

LUYOU ZICHAN ZHENGQUANHUA YANJIU

旅游资产证券化（ABS）研究

张奇◎著



经济科学出版社
Economic Science Press

C14005459

F592
16

LUYOU ZICHAN ZHENGQUANHUA YANJIU
旅游资产证券化 (ABS) 研究

张奇◎著



经济科学出版社
Economic Science Press



北航

C1693178

F592
16

图书在版编目 (CIP) 数据

旅游资产证券化 (ABS) 研究 / 张奇著. —北京:
经济科学出版社, 2013. 12

ISBN 978 - 7 - 5141 - 3982 - 2

I. ①旅… II. ①张… III. ①旅游资源 - 资产证券化 -
研究 - 中国 IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 273192 号

责任编辑: 周国强

责任校对: 郑淑艳

版式设计: 齐 杰

责任印制: 邱 天

旅游资产证券化 (ABS) 研究

张 奇 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

编辑部电话: 010 - 88191350 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮箱: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http: //jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京密兴印刷有限公司印装

710 × 1000 16 开 13 印张 240000 字

2013 年 12 月第 1 版 2013 年 12 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 3982 - 2 定价: 56.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191502)

(版权所有 翻印必究)

目 录

第一章 导论	1
一、问题的提出及背景	1
二、国内外研究进展概述	5
三、研究思路和主要内容	15
第二章 资产证券化原理概述	18
第一节 资产证券化的产生与发展	18
一、资产证券化融资的概念、背景及优点	19
二、关于资产证券化动因的若干假说	43
三、资产证券化的原理及参与主体	47
第二节 资产证券化的基本理论	52
一、资产证券化的内在经济机制	52
二、资产证券化的理论综述	55
三、资产证券化融资的过程	58
第三节 资产证券化的结构创新与定价	61
一、资产证券化的结构创新	61
二、资产证券化的定价方法	65
第四节 资产证券化的主要模式	69
一、特定业务活动的未来现金流证券化	69
二、整体业务证券化	70

三、可保风险证券化	71
四、中国早期的资产证券化模式	72
五、信托模式	73
第五节 开展资产证券化的若干条件	78
一、宏观方面的约束	79
二、资产属性的约束	79
三、市场体系约束	80
四、风险约束	80
五、信用增级	81
 第三章 旅游资产证券化的必要性和可行性	82
第一节 旅游资产证券化的必要性	83
一、旅游业的发展需要融资模式创新	83
二、突破旅游资源管理障碍的需要	96
三、旅游业发展模式创新的需要	101
第二节 中国旅游资产证券化的可行性	105
一、中国旅游产业发展空间巨大	105
二、旅游资源丰富	111
三、支持旅游资产证券化的政策法规正在健全和完善	114
四、资本市场的发展提供了旅游资产证券化的基础环境	116
 第四章 旅游资产证券化的模式	120
第一节 概述	120
一、旅游资源生命周期与融资路径选择	121
二、我国旅游资源资产证券化融资优势	123
第二节 景区类资产证券化模式	126
一、旅游景区开发现状	126
二、旅游资产证券化类型和流程	133
第三节 酒店类资产证券化模式	139
一、酒店行业发展现状	140
二、酒店投融资状况及存在问题	141

三、酒店资产证券化的模式设计	144
第四节 旅游新业态中的资产证券化模式	154
一、对旅游新业态的思考	154
二、生态旅游项目的资产证券化——以鄱阳湖生态经济区为例	159
三、旅游基础设施资产证券化模式	162
第五节 资产证券化的实例分析	164
一、八达岭长城的 ABS 模式	164
二、华侨城证券化产品——欢乐谷主题公园	166
三、海南模式：国际旅游岛	172
 第五章 旅游资产证券化的风险管理	173
第一节 资产证券化的风险概述	173
一、证券化的风险分析	174
二、需要确保信息真实透明和加强监管	179
第二节 旅游资源的特殊风险	181
一、旅游业资产证券化风险分析	181
二、旅游资产证券化的风险管理对策	184
 第六章 旅游资产证券化的建议与对策	190
一、完善监管体系以提升运作效率	190
二、界定好旅游资产证券化中政府的角色定位	191
三、要重视旅游资源的发展规划	192
四、营造旅游资产证券化的环境体系	193
五、优化旅游公共服务模式	194
 参考文献	195

