

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学 号: 17820141151182

UDC_____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

旅游企业的资产证券化研究

——以扬州迎宾馆信托受益权资产支持专项计划为例

Research on Asset Securitization in Tourism Enterprise

——A Case Study of the Yangzhou State Guesthouse Trust

Beneficiary Asset-Backed Plan

刘 鹤

指导教师姓名: 林 璧 属 教 授

专 业 名 称: 旅 游 管 理

论文提交日期: 2016 年 月

论文答辩时间: 2016 年 月

学位授予日期: 2016 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2016 年 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下，独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范（试行）》。

另外，该学位论文为（ ）课题（组）的研究成果，获得（ ）课题（组）经费或实验室的资助，在（ ）实验室完成。（请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

资产证券化作为一种新兴的融资工具，在提高资产流动性、改善投资者资产结构、降低企业融资成本等方面具有先天的优势。研究资产证券化在旅游企业中的应用，对于解决依靠传统融资工具难以满足的旅游企业融资需求，具有重要的启示作用。从现有的相关研究成果来看，一方面资产证券化在我国旅游企业中应用时间短，相关的研究起步较晚，研究数量比较有限并以理论研究和案例分析为主；另一方面，现有旅游企业资产证券化研究中涉及的基础资产类型较为单一，主要为“营业收入收益权”，其适用性和指导性还存在较大的局限。

本文在国内外相关研究的基础上，对资产证券化的概念与类型、优势与风险、原理与运行机制进行了梳理，以“扬州迎宾馆信托受益权资产支持专项计划”为例，对该专项计划的基础资产、产品设计结构与交易流程、现金流、信用增级机制、风险控制机制等进行详细分析，并从产品设计、项目运营情况和存在的问题几个方面对案例对象进行了评价。研究认为：1) 资产证券化的融资方式对于解决旅游项目投资规模大、投资周期长等问题具有适用性和现实的可操作性；2) 旅游企业资产证券化产品具备较高的灵活性与安全性；3) 旅游企业资产证券化表现出资产池风险集中度较高的特点，要求对项目涉及的各类风险进行有效控制，并做好相应的防范措施。

本文的创新之处主要体现在以下三个方面：1) 初步探讨了以“信托受益权”作为基础资产的资产证券化在旅游企业中的应用模式；2) 基于资产证券化的基本理论和运作机制，对扬州迎宾馆信托受益权资产支持专项计划中的关键要素进行分析，并主要探讨了资产证券化在旅游企业融资中的适用性和风险问题；3) 根据旅游企业资产证券化的优势与不足，分别从法律、市场和中介角度提出相应的运营建议。由于资产证券化在我国旅游业中的应用还处于初步探索阶段，理论基础相对薄弱；同时，现有的旅游企业资产证券化产品种类还十分有限，致使本文在理论分析和研究结论的普适性方面还存在一些不足之处。希望随着资产证券化在旅游企业中应用的逐渐广泛，产品类型的日益丰富，能够引起学者足够的关注，并对现有研究成果进行相应的补充。

关键词：旅游企业；资产证券化；信托受益权

ABSTRACT

Asset securitization as a new financing tool has its natural advantages in improving liquidity, refining the structure of the investors' assets, and reducing financing cost, etc. Studying the application of asset securitization in tourism enterprises can generate some inspiration to solve the difficulty for tourism enterprises to meet their financing demand rather than simply relying on traditional financing tools. Considering the current related academic researches, on one hand, the time of asset securitization applied in domestic tourism enterprises is quite short, thus the relevant researches started late relatively, they are quantitatively scarce and largely conducted with theoretical researches and case studies; On the other hand, the type of basic asset involved in the existing tourism enterprise asset securitization researches is extremely one fold, giving priority to "operating income right", which could be limited to their applicability and practical referentiability.

On the basis of related researches at home and abroad, the concept and types, advantages and risks, principle and operational mechanism of asset securitization have been sorted in this paper. Taking "Yangzhou State Guesthouse Trust Beneficiary Asset-Backed Plan" as an example, its basic asset, product design, structure and transaction process, cash flow, credit enhancement mechanism, risk control mechanism, etc. have been thoroughly analyzed. These lead to the evaluations of the plan from perspectives of product design, project operation and several existing problems. Research suggests: 1) the asset securitization financing can act as an appropriate and effective way of solving tourism project financing difficulties; 2) tourism enterprise asset securitization products possess high flexibility and security; 3) tourism enterprise asset securitization showed the characteristics of high concentration of the asset pool risk, with requires effective control of all kinds of potential risks involved in the project, and coming up with the corresponding preventive solutions before hand.

