

电商平台资产证券化模式财务效果研究

任静怡

南京信息工程大学商学院, 江苏 南京

收稿日期: 2024年1月17日; 录用日期: 2024年1月29日; 发布日期: 2024年2月29日

摘要

我国资产证券化业务在2014年后被大力提倡, 之后其在降低融资成本、盘活存量资产等方面都起到了重要的作用, 正逐渐成为一种新型的融资模式。为了满足自身发展需要, 苏宁易购也步入资产证券化行列。本文通过对电商平台苏宁易购资产证券化模式财务效果的研究分析得出, 资产证券化优化了苏宁易购的资本结构, 改善了经营状况, 但改善时间较短, 并没有从源头解决企业盈利能力减弱的问题。

关键词

资产证券化, 电商平台, 财务效果

Research on Financial Effect of Asset Securitization Model of E-Commerce Platform

Jingyi Ren

School of Business, Nanjing University of Information Science & Technology, Nanjing Jiangsu

Received: Jan. 17th, 2024; accepted: Jan. 29th, 2024; published: Feb. 29th, 2024

Abstract

Asset securitization in China has been vigorously advocated after 2014, and then it has played an important role in reducing financing costs and revitalizing stock assets, and is gradually becoming a new financing model. In order to meet its own development needs, Suning has also entered the ranks of asset securitization. Through the research and analysis of the financial effect of the asset securitization model of the e-commerce platform Suning Tesco, this paper concludes that asset securitization has optimized the capital structure of Suning Tesco and improved its operating

conditions, but the improvement time is short, and the problem of weakening profitability of the enterprise has not been solved from the source.

Keywords

Asset Securitization, E-Commerce Platform, Financial Effect

Copyright © 2024 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

随着资产证券化在我国推广以及政府出台相应的政策扶持其发展,越来越多的项目选择采用资产证券化这一方式来进行融资。资产证券化可以通俗地理解为资产的证券化,这里所指的资产是企业自身所持有的、缺乏流动性却拥有稳定现金流的资产,证券化指的是使资产在相应的金融市场中创造出流动性。两者结合,资产证券化是以基础资产未来所能产生的相关现金流作为偿付基础,特殊目的公司(SPV)通过将其结构化设计进行信用增级,最后发行相应证券的过程。

在我国经济中高速增长的背景下,众多企业也积极寻求融资成本较低的融资方式,由于企业资产证券化同其他融资方式相比有一定的优势,因此对于需要融资的企业来说是一个不错的选择。但是我国资产证券化市场并不是十分完善,因此企业应看清利弊,慎重选择。

基于此,本文通过对电商平台苏宁易购的案例分析,探究资产证券化对于苏宁易购的基本财务指标有何影响?通过回答该问题,以期为同类型电商平台企业的资产证券化提供参考。

2. 文献综述

西方国家的资产证券化业务起步较早,相应学术研究也颇为丰富,多通过建模等方法探究资产证券化对企业财务的影响,相比之下,国内的文献多以理论研究为主。综合来看,国内外的研究文献大多是资产证券化对企业融资成本、流动性水平和盈利能力等方面的研究。

在降低企业融资成本方面,李玮和朱建华(2007)在研究中说明了相较于传统的债券融资,资产证券化隔离了原始权益人的风险,这为自己拥有优质资产但财务指标不足以达到债券融资的企业提供了一种低成本的融资方式。[1] Alafita 和 Pearce(2014)以太阳光伏产业为例,认为有限的融资成本是阻碍太阳能光伏行业的一个原因,而企业资产证券化可以很大程度上降低融资成本。[2]曹阳(2019)认为我国要积极发展资产证券化市场建设,在企业“融资难”和金融机构“资产贫瘠”中间搭建桥梁,更好地促进资源配置,同时将资产向证券化转变,提高资产流动性,降低融资成本,解决融资难题。[3]沈田丰(2011)从资产证券化的产品结构出发,提出了企业拥有大量不动产时需要加强对资本创新的认识,通过资产证券化的方式扩大资金融资渠道,降低融资成本。[4]