| 第一章 |

导 论

一、问题的提出及背景

(一) 问题的提出

旅游是人类生活的美好追求，是当今世界第一大产业。早在 20 世纪 90 年代初，旅游业经济总量就占到全球 GDP 的 10% 以上，超过汽车、石油业成为世界第一大产业。旅游业成为现代经济和社会发展的重要标志。伴随着改革开放进程，我国的旅游业不仅是扩大内需、促进消费、拉动相关产业发展的经济产业，而且是提升人民生活品质、增加社会福祉的综合性产业。目前，旅游业的发展正在融入国家战略体系，我国旅游业正进入新一轮快速发展阶段，也进入了转变发展方式、促进科学发展的关键时期。旅游业与第一、第二、第三产业融合发展的态势正在加快推进，新业态不断涌现并快速增长，这也对旅游业自身的发展提出了新的要求，旅游产业综合带动功能更为突出。作为国民经济的战略性产业，旅游业资源消耗低，带动系数大，就业机会多，综合效益好。从消费角度看，旅游业是需求收入弹性较高的产业。随着经济发展和居民收入的增长，旅游已逐渐成为中国居民的消费热点，旅游业也成为国民经济的新增长点和支柱产业。从当前和今后一个时期的国际、国内环境看，我国的经济社会发展仍处于可以大有作为的重要战略机遇期。工业化、信息化、城镇化、市场化、国际化的深入发展，高速交通体系的快速完善，特别伴随着人均国民收入的稳步增加而持续增长的大众化和多样性消费需求，都为我国旅游业发展提供了新的机遇。

旅游投资是我国旅游产业腾飞的基础。中国要完成由旅游大国向世界旅游强国的跨越,离不开以资源利用为重心的资本投入。投资拉动旅游业发展的作用有赖于投融资体制创新和机制完善,特别是解决旅游发展中出现的资金问题。旅游产业投资大、投资回收周期长,资金不足、融资难始终困扰着旅游业,资金约束一直是长期困扰的掣肘。目前我国旅游业传统的资金来源大致有四种方式:①政府投资,主要针对基础设施建设;②企业自有资金或贷款,是以景点或旅游项目作抵押,资金多用于景点建设;③外商投资,主要投资对象是旅游饭店、娱乐设施等;④市场融资,往往通过上市、发行国债等,尽管市场范围大,但资金用途受限。结果是旅游业投入不足特别是基础设施和服务设施建设不能满足大众化旅游时代的需求,很多地方旅游业发展处在资源丰富,缺乏资金投入开发的困境中。如何拓展和创新融资渠道成了旅游业发展和转型升级的当务之急。

20 世纪 90 年代以后,电子信息技术有了飞速的进步,加之金融管制放松及巴塞尔协议在各国实施,刺激资产证券化 (ABS) 融资计划发展的外部环境愈加成熟。随着我国金融市场体系的日趋完善以及实体经济发展的客观需要,ABS 融资模式也已进入中国旅游业,并逐渐显示出独特优势和广阔的发展前景。资产支撑证券化的实质是资产的原所有人将被证券化的金融资产未来产生现金流的收益权转让给投资者,以达到融资的目的,即能够产生可预见的稳定的现金流量的已有资产或资产组合,通过一定的结构安排,将其中的风险与收益要素分离与重组,进行信用升级,然后以此资产的未来收益为保证发行高档债券,从而在资本市场上出售变现的一种融资手段。相比传统融资方式来说,资产证券化是旅游业较好的创新融资途径,也是旅游业融资最大潜力所在。旅游业中能产生稳定现金流的资产主要包括两大类:旅游资源和旅游基础设施收费项目。就基础资产而言,旅游资产证券化实质都是将旅游企业或旅游项目所涉及资产的未来收益以证券的形式预售的过程,其基本交易结构都是资产的原始权益人将要证券化的资产剥离出来,出售给一个特设机构,这一机构以其获得的这项资产的未来现金收益为担保。发行证券以证券发行收入支付购买证券化资产的价款,以证券化资产产生的现金流向证券投资者支付本息。因此,旅游资产证券化不仅可以门票质押的形式出现,还可以把景区内旅游演艺门票、商业物产、酒店、观光车船票等进行证券化。景区将自身缺乏流动性却可转化为现金流的那部分旅游资产,在金融市场上发行可以出售和流通的债