The innovation of this article is mainly manifested in the following three aspects: 1) it conducted a preliminary discussion of the application of assets securitization model in tourist enterprise, while trust beneficiary being the underlying asset; 2) it analyzed and evaluated the key elements of the "Yangzhou State Guesthouse Trust

Beneficiary Asset-Backed Plan", based on the basic theory and operational mechanism of asset securitization, mainly discussing the feasibility and risk management issues; 3) according to the advantages and problems of tourism enterprise asset securitization, it provided some suggestions from the practical point of view, including legal environment, market and intermediaries. Due to the application of asset securitization in domestic tourism industry is still in the preliminary exploration stage, the theoretical foundation is relatively weak; At the same time, the existing tourism enterprise asset securitization products are still very limited, which lead to the shortages of the theoretical analysis and universality of the research conclusions in this study. As asset securitization being more applied to the tourism enterprises, it may draw enough attention of scholars in the future, and as a result provided any corresponding supplement to this existing research.

Keyword: tourism enterprise; asset securitization; trust beneficiary

目 录

第 1 章 引言	1
1.1 选题背景	1
1.1.1 旅游业发展呈现高速增长趋势	1
1.1.2 我国旅游企业的融资困境	1
1.1.3 资产证券化融资模式及其在我国的发展	2
1.2 研究意义和目的	4
1.2.1 研究意义	4
1.2.2 研究目的	5
1.3 研究方法	5
1.3.1 文献研究法	5
1.3.2 访谈法	5
1.3.3 数据分析法	6
1.3.4 案例分析法	6
1.4 研究主要内容	6
1.5 研究框架	7
第 2 章 资产证券化相关研究综述	8
2.1 资产证券化概念的由来与发展	8
2.2 资产证券化的优势与风险	9
2.2.1 资产证券化的优势	9
2.2.2 资产证券化的风险	10
2.3 资产证券化在国内的应用研究	10
2.3.1 我国资产证券化理论体系的初步建立	10
2.3.2 我国旅游业资产证券化研究	11
2.4 总结	11
第 3 章 资产证券化的原理与机制	13
3.1 资产证券化产品的基本类型	13
3.1.1 美国资产证券化产品的分类	13
3.1.2 中国资产证券化产品的分类	14
3.2 资产证券化的原理	15
3.2.1 资产证券化的核心原理	15

3.2.2 资产证券化的基本原理.....	16
3.3 资产证券化的主要参与方	17
3.3.1 原始权益人.....	17
3.3.2 特殊目的载体（SPV）	17
3.3.3 受托管理人.....	17
3.3.4 信用增级机构.....	17
3.3.5 信用评级机构.....	18
3.3.6 投资者.....	18
3.3.7 计划管理人.....	18
3.3.8 其它中介机构.....	18
3.4 资产证券化的运行机制	18
3.4.1 基础资产的建立.....	18
3.4.2 证券化载体（SPV）的创立	19
3.4.3 信用增级.....	19
3.4.4 发起人资产的转让.....	19
3.4.5 发行证券的销售.....	19
3.4.6 发行证券的维护和偿还.....	20
3.5 开展资产证券化的约束条件	20
3.5.1 基础资产属性的约束.....	21
3.5.2 金融市场体系的约束.....	21
3.5.3 市场风险体系的约束.....	21
3.6 我国旅游企业资产证券化的运行模式.....	21
3.6.1 旅游企业营业收入收益权类资产证券化.....	21
3.6.2 旅游企业信托受益权类资产证券化.....	23
第 4 章 扬州迎宾馆信托受益权资产支持专项计划案例分析.....	25
4.1 扬州迎宾馆信托受益权资产支持专项计划介绍.....	25
4.1.1 扬州迎宾馆简介.....	25
4.1.2 扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司简介.....	26
4.1.3 扬州迎宾馆信托受益权资产支持专项计划概况.....	27
4.2 专项计划基础资产分析.....	28
4.3 交易结构与流程分析.....	29
4.4 财务报表分析.....	30
4.4.1 实际借款人主要财务指标分析.....	30
4.4.2 原始权益人主要财务指标分析.....	33

