

公司金融

清华大学经管学院 朱玉杰

2021年

第五章

企业融资



- 股权融资
- ■债权融资
- ■融资租赁
- 融资工具设计

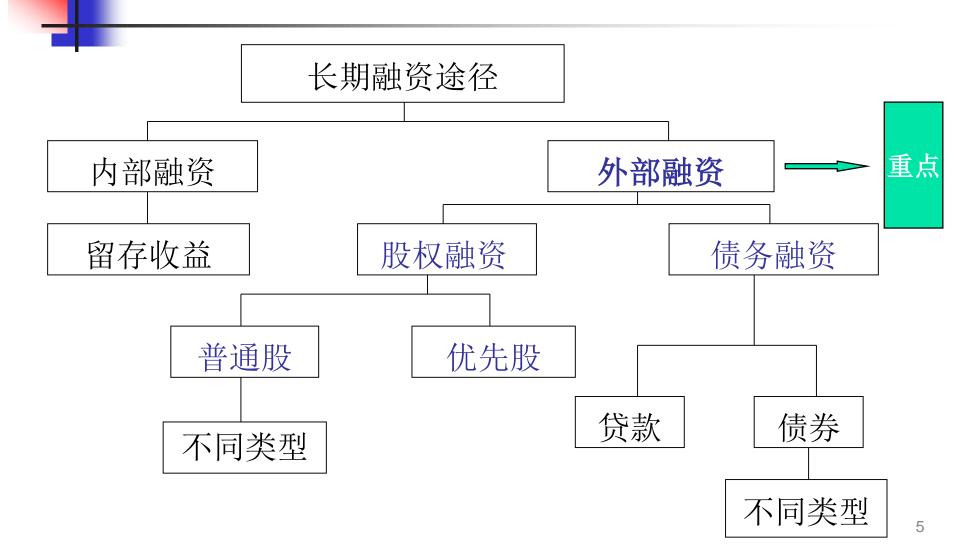


■ 孙宏斌的创业之路

第五章

5.1 股权融资

企业长期融资的途径



融资途径和模式

- 内部产生的现金流(留存收益)是公司资金的 主要来源,占融资金额的70-90%
- 一般地,公司支出总额会多于内部产生地现金 流,这两者之间地差额就构成了财务赤字。财 务赤字可以借助股权融资和债权融资这两种外 部融资方式予以弥补。



- 收益分享是合约方式确定,还是剩余收益?
- 收益在税前支付,还是税后支付?
- 收益分配的优先级(包括正常经营和陷入财务困境)?
- ■期限是否固定?
- 是否拥有表决权和公司经营与现金流控分配制权?



- 主要融资方式:
 - 普通股融资
 - 优先股融资
 - 私募股权融资

- 普通股的概念与特点:
 - 普通股是股份有限公司发行的无特别权利的股份,也是最基本的、标准的股份。在我国上交所与深交所上市的股票都是普通股。
 - 普通股的基本特点是其投资收益(股息和分红)不是在购买时约定,而是事后根据股票发行公司的经营业绩来确定。公司的经营业绩好,普通股的收益就高;反之,若经营业绩差,普通股的收益就低。
- 普通股的种类
 - 记名股和无记名股
 - 面值股票和无面值股票
 - 股价股、法人股、个人股和外资股。
 - A股、B股、H股和N股。

- 《公司法》规定的普通股股东权利:
 - 出席或委托代理人出席股东大会,并依公司章程规 定行使表决权。这是普通股东参与公司经营管理的 基本方式。
 - 股份转让权。
 - 股利分配请求权。
 - 对公司账目和股东大会决议的审查权和对公司事务的质询权。
 - 分配公司剩余财产的权利。
 - 公司章程会定的其他权利。

- 普通股融资的优缺点
 - 1) 从股东角度
 - 优点:
 - 两种形式的收益: 红利和资本利得
 - 有权分享公司的剩余收益, 是公司的所有者
 - 有选举权和优先认股权
 - 缺点
 - 收益不稳定
 - 对公司价值的要求权最末,承担较大的公司风险
 - 因为所有权和管理权分离,存在信息不对称和代理问题

- 普通股融资的优缺点
 - 2) 从公司的角度
 - 优点:
 - 普通股没有可能会引发法律诉讼的固定成本。
 - 普通股没有固定的到期日。
 - 软约束,陷入财务危机的风险低,完全财务弹性。

缺点:

- 发行普通股通常会稀释控制权。
- 发行新普通股可能会被投资者视为负面信号,因而可能会导致股价下跌。
- 红利税后支付,无税盾效应
- 承销普通股的费用通常比优先股和债券高
- 理论上,对资本成本的无形压力比债券高

股权融资: 优先股

- 优先股的概念:
 - 优先股是相对于普通股 (ordinary share)而言的。主要指在利润 分红及剩余财产分配的权利方面,优先于普通股。
- 优先股的特点:
 - 属于公司的权益,但是它不同于普通股。
 - 享受固定收益、优先获得分配、优先获得公司剩余财产的清偿、无表决权。
 - 优先股具有设定的清偿价值,通常是每股\$100

股权融资: 优先股

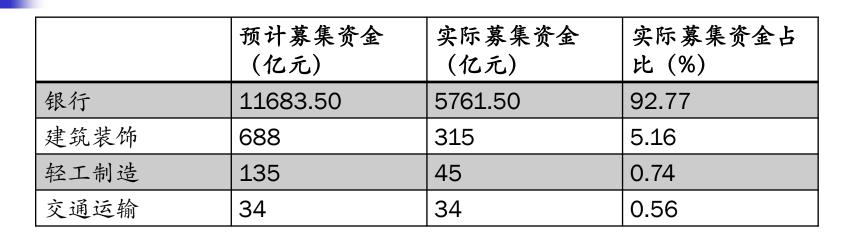
- 优先股实际上是伪装了的债券
 - 优先股股东只收取固定股利
 - 一旦公司破产,他们只能获得既定的价值补偿
- 不同于债券的是,在确定公司应纳税收入时,优先股股利不能作为一项利息费用而免于纳税

我国优先股现状

- 2013年11月末,国务院发布《关于开展优先股试点的指导意见》 (国发[2013]46号文),奠定了优先股的制度框架,标志着优先股 在我国正式落地。
- 2014年4月证监会与原银监会联合颁布的《关于商业银行发行优先 股补充以及资本的指导意见》
- 证监会制定的《优先股试点管理办法》中对上市公司的盈利情况 提出了明确要求,且考核时点长达三个会计年度,事实上筑起了 发行优先股最大的门槛

2014-2018年共有41家沪深A股上市公司提交了62 次发行优先股的申请

发行情况	2014	2015	2016	2017	2018	各年合计
实施	24	5	4	5	0	38
证监会核准	0	0	0	0	1	1
股东大会通过	1	1	3	2	5	12
董事会议案	0	0	0	0	2	2
终止实施	1	3	4	1	0	9
当年合计	26	9	11	8	8	62
募集情况						
预计募集总额 (亿元)	6882.50	1585.00	891.90	797.76	2838.00	12995.1 6
实际募集总额 (亿元)	4030.50	1179.00	350.15	649.76	0.00	6210.41



