

# 我国共有产权房资产证券化研究

胡吉亚

(中国社会科学院大学 经济学院, 北京 102488)

**摘要:** 当前共有产权房已经在我国多座城市开始试点推广,取得了一定的成绩。但是,作为保障性住房的一类,融资渠道较为单一,资金缺口较大。文章在对共有产权房资产证券化可行性分析的基础上,构建共有产权房资产证券化框架,并设计共有产权房资产证券化具体操作流程,将证券化过程分为组建、发行和清算三个阶段九个步骤进行阐述。针对证券化过程中存在的问题,文章提出建立共有产权房资产证券化体系;推动资产证券化立法;加强监管,建立投资者保护机制等建议,拟为缓解当前共有产权房建设资金不足问题提供参考。

**关键词:** 共有产权房; 资产证券化; SPV; 融资

**中图分类号:** F832.5      **文献标识码:** A      **文章编号:** 2095-0098(2018)01-0003-05

为满足我国中低收入群体居民住房需求,推动“安居工程”项目的顺利进行,政府推出共有产权房政策,提出要增加共有产权住房供应。共有产权房将房屋产权进行合理的分割,由政府 and 购房者按一定的比例共有,基于此,购房成本和售房收益也按这一比例进行分担和分配。共有产权房的推行在一定程度上解决了一部分中低收入群体的住房问题,但是,由于共有产权房的“保障性”特征,融资渠道较为单一,限制了共有产权房的建设和发展,本文就我国共有产权房的创新融资模式进行探讨,以缓解当前共有产权住房建设资金不足的问题。

## 一、共有产权房资产证券化可行性分析

资产证券化是以资产池的资产所产生的现金流为支持,设立SPV,在资本市场上发行证券进行融资,对资产的收益和风险进行分离与重组的过程或技术。资产证券化是一种高级形态的、兼具技术和制度创新的金融工具,能够改善筹资者的资信状况,以较低的成本进行筹资,但是,以资产证券化的模式进行融资必须满足一系列的条件。

首先,用以证券化的资产必须具备一定的特征。纳入资产池的资产必须可以产生稳定的、可以预测未来收益的现金流量,且易于高价值变现;资产已被原始权益人持有一段时间,且信用记录良好;资产的相关信息容易获得;资产具有标准化的合约文件等。其次,资本市场发达,对于资产证券化能够提供很好的技术支持和市场平台。再次,信用评级机构、投资银行、证券公司、会计师事务所、律师事务所和能够充当SPV的金融机构数量众多且实力雄厚。

结合我国共有产权房的具体情况来看,共有产权房的未来现金流量可由租金和房屋增值的收益作为保证,房屋具有可高价值变现和信息易得等特征,并且有政府产权作为保障,安全性较高。我国的资本市场逐步开放和完善,已经具备资产证券化的条件,并且,支持证券化的中介机构体系完整,能够为共有产权房资产证券化提供有力的支持。由此可见,我国共有产权房的资产证券化具有可行性。

**收稿日期:** 2017-11-16

**基金项目:** 国家社科基金重点项目“我国经济发展方式转型中的金融保障体系研究”(10AJL005)

**作者简介:** 胡吉亚(1984-),女,安徽霍邱人,博士,讲师,主要研究方向为房地产金融和产业融资。

## 二、我国共有产权房资产证券化框架设计

### (一) 设计原则

**安全性原则。**共有产权房资产证券化涉及保障性住房市场和金融市场,直接关系到国计民生和金融系统的安全,因此,在整个资产证券化过程中,安全性是为第一要义。

**公正性原则。**共有产权房资产证券化有多个参与主体,包括政府、购房者、SPV、承销机构、担保机构以及投资方等,在资产资本运作的过程中应兼顾各方利益,秉承公正性原则。

**法制性原则。**共有产权房资产证券化涉及面广,证券化金额高,各方的权、责、利的明晰尤为重要,因此,在共有产权房资产证券化过程中应遵循相关法律法规,体现法制性。

### (二) 框架设计

我国共有产权房自 2007 年开始在江苏省淮安市进行试点,目前我国北京、上海、深圳、成都、黄石等多个城市进行试点推广。淮安市共有产权房的运作时间相对较长,共有产权房的建设主要依靠政府主导和投入,最初淮安市共有产权房拟定的思路是“先租后售”,即在承租满两年后,按出资不低于 60% 申请购买,形成共有产权住房,申购价格比周边同类型房产价格低 5% ~ 10%,其他部分产权由政府持有。住户可以在首次购房后五年内按原价回购政府产权;五至八年内,在原价基础上加第六年起同期银行利息;八年后购买则按同期市场价格。<sup>[1]</sup>在这种模式的初期,政府承担了过多的运作责任和资金投入,而住户也面临较高的首付资金缺口。目前其他城市的共有产权房在操作模式上大同小异,都尚处于探索阶段。