4.5 专项计划基础资产和实际借款人的现金流分析	35
4.5.1 基础资产现金流.....	35
4.5.2 现金流覆盖率.....	36
4.5.3 实际借款人现金流分析.....	36
4.6 专项计划信用增级机制分析	38
4.6.1 内部增级——优先/次级分层.....	38
4.6.2 外部增级——第三方担保.....	39
4.7 专项计划风险隔离方式分析	39
4.8 专项计划风险防范与控制分析	40
4.8.1 破产风险.....	40
4.8.2 利率风险.....	40
4.8.3 尽职履约风险.....	41
4.8.4 流动性风险.....	41
4.8.5 评级风险.....	41
4.9 专项计划评价	42
4.9.1 产品设计评价.....	42
4.9.2 项目运行评价.....	42
4.9.3 专项计划存在的问题.....	43
第 5 章 研究结论、建议与展望	45
5.1 研究结论	45
5.1.1 资产证券化在旅游业具有适用性和可行性.....	45
5.1.2 旅游资产证券化产品相对灵活且安全性高.....	46
5.1.3 旅游资产证券化需强调风险控制.....	46
5.2 旅游资产证券化运作建议	47
5.2.1 创建适宜的法律法规环境，构筑良好的发展空间.....	47
5.2.2 完善证券化市场体系，打通发行和交易流通环节.....	47
5.2.3 规范中介服务机构，提高运行效率.....	48
5.3 创新、局限性与研究展望	48
[参考文献]	50
致 谢	54
附录 1：扬州迎宾馆信托受益权资产支持专项计划管理人员访谈 ...55	55

CONTENTS

CHAPTER 1 INTRODUCTION.....	1
1.1 RESEARCH BACKGROUND.....	1
1.1.1 A trend of rapid growth in tourism development.....	1
1.1.2 The financing difficulties of domestic tourism enterprises.....	1
1.1.3 Asset securitization financing mode and its development in China.....	2
1.2 RESEARCH SIGNIFICANCE AND OBJECTIVE.....	4
1.2.1 Research significance.....	4
1.2.2 Research objective.....	5
1.3 RESEARCH METHODS.....	5
1.4 MAIN CONTENT.....	6
1.5 RESEARCH FRAME.....	7
CHAPTER 2 ASSET SECURITIZATION RELATED	
LITERATURE REVIEW.....	8
2.1 THE CONCEPT AND DEVELOPMENT OF ASSET SECURITIZATION.....	8
2.2 THE ADVANTAGES AND RISKS OF ASSET SECURITIZATION.....	9
2.2.1 The advantages of asset securitization.....	9
2.2.2 The risks of asset securitization.....	10
2.3 ASSET SECURITIZATION APPLICATION STUDY AT HOME.....	10
2.3.1 The preliminary establishment of asset securitization theoretical system.....	10
2.3.2 Asset securitization research in domestic tourism industry.....	11
2.4 SUMMARY.....	11
CHAPTER 3 PRINCIPLES AND MECHANISM OF ASSET	
SECURITIZATION.....	13
3.1 ASSET SECURITIZATION PRODUCT TYPES.....	13
3.1.1 Asset securitization product types in the U.S.....	13
3.1.2 Asset securitization product types in China.....	14
3.2 ASSET SECURITIZATION PRINCIPLE.....	15
3.2.1 Core principle.....	15
3.2.2 Basic principle.....	16

3.3 MAJOR PARTICIPANTS OF ASSET SECURITIZATION	17
3.4 OPERATIONAL MECHANISM OF ASSET SECURITIZATION.....	18
3.4.1 The setting up of underlying asset	18
3.4.2 The establishment of SPV.....	19
3.4.3 Credit enhancement	19
3.4.4 Assignment of initiator's asset.....	19
3.4.5 Security sales	19
3.4.6 Security maintenance and repay	20
3.5 CONSTRAINTS OF ASSET SECURITIZATION	20
3.5.1 From the attributes of underlying asset.....	21
3.5.2 From financial market system.....	21
3.5.3 From market risk management system	21
3.6 ASSET SECURITIZATION MODE OF DOMESTIC TOURISM ENTERPRISE	21
3.6.1 Mode based on right of yields.....	21
3.6.2 Mode based on right of trust	23
CHAPTER 4 CASE STUDY OF YANGZHOU STATE	
GUESTHOUSE TRUST BENEFICIARY ASSET-BACKED PLAN	25
4.1 INTRODUCTION OF YANGZHOU STATE GUESTHOUSE TRUST BENEFICIARY	
ASSET-BACKED PLAN.....	25
4.1.1 Yangzhou State Guesthouse	25
4.1.2 Slender West Lake Tourism & Development Group	26
4.1.3 Yangzhou State Guesthouse Trust Beneficiary Asset-Backed Plan.....	27
4.2 UNDERLYING ASSET ANALYSIS.....	28
4.3 TRADING STRUCTURE AND PROCESS ANALYSIS	29
4.4 FINANCIAL STATEMENT ANALYSIS	30
4.4.1 Primary originator	30
4.4.2 Actual borrower	33
4.5 ASSET SECURITIZATION CASHFLOW ANALYSIS	35
4.5.1 Cashflow from underlying asset	35
4.5.2 Cashflow coverage rate.....	36
4.5.3 Cashflow of actual borrower.....	36
4.6 CREDIT ENHANCEMENT MECHANISM ANALYSIS	38
4.6.1 Internal enhancement——priority/secondary hierarchy.....	38

