



图解现代个人理财顾问

证券

〔日〕井出保夫 著 徐峰 译



Securities

0.91-64

J883



科学出版社
www.sciencep.com

图解 现代个人理财顾问

证 券

〔日〕井出保夫 著
徐 峰 译

科学出版社

北 京

图字:01-2003-7325

NYUMON NO KIN YU SHOKENKA NO SHIKUMI

by Yasuo Ide

Copyright © 1999 by Yasuo Ide

All rights reserved

Original Japanese edition published by Nippon Jitsugyo Publishing Co., Ltd.

Chinese translation rights arranged with Yasuo Ide

through Japan Foreign Rights Centre

入門の金融

証券化のしくみ

井出保夫 日本実業出版社 2003

图书在版编目(CIP)数据

证券/(日)井出保夫著;徐峰译. 北京:科学出版社,2004

(图解现代个人理财顾问)

ISBN 7-03-012694-7

I. 证… II. ①井…②徐… III. 证券交易 图解

IV. F830.91 64

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 001669 号

责任编辑 赵丽艳 责任制作 姚瑾

责任印制 白羽 封面设计 百人设计室

科学出版社出版

北京东黄城根北街16号

邮政编码 100717

<http://www.sciencep.com>

中国科学院印刷厂印刷

北京东方科龙图文有限公司 制作

<http://www.okbook.com.cn>

科学出版社发行 各地新华书店经销

*

2004年3月第一版 开本:A5(890×1240)

2004年3月第一次印刷 印张:5 3/4

印数:1—5 000 字数:172 600

定价:18.00元

(如有印装质量问题,请与本社调换(环伟))

前言

目前在日本,“证券化”越来越受到人们的关注。报纸上几乎每天都会刊登关于“证券化”的报道。在几年以前,“证券化”还是外资金金融机构的特许专营项目,而随着金融改革进程中的对直接金融管制的放松,日本的金融机构现在也可以独立地运作证券化了。证券化已经不是国外所特有的了,而成为在日本也可以应用的金融技术。

即便如此,证券化对于专业的金融人士来说,也是非常深奥的领域。在日本,由于人们期待证券化能够成为解决不良债权问题的特效药,所以就很难理解证券化的本质。通过运用证券化的确可以达成上述金融投资,然而证券化并不能提高对象资产的价值,也不能让投资者完全没有风险的获利。证券化并不具有什么特殊的魔力,它只不过是一种很合理的金融技术而已。在这一点上请大家不要产生误解。

本书在写作过程中充分考虑了如何让金融人士之外的一般商务人员也能够理解证券化的本质。我想随着今后证券化范围的不断扩大,还是非常有必要来正确认识证券化的。我所擅长的领域是证券化中比较复杂的“不动产的证券化”,所以会对这方面多作一些介绍,但本书也不会忽略其他方面。在书中从金钱债权到不动产,以及证券化的基础知识都会有所涉及,请读者从感兴趣的部分读起。

衷心希望本书能够帮助读者正确地认识证券化。

井出保夫

内容简介

本书为“图解现代个人理财”系列丛书之一。

该套丛书精选了目前金融、经济领域的关键词,旨在以一种全新的方式诠释经济学名词,从而使对经济以及金融行业感兴趣的读者,能够更容易地了解和涉足这个领域。

“证券化”已经逐渐出现在金融市场上,通过对证券化的运作,人们可以实现金融投资,那么如何运用这项金融技术,如何理解证券化的实质,已经成为一个亟待解决的问题。本书共有八章,运用文字和图形相结合的方式,从证券化的概念开始谈起,分别介绍了推行证券化的原因,证券化的基本结构和程序,并列举了不同种类证券化商品的实例。更加通俗和全面地介绍了证券化的有关问题,更便于理解和实际的操作。

本书适合对经济金融,以及个人理财感兴趣的一般读者阅读,可以作为相关专业大中专学生的入门读物和参考书。

目 录

第 1 章 所谓证券化是指什么

1	什么是证券化	2
2	证券化的两个大方向	4
3	哪些资产可以证券化	6
4	究竟什么是证券	8
5	证券化和流动化的不同在哪里	10
6	“设置”是指什么	12
7	证券化究竟可以做什么	14
8	证券化是从何时开始的	16
9	美国证券化商品市场的结构	18
10	日本的证券化商品市场的规模	20
COLUMN	编辑“证券化”电视节目的解说词令人大伤脑筋	22