- •银行业为主,补充一级资本。共20家银行募集到5761.5亿元中,五大国有银行实际募资额为2900亿元
- 2018年11月,工银金融资产投资有限公司以优先股方式为越秀集团办理债转股业务方案正式获得批复,这也是全国首单获批的<u>非上市非公众</u>股份公司债转优先股创新方案。
- 2019年政策支持下多家民营企业发布优先股预案,目前蒙草生态优先股、铁汉生态优先股获批。



- 一、核准公司非公开发行不超过1,550万股优先股。
- 二、本次优先股采用分次发行方式,首次发行不少于775万股,自中国证监会核准发行之日起6个月内完成;其余各次发行,自中国证监会核准发行之日起24个月内完成。
- 三、本次发行优先股应严格按照公司报送中国证监会的募集说明书及申请文件实施。
- 四、本批复自核准发行之日起24个月内有效。

蒙草优先股预案

- 本次发行优先股总数不超过1,550万股,募集资金总额不超过人民币15.50亿元,具体数额由股东大会授权董事会根据监管要求和市场条件等情况在上述额度范围内确定。
- 本次募集资金拟用于偿还银行贷款及其他有息负债和补充流动资金。
- 本次优先股发行对象为不超过200名的符合《优先股试点管理办法》和其他法律法规规定的合格投资者。本次非公开发行不向公司原股东优先配售。公司控股股东、实际控制人或其控制的关联方不参与本次非公开发行优先股的认购,亦不通过资产管理计划等其他方式变相参与本次非公开发行优先股的认购。
- 本次发行的优先股每股票面金额为人民币100元,按票面金额平价发行。所有发行对象均以现金认购本次发行的优先股。

蒙草优先股预案

- 本次发行优先股的股息分配安排
 - (一)公司以现金方式支付本次发行优先股的股息。
 - (二)本次发行的优先股采用附单次跳息安排的固定股息率。
 - (三) 本次发行的优先股股息可累积。
 - (四)本次发行优先股股息的派发需经公司股东大会逐年审议决定。若股东大会决定取消付部分或全部优先股当期股息,公司应在股息支付日前至少10个工作日按照相关部门的规定通知优先股股东。股东大会授权董事会按照公司章程的约定向优先股股东支付股息。
 - (五)除非发生强制付息事件,公司股东大会有权决定取消支付部分或全部优先股当期股息,且不构成公司违约。强制付息事件指在股息支付日前12个月内发生以下情形之一:1、公司向普通股股东支付股利(包括现金、股票、现金与股票相结合及其他符合法律法规规定的方式);2、减少注册资本(因股权激励计划导致需要回购并注销股份的,资产重组交易对方未实现业绩承诺导致需要赎回并注销股份的,或通过发行优先股赎回并注销股份的除外)。

股权资本来源

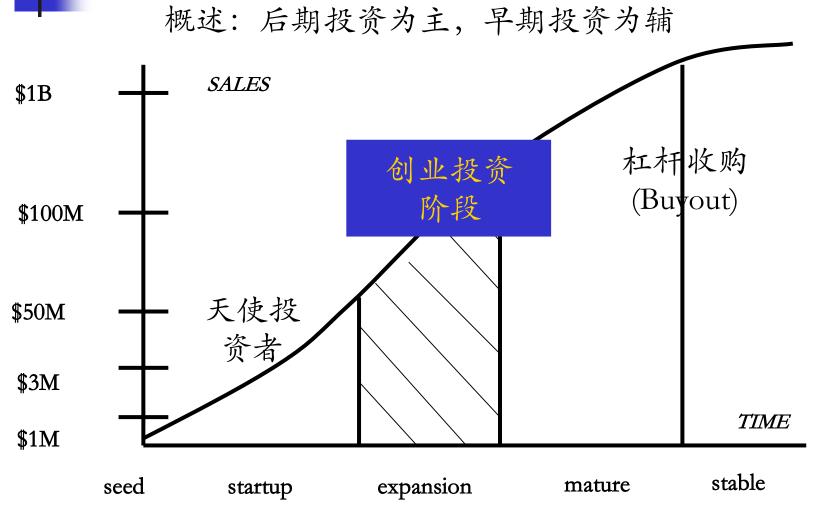
- ■留成收益
- 非上市股权资本(私募, PE)
- 公开发行并上市交易的股权资本(IPO)
- 上市公司增资扩股(SEO)
- 其他资本金融资方式



- 股权投资者的收益风险特征和期望:分享剩余现金流, 期望价值最大化。
- 股权融资的核心:以未来预期高成长空间和能力折现值融资。
- 获得股权的关键:打造企业的高成长空间和持续成长 能力;通过直接IPO或间接买壳上市,或私募方式获得 股权融资。



股权融资:私募股权融资



PE投资特征

- 对公司控制权要求较低
- 更注重投资回报
- 有明确的退出要求(退出时间和退出方式等)
- 多数财务投资者除了在董事会层面上参与企业的重大 战略决策外,一般不参与企业的日常经营管理,也不 太可能成为潜在的竞争者。财务投资者往往设置细致 的保护性条款。

投资类型

- 私募投资者大多以可转换优先股或可转债入股。
- 携程上市前的私募股权类型
 - A类可转换优先股 享受每年面值5%的红利,每股1份投票权,可在上市后以1:1转换为普通股,或任何时间全部(但不能部分)转换为普通股;
 - <u>B类可转换可赎回优先股</u> 按转股比例享受普通股红利,每股1.5份投票权,可在上市后以1: 1.5转换为普通股; 从发行之日起五年后,如经B类优先股持有人以多数通过, B类优先股可以被赎回。
 - <u>C类可转换优先股</u> 按转股比例享受普通股红利,每股1份投票 权,可在任何时候以1:1转换为普通股。

投资方退出渠道和获利方式

- 以公司3年左右上市卖出股票退出为主;如果 不能上市,则出售企业股权。
 - 上市: 纳斯达克、香港/新加坡创业板、国内中小 企业板/创业板、AIM
 - 被并购
 - 清算



- ■香港上市前私募融资案例
- 股权融资案例——三只松鼠

第五章

5.2 债权融资



- 主要融资方式:
 - ■期限贷款融资
 - ■债券融资



债权融资:贷款

- 贷款是借款人同意在特定时间向贷款人支付一系列的 利息及本金的一种合同。故相对于公开发行的债券而 言,实际上是私募债券。
- 通常没有投资银行的参与。

债权融资:贷款

- 与公开发行相比的特点
 - ■速度
 - 灵活性
 - 利率的设定:期限贷款的利率可以在贷款的期限内固定也可变动。
 - 分期偿还: 期限贷款通常在贷款期限内等额分期偿还。
 - 低发行费用
 - 是小贷款人的主要资金来源(这种私募方式通常包括 其信用状况需要分析的小公司)。

