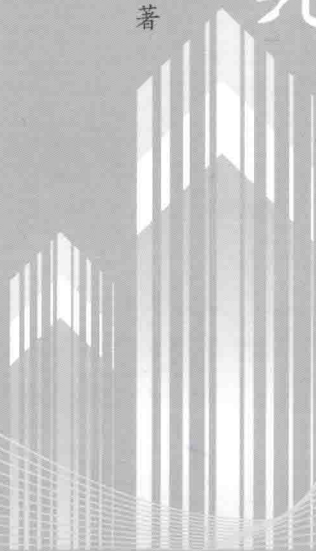


基于不完全契约的

表外融资研究

◎ 陈磊 著



基于不完全契约的

表外融资研究

◎ 陈磊 著

 中国时代经济出版社

北 京

图书在版编目（CIP）数据

基于不完全契约的表外融资研究 / 陈磊著.

—北京：中国时代经济出版社，2013.6

ISBN 978-7-5119-1548-1

I. ①基… II. ①陈… III. ①企业融资—研究 IV.

①F275.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2013）第 121889 号

书 名：基于不完全契约的表外融资研究

作 者：陈磊

出版发行：中国时代经济出版社

社 址：北京市丰台区右安门外玉林里 25 号楼

邮政编码：100069

发行热线：（010）68350173 68312508

传 真：（010）68320634 68320484

网 址：www.cmepub.com.cn

电子邮箱：zgsdjj@hotmail.com

经 销：各地新华书店

印 刷：北京画中画印刷有限公司

开 本：787×1092 1/16

字 数：173 千字

印 张：15

版 次：2013 年 6 月第 1 版

印 次：2013 年 6 月第 1 次印刷

书 号：ISBN 978-7-5119-1548-1

定 价：39.80 元

本书如有破损、缺页、装订错误，请与本社发行部联系更换
版权所有 侵权必究

序

表外融资本质上是一个会计问题。传统意义上的财务报告是以财务报表为核心的，报表附注是对财务报表的补充和说明。正因为有了表内与表外的界线，某一项经济活动究竟是表内确认还是表外披露，是会计准则需要解决的核心问题之一。无论是 FASB、IASB/IASB 还是我国的会计准则制定机构，多年来的许多工作都围绕这一点而展开。

然而，人们对表外融资的关注已远远超出会计的范畴。作为现代经济体系中最为活跃、最具创新性的组成部分，融资活动总是能够敏锐地识别并利用会计准则“缺口”，通过具体形式的不断翻新，降低财务报告透明度，增加了监管难度，掩盖了潜在风险，这使得表外融资逐渐成为诱发财务舞弊的重要根源。在 1988 年巴塞尔协议推出后，为了追求利润最大化，金融机构通过一系列创新突破了既有金融监管体系。在此背景下，金融机构以新的“发起—分销”融资模式替代传统的“借贷—持有”融资模式，并借此将大量资产及业务从表内移到表外。最终，2008 年金融危机的爆发使得人们深刻意识到表外融资对金融体系的巨大破坏力。在国际社会对经济结构失衡、金融创新过度、金融监管缺位等危机根源进行总结和反思的同

时，20国集团（G20）、金融稳定理事会（FSB）倡议建立全球统一的高质量会计准则。时至今日，这项工作依然任重而道远。

近几年来，我国的表外融资也呈现快速增长。这一现象反映了中国的金融结构正在进入非常深刻的制度性变化时期。我国学术界和监管部门有必要未雨绸缪，坚持创新与监管相协调的理念，面对客观存在且不断发展的表外融资活动，强化规范与引导措施的前瞻性，有效防范金融风险。本书花了较大篇幅介绍影子银行体系及其与金融危机的关联性。由于监管体系和发展阶段的差异，作为表外融资的综合载体，我国的影子银行无论在性质上还是在规模上都比发达国家已暴露出来的问题相对要小。尽管如此，正视影子银行体系与传统商业银行的平行存在，深入研究其对金融稳定和信用创造的影响，完善金融监管体系的覆盖范围，探索具有针对性和前瞻性的有效监管手段，也是颇有价值的。

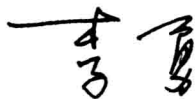
表外融资有不同的研究角度。本书从会计准则的不完全性入手，以“会计准则—管理者动机—融资方式”三个层次作为基本分析框架，尝试从整体上把握表外融资的背景、动因、表现形式和变化规律。全书的论述起于会计准则，但又不拘泥于会计问题，这样的研究路径具有一定的创新性。