在影响流动性水平方面,Roever 和 Fabozzi (2009)认为资产证券化作为一种表外融资方式,可以为公司带来多元化的资金,从而提升公司的流动性。[5]林海风(2017)以海印股份所实施的资产证券化项目为例,分析了公司的财务数据在项目实施前后的变化,得出了企业资产证券化可以提高公司流动性的结论。[6]胡海峰等(2017)从理论分析出发,提出了资产证券化可以促进企业资金流转,提高资产流动性的结论,并通过实证的方法验证自己的主张。[7]沈旭文(2020)指出资产证券化可以依靠市场中的众多投资者,不

仅可以获得资金缓解企业财务压力，还可以提高企业资产流动性，提高企业的整体水平。[8]

在影响盈利能力方面，黄玮婷(2009)以应收账款证券化为例研究了企业资产证券化对公司价值的影响，得出企业资产证券化能够改善企业运营效率，提高公司价值的结论。[9] Dabas 等(2017)以国外 365 家公司为样本进行了变量控制研究，从而得出了资产证券化与公司的利润有显著正向关系的结论。[10] 但同时，邢竣博和李欣然(2017)指出资产证券化的融资方式，给企业的财务管理带来了一定的风险性。[11] Ruoran (2018)认为资产证券化向基金管理人支付了管理费，致使管理人与资产所有者的管理目标一致，有效促进企业绩效的提升。[12]舒欣睿(2019)指出企业资产证券化会给金融管理等方面带来风险，在这个过程中任何一个因素发生变化都可能会给交易带来风险，因此应做好防范风险的措施，营造出良好的市场氛围。[13] Adnan Yasmin Mohd (2021)通过对多国资产证券化公司资产管理的评估，探讨资产管理策略对企业绩效的影响，为提升投资价值提供指引。[14]王鼎盛(2019)通过对欢乐谷与九州资产证券化业务为案例，对比了华侨城与九州实施资产证券化前后的各主要财务指标的变化，并运用实证的方法，讨论其对企业经营绩效的改善作用。[15]

我国目前对资产证券化的研究还有待提高，可供研究的国内案例有限，缺乏对资产证券化事件的探讨。但随着国家政策的推动和产品的推广，越来越多的企业买入资产证券化行列，为我国资产证券化理论分析提供实践经验。融资方面，资产证券化产品的多元化发展，有效地拓展了企业的融资渠道，改善了全社会的信贷资产结构，促进实体经济的发展。流动性方面，通过对文献的梳理，资产证券化可以有效地将企业搁置且流动性较差的资产，通过资管公司等金融机构，转变成流动性较强的资金，有利于企业发展。营利性方面，资产证券化通过减少代理成本、提高风险控制意识等提高企业绩效。总体而言，已有成果可为电商平台资产证券化模式财务效果研究提供分析框架，本文主要通过资产证券化过程的介绍和财务指标的变化来分析其对苏宁易购产生的财务效果，以期为我国电商平台资产证券化提供参考。

3. 苏宁易购资产证券化项目

我国企业资产证券化发行案例较多，其中所涉及到的基础资产的种类也各有千秋。本文选取了苏宁易购于 2016 年 6 月 24 发行的“中信华夏苏宁云享资产支持专项计划”作为案例分析对象。

3.1. 公司简介

苏宁易购集团股份有限公司，成立于 1990 年，苏宁一开始便以销售家用电器为主要盈利渠道，并在此基础上对销售模式进行了大胆地创新，由此其在家电行业逐渐占据领先地位。2004 年，苏宁集团在深圳证券交易所中的中小企业板块上市成功。次年，苏宁的网上商城开始运营，并逐渐发展成为全国线上线下服务一条龙的运营模式。18 年 1 月，苏宁正式从“苏宁云商”更名为“苏宁易购”，同时更改了其英文名称及证券名称。

30 多年的发展历程，苏宁易购的线上服务与线下实体店运营都在整个家电市场中占据领军地位。同时苏宁也发展了母婴、日用百货与物流等业务，也有众多例如苏宁红孩子母婴店与苏宁超市等门店连锁，其中苏宁超市仍在探索发展阶段。苏宁易购的线上自营店与线下实体店运营模式在我国 B2C 模式中位居前列。

在实施资产证券化的之前几年，中国的互联网商业模式正蓬勃发展，阿里等电商企业迅速崛起，虽然苏宁在挑战中努力发展壮大自己，但随着市场的扩大，越来越多的商家企图分一杯羹，苏宁也处于着销售利润率极低的境地，财务状况不容乐观。当时苏宁的资产中流动性较差的实体门店居多，这些资产一时难以转换为现实购买力，于是苏宁开始探索融资新模式。