4.6.2 External enhancement——third party guarantee.....	39
4.7 RISK REMOTENESS METHODS ANALYSIS	39
4.8 RISK PREVENTION AND CONTROL	40
4.8.1 Bankruptcy risk.....	40
4.8.2 Interest rate risk.....	40
4.8.3 Due diligence risk	41
4.8.4 Liquidity risk.....	41
4.8.5 Rating risk.....	41
4.9 EVALUATION OF THE PLAN	42
4.9.1 Evaluation of the product design	42
4.9.2 Evaluation of the operation.....	42
4.9.3 Existing problems	43
CHAPTER 5 RESEARCH CONCLUSIONS, SUGGESTIONS AND	
PROSPECTS	45
5.1 RESEARCH CONCLUSIONS.....	45
5.1.1 Asset securitization possesses applicability and feasibility in the tourism industry	45
5.1.2 Tourism asset securitization products contain relative flexibility and high safety.....	46
5.1.3 Tourism asset securitization need to emphasize risk control	46
5.2 SUGGESTIONS FOR ASSET SECURITIZATION APPLYING IN TOURISM	
ENTERPRISES.....	47
5.3 INNOVATIONS, LIMITATIONS AND RESEARCH PROSPECTS	48
REFERENCE	50
ACKNOWLEDGEMENTS	54
APPENDIX 1	55

第 1 章 引言

1.1 选题背景

1.1.1 旅游业发展呈现高速增长趋势

旅游业历来享有“朝阳产业”之称，并以其持续性的成长和逐步深入的多元化发展成为世界范围内增长最快的经济部门之一（UNWTO）。世界旅游组织表示，当今世界旅游的经济总量已经等同甚至超过了石油输出、食品生产、汽车制造等部门。旅游产业成为全球经济战略中重要的支柱性、综合性、战略性产业。旅游业的发展，尤其对于发展中国家的经济增长扮演着重要的角色作用。

进入 21 世纪以来，我国经济飞速发展、综合国力不断增强，从改革开放以来所累计的潜在消费能力和内需增长能力开始逐步释放，我国旅游产业也逐步进入黄金发展时期。2009 年 11 月，国务院发布了《关于加快发展旅游业的意见》，首次将旅游业放在国民经济战略性支柱性产业的重要地位，为旅游行业的进一步发展提供了政策支持。国家统计局公布的数据显示，2015 年，我国国内出游人数达 40.03 亿人次，实现既定目标的 121%；国内旅游业总收入达 4.13 万亿元，实现既定目标的 165%，远超前于全国经济的平均增速。

根据国际旅游协会（World Travel & Tourism Council）的报告，2015 年，我国旅游业对国内生产总值（GDP）的直接贡献约为人民币 3.32 万亿元，综合贡献约为 7.34 万亿元，仅次于美国位居世界第二，并预测未来十年的年均增长率约为 6%。旅游业实现直接就业 2797 万人，实现既定目标的 192%，旅游业相关就业人数达 7912 万人，在全国就业总人口中占比达 10.3%。同年，我国旅游的资本投资达 10,072 亿元，并预期在未来十年以年均 6.6% 的水平增长，至 2025 年达到约 1.7 万亿元，占我国投资总额的 4.1%。由此可见，我国的旅游业发展呈现高速增长趋势，并且存在巨大的投资潜力。