学术研究的意义在于指导实践。本书在理论推导的基础上，水到渠成地论证了完善会计准则、改进公司治理、协调推进金融创新与金融监管等一系列政策措施的必要性。例如，作者研究发现，债务的存在和不合理的薪酬激励有可能助长管理者承担过度风险的意愿，违背债权人利益，因此，改进薪酬激

励机制和强化债权人保护是规范表外融资的两个重要环节。就改进薪酬激励机制而言，自2008年金融危机以来，作为金融机构国有资产出资人，财政部致力于规范我国金融机构薪酬管理，推动金融机构完善公司治理结构，促进激励和约束并举。至于债权人保护，迄今为止，我国尚未建立存款保险制度，政府财政在事实上承担的隐形担保构筑了公众对中国金融业的信心。在金融深化的背景下，随着金融体系面临的风险日益增加，尽快建立以存款保险制度为代表的债权人保护体系，对稳定金融体系十分重要。限于篇幅与目的，本书没有对这些政策建议逐一展开论述，这为未来的研究留下了空间。

整体而言，本书思路开阔、结构清晰、观点明确、分析透彻。本书的学科跨度较大，在少有成熟成果可资借鉴的情况下，不足之处在所难免，但瑕不掩瑜。有一句英语谚语：“The journey is the reward”，意思是“旅途本身就是收获”。作为作者的博士生导师，两年多前，我鼓励他对这一选题进行有益的探索。如今，本书即将付梓，我对其表示衷心祝贺，并祝他在今后的学术研究和实务工作中取得更大的收获！

财政部副部长



二〇一三年六月

摘 要

表外融资的内涵和外延相当丰富，可表现为租赁、回购、资产证券化、特殊目的实体、衍生金融工具、或有负债等具体手段的单一或综合运用。在金融创新的背景下，与表外融资相关的金融产品或交易设计更为繁杂。由于表外融资活动的经济实质与表现形式可能不完全一致，会计准则的相对滞后性使其未能得以恰当的确认和计量，从而降低了财务报告透明度，增加了监管难度，掩盖了潜在风险。正因如此，表外融资逐渐成为诱发财务舞弊和金融风险的重要根源。在短短十余年间，无论是安然或雷曼等个别事件，还是源于美国次贷市场的金融危机均淋漓尽致地体现了这一点。

近年来，我国的表外融资也迅猛发展。在此背景下，我国学术界和监管部门有必要未雨绸缪，深入系统地研究表外融资的理论背景、动因、表现形式和变化规律，坚持创新与监管相协调的理念，正视客观存在且不断发展的表外融资活动，强化规范与引导措施的前瞻性，有效防范金融风险。

本书从不完全契约理论入手，介绍了相关会计准则及其不完全性，分析了企业从事表外融资的动因，然后以美国金融市场为例，重点探讨表外融资由创新到失控的过程。本书共分为八章。第 1 章为导论。第 2 章搭建由“会计准则—管理者动机—融资方式”三个契约层次构成的基本分析框架。第 3 章以 FASB 和 IASC/IASB 为例，介绍了相关会计准则的制定和不断完善的过程，分析了会计准则的“缺口”所在。第 4 章基于股东、债权人和管理者之间的契约关系，分析表外融资的管理者动机。第 5 章和第 6 章研究了金融创新背景下的表外融资以及表外融资如何在影子银行体系中创新、发展和失控的过程。第 7 章则是沿着基本分析框架进行的关于雷曼“回购 105”交易的案例分析。第 8 章是政策建议和未来研究方向。

本书认为，规范表外融资的整体思路，应从会计准则、公司治理和金融监管等多个层次同时入手，建立一种“立体化”的政策框架，即完善会计准则，改进公司治理（重点是改进薪酬激励机制和强化债权人保护），协调推进融资方式的创新与监管，三管齐下，不可偏废。

目 录

摘要	1
第 1 章 导论	1
1.1 研究背景和意义	1
1.2 表外融资及相关界定	4
1.2.1 表外融资的会计学内涵	4
1.2.2 表外融资的外延	6
1.2.3 表外融资与表外业务的界定	8
1.3 研究方法、研究约定和主要内容	10
1.3.1 研究方法	10
1.3.2 研究约定	11
1.3.3 主要内容及观点	12
1.4 本书的主要贡献	17

