

# 城市储备土地资产证券化研究

张建利(博士) 陈晓军

(西安工业大学经济管理学院 西安 710032 西安建筑科技大学管理学院 西安 710055)

**【摘要】** 本文在分析我国城市储备土地资产证券化的产生背景及实施可行性的基础上,对储备土地资产证券化的运作模式进行了探讨,并提出了相关的政策建议。

**【关键词】** 储备土地 资产证券化

资产证券化是将缺乏流动性但能够产生稳定现金流的资产,通过一定的结构安排转变为在资本市场可销售、流通的金融产品的过程。本文主要对城市储备土地资产证券化有关问题进行探讨。

## 一、城市储备土地资产证券化的产生

城市储备土地资产证券化是指以城市储备土地收益作为担保发行证券,在不丧失土地产权的前提下,利用证券市场将不可移动、难以分割、不适合小规模投资的土地转化成可以流动的金融资产。它是一种全新的融资方式,吸收了直接融资和间接融资的优点,能够拓宽土地储备机构的融资渠道、降低融资成本。

城市储备土地资产证券化的产生背景是:①现行土地储备制度下土地储备机构的融资能力已不能满足土地储备的巨额资金需求。土地储备需要占用大量资金,并且流动性差。在实践中,土地储备机构除了在初期获得政府的少量财政启动资金外,其融资来源主要是各商业银行的贷款,资金筹集存在着融资方式单一、风险过高、期限结构不合理等缺陷。②资本市场的发展和证券市场的巨大潜在投资需求。我国证券市场正逐步走向成熟和规范,目前已形成了千家证券公司,并建立了证券发行市场和沪深交易所,市场规模不断扩大。与此同时,全国商业银行存款余额节节攀升,社会公众和机构投资者不仅数量庞大而且投资意识增强,证券市场的潜在投资需求十分巨大。

## 二、城市储备土地资产证券化的可行性

1. 城市储备土地是可证券化资产。在资产证券化过程中,可证券化资产必须具备的一个条件就是能够产生现金流。我国城市土地使用制度日益完善,土地出让金已成为一个稳定的土地收益来源,并且土地出让金的规模完全能够根据土地的市场价格变动趋势来预测。同时,政府能够控制土地使用权出让的速度,使储备土地产生稳定的、可预测的现金流。

2. 城市储备土地具有良好的信用特征。城市储备土地具有公共性,由政府出面进行担保,这就提供了很高的信用保障。这种信用保障是其他信用保障所不能比拟的,尤其在资产证券化这一全新融资模式实施的初期,容易得到社会的认可。

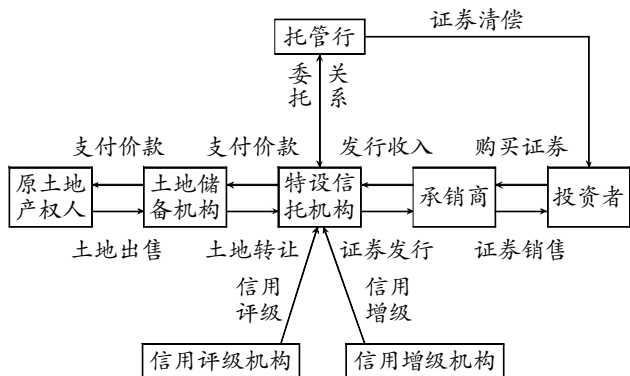
3. 城市储备土地实施资产证券化的空间很大。由于土地资源的稀缺性和城市经济的不断发展,城市土地经过收购、储备,其价值得到提升,出让后能够为土地储备机构带来较高的收益。土地储备机构采用资产证券化方式融资,容易得到政府的支持。

4. 我国已开始积极探索和开发资产证券化品种。2004年1月,国务院发布《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》,提出要“积极探索并开发资产证券化品种”。储备土地作为一种资金占用量大、流动性差的资产,是一种理想的证券化标的物,其未来收益的良好预期也彰显了将其证券化的广阔前景。

## 三、城市储备土地资产证券化的运作模式

参与城市储备土地资产证券化的主体很多,有土地储备机构、特设信托机构(SPV)、承销商、信用评级机构以及投资者等。根据是否设立SPV,城市储备土地资产证券化可分为两种运作模式:土地专项资产证券化模式和土地权益资产证券化模式。

1. 土地专项资产证券化模式。土地专项资产证券化模式下,SPV作为管理人,以土地储备机构拥有的能够产生现金流的土地收益权作为基础资产发行土地证券,其运作流程如下图所示:



### 土地专项资产证券化模式的运作

(1) 估算土地资产,构造资产组合。土地储备机构对拟进

行资产证券化的土地的未来现金流进行估算:现金流入主要包括土地出让金;现金流出主要包括土地征购费用、开发费用等。根据具体目标确定土地证券资产数,构造资产组合。

(2)资产转移。土地储备机构将拟进行资产证券化的土地转让给SPV。SPV将购买到的土地资产进行组合和信用提升,以其作为发行土地证券的抵押。

(3)信用评级。土地证券要想在证券市场上顺利发行,必须得到不低于某一投资级别的信用评级,评级为投资者提供了选择的依据,并增强了投资者的信心。信用评级机构在该证券的整个存续期内还要对其业绩情况进行“跟踪”监督,及时发现新的风险因素,并做出升级、维持或降级的评价,以维护投资者的利益。

