

推进国企资产证券化,提升国资运营效率

——国企资产证券化模式及发展建议

李守芳

(物产中大集团股份有限公司,浙江 杭州 310007)

摘要:资产证券化是将缺乏流动性的资产提前变现的有效手段,能够降低流动性风险的同时回笼资金、盘活分散的存量资产、优化经营资产配置、降低融资成本,是国企去杠杆、降负债、盘活国有资产的重要金融手段。本文分析常见的国企资产证券化类型,并指出国企应当在合理利用资产证券化产品的同时,有效管控基础资产质量及产品风险,让资产证券化真正作为助推企业发展、提高管理水平的有利工具。

关键词:国企;资产证券化;盘活资产;国资运营效率

【DOI】10.12231/j.issn.1000-8772.2022.26.022

资产证券化是指以特定基础资产或资产组合所产生的现金流为偿付支持,通过结构化方式进行信用增级,在此基础上发行资产支持证券的业务活动。其最根本的目的是将缺乏流动性的资产提前变现,能够降低流动性风险的同时回笼资金、盘活分散的存量资产、优化经营资产配置、降低融资成本。

资产证券化起源于美国,自1970年美国的政府国民抵押协会发行首笔以抵押贷款组合为基础资产的抵押支持证券以来,资产证券化作为一种创新性金融工具在国际市场迅速发展起来,经过五十多年的发展,已成为固定收益市场重要的一个板块。我国的资产证券化自2005年开始试点,在实践中逐渐形成了自己的体系和特点。经过十多年的发展,我国资产证券化市场规模持续增长,资产证券化也已经成为国企去杠杆、降负债、盘活国有资产的重要金融手段。

1 国企开展资产证券化的意义

2022年,国企改革三年行动迎来收官。在国企改革关键年,上海、浙江、江苏、山东、黑龙江、广西等多个省份的国资委召开年度会议,对2022年国有资产的重点工作进行了部署。例如浙江省国资委提出了千亿级的投资目标,2022年力争完成固定资产投资1200亿元,增长15%左右;省属国资企业年末资产总额突破2万亿元,研发经费增长20%以上。在当前加大投资的同时,需要保持低杠杆运行、控制资产负债率的背景下,国企发展资产证券化有诸多意义。

1.1 有利于盘活国有资产,提升资金流动性

国企一般拥有优质商业物业、地产,具有大量的应收账款、应付账款、租赁款等,但这部分优质资产缺少流动性。而在资产证券化业务中,国企可通过出售基础资产获得相应的对价,在未增加负债、未占用银行授信额度的情况下实现融资,将可期待的稳定现金流一次性转化为即期现金流,以便进一步投入主营业务或其他投资,在增强资金流动性的同时,提高了资金的利用率。

1.2 优化财务报表,合理管理资产负债表

常用的债务融资工具会容易增加负债,从而增加资产负债率,而国有企业在强监管、降杠杆的背景下,需要合理管理资产负债表。资产证券化产品能够实现真实出表,优化财务报表。这主要由于某些类型资产证券化产品(比如应收账款类、REITs类)底层的交易机制是卖断资产包,因此从交易结构上来看,在完成融资的同时能够实现融资业务不计入表内的目的,或者将原有资产从表内剥离,释放更多的资产价值。

1.3 有利于拓宽融资渠道,灵活满足融资需求

募集资金用途灵活广泛,给予融资主体更大财务自主权。通过资产证券化所募集资金没有用途上的限制,而公司债、企业债、中期票据等融资获得的资金,在使用时需要与项目挂钩,尤其是企业债,要求募集资金必须用在固定资产投资和技术革新改造方面,并与政府部门审批的项目直接关联。因此,资产证券化融资赋予融资方更大的财务自主权。

1.4 通过信用独立与风险隔离设计,有利于降低企业融资门槛

对于企业尤其是实体企业来说,使用资产证券化融资时,通过破产隔离结构和优先劣后架构,原始权益人可以实现资产与企业自身的风险隔离与信用增级,从而使得债项评级高于主体增级,实现显著的增信效果,降低企业融资门槛。

