

# 关于企业创新融资模式—资产证券化的应用探讨

于萍

国网新源集团有限公司

**[摘要]**企业在快速发展阶段,经常需要财务管理人员开展融资管理工作。财务管理人员应创新融资管理模式,拓展企业融资渠道,争取更低资金成本的融资资金,这就需要财务管理人员不断学习,提高业务知识面,接触资本市场融资工具,如发行超短期融资券、中期票据、永续债等债务工具。为更好拓宽融资渠道,分散融资风险,开展直接融资模式是企业比较好的选择,如今很多企业逐步开展资产证券化业务,对财务管理人员业务素质要求更高,本文对企业开展资产证券化业务进行介绍,详细阐述资产证券化分类和产品,尤其对目前比较前沿的资产证券化产品,如基础设施公募REITs、电费应收账款资产证券化等品种,结合企业情况进行深入浅出的分析,帮助企业财务管理人员理解这两款产品,力求为企业创新融资管理和经营发展需要提供支撑。

**[关键词]**企业; 融资模式; 资产证券化

**[DOI]** 10.12252/j.issn.2096-6288.2020.02.1259

## 一、资产证券化定义

资产证券化业务是指以基础资产所产生的现金流为偿付支持,通过结构化设计进行信用增级,在此基础上发行资产支持证券的业务活动(Asset-backer Securities,ABS)的过程。它是特定资产组合或特定现金流为支持,发现可交易证券的一种融资形式。自1970年美国的政府国民抵押协会首次发行以抵押贷款组合为基础资产的抵押支持证券—房贷转付证券,完成首笔资产证券化以来,资产证券化逐渐成为一种被广泛采用的金融创新工具而得到了迅猛发展,在此基础上,又衍生出如风险证券化产品。

广义的资产证券化是指某一资产或资产组合采取证券资产这一价值形态的资产运营方式,包括以下四类:

### (一) 实体资产证券化

实体资产证券化:即实体资产向证券资产的转换,是以失误资产和无形资产为基础发现证券并上市的过程。

### (二) 信贷资产证券化

信贷资产证券化:就是将一组流动性较差信贷资产,如银行的贷款、企业的应收账款,经过重组形成资产池,使这组资产所产生的现金流收益比较稳定并且预计今后仍将稳定,再配以相应的信用担保,在此基础上把这组资产所产生的未来现金流的收益权转变为可以在金融市场上流动、信用等级较高的债券型证券进行发行的过程。

### (三) 证券资产证券化

证券资产证券化:即证券资产的再证券化过程,就是将证券或证券组合作为基础资产,再以其产生的现金流或与现金流相关的变量为基础发行证券。

### (四) 现金资产证券化

现金资产证券化:即指现金的持有者通过投资将现金转化成证券的过程。

狭义的资产证券化是指信贷资产证券化。按照被证券化资产种类的不同,信贷资产证券化可分为住房滴啊呀贷款支持的证券化(Mortgage-Backed Securitization,MBS)和资产支持的证券化(Asset-Backed Securitization,ABS)。

## 二、资产证券化分类

### (一) 根据基础资产分类

根据证券化的基础资产不同,可以将资产证券化分为不动产证券化、应收账款证券化、信贷资产证券化、未来收益

证券化(如高速公路收费)、债券组合证券化等类别。

### (二) 根据资产证券化的地域分类

根据资产证券化发起人、发行人和投资者所属地域不同,可将资产证券化分为境内资产证券化和离岸资产证券化。国内融资方通过在国外的特殊目的机构(Special Purpose Vehicles,SPV)或结构化投资机构(Structured Investment Vehicles,SIVS)在国际市场上以资产证券化的方式向国外投资者融资称为离岸资产证券化;融资方通过境内SPV在境内市场融资则称为境内资产证券化。

### (三) 根据资产证券化产品的属性分类

根据证券化产品的金融属性不同,可以分为股全线证券化、债券型证券化和混合型证券化。

值得注意的是,尽管资产证券化的历史不长,但相关证券化产品的种类层出不穷,名称也千变万化。最早的证券化产品以商业银行房地产按揭贷款为支持,故称为按揭支持证券(MBS);随着可供证券化操作的基础产品越来越多,出现了资产支持证券(ABS)称谓;再后来,由于混合型证券(具有股权和债权性质)越来越多,用CDOS(Collateralized Debt Obligations)概念代指证券化产品,并细分为CLOS、CMOS、CBOS等产品。

## 三、资产证券化流程

资产证券化基本流程是:发起人将证券化资产出售给以及特殊目的机构(Special Purose Vechicle,SPV),或者由SPV主动购买可证券化的资产,然后SPV主动购买可证券化的资产,然后SPV将这些资产汇集成资产池(Assets Pool),再以该资产池所产生的现金流为支撑在金融市场上发行有价证券融资,最后用资产池产生的现金流来清偿所发行的有价证券。简单理解,就是资产的原始所有者把未来能够产生现金流的资产转移给SPV机构,SPV机构以证券的方式销售给市场投资者。资产的原始所有者低成本获得融资资金,投资者在购买资产证券化产品后会获得投资回报,SPV获得能产生可见现金流的优质资产。SPV负责进行资产组合,对资产证券化产品在信用评级或增级的基础上进行改良、组合、调整,目的是吸引投资者,为有效发行证券。