(4)信用增级。为吸引投资者和降低融资成本,必须对土地证券进行信用增级。SPV可采用以下方式进行信用增级:政府担保,即由政府进行信誉担保,也可以土地收入或其他收入担保;金融担保,即SPV向信用很高的专业金融担保公司办理金融担保。

(5)证券销售。SPV将土地证券出售给承销商(投资银行或证券公司),然后由承销商将它销售给投资者,投资者可以是机构投资者,也可以是个人投资者。

(6)资产管理。SPV对土地资产组合进行管理,主要内容是收取、记录资产组合产生的现金流,并把全部收入存入托管行。托管行按协议约定建立积累金账户,以便按时向投资者支付本金和利息。

(7)证券清偿。在证券偿付日,SPV委托托管行向投资者偿付本息,同时还要向聘用的各类机构支付专业服务费。当证券清偿后,如果资产组合产生的现金流还有剩余,则按协议约定在土地储备机构和SPV之间进行分配,土地专项资产证券化交易的全部过程也随即结束。

**2. 土地权益资产证券化模式。**土地权益资产证券化模式下,土地储备机构作为管理者,以土地资产的收益为基础发行土地证券。土地权益资产证券化模式下不设立SPV,土地储备机构是证券的直接发行人,监管机构负责对土地储备机构的产权比率等进行监管,信用评级机构和信用增级机构负责对发行证券的信用等级、质量进行综合评价。该模式简化了土地专项资产证券化模式的一般结构和过程。

比较两种运作模式,土地专项资产证券化模式设立了SPV,通过土地资产的“真实销售”,实现了“破产隔离”,分散了土地储备风险;而土地权益资产证券化模式下,土地资产仍由土地储备机构管理,风险没有转移,并且融资能力受土地储备机构自身承受能力的限制。经过分析,笔者认为城市储备土地资产证券化应采用土地专项资产证券化模式。

#### 四、城市储备土地资产证券化的政策建议

**1. 完善城市土地储备制度。**资产证券化需要以资产所产生的现金流为支撑,因此,要保证城市储备土地资产证券化的顺利进行,就要不断完善城市土地储备制度。土地储备机构要准确分析土地供应总量、供应结构以及地价水平等动态变化情况,合理把握土地市场走势,适时、适度调控土地供应总量

和结构,盘活土地资产。同时,土地储备机构还应将购买的土地进行重新组合,以优质的土地资产形成稳定的现金流,为城市储备土地资产证券化打下坚实的基础。

**2. 制定并完善与城市储备土地资产证券化相关的法律法规。**我国土地储备工作自1996年开展以来发展迅速,而法律法规配套相对滞后。我国应借鉴国外土地资产证券化的相关法规,修改、补充和完善《证券法》、《土地法》等一系列法规,建立符合我国国情的房地产金融法规制度体系,使城市储备土地资产证券化有法可依。同时还要明确土地证券的合法性,允许商业银行作为SPV开展土地证券的发行、投资等业务。

**3. 建立并完善信用评级和信用增级制度。**我国没有建立完善的信用增级制度,信用评级制度也很不完善,缺乏由投资者所普遍接受和认可的信用评级机构。在信用评级方面,我国可以引入外国著名评级机构进行评级,并加强国内评级机构与国际著名评级机构的交流与合作。在信用增级方面,可以采用政府担保、金融担保、财务公司担保等方式。

**4. 建立资产证券化会计制度。**资产证券化的发展应以资产证券化会计制度为基础。目前的会计制度在资产证券化的会计确认、计量等方面缺乏单独的、明确的规定,应完善现行会计制度,对资产证券化的会计确认、计量等做出明确规定,并逐步建立资产证券化会计制度。

**5. 调整现行税收政策。**城市储备土地资产证券化程序复杂,涉及土地资产转让、证券发行等多个环节,每一个环节的运作都形成了相应的成本支出,重复征税是城市储备土地资产证券化在税务处理方面面临的主要问题。土地储备机构向SPV转让土地资产需要交纳印花税、营业税等,SPV因发行土地证券需要交纳印花税、所得税等,证券持有人也需要交纳交易税、印花税、利息税等,在这些环节中难免出现重复征税问题。因此应遵循税收中性原则,对相关税务处理进行调整,解决重复征税等问题,降低城市储备土地资产证券化的税负。

**6. 加强监管,建立风险防范体系。**城市储备土地资产证券化作为一种金融创新工具,不可避免地要与一定的风险相伴,因此需要进行合理的监管。监管就是对土地资产证券化交易的各关系人(包括土地储备机构、SPV、证券发行人和信用评级机构等)行为的监管。对土地储备机构的监管包括对土地储备机构作为发起人资格的审核、对基础资产的监管等;对SPV的监管包括对SPV组织形式的选定、经营范围的限制等进行监管。

城市储备土地资产证券化对解决土地储备机构资金不足、融资成本高、融资期限结构不合理等问题具有重大的现实意义。目前,我国政府应建立并完善相应法律法规,以保证城市储备土地资产证券化的顺利开展。

**【注】**本文系西安市软科学项目(编号:HJ06003-04)“西安土地储备发展研究”的部分研究成果。

#### 主要参考文献

1. 赵宇华.资产证券化原理与实务.北京:中国人民大学出版社,2007
2. 罗真.我国城市土地储备证券化研究.武汉金融,2007;1