债权融资:债券

- 与期限贷款类似,债券是借款人同意在特定日期支付 给债券的持有人利息和本金的长期合同。
- 债务契约是债券发行公司同债权人之间签定的书面协 议,列出了贷款条款:
 - 债券到期日
 - 利率
 - 其他保护条款
 - 例如: 进一步发债限制
 - 最高股利限制
 - 最低营运资本限制
 - 资产负债率限制等

债权融资:债券

- 债务契约一般列出:
 - 发行数量、发行日和 到期日
 - 本金 (票面价值)
 - 年息票、息票支付日
 - 担保
 - 偿债基金
 - 赎回条款
 - 各种条款

- 会随时间变化的特征
 - 评级
 - 到期收益率
 - 市场价格

债权融资:债券

- 不同种类的债券
 - 传统型债券:
 - 抵押债券 (包括二级抵押)
 - 信用债券 (包括次级信用债券)
 - 创新型债券:
 - 零息票债券
 - 浮动利率债券
 - 垃圾债券
 - ■项目融资
 - 证券化

中国债权类融资产品分类 (1)

	上市公司债券	企业债券	中期票据、短期融资券
监管机构	中国证监会	国家发改委	中国银行间市场交易商 协会(中国人民银行)
发行方式	核准制	核准制	注册制
发行人类型	上市公司	非上市公司、企业	具有法人资格的非金融 企业(包括上市公司)
分期发行	可在2年内分多次发行; 应在注册后6个月内完成 首期发行	不可分期发行,在国家发 改委核准后6个月内完成 发行	可在2年内分多次发 行,应在注册后2个月 内完成首期发行
审核、备案 时间	1个月左右	理论上审核时间为6个 月,实际有可能超过6个 月	理论上审核时间为3个 月,实际上会受央行货 币政策影响
净资产要求	实践中一般归属母公司 的净资产大于12亿元	实践中一般归属母公司 的净资产大于12亿元	未作具体要求,实际操 作中要求一般高于企业 债券
盈利能力要 求	最近三年持续盈利,三年 平均可分配利润足以支 付债券一年利息	最近三年持续盈利,三年 平均可分配利润足以支 付债券一年利息	未作具体要求

中国债权类融资产品分类 (2)

	上市公司债券	企业债券	中期票据、短期融资券
评级审计 要求	需评级;三年财务需具证 券从业资格事务所审计;	需评级;三年财务需具证 券从业资格事务所审计;	需评级;三年财务需审 计;
发行规模	不超过企业净资产(含少 数股东权益)的40%	不超过企业净资产(不含少数股东权益)的40%	不超过企业净资产(含 少数股东权益)的40%
发行期限	中期, 3-5年	中长期,5年以上	中期票据为中短期, 3-5年;短期融资券为1 年以内
募集资金用 途	常用于置换银行贷款和补充流动资金	常用于项目投资和补充 流动资金	应用于企业生产经营活 动,不可用作资本金, 后续监管严格
发行交易场 所	交易所	银行间市场和交易所	银行间市场

债权融资:证券化

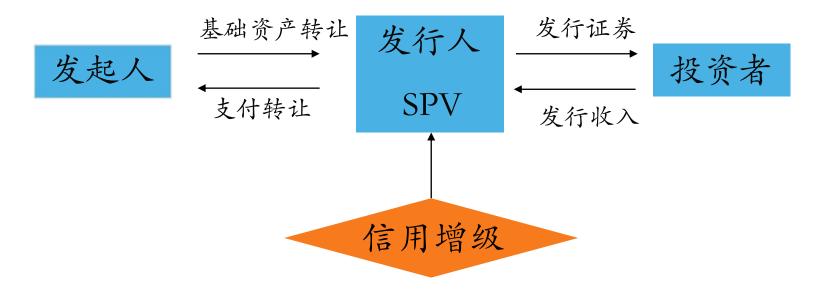
■ 证券化

- 证券化是指将各种类型的债务工具变成证券,增加它们的流动性,降低借款人的资本成本,并增加金融市场的效率。
- 证券化发展在国际金融市场上较为明显的特征:
 - 从20世纪80年代上半期,新的国际信贷构成已经从主要是辛迪加银行贷款转向主要是证券化资产。传统的通过商业银行筹措资金的方式开始逐渐让位于通过金融市场发行长短期债券的方式。
 - 银行资产负债的流动性(或称变现性)增加。银行作为代理 人和投资者直接参与证券市场,并且将自己传统的长期贷款 项目进行证券化处理。
 - 证券化包括资产证券化和融资证券化两类

资产证券化

- 资产证券化,是以原始权益人(包括上市与非上市企业等)能够产生稳定现金流的优质资产(例如企业应收账款、基础设施收益权、信贷资产等财产权利或财产)作为证券化的基础资产
- 由证券公司(或基金公司特定资产管理子公司)面向境内合格投资者发行资产支持证券,以管理人身份发起设立专项资产管理计划
- 按约定用募集的资金从原始权益人购买或者以其他方式 获得基础资产,并将该基础资产的收益分配给资产支持 证券投资者。

资产证券化原理



- 基础资产: 能产生可预测的现金收入
- 发起人:初始拥有基础资产,将其转让或信托给发行人
- 发行人: 创立资产支持证券, 以基础资产产生的现金流为偿付支持

资产证券化的发展

- 2003年,证监会成立"资产证券化领导小组"与"资产证券化工作小组"
- 2004年,国务院出台《国务院关于推进资本市场改革 开放和稳定发展的若干意见》提出"积极探索并开发 资产证券化品种"
- 2005年,深交所正式成立资产证券化工作小组
- 2005年8月-2006年8月,经中国证监会批准,先后共9只资产证券化产品成功发行,募集资金总规模为262.85亿元,其中,在深交所挂牌的有6只