为解决上述共有产权住房运作过程中资金缺口的问题,本文在对资本市场创新融资模式研究的基础上,结合国内共有产权房现状分析,构建了如图 1 所示的共有产权住房建设的资产证券化模式。

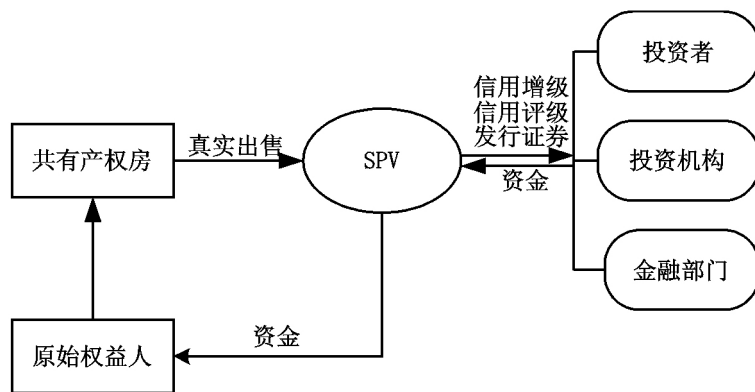


图 1 我国共有产权房资产证券化框架

图 1 中主要包括三个当事方:原始权益人、SPV 和市场中的投资各方。原始权益人即为筹资者(政府和共有产权房住户),SPV 是为资产证券化专设的特殊目的机构,最后的证券出售给市场中的投资各方,包括投资者(自然人)、投资机构(法人)和各金融机构。由原始权益人将共有产权房打包放入资产池,将资产池中的资产真实地出售给 SPV,由 SPV 设计证券类型,并进行信用增级和信用评级之后,将证券发售给资本市场中的各投资方。

共有产权房资产证券化的核心是:现金流剥离、风险隔离和信用增级。现金流剥离是指共有产权房在放入资产池之后,SPV 接管资产池,资产池中共有产权房的所有收益都由 SPV 进行管理和运用,共有产权房从原始权益人的资产负债表中剔除。同样,风险隔离操作的完成以资产池中的共有产权房真实出售给 SPV 为标志,实现风险隔离的最终目的是为了保护投资者的利益,如果在资产证券化过程中原始权益人破产,资产池中的资产将不作为其资产进行清算。信用增级是资产证券化较为特色的环节,在 SPV 发行证券之前,可以采用一些技术手段增加证券的安全性,提高证券的级别,降低发行成本,主要的方法是政府担保、金融机构担保或者保险公司承保等。

### 三、我国共有产权房资产证券化具体操作流程

具体来说,共有产权房资产证券化主要包括三个阶段:组建阶段、发行阶段和清算阶段。

#### (一) 组建阶段

组建阶段是共有产权房资产证券化的前期阶段,主要包括确定资产证券化目标并组建资产池、设立特殊目的载体和真实销售。

政府作为原始权益人,应当综合考虑共有产权房的具体情况,包括房屋供给数量、房屋位置、市政规划、房屋需求量、户型、产权分配方式和租售年限等指标,选择适量适合的共有产权房放入资产池中,作为发行证券的支持,并保证资产池的共有产权房在未来有稳定的现金流流入,保证资产证券化的顺利运行。随后,建立 SPV。由于共有产权房具有“保障性住房”的特性,并且,整个资产证券化中政府是重要的主体之一,因此,SPV 的选择可以倾向于具有政府背景的金融机构,例如,政策性银行或者四大金融资产管理公司华融、长城、东方和信达,这样既能保证共有产权房资产证券化的顺利推进,又能提高其安全性。建立 SPV 的目的是实现风险隔离,因此,在第一阶段的最后,是将资产池中的共有产权房真实的出售(true sale)给 SPV,在整个资产证券化过程中,SPV 全权管理并运作资产池中的资产。需要指出的是,true sale 的本质和目的是为了证券化资产做到与原始权益人之间的破产隔离,即原始权益人的其他债权人在其破产时对已证券化资产没有追索权。只要能满足上述要求,不一定需要进行严格意义上的“真实出售”。此外,在“真实出售”阶段,仅仅是实现了证券化资产与原始权益人之间的破产隔离,原始权益人并未收到任何的资金,原始权益人的融资目的必须在证券发行之后才能得以实现。