券,这种债券不依赖于主体信用和企业法人信用,而是仅以特定资产为支撑发行的融资活动^①。

我国目前的资产证券化主要分为两大体系,即以中国人民银行、银监会为主导的银行系信贷资产证券化和以证监会为主导的券商系企业资产证券化。2009年5月21日,证监会在下发的《关于通报证券公司企业资产证券化业务试点情况的函》(机构部函[2009]224号)明确规定,企业资产证券化业务是证券公司以专项资产管理计划为特殊目的载体,以计划管理人身份面向投资者发行资产支持受益凭证,按照约定用受托资金购买原始权益人能够产生稳定现金流的基础资产,将该基础资产的收益分配给受益凭证持有人的专项资产管理业务。根据我国立法和实践对资产证券化的分类,旅游资产证券化属于企业资产证券化业务^②。因此,旅游资产证券化,就是要把缺乏流动性但具有未来现金流的资产汇集起来,通过结构性重组,将其转变成可以在金融市场上出售和流通的证券,据以融通资金的过程。作为市场化程度较高的旅游业,应该充分发挥市场融资功能,利用资产证券化能够较大规模地筹集市场闲散资金的优势。我国旅游资源丰富,能够产生可预见稳定现金流的资产众多,被其他金融工具苛刻标准排斥在外的旅游企业就可以通过资产证券化进行资本筹集。

(二) 问题提出的背景

从短期来看,旅游业是新的消费热点、拉动内需、应对金融危机的重要举措。从中长期看,旅游业是我国国民消费结构升级的重要方向、促进就业的重要领域、经济结构调整的重要途径。旅游业属于劳动密集型产业,技术含量低,可进入性比较高,这对社会资本来说是一个理想的投资行业,同时作为第三产业的龙头产业,大力发展的旅游产业无一不需要资金的投入。旅游业发展中的投融资方向受国家的宏观经济政策的影响,并伴随着国家对旅游业地位的不断强化而发

① 姜若愚. ABS 融资模式的研究与设计 [EB/OL]. http://blog.sina.com.cn/s/blog_9ce995a501019k84.html

② 如果银行在信贷资产证券化的过程中,需要考虑旅游消费贷款或旅游类项目贷款的证券化业务,也属于证券化的范围。根据中国人民银行、银监会于2005年4月20日联合发布《信贷资产证券化试点管理办法》(中国人民银行银监会[2005]第7号公告)第2条的规定,我国的信贷资产证券化是指,银行业金融机构作为发起机构,将信贷资产信托给受托机构,由受托机构以资产支持证券的形式向投资机构发行受益证券,以该财产所产生的现金支付资产支持证券收益的结构性融资活动。限于本书的研究范围界定证券化的主体是银行以外的机构,因此在后续的相关论述和模式设计中,不包括这类银行为主体的证券化模式。

展变化。2009 年国务院出台的《国务院关于加快发展旅游业的意见》中将旅游业定位为战略性支柱产业,旅游业在国民经济中的地位越来越突出。其中明确规定“拓宽旅游企业融资渠道,金融机构对商业性开发景区可以开办依托景区经营权和门票收入等质押贷款业务。”2012 年 2 月,中国人民银行等七部门发布《关于加强金融支持旅游业加快发展的若干意见》规定“鼓励金融机构在依法合规、风险可控和符合国家产业政策的基础上,探索开展旅游景区经营权质押和门票收入权质押业务”,“通过企业债、公司债、短期融资券、中期票据、中小企业集合票据等债务融资工具,进一步加强债券市场对旅游企业的支持力度”。2013 年 8 月 28 日,国务院常务会议进一步提出扩大资产证券化试点,在资产证券化的基础上,将有效信贷向经济发展的薄弱环节和重点领域倾斜,特别是用于“三农”、小微企业等领域,并提出优质信贷资产证券化产品可在交易所上市交易,在加快银行资金周转的同时,为投资者提供更多选择,更好支持实体经济发展。旅游业作为现代服务业的龙头产业,投资周期长,受自然和社会经济影响的不确定因素较多,传统的信贷融资方式较难发挥应有的融资功能,极大地影响了产业健康持久发展。在这种环境下,探讨旅游资产证券化的可行性与实施模式,就成为探索创新旅游业的融资手段迫切的问题。