第 2 章 契约、不完全契约与基本分析框架	18
2.1 契约与契约理论	19
2.1.1 契约	19
2.1.2 契约理论	20
2.2 不完全契约理论	22
2.2.1 从完全契约到不完全契约	22
2.2.2 契约不完全性的原因	24
2.2.3 不完全契约理论的观点简述	27
2.3 会计准则、管理者动机与融资方式：基于不完全契约的基本分析框架	30
2.3.1 会计准则、管理者动机与融资方式	30
2.3.2 基本分析框架	34
2.4 本章小结	36
第 3 章 表外融资的相关会计准则及其“缺口”分析	37
3.1 表外融资的相关会计准则（一）：租赁	37
3.1.1 概述	37
3.1.2 FASB 与 IASC/IASB 关于租赁的会计准则及变迁	38
3.1.3 租赁的表外影响	43
3.2 表外融资的相关会计准则（二）：非合并权益投资	44
3.2.1 概述	44

3.2.2	FASB 与 IASC/IASB 关于合并问题的会计准则及变迁	45
3.2.3	非合并权益投资的表外影响	53
3.3	表外融资的相关会计准则（三）：金融资产转移	55
3.3.1	概述	55
3.3.2	FASB 与 IASC/IASB 关于金融资产转移的会计准则及变迁	56
3.3.3	金融资产转移的表外影响	66
3.4	表外融资的相关会计准则（四）：衍生金融工具	68
3.4.1	概述	68
3.4.2	FASB 与 IASC/IASB 关于衍生金融工具的会计准则及变迁	70
3.4.3	衍生金融工具的表外影响	77
3.5	会计准则存在“缺口”的必然性	78
3.6	本章小结	80
第 4 章	表外融资的管理者动机分析	81
4.1	会计准则“缺口”如何诱致表外融资？——一个简单的经济博弈分析	82
4.2	相关文献回顾	85
4.2.1	国外学者关于表外融资动因的研究	85
4.2.2	国内学者关于表外融资动因的研究	87
4.3	主观动因分析：报酬契约下的会计选择	88
4.3.1	会计信息与报酬契约	88

4.3.2	管理者的会计选择	90
4.4	客观动因分析：三元融资结构下的资产替代	93
4.4.1	债权契约的不完全性	93
4.4.2	Jensen & Meckling (1976) 的资产替代模型	95
4.4.3	三元融资结构下的资产替代和债权人财富转移	98
4.5	本章小结	100
第 5 章	金融创新背景下的表外融资及其扩散	104
5.1	金融创新与表外融资	105
5.1.1	创新理论概述	105
5.1.2	约束诱导、管制规避与金融创新	106
5.1.3	表外融资和既定约束和管制下的金融创新	107
5.2	创新型表外融资的典型形式及其会计含义	109
5.2.1	资产证券化	109
5.2.2	衍生金融工具	113
5.2.3	合成租赁	116
5.3	表外业务的扩散效应——基于我国 A 股上市商业银行的实证研究	120
5.3.1	表外业务的扩散路径	120
5.3.2	模型与变量	122
5.3.3	模型选定	126

5.3.4 实证结果与分析	126
5.4 本章小结	131
第 6 章 从创新到异化：影子银行体系、表外融资失控与金融危机	133
6.1 影子银行体系	134
6.1.1 概念和主体范围	134
6.1.2 影子银行体系的表外特性	136
6.2 影子银行体系与表外融资失控	137
6.2.1 基本背景	137
6.2.2 影子银行的主要工具	139
6.2.3 表外融资的失控	146
6.3 影子银行在金融危机中的表现	148
6.4 本章小结	153
第 7 章 案例分析：关于雷曼“回购 105”交易的再思考	155
7.1 会计准则“缺口”分析	157
7.1.1 回购交易的含义与功能	157
7.1.2 SFAS 140 的“缺口”分析	158
7.2 管理者动机分析	160
7.2.1 雷曼的“反周期战略”	160