第 2 章 为什么现在要推行证券化

11	从间接金融到直接金融	24
12	不能再依赖于银行	26
13	银行和证券化	28
14	证券公司和证券化	30
15	不动产公司和证券化	32
16	不良债权能够实行证券化经营吗	34
17	不良债权的证券化①美国 RTC 的证券化的业绩	36
18	不良债权的证券化②美国 RTC 的证券化的计划	38
19	不良债权的证券化③美国 RTC 的证券化的影响	40

20 从市场整体了解证券化的优点	42
COLUMN 从每手 10 万日元开始的大厦业主认购服务	44

第 3 章 证券化的基本结构和程序

21 现金流是证券化的生命	46
22 证券化运作的参与者	48
23 证券化运作的基本程序	50
24 谈谈服务商	52
25 谈谈中介机构	54
26 谈谈 SPV	56
27 谈谈 SPC	58
28 谈谈信托	60
29 谈谈组合	62
30 金融工程的评级	64
COLUMN 日本的第一起服务商破产案	66

第 4 章 最难运作的不动产的证券化

31 不动产是最难以证券化的资产	68
32 “将公司的大厦证券化”意味着什么	70
33 不动产的投资商品化的含义	72
34 债权与股权的差异	74
35 金融策划的手法	76
36 重要性日益突出的尽职调查	78
37 美国的不动产证券化商品	80
38 德国的不动产证券化商品	82
39 日本证券化黑暗的过去①抵押证券的结构	84
40 日本证券化黑暗的过去②不动产小额化商品的结构	86
COLUMN 特纳鲁多·特兰普的复兴以及在美国走红的监狱 不动产投资业	88

第 5 章 不同种类证券化商品的实例

41	美国的 ABS(资产担保证券)的现状	90
42	日本的 ABS 的现状	92
43	贷款参与经营管理	94
44	CMO(抵押担保债务证书)	96
45	CMBS(商业用抵押担保证券)	98
46	REIT(不动产投资信托)	100
47	何谓 SPC(特殊企业)法	102
48	不动产特定共同事业	104
49	银行的不良债权的证券化	106
50	日本版的 CMBS	108
51	保险风险的证券化	110
COLUMN	不良债权是聚宝盆吗?	112

第 6 章 实施证券化所必要的基础

52	避免双重纳税	114
53	REMIC 和 FASIT	116
54	破产隔离	118
55	债权转让的纠纷要点	120
56	慈善信托	122
57	信用补充的方法①内部信用补充	124
58	信用补充的方法②外部信用补充	126
59	流动性的补充	128
60	分配服务	130
61	私人募集投资信托与公司投资信托	132
COLUMN	世界上最大的纠纷和令人费解的证券专用术语	134

第 7 章 证券化应用的金融数学

62	分散风险的技术构成	136
63	关于利润	138
64	投资的现在价值和将来价值①	140
65	投资的现在价值和将来价值②	142
66	关于 LTV 和 DSCR	144
67	收益还原法的思维方法	146
68	关于 DCF 法	148
69	关于纯现在价值 NPV	150
70	关于内部收益率 IRR	152
71	关于 DIV	154
COLUMN	HP12C 的启示	156

第 8 章 证券化今后的走向

72	债券时代的到来	158
73	证券化应从政府的 MBS 开始	160
74	证券化也存在风险	162
75	证券化之所以能进展的原因	164
76	使用他人的资金的设想	166
77	证券化商品推动社会进入个人投资时代	168
COLUMN	大学不动产专业的使命和理想的证券化从业人员的形象 ..	170
参考文献		171
译者跋		173

第1章

所谓证券化 是指什么

- ◇ 什么是证券化
- ◇ 证券化的两个大方向
- ◇ 哪些资产可以证券化
- ◇ 究竟什么是证券
- ◇ 证券化和流动化的不同在哪里
- ◇ “设置”是指什么
- ◇ 证券化究竟可以做什么
- ◇ 证券化是从何时开始的
- ◇ 美国证券化商品市场的结构
- ◇ 日本的证券化商品市场的规模

