

企业资产证券化与财务特征的关系研究

肖东生,陈姣^①

(南华大学 经济管理学院,湖南 衡阳 421001)

[摘要] 文章选取了沪市和深市A股的11家进行过资产证券化的企业,做为对比,同时选出与之规模相对应的22家未进行过资产证券化的企业,共33家的2007-2014年的财务数据,再对这个微观面板数据采用Probit回归的方法来进行实证分析。实证表明:规模越小、流动负债越多的企业更加倾向于进行资产证券化。

[关键词] 企业资产证券化; 微观面板数据; 财务特征; Probit

[中图分类号] F830.91 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1673-0755(2016)02-0058-05

企业资产证券化是非金融机构的企业把流动性较差却预测未来能产生稳定收益的企业资产,通过特定目的的机构进行结构调整,将企业资产进行重新组合从而提高其信用等级,将组合资产的预期收益权转化成可交易的债券,进而实现企业融资的一种方式。实际上就是通过一定的结构调整将资产从流动性低、非标准化向流动性高、标准化转变。2005年8月,我国推出了首个企业资产证券化的试点项目,截至2015年6月,市场上共发行专项资产管理计划354项,发行规模总额达到1083.88亿元。企业资产证券化经历了从缓慢发展阶段到停滞阶段再到快速发展的阶段。在国家政策的大力支持下,企业资产证券化有了突飞猛进的发展。基于此,本文首先对现有有关资产证券化的理论进行梳理和初步分析,并提出了两个假设。最后,本文参考了Alfredo Martin-Oliver(2007)^[1]采用Logit模型的方法,选取了沪市和深市A股33家上市企业,其中包括11家进行资产证券化的企业,22家未进行资产证券化的企业,运用2007-2014年的财务数据,通过Probit模型分析了具有哪些财务特征的企业更加倾向于进行企业资产证券化。这为进一步推动我国企业资产证券化发展提供更多建议。

一 相关研究

国外学者对资产证券化的相关研究已经相当成熟,然而,正由于我国企业资产证券化起步相对较晚,国内学者对资产证券化的研究相比国外还很欠

缺。本文将分为以下三个方面的内容来阐述:一是企业资产证券化的优势,也即企业资产证券化能给发起人带来的益处;二是资产证券化的财富效应;三是企业资产证券化的决定因素。

(一)资产证券化的优势

首先,增强企业资产的流动性。孙喜云(2014)^[2]认为企业开展资产证券化提高了企业资产的流动性;同样,Clare(1996)^[3]也认为企业通过资产证券化把企业原本流动性较差的资产变成了目前流动性强的现金,促进了资金的流动,再用所筹集的资金去扩宽更加能产生正效益的业务,进而增加企业的未来收益,同时也可以将资金用于偿还现有的债务,降低财务费用,增加当期收益,从而使股东受益。其次,为企业提供了一种成本较低的融资方式。魏玮(2015)^[4]提出企业资产证券化降低了原始权益人的融资成本;Nadauld和Weisbach(2011)^[5]通过资产证券化分析了其对企业融资成本的影响。研究结果表明,相同条件下,被证券化的贷款利率会比未被证券化的贷款的利率低11-20个基点。这进一步说明资产证券化有利于降低企业的融资成本。最后,资产证券化可以减轻企业利息负担。周茂清(2010)^[6]分析了企业资产证券化对企业的影响,他认为企业通过资产证券化出售部分资产获得现金可以偿还企业原有的部分债务,减轻企业的利息负担。

当一个企业的非流动负债过多时,在不改变企

[收稿日期] 2015-12-09

[基金项目] 湖南省社会科学基金项目“中小企业融资工具创新”资助(编号:13JD46)

[作者简介] 肖东生(1955-),男,湖南衡阳人,南华大学经济管理学院教授,博士。

^①南华大学经济管理学院硕士研究生。

业股权结构的情况下,为了使企业债务不积压,同时也不增加企业的贷款利息成本,那么该企业会不会更倾向于采用资产证券化的融资方式呢?由此,可以提出以下假设:

假设1:企业的非流动负债越多,企业更倾向于选择资产证券化来融资。

(二)资产证券化的财富效应

Thomas(1999)考察了资产证券化对股东财富效应变动的影响。他从 International Financing Review 以及 Finch 数据库中选取了从1991年到1996年的236笔证券化样本。研究发现资产证券化显著为股东创造了财富,提供了大约5%的超额报酬,尤其是证券化对于制造公司比对于金融机构具有更大的财富效应。邱成梅(2013)^[7]选取了某一资产证券化项目进行实证研究,得出该资产证券化给企业的股东带来了正的财富效应。