在健全和发展我国资本市场的过程中,资产证券化一直是扩展延伸多层次资本市场包容服务能力的重要依托,拓展资产证券化创新的深度与广度,充分发挥其支持实体经济发展的应有作用。证券化让所有的市场参与方受益,可以让选择发起人出售资产以及增强资金提供能力而受益,也让投资者因获得高收益证券、流动性与多样化而受益。证券化的扩张是金融服务业内部与外部多种因素共同导致的结果。参与证券化过程的各方的风险与收益发起人、资产打包方、信用提升机构、信托机构、证券包销商与投资者。旅游业开展资产证券化具有以下三个优势。一是融资成本低。资产证券化使筹资者无须通过复杂费时的程序,而是通过资本市场直接融资。同时它是一种不计入资产负债表的表外业务,因此筹资人既获得了相应资金,又能优化资产结构。尽管旅游资产流动性较差,但经证券化后,证券化产品就存在于一个流动性相对较高的二级市场了,可以自由转让,进一步降低筹资成本。二是组合灵活、风险分散。资产证券化中起支撑作用的资产既可以是单个项目或资产,也可以是不同企业灵活组合,形成一个资产池。由于资产池的存在,使得单个旅游资产的收益及现金流对投资者影响减小,不会因为某个资产的周转、经营问题造成损失,有效地分

散了投资者风险。三是融资规模大。旅游业的开发需要大量资金支持^①。

在实践中,旅游资产证券化也实现历史性突破,2012年12月,深圳华侨城控股股份有限公司推出“欢乐谷主题公园入园凭证专项资产管理计划”,以欢乐谷主题公园入园凭证(门票)为基础资产,成功募资18.5亿元人民币。其中,门票包括欢乐谷的各类门票和旅游金融卡等,这个个案创下了两个第一:境内第一例上市公司通过资产证券化募集资金和利用门票融资成功的第一例。由于境内旅游资源的所有权是公有,大多数优质景区往往同时是世界遗产和国家重点文物保护单位,所以,景区的股份化改革常常存在不确定性。而旅游资产证券化是在明确资源公有的前提下,仰赖政府信用,有力促进国有旅游资产保值增值。同时,旅游证券化能够增强企业的资产流动性,获得低成本融资,旅游证券化项目的融资利率常低于银行同期贷款利率。通过证券化,企业可以有效管理风险资产,从而改善各种财务比率,有效提高资本运用效率。更关键的是,企业将走上“投资—证券化—再投资—再证券化”路径,形成良性的滚动融资循环。

二、国内外研究进展概述

(一) 国外发展概况与研究进展

资产证券化的融资结构与破产成本的降低的研究,莫迪利安尼和米勒(Modigliani & Miller, 1963)引入所得税因素对MM定理进行修正,他们认为债务融资的利息在税前扣除,债务融资的成本低于权益融资成本,因而增加债务融资可以提高企业价值,企业的最佳资本结构是100%的债务融资。而詹森和迈克林(Jensen & Meckling, 1976)在引入破产成本和代理成本的基础上提出资本结构平衡理论。他们认为债务融资虽然提高了企业价值,但也增加了企业的代理成本和破产成本从而使企业价值下降。当两者引起的企业价值变动额在边际上相等时,企业价值最大。也就是说企业不可能通过不断增加债务融资来提高企业价值。奥特曼(Altman, 1984)的实证研究发现,企业破产时,直接破产成本平均达到企业价值的6%,直接和间接成本之和达到企业价值的

