义经济学研究；二是运用新制度经济学及发展经济学的理论和方法，对欠发达地区的各种经济和社会问题进行探索的制度变迁与经济发展研究；三是综合运用现代经济金融理论对中国的投资及金融体制、运作方式和资本市场进行研究的金融投资方向。

河南大学经济学科组织出版相关学术著作始自世纪交替之际，2000 年前后，时任经济学院院长的许兴亚教授（现河南大学特聘教授、中国《资本论》研究会副会长）曾主持编辑出版了数十本学术专著，在国内学术界产生了一定的影响，也对我院经济学科的发展起到了促进作用。

为了进一步展示我院经济学科各层次、各领域学者的研究成果，更是为了能够使这些成果与更多的读者见面，以便有机会得到读者尤其是同行专家的批评，促进河南大学经济学学术研究水平的不断提升，为繁荣和发展中国的经济学理论、推动中国的经济发展和社会进步做出更多的贡献，我们决定出版“河南大学经济学学术文库”。根据初步拟定的计划，该丛书将分年度连续出版，每年选择若干种河南大学经济学院在编教师的精品著述资助出版。根据需要，也可在丛书中选入少量客座教授或短期研究

人员的相关著述。

感谢社会科学文献出版社总编辑邹东涛教授，是他对经济学学术事业满腔热情的支持和高效率的工作，使本套丛书的出版计划得以尽快达成并付诸实施。也感谢社会科学文献出版社财经与管理图书事业部负责人周丽、邓泳红及各位编辑同志为本丛书的出版付出的辛劳。最后，还要感谢具体负责组织本丛书著作遴选和出版联络工作的河南大学经济学院主管科研工作的副院长刘东勋博士，他以严谨的科学精神和不辞劳苦的工作回报了同志们对他的信任。

分年度出版经济学学术文库系列丛书，对我们来说还是第一次，如何公平和科学地选择著述品种，从而保证著述的质量，还需要在实践中进行探索。此外，由于选编机制的不完善和作者水平的限制，选入丛书的著述难免会存在这样那样的问题，恳请广大读者及同行专家批评指正。

耿明斋

2004年10月5日

谨识

CONTENTS

目 录

第一章 导言 / 1

第二章 资产证券化结构框架、结构特征与结构演进 / 17

第一节 资产证券化结构框架 / 17

第二节 资产证券化的结构特征及其本质 / 33

第三节 资产证券化结构的演进 / 38

第三章 资产证券化的影响：作用与隐患 / 47

第一节 资产证券化的正面效应 / 48

第二节 证券化是否增加了金融系统的风险 / 65

第三节 证券化、监管资本套利与银行监管 / 71

第四章 保险证券化与中国保险市场的完善 / 80

第一节 巨灾证券化：利用资本市场抗拒巨灾的冲击 / 82

第二节 巨灾证券化与中国保险市场的完善 / 100

第五章 资产证券化与中国金融市场结构优化及

金融效率的提高 / 112

第一节 资产证券化与中国金融市场结构优化 / 112

第二节 资产证券化与中国金融效率的提高 / 124

第六章 中国推行资产证券化的前景 / 139

第一节 资产证券化：解决中小企业融资困境的新思路 / 139

第二节 不良资产证券化：解决不良资产的一种
市场化取向 / 153

第三节 抵押贷款证券化在中国住房金融体系中的作用 / 165

第四节 基础设施资产证券化：基础设施融资
渠道的扩展 / 172

第五节 中国推行资产证券化的可行性分析：
市场和机构 / 177

第七章 中国推行资产证券化中的法律制度 / 188

第一节 资产证券化中的法律：主要问题与国外实践 / 189

第二节 中国推行资产证券化的法律环境 / 206

第八章 中国推行资产证券化中的会计制度 / 227

第一节 资产证券化会计方法的确定 / 229

第二节 美国资产证券化会计实践的演进 / 235

第三节 中国资产证券化会计制度的几个基本问题 / 242

第九章 中国推行资产证券化中的税收问题 / 252

第一节 资产证券化中的税收问题 / 252

第二节 资产证券化载体的选择：出于税收方面的考虑 / 261

参考文献 / 276

目 录

Chapter 1 Introduction / 1

Chapter 2 The structure framework , character and evolvment of asset securitization / 17

- 1 The structure framework of asset
securitization / 17
- 2 The structure character and its nature of
asset securitization / 33
- 3 The structure evolvment of asset
securitization / 38