(三)资产证券化的决定因素

资产证券化与传统的融资方式不同,其融资并不是以企业的整体信用为基础,而是以企业资产作为基础,正因为它对企业自身的信用状况没有特别的要求,也不用披露企业整体的信用状况,所以为信用状况不够理想和规模相对较小的企业提供了方便。由于资产证券化所具备的独特优势,企业、券商、银行都青睐于资产证券化这种新型的融资方式。券商进行资产证券化的直接原因是能为公司获得新的利润增长点^[8]。而商业银行进行资产证券化有利于提升银行的资本充足率、降低融资成本、增强银行的盈利能力与效率,这一观点与姚禄仕(2012)^[9]基于美国银行业的面板数据的实证结果分析相一致。Alfredo Martin-Oliver(2007)^[1]采用金融业的相关数据,通过实证分析了银行业进行资产证券化的决定因素。Agostion 和 Mazzuca(2008)^[10]将资产证券化的决定因素利用意大利银行业的数据进行了实证分析,得出了拓宽融资渠道是银行进行证券化的主要动因,此外,研究还表明,规模越大的银行进行证券化的概率越高。

通过梳理以上文献得出,国内外学者对于资产证券化的理论研究已经较为成熟,然而,国内有关资产证券化的实证研究相比于国外还很欠缺。林毅夫、许又丹(2014)^[11-12]等人对中小企业更适合采用何种融资方式进行了实证研究,他们一致认为中小企业只有采取非正规金融方式才能从根本上解决中小企业融资问题。王阿娜(2014)^[13]认为众筹融资是小微企业融资的有效方式。然而,高保中(2004)^[14]和张晓红(2003)^[15]却提出了中小企业更

适合资产证券化这种新型的融资工具。高保中从信息问题入手,认为资产证券化凭借其自身先天的结构优势,大大解决了中小企业的信息问题,为中小企业融资提供了新型方式。张晓红从专业分工理论的角度分析了中小企业实行资产证券化的可行性。企业资产证券化是当今重要的融资工具之一,但付同青、吴小花(2008)^[16]等人仅分析了企业资产证券化的财务效应,认为企业资产证券化可以改善企业的财务状况,并没有对何种企业更适合进行企业资产证券化进行研究。本文在前人研究的理论基础上,研究何种特征的企业更加倾向于进行企业资产证券化的意义就变得尤为重要了。针对上文分析的非传统企业资产证券化的融资方式的优点,对此初步认为,基于中小企业面临着融资难的问题,中小企业会不会更加趋向于采用企业资产证券化的融资方式呢?由此,可以提出以下假设:

假设2:企业的规模越小,企业更倾向于选择资产证券化来融资。

二 实证分析

(一)数据来源和样本选取

从上海证券交易所和深圳证券交易所查找企业资产证券化的代码,然后通过这些证券代码来寻找这些上市公司。去除掉未在上海证券交易所和深圳证券交易所的A股上市的企业,由于金融行业的会计准则与非金融行业的会计准则的差异,剔除掉金融行业,剩余的企业就包括:远东控股(600869)、隧道股份(600820)、中国建筑(601668)、五矿发展(600058)、华侨城(000069)、江苏吴中(600200)、浦东建设(600284)、东莞控股(000828)、苏宁云商(002024)、海印股份(000861)、中国联通(600050)总共11家企业。

我们从东方财富网 <http://www.eastmoney.com/>、上海证券交易所 <http://www.sse.com.cn/> 和深圳证券交易所 <http://www.szse.cn/> 的数据库中寻找到该11家企业的财务数据,由于2005年国家才开始推出第一个企业资产证券化项目,所以本文选取2007-2014年的财务数据。为了做对比,需要选出若干未进行过资产证券化的企业的财务数据。本文对比企业的选择,根据的是东方财富网财务数据分析中的“同行比较”中的“公司规模”中总市值排名中的前一位和后一位作为对比企业,这样选取样本的目的是在于对比相近的企业,而不是随机的对比。由于资产证券化在中国还处于起步阶段,企业数量非常少,因此这样的样本选取方法是为了更好地突

