

## 新金融家联盟讲坛

### 新金融家联盟微信群内部交流系列

#### 专题讲座第五期

(2015 年 8 月 23 日)

(本纪要为新望院长发起的新金融家联盟微信群的群友内部交流工作笔记, 新金融家联盟微信群由经济观察报研究院发起, 是互联网金融代表性企业家及知名专家的精英生态圈。联盟将发掘相关部门相关行业的资源, 为联盟企业提供服务 and 讯息, 致力于推动国内外互联网金融企业交流学习, 抱团取暖, 互助共赢, 促进互联网金融行业的健康有序发展, 加快中国互联网金融国际化步伐。本群并为各参与群友认可。本工作笔记不代表任何机构的意见, 本期报告由新金融家联盟群群秘王丽娜(电话: 13811006823)、霍倩倩(电话: 15811159262)整理并经林华校订, 仅供内部参考, 请勿对外提供, 谢谢。报告经主讲嘉宾本人审阅, 错误在所难免。)

**主讲嘉宾:** 林华 厦门国家会计学院客座教授

**分享课题:** 资产证券化解析

**主 持:** 霍倩倩 新金融家联盟秘书处

**活动时间:** 北京时间 8 月 23 日(周日) 15: 00—16:30

**交流方式:** 微信群在线语音及文字结合

**本期纪要整理:** 王丽娜(群秘) 霍倩倩(群秘)

**主讲嘉宾简介:** 林华

林华先生，兴业银行独立董事，厦门国家会计学院客座教授。《金融新格局—资产证券化的突破与创新》，《中国资产证券化操作手册》主编。

## 【会议纪要】

**霍倩倩：**各位领导、群友们大家好，我是经济观察报金融市场中心互联网金融部霍倩倩，很高兴今天来主持此次讲座。

这次讲座的主题：资产证券化解析，今天就让我们来看看厦门国家会计学院客座教授林华先生对资产证券化的解析。

希望群友们在接下来一个小时里积极参与话题的讨论。有请厦门国家会计学院客座教授林华先生闪亮登场。

**林华：**第一部分：资产证券化的理解：资产证券化是一个融资工具；资产证券化是在报表左边的融资工具；资产证券化是表外融资工具；资产证券化的核心在于投资；资产证券化在中国主要是环境建设的问题。

从会计的角度，传统的融资主要是聚焦在资产负债表右边的融资模式，扩大企业或者银行的资产负债表，同时需要消耗比较多的资本金；资产证券化聚焦在资产负债表左边，通过出售资产做融资，期核心是真实销售和破产隔离；资产证券化的核心概念是真实销售，把资产移在表外做融资，因此证券化的核心表外融资工具，表外融资工具和表内融资工具的区别是，表外融资工具不需要消耗资本或者少消耗资本。

由于资产证券化的表外融资工具的特点，会计合并报表的准则理解和处理对证券化交易十分重要。

资产证券化在中国的核心问题是环境建设的问题，资产证券化的真实销售和传统意义的销售不同，传统的销售是把资产直接出售，同时获得对价。资产证券化的销售是发起人先把资产放入到 SPV，然后再由 SPV 发行债券。从美国的实践来看，美国的创新主要是围绕着 SPV 的资产通过不同档级的安排，出售给不同需求的投资人，这个主要是技术层面的创新(金融工程，模型)；而中国的创新主要是围绕在如何把资产装入到 SPV 过程。

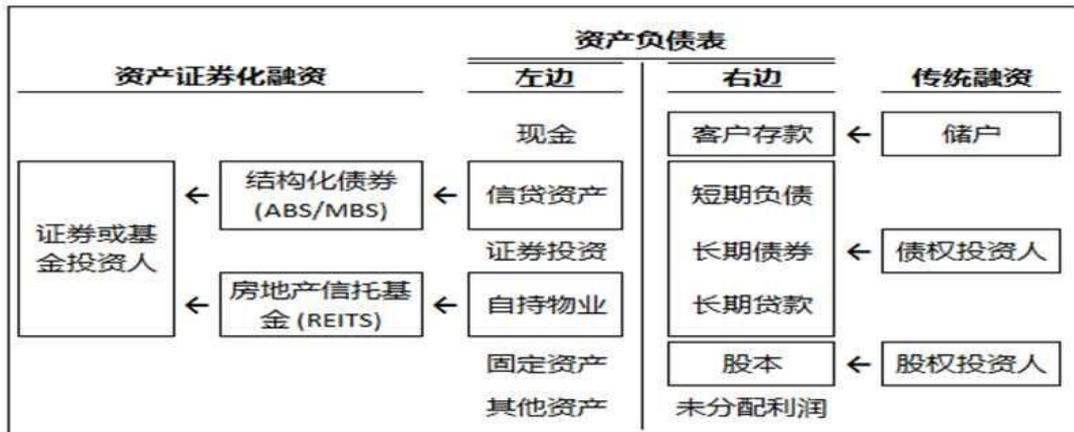
把资产装入到 SPV 需要在法律上破产隔离，会计上真实销售，税务上中性(tax neutral)。我国的税收体系流转税比例较高，在某种意义上来讲，真实销售和税收中性是存在冲突的。