资产证券化的发展

- 2009年5月,证监会发布《证券公司企业资产证券化业 务试点指引(试点)》
- 2013年3月,证监会发布《证券公司资产证券化业务管理规定》

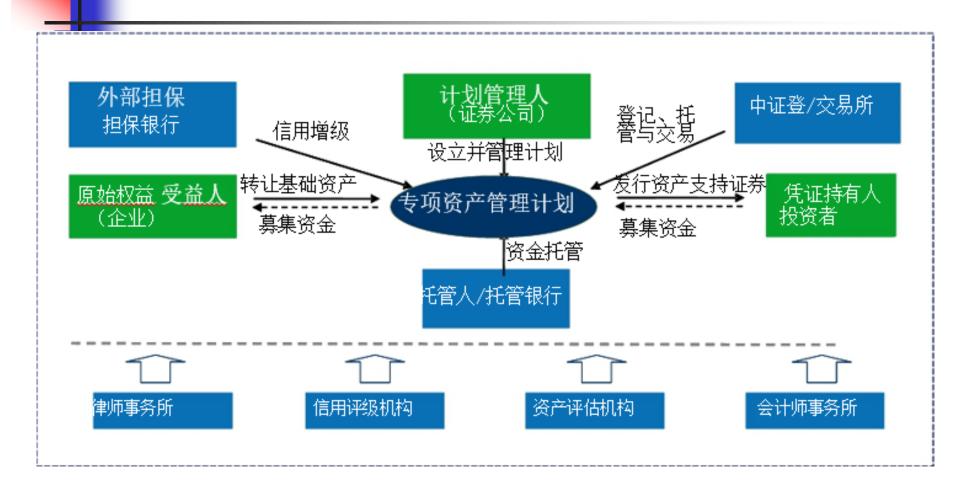
资产证券化融资的特点

- 区别于股票、债券的一种直接融资方式
- 进入门槛较低:对企业本身财务、资质没有硬性要求, 专项计划基础资产选择范围较广,且可一次集合多家企 业的基础资产。
- 降低融资成本:通过基础资产与企业的风险隔离,可获得更高的信用评级。综合融资成本一般低于同期银行贷款利率。

资产证券化融资的特点

- 优化财务状况:增强企业资产流动性。表外证券化融资可优化 企业财务杠杆。可以显著增强企业资产流动性,提升企业资产 负债管理能力
- 融资规模灵活:融资规模由基础资产的预期现金流决定,不受 企业净资产限制。
- 资金用途灵活:在符合法律法规及国家产业政策要求的情况下 ,可由企业自主安排募集资金的使用,不要求公开披露其用途。
- 信息披露要求: 仅披露计划账户财务信息,不涉及企业财务信息。

资产证券化融资的交易结构



资产证券化融资的参与主体责任

参与主体	主要职能
原始权益人(包括上	承诺基础资产真实合法有效,合法转让基础资产
市与非上市企业等)	维持正常生产经营活动或提供合理支持,为基础 资产产生预期现金流提供必要保障
管理人(证券公司或 仅仅公司特定资产管	管理专项计划资产,按约定履行收益分配、信息 披露等义务 行资产支持证券,设立专项计划
理子公司等)	管理专项计划资产,按约定履行收益分配、信息 披露等义务
托管机构、资信评级、 律师、会计师等中介 机构	参与方案设计、出具专业意见,配合管理人

适合资产证券化的资产及行业类型

基础资产类型	基础资产	典型企业
	BT合同的回购款	工程建设公司, 城建公司
应收账款等债	贷款合同的项下的债权	银行、小贷、汽车金融公司
权	租赁合同的租金收益	租赁公司
	应收账款	有稳定中长期应收款的实业企业
	供水系统/水费收入 污水处理系统/排污费收入	水务公司、城建公司
	发电站/电费收入	发电企业
	路、桥/过路、过桥费收入	高速公路,路桥
未来收益权	航空、铁路、地铁/客货运费 收入	地铁、高铁、航空公司, 轨道交 通企业
	港口、机场/泊位收入	港口,机场企业
	物业租金收入	工业区, 开发园区企业
	门票收入	旅游景区企业

资产证券化与市政基础设施建设

- 城市建设模式与融资模式的冲突
 - · 城市建设主体过高的负债率;
 - 短期融资与较长投资周期、回收周期存在矛盾;
 - · 市政建设规模扩大与可持续发展瓶颈

资产证券化与市政基础设施建设

■ 运用资产证券化为市政基础设施建设融资模式

对于管理运营 市政基础设施 的企业

将已建成并具有稳定收益的项目资产,如高速公路、电网、水务等,通过资产证券化提前收回投资,从而促进基础设施的下一步建设。

对于接受地方政府 委托设施并由此获 得回购债权的企业 可以将合同债权出售给专项计划,从而提前获得回收款。在这一模式中,地方政府作为合同债务的主要支付方,本质上实现了债务从建设平台向资本市场的转移。例如,基础资产为道路建设工程款等合同债权的项目。

资产证券化产品案例 (1)

专项计划	管理人	基础资产类型
中国联通	中金公司	CDMA网络租赁费收益权
莞深收益	广发证券	高速公路收费收益权
中国网通	中金公司	合同收益
澜电收益	招商证券	电力收益权
远东租赁	东方证券	租赁合同债权
浦建收益	国泰君安	BT回购债权
宁建收益	东海证券	污水处理收益权
天电收益	华泰证券	电力收益权
吴中收益	中信证券	BT回购债权
远东二期	中信证券	租赁合同债权
宁公控 (宁建二期)	中信证券	污水处理收益权
侨城收益	中信证券	欢乐谷门票凭证

资产证券化产品案例 (2)

■ 以BT项目回购款债权进行证券化融资的案例

项目名称

"浦东建设BT项目资产支持收益专项资产管理计划"

基础资产

BT项目回购款债权

原始权益人

上海浦东路桥建设股份有限公司

发行规模

4.25亿元(优先级4.1亿元,次级0.15亿元)

存续期限

4年

预期收益率

优先级4%

增信措施

优先级/次级的信用等级提升措施,并由上海浦发银行担保

项目意义

是国内首个以BT项目回购款债权作为基础资产进行证券化运作的项目, 为基础设施开发建设企业开拓出一条新的滚动开发运营模式

资产证券化产品案例 (3)

■ 以污水处理收益权进行证券化融资

项目名称

"南京公用控股污水处理收费收益权专项资产管理计划"

基础资产

污水处理收费收益权

原始权益人

南京公用控股 (集团) 有限公司

发行规模

13.3亿(优先级12.5亿元,次级0.8亿元)

存续期限

五期分别从1年到5年

预期收益率

优先级6.30%-6.99%

增信措施

优先级/次级的信用等级提升措施,并由母公司南京市城市建设投资控股(集团)有限责任公司担保

项目意义

是对城市污水处理融资与建设持续开发新模式的探索,有利于解决地方 政府经济发展过程中普遍面临的投融资瓶颈

资产证券化产品案例 (4)

■ 以入园凭证收益权进行证券化融资

项目名称

"欢乐谷主题公园入园凭证专项资产管理计划"

基础资产

北京、上海、深圳三座欢乐谷主题公园未来5年的入园凭证收益权

原始权益人

华侨城A(000069)

发行规模

18.5亿 (优先级17.5亿元, 次级1亿元)

存续期限

五期分别从1年到5年

预期收益率

优先级5.50%-6.00%

增信措施

优先级/次级的信用等级提升措施,并由母公司华侨城集团有限责任公司 担保

项目意义

2009以来,首次有上市公司通过该渠道获得融资。该专项资产管理计划申请材料于12年9月17日获证监会正式受理,于10月30日获证监会批复。从被证监会正式受理到正式发行,该单企业资产证券化业务耗时仅两个多月,显示监管层对企业资产证券化业务的审批流程已大大加快。