在以往的金融世界里,所谓的“证券化”是一个专门术语,是指一种非常复杂的高级金融技术。

然而在最近,报纸上几乎每天都会出现这个词,“证券化”被当成了一个流行用语,经常被简单地使用着。但在我的印象里,“证券化”并不是一个随着使用人的情况不同而可以包含完全不同含义的金融术语。像这种,无论是外行还是内行,都来随意解释的专业术语也并不占少数。

例如,在报纸上经常可以看到这样的报道:“A公司将自身的房产证券化后出售”,“通过这种方式,更加促进了不动产的流动化”等等。很多读者从这样的报道中会得出“比起把公司房产简单的卖掉,将其证券化会更加有利吧”的印象。这里的“证券化”,就被当作类似于金融炼金术一样的词来使用。

可是就A公司来说,如果简单的公布要出售本公司房产的话,就会被外界认为是公司出了问题,所以它就会用“证券化”这样的说法来代替“出售”的说法。由于“证券化”是个包含有多种复杂含义的词汇,所以很多时候它就会像这样,被含糊其辞的引用着。

并且前面的“流动化”也是一个模棱两可的金融词汇。在日本,“流动化”和“证券化”经常相提并论,用来表达类似的含义。在这类报道中的“流动化”大概是指“不动产的交易趋于活跃,地价止跌回升”的意思。

顺便提一句,在英文中也有表示证券化意思的词汇,却没有表示流动化意思的词汇。“证券化”有多种通用的解释,类似于这样的模棱两可的词汇正在泛滥开来确实是日本当前的现状。然而,“证券化”作为金融的专门术语,在专业的领域内应用是没有问题的。但是现在作为一个流行用语被频繁使用的话,就有必要让普通人对其含义形成正确的认识。

证券化 在英语中将证券化称为 Securitization。直译过来就是“有价证券化”的意思,和单纯的“证券化”相比,是更接近于实际情况的译语。



因此,在本书中为了让大家正确的认识“证券化”,首先要提出“证券化”的定义,也就是说“证券化”实际上是一种“将各种各样的资产通过某种形式的设置,最终转化为证券形式的金融技术”。

要理解“证券化”,有以下三个要点:

1. “各种各样的资产”,是指哪些资产?

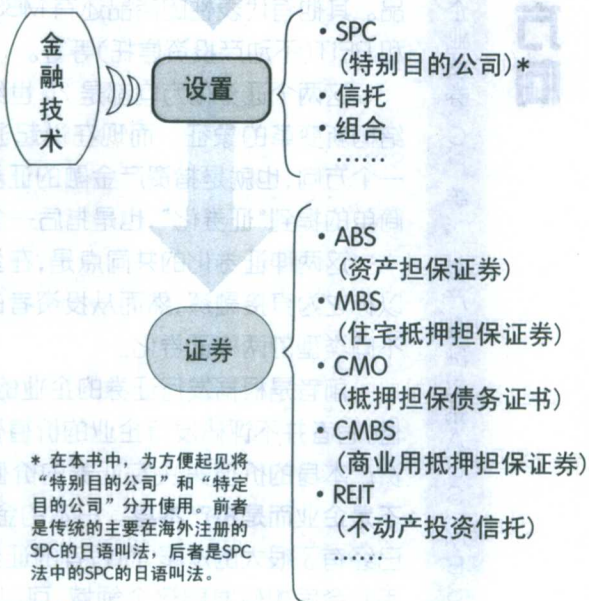
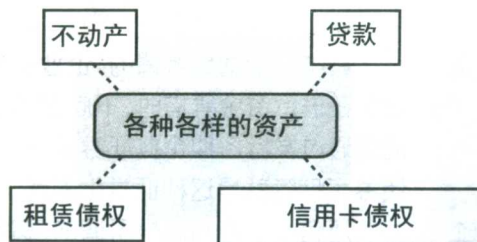
2. 在证券化过程中使用的“设置”是指什么?

3. 最终要变成什么样的“证券形式”?