^① 卢毓蓉,陈友华.从金融危机反思旅游业资产证券化[J].学术论坛,2009(11):277-278

16.7%。因而在决定企业资本结构时,降低企业破产成本的措施将显著提高企业的价值。破产隔离的融资结构安排保证资产证券化融资是以特定的金融资产而非以发起人的整体信用作为支付保证和信用基础的,从而完全消除了企业破产的影响。因而在证券化融资中,对投资者的还本付息不受企业的破产影响,从而降低了投资者融资者信用风险。资产证券化融资通过融资结构上的破产隔离制度安排,降低了破产成本对企业价值的影响,从而提高了企业价值。诺玛科里西南和夏克 (Ramakrishnan & Thakor, 1984) 通过模型说明信息生产者的比较优势来自联合时互相监督无成本,未来资产的卖方在融资、服务和监督时并没有优势。通过无优势活动的外部供给,资产证券化可能会增加股东财富。在米勒和夏克 (Million & Thakor, 1985) 建立的模型中提到,金融机构作为信息汇集的代理机构具有比较优势。这对发行人来说很有必要。在资产证券化的融资结构中,发起人与投资者之间通过各个专业金融机构得以沟通。发起人主要负责证券化资产的发起,信用评级机构承担对证券化资产的信息收集和信用评估,服务商负责证券化资产应收款收缴以及违约事项的处理工作,受托人负责向投资者发放还本付息的资金。通过上述金融机构的专业化分工协议达到提高金融市场效率的目的。汉斯和斯密斯 (Hess & Smith, 1988)、维格 (Zweig, 1988)、格林鲍姆和夏克 (Greenbaum & Thakor, 1987)、佩维瓠和菲利斯 (Pavel & Phillis, 1987) 强调指出,资产证券化为发起人提供了一种低风险、多样化资产组合的一种手段,增加了一种融资工具。与传统融资方式相比,证券化融资以资产预期收益为导向,资金流向直接取决于对欲证券化资产的收益预期,而与原始权益人的综合资信状况关系不大。

戈登纳 (Gardener, 1991) 认为,资产证券化是使储蓄者与借款人通过金融市场得以部分或全部匹配的过程或工具。资产证券化是一种以市场为基础的信用中介,它不同于以机构 (银行) 中介为基础的信用中介。证券化的发展意味着金融市场的信用中介有非机构化的发展趋势,即市场中介部分取代机构中介。资产证券化则将对原来由银行集中完成的各个功能进行分解,把分解后的各个功能交给金融市场中具有不同专长的金融机构,由这些金融机构利用自身的比较优势完成原来集中于银行的各项功能,从而达到通过专业化分工来提高信用中介效率目的。舒瓦茨 (Schwarcz, 1994) 指出,资产证券化之所以具有如此的吸引力就是因为证券化引致的交易成本节省远远高于其他融资工具,而且较高的交易成本要求证券化交易要有一定的规模,规模效益降低了资产证

券化的单位成本。资产证券化融资结构中的专业分工协作也降低了融资结构的构建成本。资产证券化通过自身的融资结构来降低破产成本、信息成本、监管成本,从而达到提高企业价值的目的。但是在融资结构的构建过程中也带来一些诸如信用评级费用、法律等交易费用。这些交易费用如果超过融资结构所带来的成本下降,那么总体上证券化融资是无效率的。而证券化融资结构中各个参与方的专业化分工是降低融资结构构建交易费用的关键。

关于资产证券化降低利息成本和监督成本的研究中,舒瓦茨(Schwartz, 1994, 2002)指出,来源于发起人资产证券化资产的投资报酬率小于其他方式(如债务融资)的融资成本,因而资产证券化是一种具有成本效率的融资工具。资产证券化将出售的资产与公司其他的应收款隔离,能够使发起人通过SPV发行证券比直接发行证券获得低成本融资。在证券化融资中,证券化资产以“真实销售”方式转让给了特设载体,因而在会计上证券化资产可以从发起人的资产负债表中“剥离”,达到表外融资的效果。资产证券化作为表外融资处理对于企业降低监管成本具有重要作用。SPV发行的债务证券为了满足信用增级要求一般都有超额担保作支持,这类似于担保贷款。因此,资产证券化融资降低了债权人因资产替代效应而发生的监督成本。

