# 房地产证券化的支撑理论梳理

来源：网络 作者：风吟鸟唱 更新时间：2024-02-21

*[摘要]房地产证券化作为一种 金融 创新，它在使各个交易主体充分发挥自身优势的同时，降低了风险和成本。这一过程的完成，不仅有其实践的需要，也具有 理论 的支撑。对房地产证券化涉及的相关理论进行梳理，有利于为 中国 即将进行的房地产证券化在理...*

[摘要]房地产证券化作为一种 金融 创新，它在使各个交易主体充分发挥自身优势的同时，降低了风险和成本。这一过程的完成，不仅有其实践的需要，也具有 理论 的支撑。对房地产证券化涉及的相关理论进行梳理，有利于为 中国 即将进行的房地产证券化在理论层面上奠定一个基础。

[关键词]房地产证券化；支撑原理；梳理

房地产证券化作为一项复杂的金融创新活动，牵涉的面很广，涉及的理论也很多，一般认为，以下五种理论与房地产证券化的联系比较密切。

一、风险分散理论

房地产证券化作为一种金融创新，风险分散是其原动力。无论是抵押债权证券化还是房地产投资信托基金，其成功运行都需要比较稳定的收益流基础。但在当前不确定的市场环境中，投资者所持有的资产面临着越来越大的风险，资产收益存在着很大的不确定性。就抵押债权证券化来说，对于单个贷款而言，其现金流量是不确定的，因此，单个贷款的风险比较大。但是从银行抵押贷款的现金收入流来考虑，其本息偿还分摊于整个贷款存活期，根据大数定律，如果将大批量、标准化、流动性差的资产进行组合，只要同质的抵押债权资产数目达到足够大，便可以预测出本息的违约率与本金的提前偿还率等风险，从而可以根据组合资产的运动 规律 预测其现金流。对于一组抵押贷款而言，尽管整个组合在很大程度上依赖于组合中每一贷款现金流量的特征，但由于大数定律的作用，整个组合的现金流量却呈现出一定的规律性。因此，尽管预测单个贷款的可能结果是不现实的，但人们能够基于 历史 数据对整个组合的现金流量的平均数有一个可信的估计。投资权益性的房地产证券化也是一样，要形成一个稳定的收益流，风险分散是选择投资组合的一个基本目的。所以说，房地产证券化作为一种金融创新而出现，是基于风险分散理论基础之上的。

二、分工理论

经济 学界对分工理论的研究源自于亚当·斯密(Yadang·Simy)，后来经过马歇尔(Marshal)、杨小凯等学者的补充已基本成熟。许多经济学家都认为，社会的演进、生产率进步和分工演进有密切的关系，分工经济以专业化经济为基础，专业化的发展和交易效率的水平是社会发展中互相制约的两难约束。 马歇尔对分工经济思想的贡献主要体现在报酬递增与 工业 组织上。他以代表性 企业 为对象，从外部经济和内部经济两个方面，在工业布局、企业规模生产以及企业经营职能三个层次上， 分析 了报酬递增的积极作用。

(1)报酬递减与报酬递增。马歇尔把土地、劳动、资本和组织等不同生产要素在报酬递减或递增中的作用分解，认为土地在生产上所起的作用表现出报酬递减的倾向，而人类的作用即劳动、资本和组织的作用则表现出报酬递增的倾向。只要人类的作用强于 自然 的作用，生产者就可获得报酬递增；否则，只能得到报酬递减；若两者相等，则呈现报酬不变倾向。

(2)组织与报酬递增。在人类的作用中，马歇尔特别重视组织对报酬递增的积极意义，也就是分工的作用。因为分工总是与组织联系在一起的，或者说它们本身就是同一个 问题 。他认为，组织的改进，通过外部经济与内部经济两条途径，可使生产获得报酬递增。