出同类企业间的差异中的资产证券化差异,而尽量减少其它指标的差异影响。本文选取的未进行资产证券化的 22 家企业是:远东控股对应的是永鼎股份(600105)、中利科技(002309),隧道股份对应的是北京城建(600266)、中天城控(000540),中国建筑对应的是中国铁建(601186)、上海建工(600170),五矿发展对应的是物产中大(600704)、厦门国贸(600755),华侨城对应的是陆家嘴(600663)、泛海控股(000046),江苏吴中对应的是东方集团(600811)、中炬高新(600872),浦东建设对应的是建研集团(002398)、亚泰集团(600881),东莞控股对应的是华北高速(000916)、海南高速(000886),苏宁云商对应的是小商品城(600415)、永辉超市(601933),海印股份对应的是福斯特(603806)、金发科技(600143),中国联通对应的是信威集团(600485)、中兴通讯(002465)。

(二) 指标选取和模型建立

根据资产证券化的目的,资产证券化的融资很大程度上是为了不改变股权结构和不增加债权的目的而采用的融资模式,在选取指标的时候,要选取跟负债或所有者权益有关联的指标,但同时还要避免多重共线性。由于 2007 年采用新的会计准则,因此本文对上述 33 个企业的 2007-2014 年的微观面板数据进行分析。由于部分年份财务数据的缺失,本文的面板是非平衡面板。

根据上面的理论分析、数据的有效性和可获得性,选取负债、流动负债、总资产周转等指标,来分析是不是这些指标能够增加企业资产证券化的概率,同时还选取了一些其它控制变量:代表企业规模的

总资产和流动资产、代表企业盈利能力的总资产回报率和总收入等指标,来分析是不是盈利能力也能够影响企业资产证券化的概率。本文选取财务指标如表 1 所示,其变量信息如表 2 所示,相关系数如表 3 所示。

表 1 变量说明

变量	变量说明
资产证券化的虚拟变量	SECURE 如果该年度内该企业有未到期资产证券化,就记作 1;反之记作 0
资产负债表	LNASSETS 资产总计(元)的自然对数
	LNCASSETS 流动资产合计(元)的自然对数
	LNDEBT 负债合计(元)的自然对数
	LNCDEBT 流动负债合计(元)的自然对数
利润表	LNINCOME 营业收入(元)的自然对数
其它财务指标	ROA 加权净资产收益率
	TAT 总资产周转率(次)
行业的虚拟变量	共有 9 个行业

表 2 变量信息表

变 量	均 值	中位数	最大值	最小值	标准差
LNASSETS	10.138	10.114	11.963	8.441	0.726
LNCASSETS	9.917	9.944	11.856	7.855	0.756
LNDEBT	9.861	9.928	11.859	8.134	0.874
LNCDEBT	22.520	22.634	27.023	18.479	1.973
LNINCOME	22.694	22.245	27.408	18.986	2.020
ROA	0.134	0.112	1.207	-0.542	0.138
TAT	0.804	0.595	4.110	0.050	0.688

表 3 相关系数表

	SECURE	LNASSETS	LNCASSETS	LNDEBT	LNCDEBT	LNINCOME	ROA	TAT
SECURE	1.000	0.116	0.034	0.131	0.121	0.088	-0.073	-0.064
LNASSETS	0.116	1.000	0.933	0.962	0.951	0.886	-0.029	0.089
LNCASSETS	0.034	0.933	1.000	0.936	0.930	0.883	0.024	0.170
LNDEBT	0.131	0.962	0.936	1.000	0.988	0.891	-0.012	0.137
LNCDEBT	0.121	0.951	0.930	0.988	1.000	0.911	-0.007	0.186
LNINCOME	0.088	0.886	0.883	0.891	0.911	1.000	0.067	0.471
ROA	-0.073	-0.029	0.024	-0.012	-0.007	0.067	1.000	0.317
TAT	-0.064	0.089	0.170	0.137	0.186	0.471	0.317	1.000

接下来本文就以 SECURE 作为因变量,其余的为自变量,建立 Probit 模型,来分析具有哪些财务特征的企业更加倾向于进行资产证券化。

(三) 模型结果

本文采用的数据是微观面板数据,而面板数据是含有时间的,就有可能存在关于时间非平稳序列

的可能性,或者说是存在单位根。如果存在单位根,那么回归结果的残差项就存在着相关,会得到一个伪回归的结果。因此在进行面板数据的回归之前,需要进行单位根检验,检验结果见表 4。