#### (二) 发行阶段

发行阶段是共有产权房资产证券化实施的核心阶段,也是证券化得以实现的阶段,主要包括信用增级和信用评级、发行证券和向发起人支付资产购买价格。

SPV 在发行证券之前首先应设计证券的类型,考虑到共有产权房的产权问题和未来现金流的特点,建议设计为债券形式,定期付息,到期还本。确定债券发行规模之后,进行信用增级。常用的信用增级方法有很多种,本文建议共有产权房资产证券化可以采用超额担保法、优先/次级分层结构法和政府担保法三种信用增级的方法,其中,超额担保法是以低于资产池中的资产总值来发行债券,资产总值超出债券总值的部分作为发起人的参与,视为证券化的权益部分,无任何收益,对债券投资方提供了一定的保障;优先/次级分层结构法是将证券化产品按照本金偿还的先后顺序分为优先级和次级等多个档次,如果出现违约等情况,优先级将最后遭受损失,因而能获得更好的信用评级;此外,如果共有产权房资产证券化能够获得政府担保或者金融机构的担保也能够提高其安全性,达到信用增级的效果。债券的发行一般是投资银行承销,当然,政策性银行和金融资产管理公司凭借其资金运作的经验也能够胜任债券发行的工作。在债券发行工作完成之后,SPV 可以向原始权益人支付资产购买价格。至此,原始权益人的融资目的达成。

#### (三) 清算阶段

清算阶段是共有产权房资产证券化的收尾阶段,主要包括实施资产管理与回收资产收益、证券清偿和承销机构清算。共有产权房资产证券化的最终完成以 SPV 的解散为标志。清算阶段的工作仍然是由 SPV 来完成,资产证券化过程中,资产池中的共有产权房所产生的所有租金和售房增值部分皆归 SPV 所有,并基于此来完成债券的本息清偿。从现有数据资料来看,共有产权房的未来收益能够很好地支持债券的本息偿还。例如,统计显示,截至 2015 年淮安建成公租房 3004 套,1503 套承租。仅租金一项,地方政府将能回笼超过 2 亿元资金,而 2010 年淮安市政府决定用三年时间兴建 7000 套共有产权住房,总耗资也就 4 亿元。<sup>[2]</sup> 如果资金的收入大于支出,SPV 负责将多余部分用以投资赚取收益。在债券还本付息之后,由 SPV 清算收益和成本,剩余资金归原始权益人所有,SPV 解散,资产池中的共有产权房归还原始权益人,共有产权房资产证券化完成。

## 四、证券化中存在的问题与建议

### (一) 证券化中存在的问题

近年来,我国资产证券化项目日渐成熟,无论是从备案项目的数量上还是金额上都有了大幅度的提高,操作流程也愈渐规范,但是,仍存在一些问题亟待解决。

首先,是个案与普遍化的问题。虽然,截至 2017 年 9 月 30 日,我国累计已有 116 家机构备案确认 946 只资产支持专项计划,总发行规模达 12635 亿元,但是,以金融债权类产品占比最大,累计规模 6373.09 亿元,占比达 50.44%;不动产类产品规模 744.62 亿元,仅占比 5.89%<sup>[3]</sup>,此外,共有产权房资产证券化尚未实行,共有产权房资产证券化中的特殊需求、产权分割和资产重组如何进行,需要就共有产权房资产证券化的每个细节进行进一步的考量。

其次,是 SPV 机构的制度和法律基础问题。目前我国支持资产证券化的法律体系尚不完善。SPV 的建立也多以信托的方式成立,即 SPT(Special Purpose Trust),而在发达国家,SPV 的一般形式是以公司的形式组建,即 SPC(Special Purpose Company)。究其原因,主要是考虑我国现有的法律体系对资产证券化的支持力度不够,如要求股份公司注册资本不低于 500 万元,董事 5 到 19 人,监事不得少于 3 人。这些都是与资产证券化低成本运行的要求相悖的。更为重要的是,我国《公司法》《证券法》及《首次公开发行股票并上市管理办法》等法律法规对公司公开发行证券作了严格的规定,SPV 很难达到这些法律、法规所要求的发行股票的条件。<sup>[4]</sup>而采用 SPT 的形式实施资产证券化,其财产隔离受《中华人民共和国信托法》和《信托公司管理办法》两部法律强有力的支撑,从而使资产证券化意义上的破产隔离或风险隔离成为可能。

第三,投资者的保护问题。美国的次贷危机让我们看见资产证券化的风险所在,如果不能很好的降低风险,在层层包装之后,投资者的利益很难得到保障,最终,也会使得资产证券化不能很好的推行。而资产证券化的主要风险集中在资产证券化的层次、风险隔离措施是否得当、信用评级与信用增级这些方面。资产证券化是将资产池的资产打包作为基础发行证券,如果层次简单,人们可以清晰的监控整个资产证券化过程,包括追溯资产池中资产的情况。但是,如果以证券化发行的证券为基础再次发行证券,或者更多层级的证券化和担保,那么,层级复杂,涉及的金融、会计、法律和监管问题将会更加复杂,风险也将逐级累加。由于经过了信用增级的过程,发行的证券一般都会高于原始权益人和 SPV 的信用级别,信用增级可以降低发行成本,但是从某种程度上来说,弱化了风险,金融市场和金融机构环环相扣,牵一发而动全身,如果资产证券化的规模过大,杠杆过高,信用增级这一步骤将会累积金融机构间的风险,增加风险隐患。