1.5 与股权融资工具相比,资产证券化规避了操作时间长、股权稀释的缺点

股权融资可以解决企业发展的长期资金问题,一般在特定情况下采用,不作为常规的融资手段,尤其对于成熟的大型国企,股权融资使用频率较低。另外,引进战略投资需要花费较长时间,而且大股东可能面临股权稀释等问题,而资产证券化有效规避了股权融资操作时间长、股权稀释的

缺点。

2 我国资产证券化模式

我国自 20 世纪 90 年代就开始探索资产证券化业务,1992 年三亚地产投资券、1996-1998 珠海大道、2003-2004 华融资产管理公司不良资产处置和宁波工行的不良债权证券化等,都是早期的尝试。2005 年,国家发展银行、建设银行初步尝试以对公贷款、住房贷款为基础资产发行信贷类资产支持专项计划,国内第一单企业资产证券化产品“中国联通 CDMA 网络租赁费收益计划”的发行,标志着资产证券化作为一种全新的融资工具正式在中国起步。经过十余年的发展,我国资产证券化市场规模不断扩大,2021 年,我国共发行资产证券化产品 30999.32 亿元,年末市场存量 59280.95 亿元。

目前,我国资产证券化主要有三种模式,分别是银监会监管的信贷资产证券化、证监会监管的企业资产证券化和交易商协会下的资产支持票据,这三类资产证券化在发起人、主管部门、基础资产、交易结构、信用增级等方面都有着不同特点。

2.1 银监会监管的信贷资产证券化

信贷资产证券化主要以金融机构作为发起人,由央行、银监会监管,在全国银行间债券市场上发行。

2005 年 12 月,国开行、建行作为第一批试点单位成功发行了第一期资产支持证券—开元 2005、建元 2005。2008 年美国发生次贷危机后,资产证券化有短暂的停滞,从 2012 年重启信贷资产证券化后提速。现在信贷资产支撑证券的发起人已从最初的政策性银行、国有银行、资产管理公司,扩大到包括城商行、农商行、外资银行、汽车金融公司在内的各类金融机构,基础资产也涵盖了企业贷款、个人住房按揭贷款、不良贷款、企业贷款、信用卡应收款、租赁租金、个人消费信贷等多个领域。

2021 年,我国信贷资产证券化全年发行 8815.33 亿元,同比增长 10%,占发行总量的 28%;年末存量为 26067.53 亿元,同比增长 17%,占市场总量的 44%。

2.2 证监会监管的企业资产证券化

企业资产证券化主要以非金融企业作为发起人,由证监会监管,在证券交易所、证券业协会机构报价与转让系统、证券公司柜台市场上发行。

2005 年,中国联通 CDMA 网络租赁费收益计划发行,宣告着证监会主管的企业资产证券化正式起航。和银监会主管的信贷资产证券化类似,企业资产证券化也经历了 2007-2010 年的停滞,在恢复发行后,基础资产的种类日益丰富,陆续出现了以 BT/BOT 债权、基础设施收费权、棚户区改造、入园凭证收费、小额贷款、租赁资产为基础资产发行的项目。

2021 年,我国企业资产证券化发行 15750.43 亿元,同比增长 1%,占发行总量的 51%;年末存量为 24056.38 亿元,同比增长 6%,占市场总量的 41%。

2.3 交易商协会监管的资产支持票据

企业资产证券化主要以非金融企业作为发起人,由交易商协会监管,在全国银行间债券市场上发行。

资产支持票据是国内在 2012 年开始出现的“准资产证券化”融资工具。与前两类资产支持证券相比,资产支持票据发行人限于非金融企业,采用注册制,可选择公募或私募方式在银行间市场发行。

2021 年,我国非金融企业资产支持票据发行 6454.36 亿元,同比增长 26%,占发行总量的 21%;年末存量为 9158.14 亿元,同比增长 31%,占市场总量的 15%。