既然真实销售了，那么肯定需要支付相应的税。关于这个问题需要回到资产证券化的本源，资产证券化的定位，资产证券化的功能是融资功能还是资产出售功能。如果核心功能是融资，那么融资主体在融资过程应该是免税的，这点在租赁行业的出售回租中有很好的体现因此我个人认为，中国的证券化的创新主要集中在资产转让到 SPV 阶段的创新安排，主要聚焦在会计，法律，和税务上的筹划和安排。

美国的创新更多聚焦在资产移交转移到 SPV 之后，需要做很多层次的分档分级安排以及后续的投资和套利。

第二点，谈一下我对资产证券化融资和传统融资的差异比较。从融资的角度来看，金融可以分为两大类，一类是公司财务，

(corporate Finance), 另外一类是 Structured Finance。



个人认为，以资产负债表左边的资产去做融资的可以称为结构化金融(structured finance)，主要特点是融资载体的寿命取决于资产的寿命，主要是一个优化求解的过程，如何优化和分配期限，流动性，和信用风险。按照基础资产的类别个人把他分为三个类别，信贷资产证券化，企业资产证券化（非银行系的应收账款），房地产信托基金(REITs)。

上述三类证券化的基础资产，我把他们分成两个大的类别，三个小的类别。

一类是具有折旧的基础资产（比如物业，REITs）；另外是资产没有折旧的（债权，和收益权）。对于第一类资产，即有折旧的资产，核心是在交易结构安排中解决折旧的所得税的抵扣问题，我们国家现行的法律制度不容易设立 SPC，一般的办法是通过私募基金（或未来公募基金）持有物业公司股权，这个路径可以解决折旧在物业持有期的所得税抵扣问题。

另外的基础资产是债权或者收益权，债权资产是可以通过证券化

出表的资产。

另外一类资产是收益权资产，收益权属于 right，在资产负债表并体现这么一个资产科目，所以收益权做资产证券化更多是表内融资。

### (三)、证券化的会计处理与成本收益关系

#### 一、资产证券化会计主要是回到这两个问题：

1. 交易中的特殊目的实体 (SPE) 是否需要合并入表？
2. 资产的转让是否在会计上形成销售？

#### 二、不同资产证券化会计处理下的案例分析

以下是一个虚构的银行的简化一个季度的资产负债表和利润表。该银行总资产 400 亿美元，股东权益 50 亿美元，未进行贷款证券化情况下预计的季度净利润为 1.44 亿美元。该银行的资产中有贷款 250 亿美元，其中有 100 亿贷款拟在该季度末进行资产证券化。

二、不同资产证券化会计处理下的案例分析  
以下是一个虚构的银行的一个季度的资产负债表和利润表。该银行总资产400亿美元，股东权益50亿美元。未进行贷款证券化情况下预计的季度净利润为1.44亿美元。该银行的资产中有贷款250亿美元，其中有100亿贷款拟在该季度末进行资产证券化。

该银行季度末进行了 100 亿美元的贷款资产证券化：共发行了与资产等面值的资产支持证券 100 亿美元，其中 90 亿美元有评级的证券由第三方投资者购买，而银行保留了 10 亿美元级别较低的证券。该银行保留了超额利差的权利和对所转让的贷款的服务权。以下是该资产证券化交易的经济收益计算。

资产负债表 (亿美元)	季度初	正常季度末
现金	30.00	31.44
证券投资	70.00	70.00
贷款 - 持有	150.00	150.00
贷款 - 拟证券化	100.00	100.00
其他资产	50.00	50.00
<b>总资产</b>	<b>400.00</b>	<b>401.44</b>
客户存款	250.00	250.00
证券化借款		
短期负债	40.00	40.00
长期贷款	60.00	60.00
<b>总负债</b>	<b>350.00</b>	<b>350.00</b>
股本	40.00	40.00
未分配利润	10.00	11.44
<b>股东权益合计</b>	<b>50.00</b>	<b>51.44</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>400.00</b>	<b>401.44</b>
<b>股东权益比例</b>	<b>12.50%</b>	<b>12.81%</b>