Chapter 3 The effect of asset securitization : function and potential trouble / 47

- 1 The positive effect of asset securitization / 48
- 2 Will asset securitization increase
the risk of finance market / 65
- 3 Securitization , capital arbitrage and
bank supervising / 71

**Chapter 4 Insurance securitization and the perfection of
Chinese insurance market / 80**

- 1 Cat securitization; standing against catastrophe impact taking advantage of capital market / 82
- 2 Cat securitization and The perfection of Chinese insurance market / 100

**Chapter 5 Asset securitization and the structure
optimizing and finance efficiency
improving of Chinese finance market / 112**

- 1 Asset securitization and structure perfection of Chinese finance market / 112
- 2 Asset securitization and the finance efficiency improving in China / 124

**Chapter 6 The foreground of pushing asset
securitization in China / 139**

- 1 Asset securitization; a new means to resolving the puzzledom of middle-small enterprise in China / 139
- 2 The bad asset securitization:
a market-directed way to
resolving the bad asset problem / 153
- 3 The function of mortgage securitization in the house financing system of China / 165

- 4 Infrastructure securitization; a expand of infrastructure financing / 172
- 5 The analysis to the feasibility of pushing asset securitization in China / 177

Chapter 7 The law institution of pushing asset securitization in China / 188

- 1 The law in asset securitization: main problem and foreign experience / 189
- 2 The law environment of pushing asset securitization in China / 206

Chapter 8 The accounting institution in the process of pushing asset securitization in China / 227

- 1 The decision on the accounting method in asset securitization / 229
- 2 The evolvement of accounting practice of asset securitization in USA. / 235
- 3 Some basic accounting problems of securitization in China / 242

Chapter 9 The tax problem in pushing asset securitization in China / 252

- 1 The tax problem in asset securitization / 252

4 ■ 中国资产证券化的制度分析

- 2 The choice of carrier in asset securitization;
according to tax / 261

Reference / 276

第一章

导 言

一 资产证券化边界的扩展及其概念演化

证券化可以分为融资证券化和资产证券化。融资证券化是指资金短缺者采取发行证券（债券、股票等）的方式在金融市场向资金提供者直接融通资金。融资证券化方式多为信用融资，只有政府和信誉卓著的大公司才能以较低的成本采用这种方式融资，它属于增量的证券化，又称为“初级证券化”或“一级证券化”。而资产证券化是指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，对资产中风险与收益要素进行分离与重组，进而转换成为在金融市场上可以出售和流通的证券的过程。资产证券化注重资产运作，是从已有的信用关系基础上发展起来的，基本上属于存量的证券化，又称为“二级证券化”。文献中和实践中所提到的证券化一般指的是资产证券化。本文研究的对象就是资产证券化。

资产证券化是一种新兴的金融创新形式，它的各个方面都处于不断深化之中，这为定义资产证券化增加了困难。为了对资产证券化的概念有一个清晰的认识，还是先看一下资产证券化边界不断扩展的过程。

证券化首先在美国出现，最初是作为资产负债表的管理工具

面世，主要是为了迎合公司，特别是抵押贷款出借者不断演进的财务需要。随着金融机构对私房屋主信用和抵押贷款发行的不断增长，怎样采用一种能有效管理其资产负债表的方法，以利用其有限的资本有效地支持其不断增长的贷款组合，对各个金融机构来说显得越来越重要。相应的是抵押贷款支持证券市场的出现。实质上，它是以节约成本的方式解放资本的一种努力。这种努力经历了很长时间，部分是因为抵押贷款没有一个固定的格式或标准。但是，随着时间的推移，当联邦住房贷款银行和联邦住房贷款抵押公司等政府组织建立后，金融机构就可以将他们发行的抵押贷款汇集起来，然后出售给这些政府代理机构。这些政府代理机构通过组合这些贷款，进行重新包装使其转化成证券，然后按不同的支付特征和预期期限把它们分解成不同的种类，并把这些证券在资本市场上发行。随后，信用卡应收款、汽车抵押贷款、商业不动产抵押贷款等各种各样的信贷资产也先后采用了这一结构。