国内资产证券化产品首单违约

- 大成西黄河大桥通行费收入收益权专项资产管理计划 的优先A档"14益优02"到期未发布兑付公告。本单违 约资产支持专项计划的基础资产是大成西黄河大桥 2014年至2019年, 每年3月至12月的通行费收入收益权 、基础资产风险集中,外部增信效果不佳,导致证券 最终违约。
- 中原证券2015年度审计报告中披露: "公司根据中京 民信(北京)资产评估有限公司出具的京信评报字(2016) 第069号资产评估报告计提大成西黄河大桥通行 费收入收益权专项资产管理计划资产减值准备1.26亿元

暴露的相关问题

■ 基础资产与ABS间的相容性

- 公路收费权金额风险太大,不适合信贷类的资本----业绩不好 违约,业绩好的时候分不到超额收益。——核心问题
- 集中度太高:如向多个不同地域公路收费权打包,能降低部分风险。——次要因素

■ 资产定价、项目设计、评级不谨慎

- 实际业务中,很多资产不适合做ABS、项目设计不合理导致资本运行效率低、评级机构走过场等现象都存在。目前的整体形势虽然不好,但也没有那么坏,而14年的情况也并不是特别好,按理说一个14年设计的优先级,现在是不应该被击穿的。
- 随着市场与业务本身趋于成熟,问题影响有望减弱

暴露的相关问题

■ 监控、披露、解决机制缺失

- 券商到SPV到评级公司到投资者的集体不作为:公路收费非常容易监控,收费站基本都有电子系统,能按天统计收费金额,横向纵向比较分析。问题苗头一出现就可以很容易的第一时间发现。结果项目拖到发生事实性违约才爆发。
- 规范化信息披露的内容,适当提高频率,如果可能,尽量自动化和电子化;以此为基础,评级公司和投资者也需要建立对项目,特别是底层资产的监控和分析。在违约风险越来越真实的当下,这样的投入应该是值得的。



■ 中国企业债务专题研究v4.pptx

债务融资工具

■ 基本特征

- 收益分配固定,容易从法律上追索,硬约束,缺乏财务弹性, 财务拮据(财务危机)风险高,缺乏后续融资的灵活性。
- 利息税前支付,有减税效应。
- 关注信用评级和,无表决权,不稀释股东权益。
- 关注还款来源和资产抵押/担保: 谁来还款?抵押担保?抵押 什么?资产?那些资产?未来预期收益?
- 债务合同具有明确和法律效应的约束条件,当公司不能按合约 支付本息时,由债权人接管。

债务融资风险控制

- 1. 信用评级(3c, 5c, 7c)
- 2. 交易结构设计:资产抵押、担保、现金流控制
- 3. 合约
 - 对公司投资、融资与经营活动限制条款
 - 偿债基金
 - 公司赎回或投资者赎回条款

是负债还是权益-混合类

- 一些证券难以分清是负债还是权益
- 公司非常善于创造混合性证券,这类证券看似权益却 又被称作负债
 - 显而易见,负债与权益的区别对公司的抵税目的是至关重要的。
 - 公司致力于创造一种实为权益的债券性证券的目的在于,他们希望通过减轻公司破产成本的同时又能获取债务的抵税优势



- 可转债融资
- 盾安融资-财务危机.ppt



■ 华夏幸福-恒大融资

第五章

5.3 融资租赁

融资租赁的基础定义

在不同的国家和地区有着不同的理解和不同的定义

我国融资租赁业对融资租赁比较一致的定义是:融资租赁业务,是指出租人根据承租人对出卖人、租赁物的选择,向出卖人购买租赁物件,提供给承租人使用,向承租人收取租金的交易,他以出租人保留对租赁物的所有权和收取租金为条件,使承租人在租赁合同期内对租赁物取得占有、使用和受益的权利。

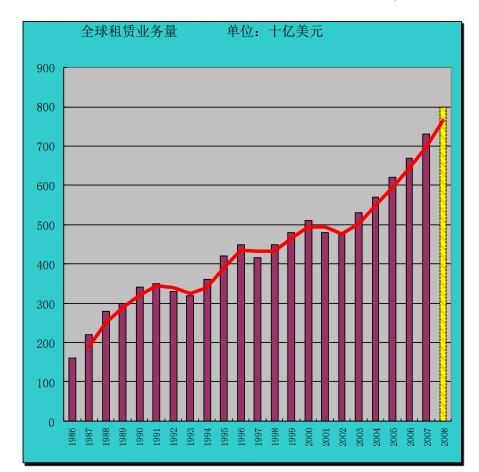
租赁是重要的融资方式

在发达国家, 租赁是仅次于银行信贷的投融资方式

✓租赁与银行、保险、信托、 证券构成金融的五大支柱,租 赁在发达国家是仅次于银行信 贷的金融工具。

✓在发达国家,租赁渗透率达到30%左右,即近1/3的投资是通过租赁完成。

✓中国的租赁渗透率只有5%左右。 可见,中国融资租赁公司的发展 空间巨大。



租赁产业的重要功能

■ 连接产业资本和金融资本,实现产融结合

方式	整合各方优势资源,通过"融物"达到"融资"目的。
效果	拓宽融资渠道,实现各方利益最大化。

 \Diamond

两个促进

促进设备销售,推动实体经济发展促进企业技术改造和产业升级

功

 \Rightarrow

两个推动

推动现代物流业发展 推动基础设施建设

能

 \diamondsuit

两个平台

科学发展金融创新的试验平台 产业资本与金融资本的链接平台

融资租赁的特点

- 出租人通过融物为承租人进行融资,一笔交易涉及多方当事人(出租人、承租人、供货商、银行等)。
- 融资租赁交易包含两个过程:资产购买、资产租赁。
- 租赁期内,出租人享有租赁物的所有权,承租人享有租赁物的使用权。
- 租赁期结束,承租人可选择留购、续租等方式。
- 融资租赁业务范围包括:大型设备、基础设施、飞机船舶、汽车等。

融资租赁的好处

- 减轻一次性支付巨额货款的压力:
 - "所有并不重要,使用创造价值"。承租人采用融资租赁方 式获得设备使用权,可以用使用设备产生的现金流偿还租金, 租赁期满可以廉价获得租赁物的所有权。
- 限制条款较少,租金支付方式灵活:
 - 租金可以每期等额,前多后少,前少后多,按营业收入比例 支付等多种形式
- 匹配收入支出,获取延迟纳税的好处:
 - 我国相关税法规定"纳税人以融资租赁方式从出租方取得固定资产,其租金支出不得扣除,但可按规定提取折旧费用。融资租赁是指在实质上转移与一项资产所有权有关的全部风险和报酬的一种租赁。