金融市场中经典的隐藏知识的信息不对称模型都假定内部人比外部人对企业资产价值具有更多的信息,基于风险资产所有权的证券发行一般会被理性投资者要求一定折扣,即所发行证券价值存在柠檬市场折扣,市场倾向于将剩余索取权分配给那些拥有充分信息的投资者。赫尔(Hill, 1996)认为,资产证券化能够避免证券发行的“柠檬问题”。这是因为证券化资产的风险与收益要素被进行了分离和重组,从而它的现金流比其他资产的现金流更容易评估。资产证券化的这一功能是通过资产组合机制来实现的,发起人把具有类似特质的资产进行组合,形成一个资产池。对于单个的资产来说,其风险和收益未必能够进行准确的预测,但整个组合的风险和收益却呈现出一定的规律。资产证券化对于公司整个发行在外的股票都有一个正面的积极作用,这是因为证券化向市场传递了一个正向的“信号”,只有信用良好、资产质量优良的公司才会进行资产证券化融资。而且,只有在证券化能够给公司带来好处时,公司才会进行证券化融资,内部人员将会因此获得更高的回报。因此,外部投资者一般都偏好进行证券化的公司股票,使得证券市场上公司的股票价格上升。这种“信号收益”与柠檬问题避免收益不同,它是证券化对公司本身价值的影响,但与柠檬避免收益一样都是得益

于资产证券化, 在这里证券化避免了投资者和整个公司的信息不对称。

吕皮卡 (Lupica, 1998) 指出资产证券化的动因在于企业与不可调整债权人之间的外部性。舒瓦茨 (Schwartz, 1999) 指出, 证券化交易中资产的出售本身并没有减少企业可被债权人利用的资本, 资产只是从一种形式转换成另一种形式。资产证券化不一定减少企业的资产价值, 而是依赖于证券化的收益是如何分配的。作为一种新的企业融资渠道。拉克沙曼·艾莉丝 (Lakshman Alles, 2001) 指出, 资产证券化和结构金融已成为发达国家金融市场发展的重要引擎, 对发起人来说, 资产支持证券的价值高于证券化资产价值本身, 资产证券化的现金流现值必须超过实施资产证券化的成本。这样, 资产层面上的竞争由此得以实现, 优、劣质资产在获取资金支持方面的差异通过资产证券化日益凸显出来, 金融市场上的资源配置由此得到优化^①。

(二) 国内研究进展

1996 年 8 月, 珠海市政府以在珠海市注册的机动车缴纳的管理费和外埠机动车缴纳的过路费为抵押, 为在开曼群岛注册的珠海高速公路公司成功发行了 2 亿美元的收入债券是最好的证明。这是亚洲第一笔收入债券, 也是目前已知中国第一笔引入证券化思想的债券。^②

1. 资产证券化的研究进展。

张超英和翟祥辉 (1998) 第一次系统地介绍了资产证券化的有关问题。包括资产证券化的概念、体系、经济学含义、收益与风险、结构与现金流和信用提高、资产证券化的会计、税务和法律问题, 概括了国外金融发达国家资产证券化金融工具的基本类型及其衍生类型。尹龙 (1999) 研究了资产证券化的动力、约束与制度安排, 说明资产证券化作为近几十年来国际金融领域中最重要的一种金融创新之一, 自 20 世纪 70 年代末在美国产生后, 迅速向全球扩展, 美国、欧洲已形成了相当规模的资产证券化市场, 加拿大、拉丁美洲、澳大利亚等也在证券化方面取得了较大的成功。许多亚洲国家在金融危机后, 也开始进行了一些卓有成效的实践。朱宝宪和刘炜莉 (1999) 分析了中国开展资产支撑证券化融资的问题, 认为资产支撑证券化的思想及其运作方式在我国