3 国企常见资产证券化类型

对国企而言,本文主要以底层基础资产进行划分,有以下常见的资产证券化模式。

3.1 应收账款资产证券化

根据基础资产类型,应收账款资产证券化产品具体可分为一般应收账款资产证券化、保理应收账款资产证券化等,广义也包括计入长期应收的收费权类资产。应收账款资产证券化融资作为一种成本较低、便利的融资方式,对于拓宽企业融资渠道、降低融资成本、盘活表内资产、降低资产负债率、实现资产会计出表等具有显著意义;同时,资金使用时效更长,相较于银行传统保理业务,应收账款资产证券化产品可以通过循环购买安排增加发行人的融资期限,避免因底层应收账款账期较短而带来的短期内因需向投资者兑付本金而带来的流动性压力。2021 年,在企业资产证券化中,应收账款资产证券化和供应链账款资产证券化为发行规模最大的两个品种,发行量分别为 2678.94 亿元和 2620.82 亿元,占比均为 17%。

3.2 融资租赁债权资产证券化

融资租赁债权是非常成熟的资产证券化基础资产类型。租赁公司以其持有的融资租赁债权为基础资产发行资产支持证券。通过优先/次级结构化分层,产品评级相对融资主体评级可实现评级提升,发行较为成熟,交易结构较为简单,执行难度相对较小,可在较短时间内完成发行,有效降低融资成本,且可操作实现资产出表。同时,有利于获得超额利差收益,融资租赁合同利率(或内部收益率)与资产支持证券融资成本之间存在一定超额利差,企业发行融资租赁资产证券化产品融资的同时可获得较高的利差收益。2021 年,租赁资产资产证券化发行量为 2244.11 亿元,占比为 14%。

3.3 类 REITs 和 REITs 产品

类 REITs 是以设立资产支持专项计划、向合格投资者募集资金、嵌套基金等灵活方式直接或间接投资于不动产资产,并可选择未来通过 REITs 公开发行实现资产证券化的投资者退出,以及融资人轻资产转型的创新资产运作工具。2020 年 4 月 30 日,中国证监会、国家发展改革委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点相关工作的通知》(证监发[2020]40 号),我国正式推动

基础设施领域的公募 REITs 试点工作,即面向社会不特定投资者公开发行人 REITs。通过 REITs 产品的发行,有利于探索创新股权融资方式,实现重资产出表,降低企业杠杆水平,优化资本结构,有利于吸引稳定股权资本,无限期且无财务成本。同时,有利于回笼前期投资建设资金,并将收回资金用于新项目的获取,形成良好的资本循环。

虽然类 REITs 和 REITs 产品在资产证券化中所占比例低,但是相信随着该类产品的社会认知度提高、融资效果显现,其产品规模会逐渐增加。截至 2021 年底,已有 11 只基础设施 REITs 上市,包括现代物流仓储、产业园等产权类 REITs,以及高速公路、水务处理、垃圾发电等特许经营权类 REITs,主要投向基础设施补短板项目。

4 国企发展资产证券化的建议

以国资底层资产发行的资产支持计划可凭借其资产运行规范、持续稳当、主体信用强、安全性高、存量较大等天然优势,吸引各类投资者,未来国有资产证券化一定大有可为。同时,国企应当在合理利用资产证券化产品的同时,加强基础资产管理,关注产品风险,让资产证券化真正作为助推企业发展、提高管理水平的有利工具。

4.1 以资产证券化为契机,不断提升管理水平

根据发行资产证券化产品的监管要求,能够纳入资产证券化的基础资产在资产安全性、风险分散度等方面具有一定门槛,若公司以发行资产证券化为目标,则有利于进一步夯实资产质量。同时,发行资产证券化业务的过程,也是借助于律师事务所、审计评估机构等专业力量,进行业务规范的过程。在梳理基础资产时,可发现管理中的诸多瑕疵,例如基础资产相关权证不齐全、信息化水平较低等,而通过资产证券化可帮助规范资产管理,进一步提升管理水平。