3.2. 资产证券化专项计划简介

中信华夏苏宁云享资产支持专项计划的基础资产为原始权益人(苏宁易购)的私募基金份额,标的资产是公司所拥有的六个处于一二线城市的优质物流节点物业,他们分别为广州、成都、南昌、无锡、青岛及包头的物流中心物业。标的资产的大部分日常现金来源于它们的租金收益。专项计划有效时间为 2016 年 6 月 24 到 2020 年 6 月 23 日,为期 4 年。苏宁云享专项计划发行总规模为人民币 18.47 亿元,其中根据市场投资者的风险偏好将其划分为优先级资产支持证券和权益级资产支持证券,比例分别为 0.65:0.35。

3.3. 具体流程

本文将苏宁资产证券化的流程分为两个部分:资产转让和证券化。

3.3.1. 资产转让阶段

苏宁以旗下 6 个物流中心的所有权及土地使用权设立项目公司,再将项目公司的权益以 18.47 亿元转让给苏宁金石(基金管理人)设立的私募股权基金。这样,苏宁金石便拥有了这 6 个项目公司的所有权,标的资产转让方苏宁对基础资产不享有任何权利。之后,苏宁与苏宁金石通过协商决定将 6 家仓储物流中心分 10 年租回。

3.3.2. 证券化阶段

计划人中信华夏开展此次计划,并负责监督工作。该计划投入近 20 亿元,支持发行优先级和权益级资产支持证券分别为 12 亿元和 6.47 亿元。兴业银行南京中央路支行作为资金托管人管理专项计划资金。随后,中信证券担任承销商,机构投资者认购相应份额后可获得收益。苏宁承诺,投资者将从租金和房产增值的部分获得收益,且由于签订了长期租赁合同,前 6 年的租金已定,所以信用评级只有小概率下降,若有不利事件发生导致信用评级下降,将及时告知投资者以便投资者做出调整。

3.4. 交易结构与信用增级方式

苏宁云享的计划书中明确说明该专项计划是以嫁接非公募基金的方式来投资优质不动产。基金由苏宁金石公司进行管理,私募基金收购苏宁项目公司完全的股权,云享计划则收购由苏宁直接持有的私募基金从而变成私募基金的持有人,这样,苏宁并不直接持有私募投资基金。中信证券公司负责销售该计划有关的证券。中信华夏保证优先级投资人在存续期间的预期收益率是 4%,对权益级证券不设预期收益率。

该专项计划的信用增级方式为结构化分层。苏宁云享专项计划中分别有优先级与权益级两种证券,相关文件中规定:在进行普通分配的过程中,权益级证券的预期收益分配应当滞后于优先级的证券;在进行处置分配与计划终止清算时,未分配的现金和优先级资产支持证券在权益级之前获得分配。

3.5. 效果分析

从盈利能力分析。如表 1 所示,实施专项计划前,基本每股收益在 2016 年前两个季度均比上年度同期有所降低,虽说实施计划后基本每股收益较上年同期没有太大的涨动幅度,但 2017 年的数据显示公司的基本每股收益全年均变为正数,这给了投资者们一个优良的信号。净资产收益率也称 ROE,它度量的是一年来股东的利润,我们也可以说 ROE 是最终的业绩指标。16 年开端,苏宁易购的净资产收益率相比去年同期分别下降了: 6.48%、86.76%。第三季度虽有提升,但第四季度仍然下降了 43.97%。这种情况直到 17 年才得到缓解,17 年的四个季度公司 ROE 均为正数,说明全年公司状况良好,有一定的能力为股东带来财富。同样的,苏宁易购的销售利润率在实施专项计划前并不稳定,16 年第一季度虽是亏损

状态但仍与上年同期持平，但到了第二季度就比上年同期下降了 76.85%，这也反映了公司当时的销售策略是存在很大问题的。6 月份实施资产证券化之后销售利润率得到缓步上升。16 年下半年分别上升了：46.39%、15.38%。到了 17 年更是全年盈利，除了第二季度变动不大外，其余季度增长率更是惊人，分别为：118.58%、251.92%、180%。销售利润率表示了公司每销售一元的产品可以给公司带来的利润，从数据分析来看，实施专项计划后，销售利润率稳步提高。