融资租赁的条件

- 符合下列条件之一的租赁为融资租赁:
 - 1、租赁期满时,租赁资产的所有权转让给承租方;
 - 2、租赁期为资产使用年限的大部分(≥75%);
 - 3、承租人在租赁开始日的最低租赁付款额限制几乎等于租赁开始人租赁资产公允价值;出租人在租赁开始日的最低租赁收款额现值几乎等于租赁开始日租赁资产公允价值(≥90%)
 - 4、承租人由购买租赁资产的选择权,所订立的购买价款预计远低于显示选择权时租赁资产的公允价值,因而在租赁开始日就可以合理地确定 承租人将会行使这种选择权
 - 5、租赁资产性质特殊,如不作较大改造,只有承租人才能使用



新准则:

- 对承租人:取消经营租赁与融资租赁的划分。除租赁期不超过12个月,且不包含购买选择权的短期租赁,以及租赁资产为新资产时价值较低的低价值资产租赁外,其他租赁均由承租人确认使用权资产和租赁负债。后续会计处理与现行融资租赁会计处理类似。
- · 对于出租人:沿用旧准则中经营租赁与融资租赁的双重划分,经营租赁列示在资产负债表中。

租赁的金融原理及交易结构

- 1.原理: 类似于分期付款
- 2.与分期付款的差别
- (1) 分期付款是一种买卖交易,买者不仅获得了交易物品的使用权,还获得了物品的所有权。从法律上讲,租赁物所有权名义上归出租人所有。



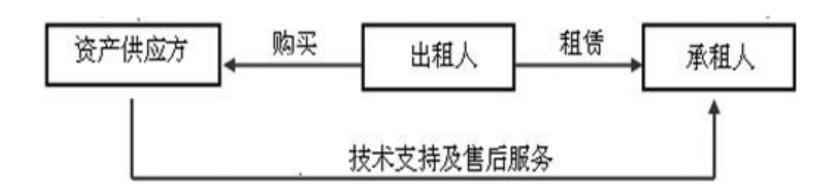
(2)税务待遇区别:

- · 分期付款交易中,买方可将计提的折旧费和利息成本从 应纳税收入中扣除。购买某些固定资产在某些西方国家 还能享受投资免税优惠。
- · 融资租赁中的出租人采用差额计税法; 承租人可将计提的折旧费从应纳税收入中扣除。

(3)分期付款不是全额信贷,买方通常要即期支付部分贷款。融资租赁是一种全额信贷,它对租赁物价款的全部甚至运输、保险、安装等附加费用都提供资金融通。虽然融资租赁通常也要在租赁开始时支付一定的保证金,但这笔费用一般较分期付款所需的即期付款额要少(例如,在进出口贸易中买方至少需现款支付15%的贷款)。

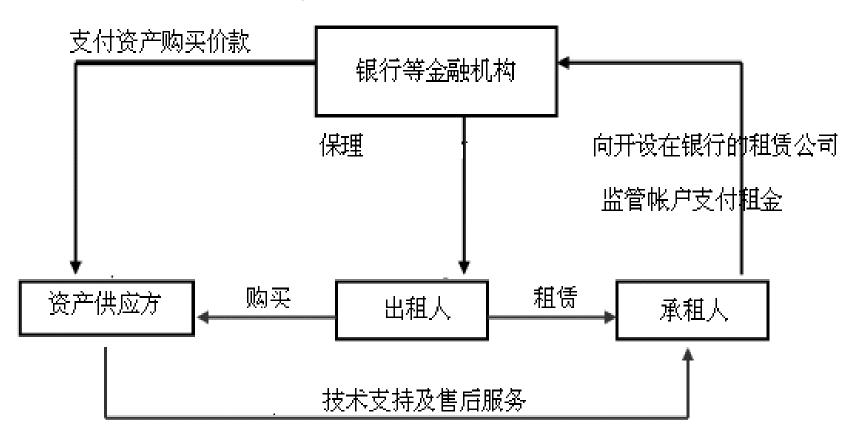
融资租赁的交易模式

■ 融资租赁交易模式一:



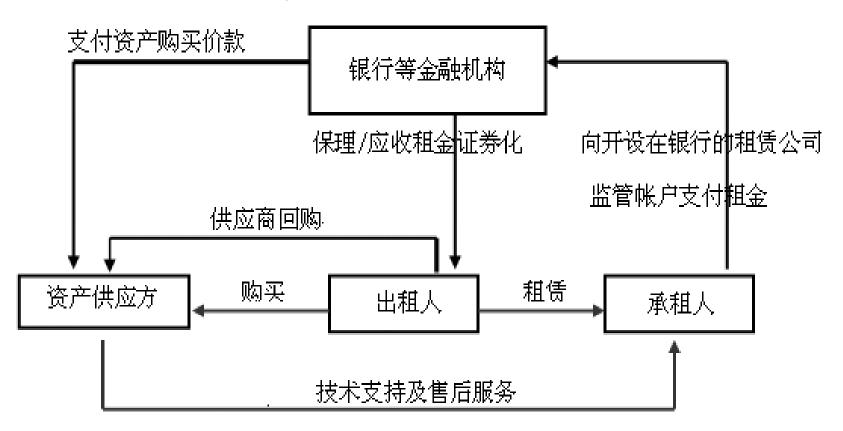
融资租赁的交易模式

■ 融资租赁交易模式二:



融资租赁的交易模式

■ 融资租赁交易模式三:



融资租赁的盈利模式

- 融资租赁项目收入=供货商折扣(供应商设备价款让利)
 - 十租金
 - +管理费
 - +不计息的保证金的投资收益
 - +首付款
 - +租赁资产供应商回购
 - +租赁资产残值处理收入
- 融资租赁项目成本=管理费,税,可能的损失备用金,银行本息

融资租赁的盈利模式

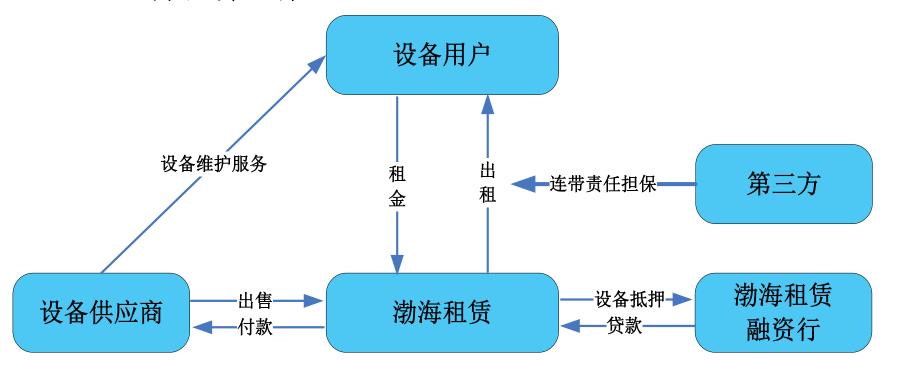
- 一般情况下,从资产提供方处获得的折扣收入占融资租赁项目净收入的40%-50%;
- 租赁管理费是按资产总额的3-5%计算,记入当期收入, 约占融资租赁项目净收入的20%;
- 保证金投资收益占融资租赁项目净收入20%左右。

