



# 运用资产证券化 解决中小企业融资难题

华北电力大学(北京)工商管理学院 刘崇明 孙哲

**【摘要】** 融资难问题是制约我国中小企业发展的瓶颈。本文分析了资产证券化融资的特点,并从中小企业的比较优势、融资主体选择、操作手段以及存在的现实障碍几个方面展开论述,以期推动我国中小企业的资产证券化融资。

**【关键词】** 中小企业 资产证券化 融资

中小企业在促进市场竞争、增加就业机会、推进技术进步、推动国民经济发展和保障社会稳定等方面发挥了不可替代的重要作用。但在市场经济条件下,中小企业由于自身的特点和局限性,成了市场竞争中变数较大的群体,需要政府和社会各界给予特别的关注和必要的支持。制约中小企业发展的瓶颈是融资难问题。许多研究也剖析了中小企业的融资状况,针对中小企业融资中的体制性、政策性及操作性障碍,笔者提出了一些缓解融资难的政策和建议。资产证券化为解决中小企业融资难的问题提供了重要思路并广为世界各国所采用。本文将探讨如何在我国运用资产证券化解决中小企业融资难的问题。

## 一、资产证券化融资的特点

资产证券化是一种新兴的直接融资工具。在典型的资产证券化模型中,必须有一个专门的中介机构。进行投资的项目公司(即原始权益人)向中介机构转让或销售项目下的资产及未来收益,中介机构基于项目资产的支持在资本市场通过发行债券来募集资金,所募资金用于项目建设,但项目的开发管理等权利仍然由原始权益人而非中介机构来行使,项目完成后产生的收益用于清偿所发行债券的本息,一旦债券本息还完,原始权益人就取得对该项目的全部权属。

资产证券化融资方式明显不同于传统的直接融资方式。它不是简单地以资金来支持技术,而是实现了资金、技术与管理的结合,把投资者、风险资本家(中介机构)和企业管理层三者纳于同一系统,建立了一套以绩效为标准的激励机制,从而有效避免了股权融资中的“内部人控制”问题,这种直接融资方式大大降低了企业管理层发生逆向选择行为与道德风险的可能性,在机制上更好地解决了信息不对称问题,显著提高了融资效率。

资产证券化融资可归结为一种有担保的直接融资制度,它是中小企业发展的“助推器”。一方面,资信良好的金融中介机构作为发行人或担保人,使融资目的易于达到;另一方面,资产证券化融资采用转让资产的方式使企业获得资金,不在资产负债表上显示融资费用,出售资产所获得的资金也不表现为负债,从而不会影响企业的资产负债率。

资产证券化融资方式在我国的推广运用尚有一定难度,这主要表现在以下几个方面:①对“真实销售”行为难以界

定,增加了资产证券化的实际操作难度,需要出台相关政策。②证券化资产的质量要求是收益必须大于成本,且能在未来产生可预测的稳定效益,这使绝大多数中小企业无法进行资产证券化融资。③高资质担保机构的缺失使资产证券化不能进入实际运作阶段。④法律上的障碍也使机构投资者被排除在资产证券化市场之外,对证券投资及各种基金等的严格管制以及道德风险太大的资产市场现状恶化了资产证券化的融资环境。

## 二、资产证券化融资对中小企业的意义

1.能够解决中小企业资信评级低、缺乏有效抵押担保的问题。资产证券化具有两个重要的创新特征:以具体的用于证券化的资产作为融资信用基础和破产隔离。在资产证券化融资过程中,资产支持证券本金和利息的偿付,直接以资产池所产生的现金流量作为偿付保证,与中小企业本身资信水平无关,能够较好地回避绝大多数中小企业资信评级低,或根本没有获得资信评级而不能融资的问题,也能较好地克服中小企业需大量资金但又因社会信用基础薄弱、公司治理结构不健全而不能融资的矛盾。同时,由于资产证券化直接以资产池预期现金流量为偿付保证,无需将另外的有形资产作为融资抵押担保,解决了中小企业因没有足够的可用于抵押担保的有形资产而不能融资的问题。

2.能够有效降低中小企业的融资风险。在资产证券化融资过程中,作为中介机构的特殊目的公司(SPV)并不是直接、简单地以某一个企业的应收账款、知识产权或营运项目的收益权为支持发行证券,而是将从众多企业购买的各种资产,分门别类地构造成资产池,实现资产最佳组合和各类资产风险的充分对冲,并将其风险与收益进行结构性重组,然后以资产池预期现金流量为支持发行证券。资产证券化融资经过一系列金融工程技术处理,有效地降低了中小企业融资风险。并且,在资产证券化融资过程中,一般还要从内部或外部对所发行的证券进行担保,提高所发行的证券的信用级别,进一步降低投资风险。所以,资产支持证券具有较高的投资价值,能够广泛地吸引投资者,拓宽了中小企业的融资渠道。

3.能够较大幅度降低中小企业的融资成本。传统的融资方式,一般会额外增加一定的风险补偿成本,使中小企业融资成本增加。根据有关统计结果显示,中小企业的融资成本一般

高于大型企业。资产证券化融资通过破产隔离以及信用增级处理,使融资风险得到较好的控制,不需要额外增加风险补偿成本,总体融资成本会明显降低。同时,根据资产证券化的制度安排,SPV被设计为一个专门经营资产证券化业务的公司,其组织结构和业务范围相当简单,成为一个几乎不会破产的特殊公司,加上破产隔离处理,投资者几乎不会蒙受破产风险损失,融资成本将得到进一步降低。