4.2 坚持规范约束,加强基础资产风险防控

近年来部分企业资产证券化出现了基础资产质量不佳导致现金流大幅下降、交易结构和内控管理存在缺陷等情况,甚至在项目设立、尽职调查、信息披露、现金流归集方面出现违规行为,导致评级下调甚至违约。据统计,2021 年评级下调的企业资产证券化产品多达 215 只。

作为国企,应当坚持合规、简单、透明的发展原则,确保基础资产合规、业务操作规范、交易结构合理、评级结果公允,避免资产证券化成为企业正规融资渠道不畅时的包装工具。尤其对于集团型国企,集团总部应当加强对成员公司资产证券化的管理,在项目各个环节强化风险识别防控,包括审慎把控基础资产源头风险,健全内外部增信机制,加强项目信息披露和存续期跟踪管理,落实投资者保障条款,不断提高业务人员的风险识别评估水平,有效防范风险的产生与扩散,谨防个别成员公司资产证券化发生评级下调事项对集团资本市场形象和信用的影响,并对违规行为严肃查处。

4.3 积极推动信息系统建设,强化资产穿透式监管

首次进行资产证券化的公司,基础资产梳理较为吃力,

底层资产需要梳理大量的单据、合同等,尤其对于应收账款这类量大、单小、期限短的底层资产,更是付出较大工作量。若仅依靠手工操作,不仅工作量大、耗时长,而且容易造成数据不准确、不真实、不一致等人工操作风险。在实践中,公司在尝试一次资产证券化之后,因资产梳理的巨大工作量而放弃继续发行资产证券化产品的例子也大有所在。因此,若国企持续推进资产证券化,需积极推动信息系统建设,实现业务全流程、自动化、标准化处理,降低人工操作风险;利用区块链等金融科技确保数据信息的准确性、真实性和一致性,实现对基础资产的穿透式监测和对复杂产品结构的高效解析,不断提升风险识别、预警、管理的智能化水平。

4.4 统筹开展资产证券化,提升资本市场形象

对于集团型国企,存在单个成员公司先行先试、以其基础资产及主体信用单独发行资产证券化产品的情况,发行较为简单,融资便利。而同时存在部分成员公司因资产负债的约束,经营规模受限,对通过资产证券化提升经营规模的需求强烈,但成员公司自身资信实力不足,发行资产证券化产品融资成本较高,且因发行规模偏小导致发行费用相对偏高,因此仅凭单个成员公司的实力较难开展资产证券化的现象存在。

与单个成员公司开展资产证券化相比,以集团名义统筹成员公司开展资产证券化,资信实力更强,融资成本更低,有利于提升资本市场中的形象;通过产品的结构设计,实现资产出表,降低资产负债率。因此,集团型国企可统一梳理集团内相似资产,例如应收账款、租赁债权、物流资产、水务资产等,建立成员公司联合发行资产证券化产品的中介费分摊、资产梳理、筛选、转让等方面的机制,统筹推进发行资产证券化产品,有效提升国资运营效率。

5 结束语

当前,资产证券化已成为国企去杠杆、降负债、盘活国有资产的重要金融手段,未来国企凭借自身优势开展资产证券化大有可为;同时,国企在合理利用资产证券化产品的同时,应加强基础资产管理,关注产品风险,让资产证券化真正作为助推企业发展、提高管理水平的有利工具。

参考文献

- [1]王子霖.国企改革关键年,地方国资“加码”资产证券化[N].上海证券报,2022.
- [2]李波.2021 年资产证券化发展报告[J].债券,2022(2).
- [3]王林娜.资产支持证券监管及法律对策研究[C].上海法学研究,2020(17).
- [4]陈思润,刘准金.国企资产证券化思考[J].中国金融,2016(8).

作者简介:李守芳(1987-),女,汉族,河南林州人,硕士,中级经济师,研究方向:企业管理、集团管控、金融板块管理、金融投资风险管控。