

资产证券化是解决中小企业融资难的有效路径

——基于特殊 SPV 平台

肖力 | 叶申南

一直以来,中小企业融资难是全球面临的共同难题,而资产证券化作为创新型融资形式,将是解决这一问题的有效路径之一。在资产证券化过程中,将同质资产注入独立法律实体或特殊目的载体(SPV),依托SPV平台发行债券为企业融资,不仅可以拓展中小企业融资渠道,还能分散投融资风险。

一、中小企业融资难的根本原因

(一)中小企业缺乏充足的信用能力。中小企业在建立初期,先天的信用不足,往往伴随合同履约率低、资金抽逃、虚假财务报告等现象。这在损害自身信用的同时,也破坏了信贷关系的良性发展。当前我国中小企业信用评级体系不完善,中小企业主观约束意愿及客观制约机制的双重缺失是形成中小企业信用能力不足进而导致融资难的一大原因。

(二)中小企业缺乏良好的经营管理机制。中小企业在具备产品创新性和经营灵活性等优点的同时,对企业内部控制往往采用家族式管理,一般会由于内控机制缺乏、经营理念落后、高级人才引进不够和流动性差等因素,产生较差的经营机制。与具备现代企

业管理模式的大企业相比,中小企业呈现管理组织结构松散、管理人员综合素质不高等特征的较低水平。此外,企业财务信息透明度差将增加商业银行贷款审批难度和成本。在面对系统性市场风险时,中小企业受制于产业链底层等因素,抗击风险能力差,进一步增大融资难度。

(三)中小企业缺乏优质抵押资产。尽管部分中小企业拥有较好的发展现状和前景,但由于银行及其他金融机构在审批贷款时,对企业信用等级考察十分严格,发放贷款以抵押担保为主,很多中小企业不符合担保要求,直接造成企业无法通过银行贷款准入门槛。而且,政府对中小企业担保支持不够、民间担保制度不成熟以及中小企业对资本市场运作不熟悉,进一步压缩了中小企业获得资金的渠道。

二、资产证券化能为中小企业融资提供新渠道

资产证券化是将缺乏流动性但能产生可预见稳定现金流的资产,通过改变某种结构性安排,将资产重组为流动性更强债务证券的过程。资产证券化实质是融资发起人将金融资产未来产生

的现金流提前打包转让给投资者。作为一种直接融资方式,在资产证券化交易过程中,融资发起人与SPV之间通过“真实出售”方式将资产出售给特殊目的实体(SPE),SPV通过信用增级,提升该资产级别,然后以该资产为标的物向投资者发行证券。资产证券化是一种新型的融资手段,是一种金融资产组合方式。近三十年来,资产证券化在欧美等发达经济体兴起并长足发展。资产证券化可以降低融资成本,提高资本市场运行效率,提升资金配置效率。近年来,我国企业通过境外注册SPV,开始尝试运用资产证券化方式进行融资。对于中小企业而言,资产证券化将盘活其资本流动性,拓宽融资渠道,并在一定程度上规避融资风险。如何设计SPV以适应我国中小企业融资要求仍是需要研究的新课题。

(一)SPV的法律特征和组织形式。SPV或者SPE是发起人公司以转移资产,继而推行资产证券化为目的建立的特殊法人实体,是资产证券化运作的关键和核心。SPV具有低资本、无独立管理人员、不可做实质性决策和不可破产等特点,SPV甚至没有办公地点和雇员。SPV可以由融资发起人

设立,也可以是专门从事资产证券化交易的机构(如美国的三大政府信用型证券化机构和私人信用型证券化机构)。SPV 的一大特点是对基础资产的风险隔离,不同组织形式对风险隔离影响不同。根据国际经验,SPV 通常有三种组织形式:特殊目的信托、特殊目的公司、特殊目的合伙,其中前两种方式比较常见。

1. 特殊目的信托。采取特殊目的信托的资产证券化方式是指发起人(委托人)将资产作为信托资产证券化,之后出售给信托机构,由信托机构将资产所有人的受益权利分解出售给投资人的行为。我国《信托法》规定信托资产独立于发起人自有财产,即使发起人被破产清算也不会影响证券化资产。换言之,特殊目的信托形式可以有效地将证券化资产收益与发起人破产风险相隔离。从当前国际资产证券化实践来看,特殊目的信托形式是除特殊目的公司外最常见的组织形式,并能有效避免出现“双重征税”情况。