7.2.2	管理者的交易目的	161
7.2.3	雷曼的薪酬机制及其“逆向激励”效应	164
7.3	融资方式分析	171
7.3.1	雷曼“回购 105”交易结构要点	171
7.3.2	雷曼“回购 105”交易对 SFAS 140 的适用分析	174
7.3.3	资产负债表的操纵过程	176
7.3.4	巨人的崩溃	181
7.4	本章小结	183
第 8 章	政策建议与未来研究方向	185
8.1	我国的表外融资现状及其特征	185
8.1.1	现状	185
8.1.2	特征分析	191
8.2	研究结论	193
8.2.1	前文研究回顾	193
8.2.2	研究结论和整体思路	194
8.3	政策建议	195
8.3.1	完善会计准则	195
8.3.2	改进薪酬激励机制	197
8.3.3	强化债权人保护	199

8.3.4 鼓励金融创新，提升监管能力·····	201
8.4 研究局限和未来研究方向·····	202
主要参考文献 ·····	205
附录：主要英文缩写 ·····	219
后记 ·····	222

第1章

导 论

1.1 研究背景和意义

什么是表外融资？在会计学上，简而言之，表外融资就是企业在资产负债表表中未予反映的融资行为（陈敏，1995）。从金融的角度，“表外”（off-balance sheet，简称 OBS）二字则更多的是强调商业银行的资产负债表之外。

表外融资的外延相当丰富，可表现为租赁、回购、资产证券化、特殊目的实体^①、衍生金融工具、或有负债等具体手段的单一或综

① 特殊目的实体，即 Special Purpose Vehicle，简称 SPV（又称为 Special Purpose Entity，简称 SPE），是指发起人为了实现某一特定目的而临时设立的从事某项交易或一系列交易的实体，通常采用信托、合伙或公司形式。其特殊性主要体现在以下几方面：第一，设立目的特殊，设立 SPV 是为了实现某一特定目标，如为某些资产或投资项目筹集资金；第二，管理活动特殊，SPV 一般没有全职的雇员或独立的管理层，通常由某一受托方对 SPV 实施监督管理，并根据签订的协议来取得和分配收益；第三，资本结构特殊，SPV 的资金主要依靠大规模举债，发起人在其中只有很少的权益投资。在美国会计准则中，可变利益实体（Variable Interest Entities，简称 VIE）的概念与特殊目的实体（SPV）相近，本书在涉及 VIE 的表述中未将其与 SPV 作严格区分。此外，为了对特殊目的实体作进一步区分，美国会计准则 SFAS 140 提出了合格的特殊目的实体（QSPE）的概念，详见本书第 3 章 3.3.2。

合运用，且形式不断翻新。在金融创新的背景下，与表外融资相关的金融产品或交易设计更为繁杂。由于表外融资活动的经济实质与表现形式可能不完全一致，会计准则的相对滞后性使其未能得以恰当的确认和计量，从而降低了财务报告透明度，增加了监管难度，掩盖了潜在风险，甚至导致部分企业刻意构造以表外融资为目的的所谓“会计驱动交易”（**accounting motivated transaction**）。正因如此，表外融资逐渐成为诱发财务舞弊和金融风险的重要根源之一。

在安然事件中，资产负债表外安排和未合并特殊目的实体的使用及债务隐匿行为对安然这家“美国最富有创新精神的公司”的迅速倒闭起到重要作用^①。由美国次贷危机引发的金融风暴的形成原因非常复杂，其中，不容回避的问题之一是，游离于传统商业银行体系和传统金融监管体系之外的表外融资活动不断创新、发展直至失控，并最终脱离了实体经济的发展需要。雷曼未能在这场金融危机中幸免于难，但是，与其他投资银行不同，雷曼管理者针对美国会计准则中带有鲜明规则导向的规定，构造并大规模运用“回购 105”交易，将其持有的金融资产在期末临时转移至资产负债表之外，调节净杠杆率，以求维持信用评级和短期融资市场的流动性。

近年来，我国商业银行资金“表外化”趋势持续加剧，主要表现为银行表外业务、表外融资的“双膨胀”（李若愚，2011）。根据中国人民银行《2011年第四季度中国货币政策执行报告》的统计，2011年金融机构通过委托贷款、信托贷款及未贴现的银行承兑汇票三种方式新

① 美国证券交易委员会. 关于具有资产负债表外影响的安排、特殊目的的主体以及发行人提交材料透明度的报告和建议[M]. 财政部会计司, 译. 北京: 中国财政经济出版社, 2005: 14.