上述三项收入合计,至少占融资租赁项目净收入的90%。

如果承租人不能按约定支付租金,以上三项当期收入,加上保证金本金,以及资产提供方按未偿付租金对价 回购的收入,足够保证公司经营安全。

操作模式及案例介绍

■ 渤海租赁为某风机配套部件生产厂安排的生产设备直接 融资租赁服务



案例: 医疗设备的融资租赁

- 承租人: A医院
- 出租人: 某国际租赁公司
- 租赁设备:影象设备,由承租人自主选定。
- 购置成本: 1000万元人民币
- 租赁期限:5年
- 租赁管理费:设备价格的1.5%/年,承租人于租赁合同签 订后,在约定期限内一次性支付给出租人。
- 首付款:设备价格的10%,计100万。合同签定后支付;
- 保证金:设备价格的10%,计100万。合同签定后支付,可以冲抵后期租金。
- 租赁利息: 5年总计利息金额156万元,租赁期间分期支付。

融资租赁与银行贷款比较

银行贷款		融资租赁	
贷款金额	9,000,000	融资金额	9,000,000
贷款期限	5年	租赁期限	5年
贷款利率	5.85 %	年负担率	4.36%
成本总额	2,632,500.00	成本总额(利 息+管理费)	2,311,907.5

医院在获得同等金额融资的前提下,通过融资租赁的总体成本负担(包括利息及手续费)比银行贷款少320,592.50元。

↑医院影像设备无追索保理融资租赁项目收入结构

项 目	损益(单位:万元)
供货商折扣收入,按8%的折扣率	80
租赁利息	156
租赁管理费当期收入	75
不计息的承租人保证金的投资收益	37.5
项目运营成本	(40)
银行贷款利息	(156)
税前收入	152.5
税收支付	(8.39)
项目净收入	144.1

- 供应商折扣当期收入占项目净收入的比重为: 80/144.1 = 55.5%
- 保证金的投资收益占项目净收入的比重为: 37.5/144.1=26%
- 租赁管理费当期收入占项目净收入的比重为: 75/144.1 = 52%
- 上述三项收入占本融资租赁项目净收入的比重合计为133.5%。

- 一家大型国有施工企业希望通过融资租赁方式,引进 高压泵车和水泥搅拌运输车。
- 根据了解,此类设备,在任务饱满的情况下,设备回收周期2-3年,欠款情况也比较少,企业和项目都不错。企业有加速设备折旧的潜在需求,有能力并希望增加企业的资产和负债。
- 但是该企业由于缺少租赁经验,希望在融资租赁和银行贷款中选择成本最低者。

- 租赁设备名称: 础浆高压泵车
- 设备购置成本: 370万人民币
- 假定施工企业在未来的三年还款期内,租赁资产和企业的综合效益产生的未来现金流量足够还款。
- 为便于比较,假定100%融资,实际业务中,租赁公司 要收10-30%的保证金。

- 银行贷款
 - 贷款期限:3年
 - 设备折旧年限:8年,直线法,年12.5%。(不考虑残值扣除)
 - 贷款利率: 3年期5.76%,月利率: 5.76%/360x365/12=0.4866%
 - 还款及计息方式:按月偿还,等额还本(102,778元),余额计息

■ 融资租赁

- 租赁期限: 3年,租赁期满所有权转移给承租人
- 设备折旧年限:按应付租金额在3年内直线法提取(不考虑残值扣除)
- 租赁费率: 3年期7.76%,月利率: 7.76%/360x365/12=0.6556%
- 租赁手续费:购置成本的1.5%=5.55万,签约后一次性支付
- 还款及计息方式:按月偿还,等额还本(102,778元),余额计息
- 余值留购款:购置成本的千分之三,11,100元
- 余值处置收入:假定企业工程项目施工完毕,按购置成本的 65%获得处置收益即:240.5万元。

■ 比较原则

进行租赁与贷款的决策比较,要以自有资金的实际 流出额为准。不仅要考虑还款期的现金支出,还要 考虑税务处理中的好处及租赁期满设备的实际价值 对企业带来的损益。

■ 计算公式如下:

自有资金流出=还贷或还租额+处置损溢—扣税好处

■ 比较结果: 贷款与租赁融资资金流出比较表

	贷款	融资租赁	租赁比贷款
还款总额	4,033,077.70	4,148,758.20	多115,680.50
本金支付	3,700,000.00	3,700.000.00	0
利息支付	333,077.70	448,758.20	115,680.50
折旧提取	1,387,500.00	3,700.000.00	0
节税好处	(457,875.00)	(1,221,000.00)	多763,125.00
手续费额	0	55,500.00	多55,500.00
余值留购	0	11,100.00	多11,100.00
流出合计	3,575,202.70	2,994,358.20	少580,844.50
处置收入	(2,405,000.00)	(2,405,000.00)	0
账面价值	2,312,500.00	0	少2,312,500.00
处置受益	(9,250.00)	(2,405,000.00)	多2,312,500.00
合 计	3,565,952.70	589,358,20	少2,893,344.50

■ 比较结果:

- 貸款购置:本息支付总额为4,033,077.70元,提取折旧1,387,500元,获得所得税税前扣除好处457,875元,自有资金实际付出额为3,575,202.70元。3年后,设备处置价值2,405,000元,账面价值为2,312,500元,溢出9,250元。
- 租赁购置:租金支付为4,148,758.20元,表面看,比贷款多支付115,680.50,但扣除提取折旧370万,获得所得税税前扣除好处1,221,000元,自有资金实际付出额2,927,758.20元。加上租赁手续费55,500元、余值购置费11,100元,仍比贷款实际少支付58,0844..50元。3年后,设备处置价值2,405,000元,账面价值为0元,可获处置收益2,405,000元。

■ 比较结果:

■ 在有足够的税前列支收入的前提下,融资租赁购置 比贷款购置有很强的节税功能,,减少纳税使企业采 用融资购置的自有资金流出大大少于贷款购置。租 赁融资不是高利贷,是一种匹配现金流,均衡税负 的融资理财机制。可以实现银行、租赁公司、厂商、 施工企业优势互补。

售后回租的概念

- 融资租赁的当事人包括出租人、承租人、供货人和出资人。而根据供货人的不同,可以将融资租赁分为直接租赁、转租赁和售后回租三种操作模式。
- 售后回租又称出售回租,是指承租人为了筹集资金的需要,将自己所拥有的财产出售给租赁公司然后再租回使用的租赁形式。

售后回租的概念

■ 在售后回租的情况下,承租人以其自有设备为载体,实现融资的目的,租赁物在形态上没有变化,仍然由承租人占有、使用和控制,出租人和承租人仅仅是在纸上交易,先由承租人转让租赁物的所有权给出租人,出租人向承租人支付购买租赁物件款,然后承租人再租回使用。在国际上称为sales-lease-back。