### 三、中小企业资产证券化融资的基本思路

1.中小企业可以成为资产证券化的发起人。根据目前我国理论界关于资产证券化发起人的争论,商业银行、资产管理公司似乎都可以成为资产证券化的发起人,但是其需要满足的基本要求又各不相同。资产证券化发起人是创造应收账款的实体和基础资产的卖方。他们根据融资需要选择适于进行证券化的基础资产并将其真实出售给SPV,SPV以购买的基础资产组建资产池并以其可预见的现金流量作为抵押来发行证券。在传统的融资方式下,资金需求者是凭借其自身的信用水平来融资,而资产证券化融资方式是由原始权益人凭借其用来进行证券化的资产的未来收益能力进行融资,资产证券化发起人的信用水平被置于相对次要的地位。这种融资方式对那些自身信用级别有限、融资渠道缺乏又相对拥有优质资产的中小企业来说,无疑是一个最佳选择。另外,进行证券化的资产必须满足严格的条件,具体包括:能在未来产生可预测的稳定的现金流量;有持续一段时期较低比例的拖欠、违约、损失的历史记录;本息的偿还分摊于整个资产的生命周期;资产的债务人在地理分布和人口结构上具有多样性;有相关的、具有较高的变现价值的担保品;资产具有高质量、标准化的托收条款。

融资难已经严重影响和制约了中小企业的生存和发展。从我国企业的融资现状来看,银行贷款占整个企业资金来源的78.25%以上,能顺利获得银行贷款的企业主要是国有企业和集体企业,其贷款额占全部企业贷款额的83.77%以上。基于上述原因,具有独特融资功能的资产证券化市场应该向中小企业尤其是小企业开放,中小企业应该成为我国资产证券化的发起人。

### 2.中小企业进行资产证券化融资的具体操作。

(1)对应收账款进行证券化。相当一部分中小企业是作为大企业的下属企业存在的,它们与大企业的业务往来产生了大量的应收账款。由于这些应收账款有大型企业的信誉作保障,坏账率比较低,因此具有证券化价值。中小企业将这些应收账款真实出售给SPV,就可获得所需资金。SPV进一步将其购买的应收账款进行结构性重组,构造资产池,以资产池预期现金流量为支持发行证券,从而达到为中小企业融资的目的。

(2)对具体项目进行证券化。处于成长期的中小企业,一般而言,其前期项目已经投入运营,能够产生较稳定的现金流量。但是由于企业尚处于初创和发展阶段,其自身积累有限、外部融资能力不强,缺乏扩大再生产所需的资金,因此抑制了应有的发展潜力。此时,中小企业通过资产证券化转让正常营运项目收益权,可以获得企业急需的资金,解决扩大再生产面临的资金短缺问题。这种融资手段为那些处于成长期的中小企业提供了极大的融资便利,有力地推动了中小企

业的发展。

(3)对知识产权进行证券化。在众多的中小企业中,有一些属于高新技术企业,它们拥有高新技术产权,却缺乏足够的资金。目前,国内的风险投资尚不发达,还没有能力为其提供风险投资,而通过资产证券化,这些企业将知识产权真实出售给SPV,并由SPV将知识产权集结成资产池,以其产生的使用费收入为支持发行证券,实现融资目的。通过知识产权为中小企业融资,一方面在知识产权经过结构性重组和信用增级等技术处理后,总体风险能得到有效控制,所发行的证券风险也会降低;另一方面,投资者通过投资知识产权支持证券,能够分享科技创新所带来的收益。因此,以知识产权为支持来发行证券,对投资者有较大的吸引力。

### 四、中小企业资产证券化融资操作中的问题

1.组建有政府背景的SPV。在起始阶段,应该组建有政府背景的资产证券化融资中介机构。例如,美国政府在住房抵押贷款证券化过程中组建了联邦住房抵押贷款协会,负责在市场上收购中小企业用于证券化的各种无形资产,并对其进行证券化。由政府有关部门组建这类中介机构,一方面能够广泛收购中小企业用于证券化融资的资产,实现资产的充分组合,另一方面在起步阶段组建有政府背景的中介机构,能够有效地推动这种新的融资手段在国内的发展,同时也有利于提高资产支持证券的信用等级。

2.建立健全信用担保体系。为了使资产证券化能够较好地解决中小企业融资难问题,必须保证资产支持证券有较高的信用等级且具有投资价值,这样才能广泛吸引各方面的资本投入。提高资产支持证券信用等级的一个重要环节,就是要从外部对所发行的证券进行信用担保,实现信用增级。例如,可以在国内建立由财政部门出资、覆盖面较广的信用担保体系,为所发行的资产支持证券提供担保,提升其信用等级。当然,这类政府机构虽然由财政部门出资,但仍然要按照市场机制运作,以提高机构运作效率,避免给政府造成财政负担。由政府组建机构提供信用担保,只是为资产证券化提供信誉支撑,并不是借此让政府为中小企业的盈亏负责。相反,根据国外经验,只要运作得当,此类机构不仅不会让政府背上财政包袱,往往还会带来一定的收益。

3.建立中小企业专项投资基金。在国内,通过资产证券化为中小企业融资,还是一项金融创新业务,它正处于起步阶段,需要政府部门给予有力的扶持并推动其发展。只有如此,才能拉动一级市场,活跃二级市场,吸引更多的投资者。为此,有必要建立中小企业专项投资基金,专门买卖为中小企业融资而发行的资产支持证券,活跃资产支持证券二级市场。专项投资基金的建立,应以政府部门的出资为主,同时吸收金融机构、大型工商企业甚至自然人的资金。国家应通过制定有关税收优惠政策,支持专项投资基金发展,鼓励更多的机构和个人投资专项基金,以壮大专项投资基金的实力。

### 主要参考文献

- ①王化成.高级财务管理学.北京:中国人民大学出版社,2003
- ②陈晓红,郭声琨.中小企业融资.北京:经济科学出版社,2000