如果将这些关键词语逐个解释的

话,就一定可以正确的理解“证券化”的含义。“证券化”在金融领域里是一个非常深奥的范畴,让我们首先从认识它的正确含义开始来了解它吧。

● 证券化(Securitization)的定义



在解释什么是证券化之前,作为前提要先了解证券化实际上分为两个大的方向。

其中一个就是所谓的“**企业金融的证券化**”。它是指企业在进行资金筹措时,不向银行等机构借入所需资金,而是通过发行各种企业证券来筹措资金。其中发行企业债券、CP等就是这种证券化的代表。

还有一个方向就是所谓的“**资产金融的证券化**”。它是指企业将自身保有的资产与其他资产相区分后,以自有资产为保证,来发行证券的资金筹措方式。在后面要说明的ABS(资产担保证券)就是这种形式的证券化商品。其他有代表性的商品还有MBS(住宅抵押担保证券)和REIT(不动产投资信托)等等。

这两个证券化方向都是20世纪80年代开始的金融结构新变革的象征。而现在说起证券化,普遍都是指后一个方向,也就是指资产金融的证券化。在本书中,如果简单的提到“证券化”,也是指后一个方向的证券化。

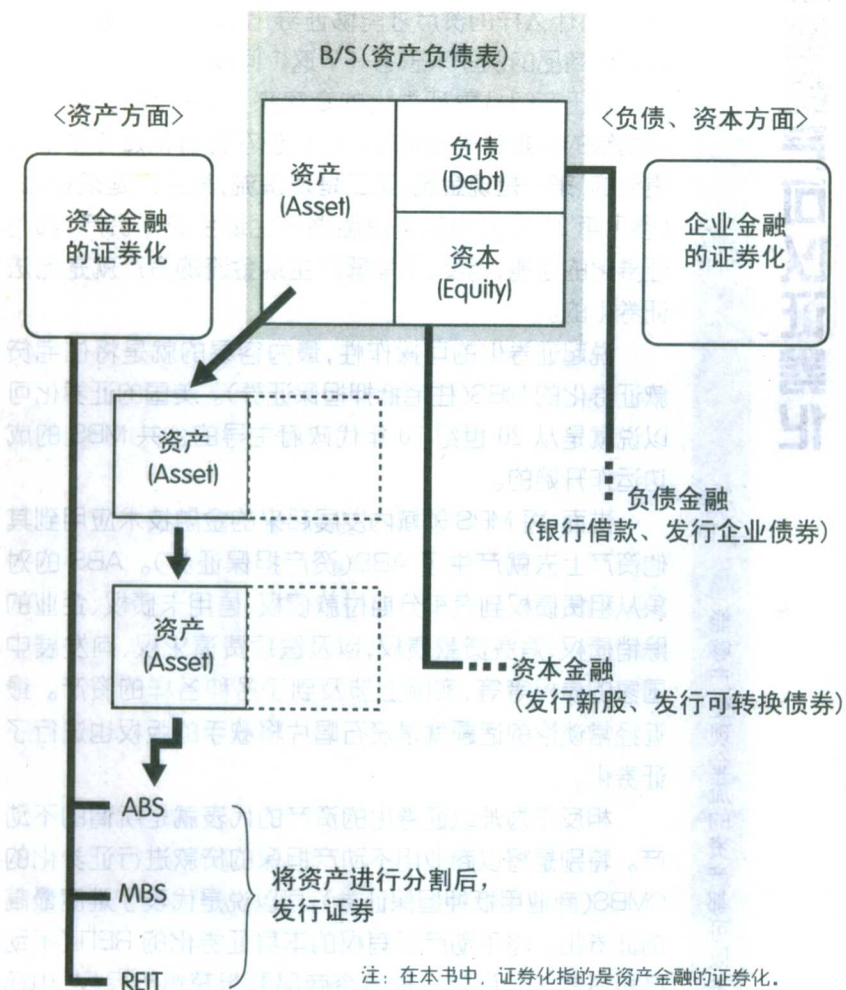
这两种证券化的共同点是,在金融、资本市场中都可以称之为直接融资,然而从投资者的角度来看,却是完全不同类型的两种证券化。