^① 王晓博. 现代企业资产证券化融资的动因分析: 基于文献综述的视角 [J]. 经济论坛, 2007 (24): 97-100

^② 朱宝宪, 刘炜莉. 中国开展资产支撑证券化融资的研究 [J]. 管理世界, 1999 (3): 62-69

的推广与运用,将有助于我国商业银行不良债权的化解、国企存量资产的盘活、基础设施建设资金的筹集及其他各种应收款的套现。

何小锋和黄嵩(2002)从资产运营和广义资产证券化的角度来考察,提出选择资产证券化突破模式时必须遵循三个原则:基础资产必须满足“资产重组原理”的要求、能为资产证券化在中国的进一步开展提供示范效应和经验、在制度和环境方面只能是两个选择:一个是选择与现行制度和环境冲突最小的交易形式;另一个是最有条件突破现有制度和环境约束的交易形式。依据这三个原则对八大建议模式进行考察,得出中国开展资产证券化有两个突破模式:“住房抵押贷款模式”+“准表外模式”;“基础设施收费模式”+“离岸模式”。刘端(2001)分析资产证券化的金融特性与内在经济机制,认为资产证券化是金融市场深化和金融分工细化环境下的金融创新安排,有特定的信用体系做其基础;作为与其他融资方式不同的创新,资产证券化具有特殊的金融特性与内在经济机制,这些特性和机制使资产证券化发挥出信用增强、分散风险、创造流动性等特殊作用。张超英(2003)认为资产证券化的动因问题,一直是资产证券化理论体系中的一个重要部分。随着监督技术的进步,最优制度安排的均衡发生了变化,从而导致了以资产证券化技术为支持的金融体系的制度性演进,这是资产证券化的深层制度性动因;资产证券化的若干假说在其他方面的内容,实际上是从不同方面试图说明在这种制度演进下,在银行主体的资产证券化行为选择中所包含的各种“市场智慧”成分。王君彩和韩永强(2004)从投资者的角度出发,认为在投资者和融资者之间建立了一种新的资金融通渠道。但不良资产证券化,在我国当前的市场环境下,不宜规模化展开。徐东(2004)研究了基础设施资产证券化中的四种定价策略:静态现金流量报酬率法、静态利差法、总回报率情景分析法和期权调整利差法。刘超(2005)研究了资产证券化的定价理论与方法,认为证券化产品是债券市场的组成部分,具有一般债券的特性,由于其特定资产的偿付现金流而与普通债券不同,有提前还本问题的存在,在定价方法上必然存在差异,对资产证券化的早偿风险及现金流进行了分析,并对较常使用的静态现金流报酬法进行了分析。李葳和温尚纯(2005)研究了资产证券化与企业投融资创新的关系,认为我国企业投融资领域问题很多,突出的是部分企业融资后没有投资方向,承担巨大的融资成本,部分企业融资困难,无力进行再投资,企业投融资方式的创新成为当务之急,也是提高企业投融资的效率和企业效益的关键所在。

赵胜来和陈俊芳 (2006) 研究了资产证券化的核心原理和基本原理, 分析了资产证券化的具体功能, 及其参与方和运作程序, 提出了如何确立资产证券化的可行模式, 以促进中国金融结构的调整和优化。彭惠和吴雪玲 (2006) 研究了面临流动性需求时卖方的融资选择问题。在现实的资产市场中, 买卖双方不仅信息结构存在差异, 而且拥有自己的定价模型, 能独立地形成对“资产包”价值的估计。当存在估值差异时, 直接出售或者发行“过手型”资产支持证券不能解决因估值差异过大而无法成交的现象。通过发行非线性债券, 即采取优先一次级结构安排, 可以协调买卖双方的估值差异, 使发起人获得更高的回报。即结构分层能够满足估值差异下发起人的流动性需求。叶凌风 (2006) 认为资产证券化是发起人与投资者之间的博弈过程, 在资产证券化中, 发起人作为资产出售方, 面临“逆向选择”的风险, 同时其又作为资产服务商, 面临着“道德风险”。提出为防止“逆向选择”与“道德风险”, 我国资产证券化试点阶段可以采取由与发起人无关的第三方机构承担产品的营销。从长远来看, 建立政府担保机构的资产证券化模式。梁志峰 (2006) 认为资产证券化的金融创新理论包括成本诱导的资产证券化理论、减少信息不对称的资产证券化理论、风险隔离的资产证券化理论、优化公司资本结构的资产证券化理论、信用体制创新的资产证券化理论和资产价值形态转换的资产证券化理论等六个方面。