1.1.2 我国旅游企业的融资困境

与我国旅游业快速发展趋势相矛盾的是，我国旅游企业普遍存在融资难的问题。周春波（2014）总结了我国旅游企业融资困难的原因主要为：内部融资能力

不足、外部融资渠道约束、宏观经济影响和制度约束。事实上，国家于 2012 年已经提出《关于金融支持旅游业加快发展的若干意见》，指出要加大金融业相关部门对旅游产业的支持力度；并在《2015 年全国旅游工作会议报告》上指出优化旅游项目投资，积极推动各地的旅游投资建设，加快旅游产业整体布局的有关建议。由此可见，从制度方面来说，目前并不存在较大的阻力。另外，在金融危机以后，国内外宏观经济衰退、金融环境持续恶化，中小企业的融资困难有所显现，但这并非旅游企业的特殊情况。综上所述，我国旅游企业的融资困难从根本上还是源于内部融资能力的不足和外部融资渠道的约束。

具体而言，旅游企业的内部融资主要包括留存收益和折旧。由于旅游企业大多规模较小、获利和成长能力较弱，自有资金量远小于资金需求量，内部融资往往会遭遇捉襟见肘的困境。而旅游企业的外部融资则主要包括股权融资和债务融资，容易受到市场流动性、融资条件限制、货币政策和产业政策调整等外部因素的影响。当前，我国旅游企业应用的传统外部融资工具普遍存在较高的门槛，严重制约了旅游行业的快速发展（见表 1）。

表 1 传统融资方式的优缺点

融资方式	优点	缺点
银行信贷	相关费用少，资金来源稳定。	银行贷款门槛高，程序复杂，贷款期限短且额度受限制大。
国内上市	可获得稳定的资本性资金，企业品牌和市场影响力得到提升，企业发展得到规范。	上市成本大、周期长，对企业日常经营影响大，盈利压力大、有失去控制权的风险。
政策支持性融资	通过政府的行政干涉，企业快速获得规模大、周期长、成本低的资金支持。	受宏观政策影响大、不稳定因素多。
私募股权融资	资金来源稳定，可降低财务成本及提高企业内在价值。	企业通过股权方式融资后，股东结构发生改变，原始股东有丧失控制权的风险。

为了满足旅游产业高速发展的资金需要，旅游企业应拓宽外部融资渠道，转变融资方式，用多元化的融资结构改善企业的财务结构。近年来，国内资本市场的快速发展及以资产证券化为代表的新型融资工具的出现，为解决旅游企业融资困难的现状带来了新的解决思路。

1.1.3 资产证券化融资模式及其在我国的发展

资产证券化兴起于上世纪的美国，是以其他债券组成的资产池为支持，构建

新的债券产品形式。资产证券化的融资特点，恰好能解决旅游企业由于项目投资周期长、投资金额大、投资回收风险高的融资风险问题，为中国旅游企业的融资问题提供了解决方案。具体而言，资产证券化可以帮助企业增强资产的流动性、获得低成本的融资、减少风险资产、进行负债管理等。对于旅游企业来说，则可以将其可预期的持续、稳定收入作为支持性资产，通过特殊目的载体 SPV 进行资产重组，发行证券向市场融资。

2005 年，中国资产证券化开始试点，2007 年进入扩大试点阶段。在政策强有力的支持下我国资产证券化得到快速发展，产品总规模在国内债券市场总量中的占比不断提高。截至 2016 年 5 月 1 日，国内发行资产证券化总规模占债券市场总规模达 0.41%，已成为国内债券市场的重要组成部分。图 1 和图 2 分别统计到 2016 年 5 月 1 日，我国企业资产证券化产品和信贷资产证券化产品的发行情况（中国资产证券化分析网）。