当市场首先对抵押贷款，然后对信用卡应收款等证券化变得逐渐熟悉后，各种公司把这一概念应用于其他类型的债权以解放资本。很快地，资产支持证券市场开始逐渐演变，它开始应用于与设备和汽车租赁等实物资产有关的租赁应收款和其他债权。很多公司发现，它们实际上可以对任何资产进行证券化，只要资产组合足够大，能够使风险分散和保持一定的同质性就可以了。

随着资产支持证券市场的很好建立，利用证券化来解放资本和变现各种资产组合的价值扩展到其他部门。例如，市政当局可以将未来预期的税收收入（例如最近一段时间内将支付的税收收入）进行证券化，以证券的形式把这些税收收入卖给投资者以换取这些资产的现值。这可以使市政当局获得资金弥补赤字或用来支付费用，而不必考虑它们何时才能收到这些税收收入。又

如，公共基础设施的建设可以通过发行债券来融资，以这些设施的未来的收入流作为担保和偿还债务的资金来源，而不必考虑现在的财政收入是否能够支持这些大型的基础设施建设。再如，公司可以把营业大厦、设备或其他固定资产进行证券化，从而可以将一些固定资产转变成可以投入再生产的资源，为进一步扩大生产创造条件，而不必增加额外的债务。

随着证券化市场的演进，随着投资者对新的和不同种类风险承受力的提高，证券化开始从具有相当可预测性和统一性的资产转向更加难以把握和具有独特风险的资产。这些演进包括了最近的一些创新，例如，对出租车牌照、世界杯足球赛的转播权等的证券化，另外还有对娱乐制品未来版税的证券化，即所谓的“Bowie 债券”，以著名的摇滚歌星大卫·鲍伊的名字命名，他是娱乐界第一个将其未来版税证券化的人。

以上描述的所有证券化都是由资本需求或流动性推动的，它们是变现资产或促使财务好转的方法。其他一些更新的证券化创新，例如巨灾风险债券和残值证券化，则超出了变现或财务需求这一传统界限。残值证券化是指租赁财务公司把全部或一部分租赁结束后的资产残值转移给投资者而交换投资者的固定支付，从而把残值变动的风险转移给投资者的一种活动。对于保险行业证券化，背后的动机是真实风险的转移，巨灾债券的投资者承担了与保险公司承保的自然灾害相联系的风险以及相应的收益。

从资产证券化边界的扩展中可以看出，适合证券化的资产类型经历了一个不断深化的过程，以前认为不适合证券化的资产已经加入了证券化资产的行列之中，这个名单还在不断延伸。随着证券化资产种类的增加，对证券化概念的认识也在不断变化。

资产证券化有许多不同的形式、种类和结构，每一种形式、种类和结构又派生出很多衍生品，而且它们都随着交易的深化而

不断的演化,所以,这给证券化概念的明确界定带来了困难。资产证券化有过很多定义,反映了资产证券化发展的轨迹。

戈德纳为资产证券化下过一个一般性的定义:证券化是使储蓄者和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,开放的市场信用通过金融市场取代了银行或其他金融机构提供的封闭的市场信用。^①

戈德纳把证券化看做是直接融资的过程,这是一个广义的证券化概念,它即包括了在资本市场或货币市场上发行诸如商业票据、企业债券和股票等金融工具的活动,即通常所说的一级证券化,又包括了将已经存在的各种抵押贷款、应收款及其他能产生稳定现金流的资产转化为流动强的可转让证券的过程,即通常所称的二级证券化。

戈德纳的证券化定义虽然概括了一级证券化和二级证券化的共同点,但他仅仅指出证券化是一种直接融资方式,没有体现出资产证券化的基本特征,而正是这些特征,才使得资产证券化具有了诸多优势和获得了很强的生命力。

对证券化所下的另一类定义,就是从证券化狭义的角度,把证券化直接理解为二级证券化。柏斯顿把证券化看作是把银行贷款转化为证券的过程;^②卡普夫把证券化定义为金融机构通过把资产转变为更具流动性的证券而得以出售其资产或为资产融资的过程;^③施泰因赫尔也把证券化看作是把作为银行贷款抵押品的

① Leon T. Gardene, *A Primer on Securitization*, Cambridge, MA, MIT Press, p. 18, 1986.

② Hess A. beston, "Elements of mortgage securitization", *Journal of Real Estate Finance and Economics* 1, p. 331, 1988.

③ Kopff Gary J., "Securitization: Taking the Business Off the Balance Sheet", *The Bankers Magazine* 171, pp. 14 ~ 18, 1988.