Table 1. Indicators of Suning in the fourth quarter from 2015 to 2017

表 1. 苏宁易购 2015~2017 年四季度各指标

	EPS (元/股)	ROE (%)	销售利润率(%)	权益乘数	速动比率	流动比率
15Q1	-0.04	-1.084	-1.13	2.78	0.841	1.2
15Q2	0.09	2.189	2.03	2.81	0.84	1.2
15Q3	-0.04	-0.96	-0.97	2.87	0.805	1.191
15Q4	0.12	2.566	1.95	2.76	0.934	1.24
16Q1	-0.04	-1.146	-1.13	2.93	0.912	1.212
16Q2	-0.02	0.287	0.47	2.1	1.09	1.59
16Q3	-0.02	-0.277	-0.52	2	1.278	1.596
16Q4	0.07	1.441	2.25	1.96	1.106	1.34
17Q1	0.01	0.104	0.21	1.86	1.13	1.411
17Q2	0.03	0.268	0.46	1.86	1.092	1.328
17Q3	0.04	0.449	0.79	1.84	1.023	1.295
17Q4	0.02	4.234	6.32	1.88	1.078	1.366

从偿债能力分析，如表 1 后三列所示，在 2016 年第二季度实施资产证券化专项计划之后，苏宁易购的权益乘数明显下降，并且维持稳定，可以直观地感受到资产证券化对降低企业杠杆、提升企业偿债能力的作用。同样，苏宁实施专项计划后速动比率和流动比率均得到了提升，16 年第三季度，它们分别同比增长了 58.2% 和 34.45%，且两者均大于 1，这表明苏宁易购的短期偿债能力还是不错的，且企业的速动比率与流动比率均呈现增长态势，这说明苏宁易购在实施资产证券化计划后，得到了充足的资金，改善了自己的偿债能力。

从综合分析来看，虽然苏宁易购实施的资产证券化业务有效地提高了企业的盈利能力，改善了现金流状况，但存在影响周期较短，不能从根本上解决企业主营业务盈利能力弱的问题。如表 2 所示，从 2016 年至今，苏宁易购的扣除非经常性损益后的净利润始终为负，同时查阅资料得知，2016 年 12 月，苏宁通过处置子公司北京京朝 100% 股权产生收益约 13 亿元人民币，通过资本运作使得净利润为正数，总结 2016 年前苏宁易购的情况，苏宁易购通过不同的资本运作，使得企业净利润始终未正进而符合上市的要求，若排除实施资产证券化和出售子公司股权，苏宁净利润将呈现负数，面临退市。20 年起，企业资产证券化作用几乎消失，企业净利润为负，到 2022 年，因连续 3 年利润为负，股票更名为 ST 易购，面临退市风险，这反映了苏宁易购目前面临的主业盈利能力减弱等问题。

总体而言，苏宁易购在实施资产证券化的过程中，从财务效应来看，实现了改善财务业绩、拓宽融资渠道的目标，但没能有效地利用融入的资金改善企业的主营业务盈利能力。

Table 2. Net profit and withholding net profit of Suning from 2015 to 2022
表 2. 2015~2022 年苏宁易购净利润和扣非净利润

单位(亿元)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
净利润	4.93	40.5	126.4	93.2	-53.58	-441.79	-168.02
扣非净利润	-11.08	-0.88	-3.59	-57.1	-68.07	-446.69	-190.87

4. 结语

4.1. 研究结论

(1) 资产证券化有助于短时期内优化苏宁易购的资本结构,改善经营状况。通过对苏宁易购资产证券化模式进行分析,可知第二年,其财务状况就得到明显好转,苏宁易购整体的盈利、偿债和营运能力都得到了提升。但在新模式融资中,资产证券化只能起到短暂使得经济效益转好,若想要企业稳定持续的发展,还需要结合其他手段,如管理模式的创新等。

(2) 资产证券化是一种拓宽公司融资渠道的新方式,对于想要获得大量投资资金但又不愿分散股权的企业来说,是一种比较合适的选择。一方面,资产证券化是利用了企业自身的资产来募集资金,不涉及股权,这在一定程度上提高了资产的流动性并减少了股权分散的风险。另一方面,资产证券化带来了资金流入但并没有扩大资产负债表容量,同时提高了企业的营运和偿债等能力。