王晓博 (2007) 基于文献综述的视角, 对现代企业资产证券化融资的动因系统分析。陶涛 (2008) 进行了企业资产证券化信用增级模式研究。徐千里 (2008) 从现代企业财务理论分析, 分析了资产证券化融资的瓶颈。认为企业资产证券化融资不同于传统的股权融资和债权融资的表内融资形式, 它是一种表外融资, 资产证券化可以将企业部分存量资产或未来收益权转换成现金流, 而且资产证券化特有的信用增级和破产隔离技术保证了企业的信用风险与偿付资金相分离, 在增加企业价值的同时也为交易各参与方带来了经济利益。王娟和周好文 (2008) 研究资产证券化发起人融资成本, 对转让人只获现金的交易方式下, 资产证券化发起人的融资成本进行了推导和研究, 基于时间价值因子和市场价格因子的表达式, 对资产证券化发起人融资成本变化进行了详细分析。刘浩洋 (2008) 认为随着我国商业银行资产负债期限结构错配导致流动性风险隐患的日益增强, 以及银行监管所要求的资本量增加, 使得作为风险转移方式之一的信贷资产证券化应运而生。

陈亚萍 (2009) 对我国资产证券化中对适宜证券化资产进行分析并提出了

适宜证券化资产的条件及应如何计价。张玉喜（2009）认为资产证券化在国际上已从抵押贷款证券化发展为保险风险证券化、整体业务证券化等，其发展趋势表现为从证券化的消极经营向积极和主动的管理转变、证券化产品的衍生性和证券化风险的复杂性日益增强、证券化资产及市场主体的范围日益拓展。宋毅（2009）基于 SPT 模式的资产证券化运作思路，认为从现行的法律环境来看，我国当前资产证券化的运作模式最可行的还是 SPT 模式，即信托资产证券化。提出了通过探索 SPT 模式的具体运作思路和作业要点，即组合基础资产、测算发行额和利息、架构信托并转移资产、信用增级、信用评级、定价、安排承销机构和交易执行机构、二级市场转让，可以形成具有可操作性的一般指导性框架。

全自力（2010）研究了基于 ABS 资产证券化方式的项目融资风险管理，提出 ABS 项目融资的风险应对策略主要包括资产质量风险、环境风险、证券化运作风险的应对。王晓和李佳（2010）认为在本次美国次贷危机中，以住房抵押贷款证券化及其衍生品为主的资产证券化产品的基本功能在危机的产生和传导中发挥了不可估量的影响。深入讨论了资产证券化增大流动性功能和风险转移功能所带来的经济影响，并提出发展我国资产证券化应该首先选择表内模式，建立以监管特许权论为基础的信用评级机构，同时严格审查基础资产的信用与质量，加强对资产证券化发行者资产负债表的监管，创建适合我国国情的资产证券化法律框架以及防范同质性的系统性风险，以促使资产证券化这种金融创新产品更好地为我国的金融改革和发展服务。周茂清（2010）认为虽然次贷危机给美国和全世界造成巨大经济损失，但不能否定资产证券化这项金融创新技术的可行性。要认真分析造成美国次贷危机的真实原因，深刻反思其中的教训。巴曙松、孟之静和孙兴亮（2010）分析了资产证券化在发展过程中显现出的一些新特征，以及金融危机后资产证券化的监管新动态。张长全、杨红伟和贾将贤（2010）分析我国资产证券化信用增级模式，认为我国现有的资产证券化信用增级机制结构单一，技术简单，主要采用的是内部信用增级方式，信用增级效果不是十分理想；并且由于我国现有担保和保险体系存在较大缺陷，使得我国资产证券化市场仍然蕴含巨大风险。

张细松（2011）认为美国次贷危机缘于资产证券化，但资产证券化本身不是危机的主要成因。金融创新还强化了金融脆弱性，使金融体系的整体稳定性下降，因而成为金融危机的真正根源之一。问题还在于，有缺陷的资本市场存在金融加速器效应，在负向冲击时它推进了虚拟经济崩溃向实体经济衰退的转化。因