前者是根据发行证券的企业的价值来判断证券的价值,后者并不评估发行企业的价值,而是根据证券化对象资产本身的价值来决定证券的价值,它的**证券化的对象不是企业而是资产本身**。日本的金融在前者的证券化上已经有了很大的发展,而后者的证券化方面才刚刚起步。因此今后如何发展这个领域,可以说是日本金融业的一个很重要的课题。

结构金融 在资产金融的证券化方面,将现金流的结构性很强的金融商品称为 Structured Finance。它也经常作为证券化的代名词来使用(参见第 30 节)。



● 两种证券化



如前文所述,所谓证券化就是“将各种各样的资产通过某种形式的设置,最终转化为证券形式的金融技术”。在这里,什么样的资产才能够证券化呢,让我们通过美国证券化商品的例子来思考一下这个问题。

对于专门从事证券化的专家来说,进行证券化所不可或缺的要素就是现金流。可以说在证券化过程中最为重要的“第一是现金流,第二是现金流,第三还是现金流”(参见第 21 节),也就是说能够产生现金流的资产,都有证券化的可能;相反,不能够产生现金流的资产就是无法证券化的。

说起证券化的可操作性,最为容易的就是将住宅贷款证券化的 MBS(住宅抵押贷款证券)。美国的证券化可以说就是从 20 世纪 70 年代政府主导的公共 MBS 的成功运作开始的。

进而,将 MBS 领域内发展起来的金融技术应用到其他资产上去就产生了 ABS(资产担保证券)。ABS 的对象从租赁债权到汽车分期付款债权、信用卡债权、企业的赊销债权、消费贷款债权,以及医疗费请求权、向发展中国家的债权等等,实际上涉及到了各种各样的资产。最近经常谈论的话题就是滚石唱片将歌手的版权也进行了证券化。

相反作为难以证券化的资产的代表就是所谓的不动产。特别是将以商业用不动产担保的贷款进行证券化的 CMBS(商业用抵押贷款证券),可以说是代表了难度最高的证券化。将不动产所有权的本身证券化的 REIT(不动产投资信托),作为一种投资商品要想获得市民权,也还需要一段很长的时间。

因此,可不可以进行证券化的差别就在于资产在将来能不能够容易地产生现金流量。

ABS 是 Asset Backed Securities 的缩略语,在日文中被译为“资产担保证券”。最近在英国对小酒吧的销售债权也进行了证券化。表明对象资产日趋多样化起来。



● 什么样的资产才能证券化

证 券 化	
容易开展的资产	难以开展的资产
住宅贷款	商业不动产担保贷款
租赁债权	商业不动产的所有权
信用卡债权	不良债权
汽车贷款债权	空地皮

现金流量容易解读

现金流量难以解读

主要看现金流

按照本书的证券化的定义,所谓证券化是指“将资产最终转化为某种形式的证券”。那么这里所说的“证券”究竟是什么意思呢?

这个词看起来很普通,实际上却是非常复杂的问题。表达“证券化”意思的英文是“Securitization”,将它直译过来就是“有价证券化”。所以这里所说的“证券”,不能简单的认为是凭证证券,而应该看作是有价证券。

这就产生了何为有价证券的问题。与美国有所不同,日本由政府基于“证券交易法”,对有价证券进行了指定,在该法中认定的有价证券主要有:

1. 国债及地方债;
 2. 企业债券;
 3. 可转换公司债券;
 4. 含新股认购权的公司债券;
 5. 优先出资;
 6. 股份;
 7. 特定股份投资信托的受益权;
 8. 证券投资信托以及租赁信托的受益权;
 9. CP(短期融资证券);
 10. 外国法人发行的租赁债权的信托受益证券以及可转让的储蓄存单;
 11. 住宅贷款债权的信托受益权;
 12. 金融机构等的租赁债权的信托受益权;
 13. 特定债权法(关于与特定债权相关事业的规定的法律)上的 ABS;
 14. 资产流动化法上的优先出资证券以及特定公司债券;
 15. 资产流动化法上的特定目的信托的受益证券。
- 在美国,有价证券的适用范围要比日本大得多,也就