### (二) 建议

共有产权房的实施在一定程度上填补了保障房“夹心层”的空白,在共有产权房的筹建工作中引入资产证券化这一新兴融资模式,将促进共有产权房制度的发展和“安居工程”的推进。根据本文的分析,结合我国共有产权房试点工作现状,为在我国推广共有产权房资产证券化融资模式,提出以下建议:

#### 1. 建立共有产权房资产证券化体系

我国不动产资产证券化起步晚,发展较不成熟,推行共有产权房资产证券化需要针对共有产权房的特性,建立共有产权房资产证券化体系。其中,包括建立相关专业机构、加强资产证券化人才的培养和构建共有产权房资产证券化相关制度和流程。

共有产权房资产证券化涉及多个部门,除了政府和购房者之外,还有 SPV 的设立、信用评级机构、保险担保公司、专业的会计师事务所和律师事务所、投资银行以及其他服务商等。这些机构有的尚待建立,有的已经存在但是尚未涉足资产证券化业务,应推动建立相关机构,并推广资产证券化项目的培训与实践工作,确保共有产权房资产证券化工作能够有序的进行。此外,共有产权房资产证券化操作较为专业,涉及产权分配、合约签订、资产选择、SPV 设立、工程技术和会计法律等多学科知识,权、责、利关系复杂,对各专业的要求较高。这就对人才的培养和选拔提出了高要求,应加强相关专业人才的培养,建立适合的人才库,支持共有产权房资产证券化的发展。

## 2. 推动资产证券化立法工作

规范、全面的法律法规体系是保障共有产权房资产证券化顺利推行的基础。共有产权房的资产证券化涉及多方当事方,操作技术性较强,法律的缺失会减弱各参与方的热情,导致共有产权房资产证券化不能顺利进行。我国目前尚无针对共有产权房资产证券化的法律法规,特别是针对 SPV 的立法应当尽快提上日程。此外,针对共有产权房资产证券化整个流程中的各个环节,各方权、责、利如何协调需有国家层面的法律法规进行支持和明晰。

## 3. 加强监管,建立投资者保护机制

鉴于共有产权房的“保障性”性质和资产证券化的市场风险,需要对共有产权房资产证券化加强监管,保证资产证券化操作的合规合法性,监督原始权益人和 SPV 的管理和运作,防止资产被挪用,资金被占用,信息不对称等情况的发生。特别是对于信用增级部分,要严格把关信用增级的合理性,规范信用增级的操作流程,减少信用增级的“包装”性,增加信用评级的可信度,建立共有产权房资产证券化内控机制和外部多方监管体系,最大限度的保障投资方的利益。

## 参考文献:

- [1] 张巍,王磊,王佳丽. 共有产权住房 PPP 融资模式应用研究 [J]. 建筑经济,2015(6).
- [2] 中国房地产报. 淮安模式: 共有产权房的首创者 [EB/OL]. 新浪网,2017-08-20. <http://finance.sina.com.cn/china/2017-08-20/doc-ifykcqaw0289234.shtml>.
- [3] 中国基金业协会. 中基协: 资产证券化规模 1.26 万亿同比增长增长了 82.9% [EB/OL]. 中证网,2017-11月10日. <http://www.cs.com.cn/tzjj/201711/t20171110-5563840.html>.
- [4] 何俊辉. 资产证券化的法律问题研究 [EB/OL]. 国浩研究院,2009-06-24. <http://www.grandall.com.cn/grandall-research-institute/legal-study/grandall-forum/9457.htm>

# Research on the Assets Securitization of Co-ownership Houses in China

HU Jiya

(School of Economics, University of Chinese Academy of Social Sciences, Beijing 102488, China)

**Abstract:** At present, the co-ownership house has been launched in many cities in China, and has achieved some success. However, as a kind of affordable housing, the financing channels are relatively single and the funding gap is relatively large. Based on the analysis of the feasibility of assets securitization of co-ownership house, this article constructs the asset securitization framework of common property rights house, and designs the concrete operational process of assets securitization of co-ownership house. The process of securitization is divided into three stages including nine steps: formation stage, distribution stage and liquidation stage. For the problems that exist in the process of securitization, this article puts forward some suggestions: establish a joint property securitization system for co-ownership house; promote asset securitization legislation; strengthen supervision; establish investor protection mechanism and so on.

**Key words:** co-ownership house; assets securitization; SPV; financing

(责任编辑: 张秋虹)