2. 特殊目的公司。成立 SPV 可以采用特殊目的公司形式。在特殊目的公司形式下,发起人将证券化资产转移给从事资本证券化运作的特殊目的公司,由其发行资产抵押债券进行融资。与特殊目的信托形式相比较,特殊目的公司将通过限制 SPV 进行融资业务之外的投资行为对投资者进行保护,投资者可以通过公司章程控制资产证券化的风险。不仅如此,特殊目的公司可以发行不同层级及不同支付来源的资产抵押债券,迎合不同投资者的收益和风险偏好。然而,特殊目的公司也面临被“双重课税”的困局,只有通过税收优惠政策减免税负支出。

3. 特殊目的合伙。通过特殊目的合伙形式运作 SPV 的原理是发起人作为普通合伙人,将证券化资产让与 SPV,SPV 发行可上市流通的资产抵押债券,购买

该债券的投资者将成为有限合伙人。与特殊目的公司形式不同,特殊目的合伙 SPV 向有限的合伙成员募集资金,而非面对整个市场的任意投资人。

(二)结合中小企业特点对 SPV 组织形式进行筛选。我国中小企业存在企业架构松散、可抵押资产少、资本运作知识欠缺等劣势。中小企业利用特殊目的信托方式进行资产证券化能有效弥补企业先天不足,降低融资成本。在资产证券化过程中,发起人将资产设定为信托资产委托给受托人,由受托人将信托资产分割为优先级受益凭证和次级受益凭证,并将优先级受益凭证以债券发行方式向机构投资者融资。发起人可以灵活增加信托机构资产并增发资产支持债券,信托机构视情况可陆续发行多笔债权,降低发行成本。信托资产在证券化过程中被分级,此措施能有效消除信息不对称对投资人带来的负面影响,在机构投资者对优先级信托资产进行投资后,将大大提升信托资产评级,减少投资人风险。

资产证券化提升发起人信用等级和破产隔离等优点十分有利于中小企业融资,而采用特殊目的信托的形式符合中小企业对资金来源、资金规模、风险控制等方面的灵活要求,能拓宽中小企业与资本市场对接的途径。

三、政策建议

(一)完善与中小企业证券化融资相关的法律法规。通过法律形式确定中小企业在市场中的定位,完善其组织结构和管理体制,明晰中小企业融资机制,制订并修补相关法律和会计制度准则,为中小企业通过资产证券化融资创造优良的制度环境。由于资产证券化是新生的金融创新工具,其复杂的融资结构设计将使投资人面临信息不对称的困境,将增加投资人评估资产抵押债券风险的难度。我国政府有必要将中小企业

证券化行为纳入法规监管范畴,形成监管长效机制。

(二)进一步完善资产证券化的相关会计制度。在会计制度上,我国应加快与国际会计制度趋同步伐,制定符合我国国情的资产真实销售标准,制订资产证券化过程中的会计处理原则以及资产负债与留存权益的会计处理办法。同时,应明确资产证券化会计处理的框架和规则,完善相应的会计制度与准则,加强对资产市场的监管,使中小企业在资产证券化过程中有章可循。

(三)继续深化金融市场改革。一个成熟的、有活力和深度的资本市场是我国中小企业进行资产证券化融资的保证,加快金融市场建设,完善证券市场法律法规,积极培养除银行之外的机构投资者,比如养老基金和民间投资基金。

(四)让金融中介机构发挥更大作用。金融中介机构在提升中小企业资产信用评级过程中起着关键作用。目前,专业从事信用资产评级的机构大多有政府背景,由民间设立并熟悉市场化运作的中介机构较少。我国应努力建立中小企业担保评级体系,同时鼓励民间资本进入担保行业,扩大为中小企业担保的资金规模。

(五)强化中小企业内部建设,提高自身信用水平。中小企业应积极学习先进文化理念、摒弃旧观念、明晰产权,建立科学的现代企业制度。此外,应鼓励、支持中小企业树立良好形象。企业形象好坏与资产证券化能否顺利开展存在着一定联系。只有在提高自身企业素质,优化资产质量,中小企业才能在资产证券化过程中吸引 SPV 购买其证券化资产。

(作者单位:北京大学光华管理学院
财政部财政科学研究所)

责任编辑 雷艳