以杨小凯、黄有光为代表的一批新兴古典经济学家用非线性规划的“超边际分析方法”，从分工水平和专业化程度人手，导出需求和供给，使供给和需求分析不但包括资源分配问题，也包括经济织织问题。新兴古典经济学的理论框架有如下特点：每个决策者既可以成为生产者，也可以成为消费者；每个决策者既可以进入要素市场，也可以进入产品市场；厂商或企业不是外生给定的，而是在一定专业化和分工格局的条件下内生决定的。新兴古典经济学对供给与需求的分析基于以“角点解”为基础的“超边际分析”，在角点之间进行的总效益费用分析，以报酬递增为基础的专业化决策问题必须求角点解，不仅可以解决资源配置问题，更能解决分工组织结构问题。@

实际上，在斯密的分工思想及其之后的经济学家对分工的研究中，我们总是可以捕捉到分工尤其是金融分工对金融发展的关系和作用，如斯密关于货币出现与专业化分工之间关系的猜想，马歇尔对于组织与报酬递增以及杨小凯等人新兴古典经济学的研究等等。尽管古典发展经济学所提到的分工是一般意义上的分工，我们仍然可以把古典发展经 济学及其之后的理论中涉及货币、资本与金融的研究归纳到金融分工中来。因此，斯密关于分工的思想是一般意义上的分工，对于金融领域同样适用，他所揭示的经济发展的一般机制也同样适用于金融发展。斯密分工思想包含了一般意义上的经济发展机制，他认为分工(社会分工)演进是经济发展的一般机制，这一思想也同样适用于金融发展。在金融发展的过程中，包括金融领域在内的各种市场和企业等经济组织形式得以产生和演进。

三、不对称信息理论

信息不对称理论产生于20K纪70年代，以1 970年阿克洛夫在《经济学季刊》上发表的逆向选择问题的开创性文章《“柠檬”市场：质量、不确定性和市场机制》为标志。阿克洛夫在旧车市场模型(LemonsModel)中对逆向选择问题进行了分析，开创了信息不对称理论的先河。在旧车市场上，逆向选择问题来自于买者和卖者有关车的质量信息的不对称。卖者知道车的真实质量，买者不知道，只知道车平均质量。因而只愿意根据平均质量支付车的价格，但这样一来，质量高于平均水平的卖者就会退出交易，只有质量低的卖者进入市场。结果是，市场出售的旧车的平均质量下降，买者愿意支付的价格进一步下降，更多较高质量的车退出市场。如此下去，在均衡的情况下，只有低质量的车成交，在极端的情况下，市场可能根本不存在，交易的帕累托最优不能实现。

信息不对称可以从不对称发生的时间和不对称信息的 内容 两个角度进行划分。从不对称发生的时间看，不对称可能发生在当事人签约之前，也可能发生在签约之后，分别称事前不对称和事后不对称。通常将 研究 事前不对称信息的模型称为逆向选择模型，研究事后不对称信息的模型称为道德风险模型。按照梅耶森(Myersom，19

9

1)的定义，道德风险为“由参与人选择错误行动而引起的 问题 ”，也就是指由于经营者或市场交易的参与者，在得到来自第三方的保障的条件下，其所作出的决策及行为即使引起损失，也不必完全承担责任，或可能得到某种补偿，这将激励其倾向于作出风险较大的决策，以博取更大的收益；而逆向选择为“由参与人错误报告信息引起的问题”，它是指交易双方拥有的信息不对称，拥有信息不真实或信息较少的一方会倾向于作出的错误选择。这里的信息不对称既可能是指某些参与人的行动，也可能是指某些参与人的知识。研究不可观测行动的模型称为隐藏行动(hidden action)模型，研究不可观测知识的模型称为隐藏知识(hidden knowledge)模型。

在 现代 资 金融 通活动中，交易主体面临着许多由不对称信息带来的风险，房地产融资也是一样。就投资者而言，对投资项目掌握的信息比较少，而融资人掌握了更多的信息(即融资人的私人信息)，会导致道德风险；在资金借贷过程中，银行掌握的信息就比借款者掌握的信息少，容易产生逆向选择。房地产证券化的出现，在一定程度上降低了这种由不对称信息带来的风险，也可以说房地产证券化是基于不对称信息而产生的。在房地产证券化过程中，每一个交易步骤都是由专业的机构来完成，这些专业机构有着丰富的经验，其对信息的掌握是私人无法比拟的。如在抵押债权证券化中，经过资产组合、破产剥离和信用升级以后，信息在很大程度上是透明的，投资者对投资对象的风险性质的信息有了更多的了解，在一定程度上避免了逆向选择。