表 4 单位根检验

变量	LM	ADF-Fisher	PP-Fisher
LNASSETS	0.000 ***	0.000 ***	0.000 ***
LNCASSETS	0.000 ***	0.000 ***	0.000 ***
LNDEBT	0.043 **	0.002 ***	0.000 ***
LNCDEBT	0.259	0.093 *	0.013 **
LNINCOME	0.000 ***	0.000 ***	0.000 ***
ROA	0.001 ***	0.000 ***	0.000 ***
TAT	0.000 ***	0.000 ***	0.000 ***

注:***表示在 1%的水平下显著,**表示在 5%的水平下显著,*表示在 10%的水平下显著。

从单位根检验结果来看,可以认定这些变量都不存在单位根,可以认定这些指标不存在随时间的自相关性。在控制了行业的虚拟变量之后,就对 Probit 模型进行回归,得到结果见表 5。

表 5 回归结果

变量	结果
LNASSETS	-3.753 ** (1.692)
LNCASSETS	-3.383 *** (0.837)
LNDEBT	8.292 *** (2.539)
LNCDEBT	-1.192 * (0.639)
LNINCOME	0.727 * (0.402)
ROA	0.191 (1.033)
TAT	-0.489 (0.500)
常数项	-0.722 (2.680)
控制了产业虚拟变量	
R ²	0.248
样本个数(因变量=1)	30
样本个数(因变量=0)	230

注:***表示在 1%的水平下显著,**表示在 5%的水平下显著,*表示在 10%的水平下显著。

变量 LNCASSETS、LNDEBT 在 1%的显著性水平下显著,从变量 LNCASSETS 的系数是负值可以得出,当一个企业的流动资产越低时,该企业采用资产证券化融资的方式可能性越高,这点与假设 2 一致,并符合预期;从变量 LNDEB 的系数是正值可以得出,当一个企业的负债总额越高时,该企业采用资产证券化融资的方式可能性越高,这点与假设 1 一致,符合预期。变量 LNASSETS 在 5%的显著性水平

下显著并且该值为负,说明企业的资产总额越低,该企业采用资产证券化融资的方式的可能性越高,这点与假设 2 一致,并符合预期。变量 LNCDEBT、LNINCOME 在 10%的显著水平下显著,从变量 LNCDEBT 的系数为负值可以看出,流动负债越低,该企业采用资产证券化融资的方式可能性越高,并从侧面也能反映当企业的非流动负债越高时,该企业采用资产证券化融资的方式可能性越高,这点与假设 1 一致,符合预期;从变量 LNINCOME 的系数为正值可以看出,当一个企业的营业收入越高,该企业采用资产证券化融资的方式可能性越高;但是要注意的是变量 LNCDEBT、LNINCOME 在 10%的显著水平下才显著。

三 结论与建议

本文采用企业资产证券化的数据,使用微观面板数据利用 Probit 模型对上市企业的财务数据进行了实证分析,得出如下的主要结论,并根据结论给出相关建议:

第一,企业的资产总额越低,则该企业采用资产证券化融资的方式的可能性越高。结果显示,资产总额在 5%的显著性水平下显著并且该值为负,从这一结果中可以看出,假设 2 成立。也就是说中小企业更趋向于采用企业资产证券化的融资方式,我国政府部门应该大力支持中小企业进行资产证券化,进而解决中小企业融资难的问题。但是,众所周知,中小企业融资难已成为国际性问题,中小企业融资渠道狭窄,其发展主要依靠于企业的内部积累,内源性融资占比过高,然而这种融资方式已无法满足中小企业的资金需求,也不利于中小企业的壮大。由于中小企业自身信用等级低的原因,银行也不愿意对其进行贷款,股权融资对于中小企业较难达到上市的条件且融资成本较高。对比之下,企业资产证券化不是以企业自身的规模、信用等级为基础,而是以企业资产为基础的融资方式。它为企业提供了一种低成本的融资方式。中小企业采用资产证券化是可行和必然趋势,我国政府应该给予政策支持。首先,规范资产证券化的法律基础,完善会计、税收、信用制度。如果制度体系不健全,就大大增加了中小企业资产证券化的操作难度。其次要不断培育和完善我国信用增级和信用评级机构,有利于中小企业资产证券化更好地进行。