情景一：交易的特殊目的实体无需合并，资产的转让形成销售（终止确认）

在该会计情景下，证券化中转让的贷款不再出现在证券化后的资产负债表上，取而代之的是证券发行的现金所得（89.6 亿美元），保留的资产支持证券（10 亿美元）以及超额利差和贷款服务权的价值（2 亿美元），该交易对银行的负债没有任何影响。

利润表 (亿美元)	正常季度收益
净利息收入	3.20
贷款销售收入	-
减：支出和费用	(1.76)
净利润	1.44
股权收益率	11.20%
资产收益率	1.43%

交易构成	面值	市价	市值
证券 - 出售 *	90.00	99.95%	89.96
证券 - 持有	10.00	100.00%	10.00
超额利差		1.50%	1.50
服务权		0.50%	0.50
总的交易价值			101.96
减：贷款账面成本			100.00
交易获利			1.96

\* 出售市价中已扣除交易和承销费用

交易的经济获利（1.96亿美元）将会作为资产的销售收入计入当期利润表（不考虑税收的影响）

资产负债表 (亿美元)	季度初	正常季度末	资产证券化	证券化后 季度末
现金	30.00	31.44	89.96	121.40
证券投资	70.00	70.00	10.00	80.00
贷款 - 持有	150.00	150.00		150.00
贷款 - 拟证券化	100.00	100.00	(100.00)	-
其他资产	50.00	50.00	2.00	52.00
总资产	400.00	401.44	1.96	403.40
客户存款	250.00	250.00		250.00
证券化借款				-
短期负债	40.00	40.00		40.00
长期贷款	60.00	60.00		60.00
总负债	350.00	350.00	-	350.00
股本	40.00	40.00		40.00
未分配利润	10.00	11.44	1.96	13.40
股东权益合计	50.00	51.44	1.96	53.40
负债和股东权益	400.00	401.44	1.96	403.40
股东权益比例	12.50%	12.81%		13.24%

交易的经济获利（1.96 亿美元）将会作为资产的销售收入计入当期利润表（不考虑税收的影响）。

证券化后，资产负债表更加健康，现金和证券取代了原来的贷款，总体资产的风险度降低，相应的资本要求也会降低。同时由于资产销

售收入的实现，未分配利润增加了股东权益，股东权益比例提高，从 12.81% 升至 13.24%。利润表中，资产销售收入的确认使季度净利润从原来预计的 1.44 亿美元升至 3.4 亿美元；资产收益率从 1.43% 增加到 3.37%；股权收益率从 11.20% 增加到 25.43%。资产证券化对银行财务指标的“刺激”作用立竿见影。

情景二：交易的特殊目的实体需要合并或资产的转让不能形成销售（作为借款抵押）。

虽然在法律形式上已经实现“真实销售”，但在会计上必须保留在资产负债表上；出售证券增加现金，同时也成为负债（借款）；银行保留的资产支持证券，超额利差和贷款服务权不在表内作确认（也被称作“消失在表内”）。该银行的总资产和总负债规模在证券化后都增加，而股东权益没有变化。该银行的资产负债表趋于弱化，虽然总体资产的风险因为现金的注入而得以降低，但是负债的增加提高了杠杆，股东权益比例从 12.81% 降至 10.47%。

由于资产的转让没有实现销售，该交易对利润表没有任何影响。同时，由于资产的增加，当期资产收益率从 1.43% 降到了 1.17%（虽然只是暂时的）。

通过以上两个会计情景的对比，资产证券化交易在财务报表中的“表现”很大程度上是由会计处理方式决定的。

利润表 (亿美元)	正常情况 季度收益	资产证券化	证券化后 季度收益
净利息收入	3.20	-	3.20
贷款销售收入	-	1.96	1.96
减：支出和费用	(1.76)	-	(1.76)
净利润	1.44	1.96	3.40
股权收益率	11.20%		25.43%
资产收益率	1.43%		3.37%