4.2. 启示

4.2.1. 增强资产证券化效果的持续性

从苏宁易购的案例分析中不难看出,资产证券化的结果总体而言还是比较乐观的,无论是短期的经济状况还是抵御风险的能力,都可以对企业起到一定的作用,但就长期而言,单靠资产证券化这单一的措施,难以帮助企业进行质的转变,企业要结合时代创新才可以实现稳定的长远经济效益。

4.2.2. 发展多元化融资方式

融资方式不能仅局限于股权融资和债权融资,可以适当发展例如资产证券化等融资方式。企业资产证券化具有融资成本较低,实施后还可以提高企业的盈利能力和流动性水平的优点。但需要注意的是,它也是把双刃剑。企业在运用它的同时也要注重企业资产证券化的风险和收益,只有结合自身情况理性地运用该工具,才能增加财务灵活性,提升公司价值。

4.2.3. 完善资产证券化相关法律法规建设

现如今,各行各业都十分重视资产管理,在经济大发展的趋势下,资产化正发挥着其独特的魅力。我国资产证券化自2014年起快速发展,市场上涌现了多种新的融资模式,也吸引了众多投资者去尝试新的经济模式,资产证券化使得经济蓬勃发展,与此同时,我国相比发达国家来说,缺少完善的法律来支撑和指导这种新的经济模式,以至于后续无法继续上升。

参考文献

- [1] 李玮,朱建华.我国企业资产证券化及其动因分析[J].学海,2007(6):166-169.
- [2] Alafita, T. and Pearce, J.M. (2014) Securitization of Residential Solar Photovoltaic Assets: Costs, Risks and Uncertainty. *Energy Policy*, **67**, 488-498. <https://doi.org/10.1016/j.enpol.2013.12.045>
- [3] 曹阳.我国房地产投资信托(REITs)的标准化发展与法律制度建设[J].法律适用,2019(23):48-57.
- [4] 沈田丰,韩灵丽.中国房地产市场引进REITs的制度障碍与创新[J].财经论丛,2011(4):69-75.

-
- [5] Pover, W.A. and Fabozzi, F.J. (2009) A Primer on Securitization. *Journal of Structured Finance*, **9**, 5-19. <https://doi.org/10.3905/jsf.2003.320307>
- [6] 林海风. 海印股份资产证券化的动因及效果分析[D]: [硕士学位论文]. 南昌: 江西财经大学, 2017.
- [7] 胡海峰, 陈世金, 王爱萍. 资产证券化的宏观经济效应——基于 CC-LM 模型的实证分析[J]. *经济学动态*, 2017(10): 22-39.
- [8] 沈旭文. 关于园区开发企业的资产证券化融资问题探讨[J]. *财会学习*, 2020(7): 220-222.
- [9] 黄玮婷. 我国企业资产证券化效果分析[J]. *陕西农业科学*, 2009(5): 153-155.
- [10] Dabas, N., Bakri, M.H., Sharif, S.M., *et al.* (2017) The Factors Influencing Securitization Performance in Malaysia. *Journal of Computational & Theoretical Nanoscience*, **23**, 7927-7930. <https://doi.org/10.1166/asl.2017.9611>
- [11] 邢竣博, 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.
- [12] Xu, R.R. and Ooi, J.T.L. (2018) Good Growth, Bad Growth: How Effective Are REITs' Corporate Watchdog? *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, **57**, 64-86. <https://doi.org/10.1007/s11146-017-9640-1>
- [13] 舒欣睿. 浅析企业资产证券化存在的风险及对策研究[J]. *中外企业家*, 2019(31): 56.
- [14] Adnan, Y., Lamin, N., Razali, M.N., *et al.* (2021) Real Estate Investment Trusts' (REITs) Asset Management Strategies Within Global REIT Portfolios. *Real Estate Management and Valuation*, **29**, 72-86. <https://doi.org/10.2478/remav-2021-0007>
- [15] 王鼎盛. 我国企业资产证券化的财务效应研究[D]: [硕士学位论文]. 杭州: 浙江大学, 2020. <https://doi.org/10.52288/jbi.26636204.2021.04.03>