## 四、资产证券化产品

资产证券化产品较多,本文重点介绍一下基础设施公募REITs、电费应收账款资产证券化(ABS)两个产品。

(一) 基础设施公募REITs分析

1. 产品基本介绍

基础设施领域不动产投资信托基金（以下简称公募REITs）是指由证券公司或基金管理公司设立封闭式公募基金，公开发售基金份额募集资金，并通过购买基础设施资产支持证券（简称“ABS”）的方式完成对标的资产的收购。

对企业而言：将所属于子公司运营时间不低于3年、预计未来3年净现金流分派率不低于4%的单位全部股权作为一项基础资产打包出售，确立一个基金（或信托）产品，由公募基金发起、企业认购不低于20%份额（持有期限不低于5年），将产品全部购买。原股东全部退出，将子公司从企业出表，由基金公司统一并表。

2. 操作模式

一是私募基金管理人设立私募基金，将符合条件的子公司全部股权转让给私募基金；企业认购全部私募基金份额；

二是证券公司根据私募基金设立ABS，实施资产证券化；

三是证券公司设立公募基金，企业认购公募基金不少于20%份额；

四是公募基金认购ABS全部份额，ABS认购私募基金全部份额，完成公募REITs结构搭建。

3. 产品优势

一是拓宽多元化股权融资渠道，作为权益型融资方式，可减少传统债务融资方式的依赖，实现公司融资方式的多元化；

二是盘活存量资产，提前收回经营投资，解决基础设施项目投资回收周期长、资产周转率较低的问题，增强公司的滚动投资能力和可持续经营能力。

4. 产品劣势

一是涉及子公司全部股权出售，需征得相关股东一致同意，按公司章程规定应履行股东会审批决策程序；

二是公募REITs使企业由股东方变更为基金投资人、主营业务由抽水蓄能发电变更为委托运营管理，彻底改变企业主营业务，公司管理架构需要重新理顺；

三是公募REITs产品交易结构复杂，涉及国有资产转让，受发改委（由地方发改委上报国家发改委审批）和证监会双重管理，审批链条长；

四是从私募基金→资产证券化（ABS）→公募基金，操作周期较长；

五是国家正式启动公募REITs试点工作，市场上目前没有成功案例，证券也在研究，监管机构对产品要素的规定及要求将不断调整；

六是该产品收益分配比例不低于可供分配金额的90%，每年不少于一次分配。

(二) 电费应收账款资产证券化（ABS）

1. 产品基本介绍

电费应收账款ABS是以发电企业的应收电费余额作为基础资产，以省电力公司支付的电费作为还款来源，通过结构化分层等增信措施，由证券公司作为计划管理人发行资产支持证券的业务活动。以发电企业集团本部和下属子公司为例，

下属子公司正常与省电力公司结算电费，因下属子公司评价往往较低，为了开展电费应收账款ABS的业务，降低融资成本，减少发电企业本部对下属子公司增信，以发电企业集团本部为主体开展电费用手账款ABS业务，能争取较低利率较低的融资资金。

发电企业集团本部与下属子公司签订应收账款余额转让协议，将电费应收账款余额打包确立为一个基础资产，卖断给证券公司。证券公司一次性支付购买价款，并委托发电企业集团本部管理。

2. 操作模式

一般产品期限不超过3年，在存续期内每3个月或6个月进行一次还款、再放款的行为。

合同流：下属子公司跟发电企业集团本部签订资产转让合同，同时发电企业集团本部跟证券公司签订转让并管理资产合同。

资金流：证券公司通过发电企业集团本部支付购买价款给子公司；子公司收到结算电费，上缴电费资金给发电企业集团本部，由发电企业本部支付给证券公司。

发票流：证券公司只开具利息发票，发电企业集团本部作资金往来挂账处理。

3. 产品优势：通过卖断电费应收账款余额，做到应收账款出表，可以实现应收电费结零，货币资金提前收回。

4. 产品劣势：

一是资金流、发票流、合同流相对复杂且不一致，存在一定税务风险，税务事宜受当地税务机关对政策理解和把握不同，可以进一步与当地税务机关探讨相关税务政策。

二是证券公司一般手续费比较高，根据发电企业集团资质等因素，手续费一般为3%左右，略高于债券承销成本，AAA级ABS发行利率约有可能最后综合成本高于发电企业集团的发债利率及银行贷款利率。

三是资产证券化属于直接融资，按规定需企业履行审批决策程序，甚至向上级单位报批。如果是上市公司，按照上市公司章程规定，有可能需董事会、股东会决策。

四是下属单位信用评级较低，若直接由下属单位自行运作，为争取较低利率，需要上级单位增信，出具担保才能降低融资利率。很多企业集团制度规定只能信用方式融资，不能出具融资担保。

企业财务管理人员可借助资本市场融资工具，拓展企业融资渠道，降低融资成本，从而改善企业单一依赖传统融资方式如银行借款的局面，资产证券化广泛应用，为企业融资管理提供了一个全新选择，财务管理人员应紧密跟上时代步伐，不断更新财务管理知识，学习研究资本市场新兴融资工具，结合企业自身情况，有针对性开展融资管理创新，不断尝试新型融资管理模式，资产证券化业务为企业提供新的选择。

参考文献：

[1] 邢峻博, 李欣然. 论资产证券化融资对我国企业财务的影响 [J]. 速读 (中旬), 2017, (4): 239.