资产负债表 (亿美元)	季度初	正常季度末	资产证券化	证券化后 季度末
现金	30.00	31.44	89.96	121.40
证券投资	70.00	70.00		70.00
贷款 - 持有	150.00	150.00		150.00
贷款 - 拟证券化	100.00	100.00		100.00
其他资产	50.00	50.00		50.00
总资产	400.00	401.44	89.96	491.40
客户存款	250.00	250.00		250.00
证券化借款			89.96	89.96
短期负债	40.00	40.00		40.00
长期贷款	60.00	60.00		60.00
总负债	350.00	350.00	89.96	439.96
股本	40.00	40.00		40.00
未分配利润	10.00	11.44	-	11.44
股东权益合计	50.00	51.44	-	51.44
负债和股东权益	400.00	401.44	89.96	491.40
股东权益比例	12.50%	12.81%		10.47%

利润表 (亿美元)	正常情况 季度收益	资产证券化	证券化后 季度收益
净利息收入	3.20	-	3.20
贷款销售收入	-	-	-
减：支出和费用	(1.76)	-	(1.76)
净利润	1.44	-	1.44
股权收益率	11.20%		11.20%
资产收益率	1.43%		1.17%

引申讨论一下，资产证券化与上市企业的市值和利润管理的逻辑关系。

市值 = PE 倍数 \* EPS (每股盈利)，在资本金消耗最小的情形下增加利润，提高 ROE，把资本金用在最需要的地方。

1、把资本金用在可以提高 PE 倍数的地方，即核心技术表内化，核心

技术占用核心资本，但是可以最大程度提高 PE 倍数；【一般是上游的核心技术】

2、在可控的情形下，把利差业务表外，降低表内资本消耗，提高 ROE。【一般是下游业务：比如设备通过租赁，EPC 工程利润通过证券化等】

关注点：表内业务和表外业务的最大差别是资本的消耗！

高科技企业不宜在表内进行利差业务：

- 1、高科技企业的杠杆比例低，在表内进行产融结合金融服务，消耗资本多、需要过量资本投入，降低 ROE，而且利差的 PE 倍数低；
- 2、如果在表外进行利差业务，可以大大提高杠杆倍数，同时缩减主体报表规模，把利差留在表内，而不需要消耗资本。

科技公司下面放金融利差业务，对母公司的市值贡献比较大。

今天我就汇报这么多，感谢新望院长和霍倩美女！

**霍倩倩：**感谢林华老师今天带病分享，各位群友可进行点评、讨论。

**林华：**成本是一个关键的问题，有刚性兑付，负债成本高，优质的资产比较难出售。

比较：美国的机构可以拿到更高收益的债券，中国的个人拿到更高收益的债券。正常的逻辑是个人买货币市场基金，然后货基去投资长久期债券，在中国比较难以实现。

**霍倩倩：**感谢林华老师今天带病分享，感谢在线群友们热情讨论，我们的讲座到此结束，辛苦大家。后续群秘会整理好今天的讲座内容发到群里，祝大家周末愉快！

## “新金融家联盟”活动回顾

### 第一期

**主讲嘉宾：**倪鹏飞 中国社会科学院城市与竞争力研究中心主任，中国社会科学院财经战略研究院院长助理，城市与房地产研究室主任，研究员，博士生导师

**分享课题：**当下中国经济金融格局

**主持：**新望（经济观察报研究院院长，群主）

**活动时间：**北京时间 6 月 22 日（周一）19:30-21:30

**特约点评专家：**管清友（民生证券研究院执行院长）

### 第二期

**主讲嘉宾：**江南愤青（陈宇）互联网金融投资者

**分享课题：**对孵化器的一些简单理解

**主持：**陈里（正和岛投资 CEO）

**活动时间：**北京时间 6 月 27 日（周六）20:30-21:30

**特约点评专家：**解植春（深圳大学客座教授）

### 第三期

**主讲嘉宾：**曾光 深圳市互联网金融协会秘书长

**分享课题：**互联网金融板块能否再次成为资本市场领头羊

**主持：**陈庆 瑞士银行（中国）有限公司（UBS）行长

**活动时间：**北京时间 7 月 11 日（周六）19:30-21:30

**特约点评专家：**樊爽文 中国人民银行支付结算司副司长

### 第四期

**主讲嘉宾：**陈恳

**分享课题：**失控和自控，做一个精益创业的互联网金融创业者

**主持：**王丽娜 经济观察报金融市场中心总监

**活动时间：**北京时间 7 月 24 日（周五）19:00-21:00

**特约点评专家：**李明顺

好贷网创始人兼总裁，资深互联网从业者和创业者，互联网金融千人会（IFC1000）执委、发起人，拥有 15 年互联网经验，于 2013 年 3 月创立贷款第一搜索平台好贷网。