四、交易成本 理论

新制度 经济 学将制度经济学和新古典经济学的理论 方法 有机地结合起来，与科斯教授创造性并典范性地运用交易成本概念是分不开的。所谓交易成本，广义地说，是人与人打交道的成本，是相对于人与 自然 打交道的生产成本而言的，为了得到交易所提供的服务，人们需要投入各种稀缺的资源。交易成本概念最初是指协商签订契约以及在契约签订好后付诸实践所需要的成本。后来，新制度经济学家们将交易成本概念广泛运用于经济、 法律 、 社会 、 历史 和 政治 等研究领域。

从交易费用理论中 企业 和市场的相互替代的关系，我们可以发现，如果交易者认为交易对象给其所带来的收益超过交易价格和交易费用之和时，这笔交易就会发生，否则，这笔交易就不会发生。在价格是恒量的时候，那么交易是否会发生就取决于交易费用。房地产证券化过程实际上是一个产权的流转和交易过程。这样，就有一个交易成本的问题。

在进行房地产证券化的过程中，证券化业务收益会在各个参与主体之间进行分摊。以抵押债权证券化为例，具体成本项目包括：SPV的设立和发行证券缴纳的费用，发起人向SPV转移基础资产按照税法规定要缴纳营业税和印花税等，需要支付的各种承销费、律师费、评估费和审计费，以及证券化的开办费、维护费，其他一系列的无形成本如“审批成本”等。此外，银行在实现真实销售并回收贷款以后，还可以进行再投资，这也会产生部分收益。因此，判断证券化是否进行必须满足两个条件：一是证券化业务收益与回收贷款本息进行再投资所获收益之和大于支付给各个参与主体的费用；二是不进行房地产证券化时所获得的利率应当大于流动性风险所造成的损失与没有再投资机会所造成的机会损失之和。从国外房地产抵押债权证券化的现实来看，证券化的收益一般大于证券化的成本。另外就房地产投资信托而言，由专门的基金公司来进行房地产投资可以节省交易成本，这也是现在房地产信托蓬勃 发展 的原因之一。

五、规模经济理论

规模经济不仅是西方微观经济学中的一个基本概念，而且是产业组织理论研究的核心问题之一，在经济生活各领域中的实践中，规模经济也是人们遇到的现实问题。关于规模经济的含义，虽然在西方经济学中的一些 文献 有着不同的表述，但都是从微观角度来阐述生产成本与其规模报酬变动之间的相互关系和 规律 。简单地说，规模经济是指企业由于规模的扩大而导致长期平均成本降低带来的经济节约性，即规模的经济性。

最早对规模经济的研究来自于新古典经济学家马歇尔的厂商理论。根据其解释，规模报酬变化是指在其他条件不变的情况下，厂商内部各种市场要素按相同比例变化时所带来的产量变化。厂商的规模报酬变化分为规模报酬递增、规模报酬不变和规模报酬递减三种情况。这里的规模报酬递增，是指产出增加的比例大于所投入的各种生产要素增加的比例。它意味着产出的单位成本降低，也意味着生产规模扩大所带来的生产上的节约性，即规模经济性。所谓规模报酬不变，是指产量增加的比例等于各种生产要素增加的比例，即生产规模的变动对于生产是否节约的经济性并未产生 影响 。所谓规模报酬递减，则是指产量增加的比例小于各种生产要素增加的比例，即随着生产规模的扩大，单位产出的成本随之上升，此时存在规模不经济。

房地产证券化中“规模经济”也是追求的目标之一。如确定一个合理的证券发行数量，是降低证券发行成本、实现规模经济的关键。与证券发行规模有关的因素主要有市场条件与证券品种。不同的市场条件中同一种证券的规模发行量不相同，不同的证券品种在同一市场条件下证券的发行规模量也不相同。所以说，房地产证券化的证券发行量必须具有规模经济效应。

本文档由028GTXX.CN范文网提供，海量范文请访问 https://www.028gtxx.cn