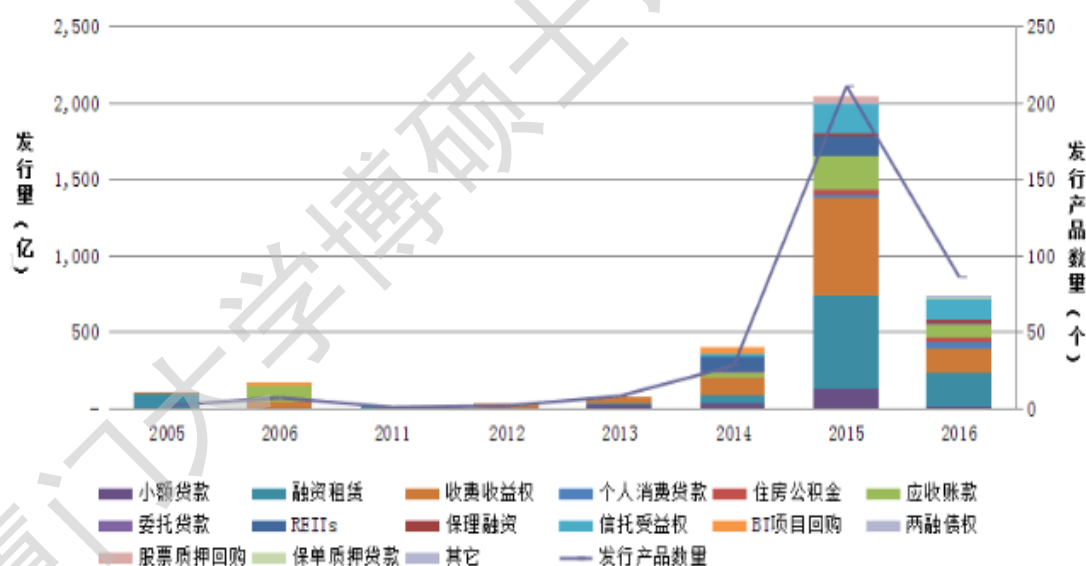


图 1 我国企业资产证券化产品发行统计

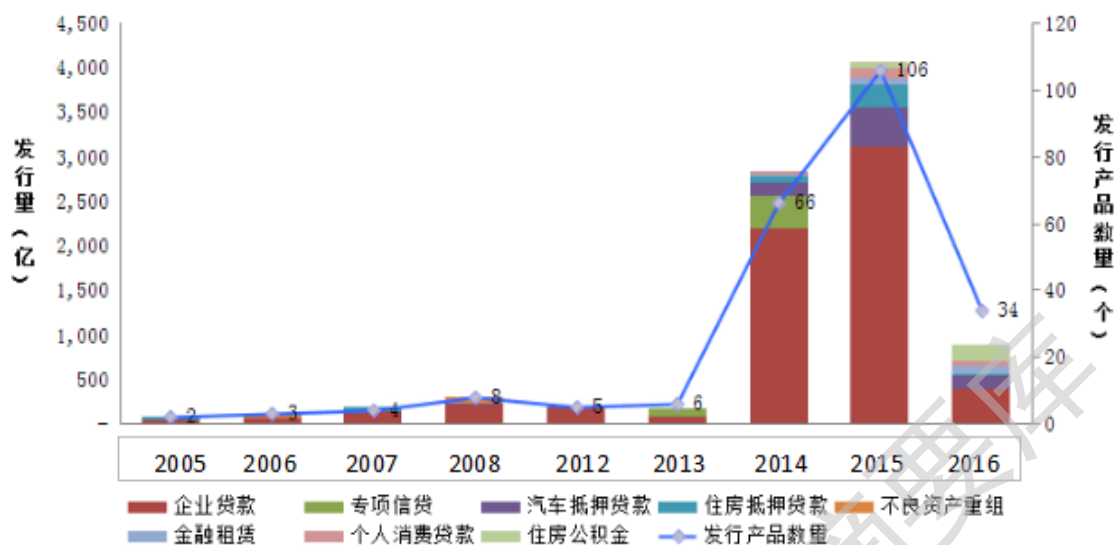


图2 我国信贷资产证券化产品发行统计

随着国家一系列政策法规对资产证券化在旅游业中推广的支持，如2009年发布的《证券公司企业资产证券化试点业务指引（试行）》，为旅游企业通过资产证券化的方式进行融资提供了法律上的支持。资产证券化在旅游业中应用的成功案例也开始出现，包括八达岭长城的资产证券化融资、广州长隆主题公园入园凭证专项资产管理计划及欢乐谷公园入园凭证专项资产管理计划等。然而，相比其它行业，旅游企业相关的成功案例还比较有限。因此，深入分析已有的典型成功案例，对于后续旅游企业充分了解这一创新融资手段，增加旅游产业的资产证券化融资成功概率及推动资产证券化在旅游产业中的普及，具有重要的指导意义。

1.2 研究意义和目的

1.2.1 研究意义

本文的研究意义主要表现为：

（一）资产证券化具有高流动性、高回报率、高安全性等特点，它在保持和增强企业的融资能力、降低融资成本、提高资产收益率等方面都表现出明显的融资优势。但是目前旅游企业运用资产证券化的成功案例还比较有限，相关的研究成果也较为匮乏。

（二）就旅游企业自身而言，旅游项目普遍存在投资金额大、项目周期长、

Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”.

Fulltexts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.