第二,企业的负债总额越高,该企业趋向于采用资产证券化的融资方式的可能性越高。结果显示,负债总额在 1%的显著水平下显著且为正值,从这

一结果可以看出,假设 1 成立。企业的非流动负债越高,该企业趋向于采用资产证券化的融资方式的可能性越高。也就是说,在不改变企业股权结构的情况下,为了使企业债务不积压,同时也不增加企业的贷款利息成本,企业更趋向于采用资产证券化融资方式。非流动性负债过多可能带来股东收益的减少、给企业带来一定的财务风险,同时,非流动负债有明确的到期日,企业必须提前做好偿还债务的准备。然而,企业资产证券化将企业不流动或流动性较差的资产转化为流动性较强的现金流,使得资产更具流动性,提高资产利用率,减轻了企业的利息负担,提高了企业收益。在企业资产证券化这种融资方式的优势存在的前提下,企业在负债总额和非流动性负债越高时,企业更愿意趋向于采用企业资产证券化的融资方式。政府应该采取相关的政策更多的支持负债总额和非流动负债高的企业,该企业也只有通过资产证券化的融资方式才能优化其资产负债结构和期限结构。我国债券市场不发达,银行借贷缺乏灵活性,导致企业的资金使用不够稳定,同时为了确保资产证券化的流动性特征。鉴于以上,我国应该加速发展资本市场特别是资产证券化的市场。

[参考文献]

- [1] Martín-Oliver A, J Saurina. Why Do Banks Securitize Assets? [M]// XV Spanish Finance Forum Conference Proceedings. Spanish Finance Association, Palma de Mallorca, 2007.
- [2] 孙喜云. 阿里金融资产证券化融资给中小企业的启示[J]. 商场现代化, 2014(22): 175-176.
- [3] Claire A Hill. Securitization: a low -cost sweetener for lemons [J]. Washington university Law Quarterly, 1996 (74): 1061-1111.
- [4] 魏 玮. 论旅游门票收入证券化重要性和可行性[J]. 经济师, 2015(4): 185-187.
- [5] Nadauld T, M Weisbach. Did Securitization Lower the Cost of Corporate Debt? [J]. Journal of Financial Economics, 2011(105): 332-352.
- [6] 周茂清. 后危机时期发展我国资产证券化的思考[J]. 南京社会科学, 2010(9): 22-28, 35.
- [7] 邱成梅, 赵 如. 企业资产证券化融资的财富效应——基于浦东建设资产证券化研究[J]. 财经理论与实践, 2013(2): 53-57.
- [8] 张 宏. 我国券商开展企业资产证券化业务探析[J]. 新远见, 2009(6): 74-79.
- [9] 姚禄仕, 王 璇, 宁 霄. 银行信贷资产证券化效应的实证研究——基于美国银行业的面板数据[J]. 国际金融研究, 2012(9): 71-78.
- [10] Agostino M, M Mazzuca. Why Do Banks Securitize? The Case of Italy [EB/OL] (2009-01-06) [2015-12-22]. [http://www. efmaefm. org/OEFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUEETINGS/2009-milan/EFMA2009-0168-full-paper.pdf](http://www.efmaefm.org/OEFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUEETINGS/2009-milan/EFMA2009-0168-full-paper.pdf).
- [11] 林毅夫, 孙希芳. 信息、非正规金融与中小企业融资[J]. 经济研究, 2005(7): 35-44.
- [12] 许又丹. 非正规金融规范下中小企业融资困境与对策[J]. 中国商贸, 2014(25): 131-132.
- [13] 王阿娜. 众筹融资支持小微文化创意企业发展的思路探讨[J]. 南华大学学报: 社会科学版, 2014(5): 57-61.
- [14] 高保中. 资产证券化: 解决中小企业融资困难的一条新途径[J]. 经济经纬, 2004(5): 124-127.
- [15] 陈晓红, 黎 璞. 我国中小企业资产证券化的突破模式[J]. 科学学与科学技术管理, 2003(9): 97-100.
- [16] 付同青, 倪 娜. 企业资产证券化的财务结构分析[J]. 市场周刊(理论研究), 2008(5): 68-70.

Research on the Relation of Enterprise Asset Securitization and Financial Features

XIAO Dong-sheng, CHEN Jiao

(University of South China, Hengyang 421001, China)

Abstract: This article selects 11 enterprises of the Shanghai and Shenzhen A shares with Asset Securitization and 22 companies of the same size which have not made Asset Securitization in order to make a comparison. By analyzing the date of Probit Regression 2007-2014 financial data of 33 enterprises, it concludes that the smaller an enterprise is and the further current liabilities an enterprises has, the more it tends to seek Asset Securitization.

Key words: enterprise asset securitization; micro panel data; financial features; probit