售后回租的概念

- 与直接融资租赁业务的区别
 - 售后回租融资租赁属于金融服务类的贷款服务
 - 直接融资租赁是销售服务项下现代服务业中的租赁业务中的一种

售后回租的交易当事人

- 在售后回租操作模式中,由于承租人本身承担供货人 角色,因此售后回租租赁结构一般包括出租人、承租 人和出资人三方。
 - 出租人:若操作融资租赁业务,出租人的角色一般只能由金融租赁公司、外商投资租赁公司和内资租赁公司试点进行操作;若操作一般性租赁业务,则任何一家经营范围包括租赁的公司都可以操作。
 - 承租人:承租人是租赁物的原所有人,为了满足结构性融资的要求,承租人将租赁物出售给出租人,而后自出租人处购回使用。
 - 出资人:出资人在售后回租交易中承担资金提供者的角色,通过向出租人提供资金,保证了交易的顺利完成,同时获得了资金收益。出资人可以由出租人担当,但一般是由第三方承担,包括银行、机构投资者和个人投资者等。

售后回租的交易结构

■ 售后回租的交易结构及流程:

2、支付资金,购买资产

1、融资



3、出租资产,收取资金

4、偿还融资

售后回租的业务模式

- 根据售后回租环节中租赁方式的选择,可以分成售后融资租赁和售后经营租赁两种操作模式。
 - 售后融资租赁:售后回租业务一般采用融资租赁模式居多。在售后融资租赁模式下,承租人出售资产的目的主要是盘活资产,进行结构融资,并不是完全进行资产剥离;而出租人的目的是通过完成融资租赁操作,获取收益,并不想真正获得租赁物的所有权。
 - 售后经营租赁:在出租人有能力且善于处置标的物的情况下,售后回租业务才采用租赁模式。在售后经营租赁下,承租人出售资产的目的除进行融资外,只希望保留对租赁物一般时间的使用权,使用结束后希望完全进行资产剥离;而出租人的目的除了通过完成租赁操作获取收益后,希望真正获得租赁物的所有权,按照自己要求进行额外开发获得更多的超额收益。

售后回租业多模式的比较

- 售后融资租赁模式与售后经营租赁模式对承租人来讲,同样可以获得资金融通,均不影响特定时间内的使用。
- 二者的差异主要是因租赁期结束后对租赁物的处置不同而导致的法律、会计处理不同。
 - 首先,二者依据的法律标准不同:融资租赁执行《合同法》中《第十四章融资租赁合同》的规定,而经营租赁执行《第十三章租赁合同》的规定及要求。
 - 其次,二者执行的会计处理标准不同,按照《企业会计准则第21号——租赁》的要求:承租人和出租人应当在租赁开始日将租赁分为融资租赁和经营租赁(会计准则中对租赁划分为融资租赁与经营租赁两类,与《合同法》划分存在差异,内涵也存在差异不同)。



法律上:

融资租赁

经营租赁

会计上:

融资租赁

经营租赁

转租 賃 后 回 租 賃 售 直接租赁

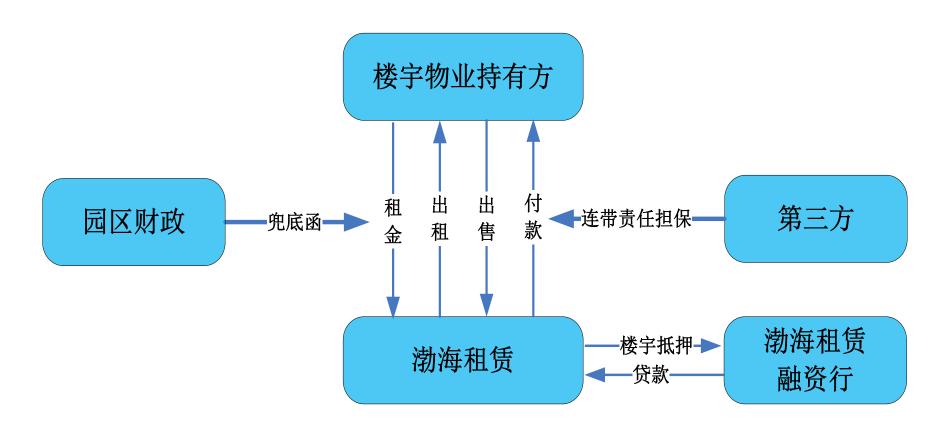
税法上:

金融服务的贷款业务6%

除去融资性售 后回租,其余 均属于:现代 服务业的租赁 业务11%,17%

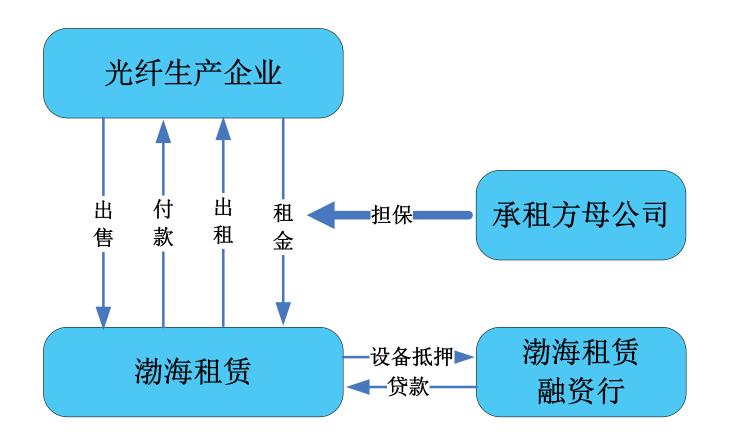
操作模式及案例介绍

■ 渤海租赁为某园区安排的"亿元楼"楼宇租赁服务



操作模式及案例介绍

■ 渤海租赁为光纤生产企业安排的生产设备售后回租服务



■项目背景

> 承租人情况:

- A钢铁集团有限公司是一家国有独资公司,以钢铁产品为主, 开发冶金高科技,实行多元化经营。
- A集团大型H型钢项目2004年3月29日得到国家发改委批复通过, 项目建成后将形成年产近600万吨钢、530万吨材的生产能力。
- 通过H型钢项目, A实现了装备的大型化、现代化,由过去附加值较低的棒材发展形成高附加值的大型H型钢优势产品,被认为是符合中国产业调整政策,有利于推动整个冶金行业的结构调整。

■项目背景

> 出租人情况:

- B租赁公司是由商务部(原对外经济贸易合作部)批准设立的中外合资租赁公司,注册资金1000万美元,中方持股55.5%,外方持股44.5%,经营期限20年。
- 公司业务范围是国内外各种先进或适用的生产设备、通讯设备、医疗设备、科研设备、检验检测设备、工程机械、交通运输工具(包括飞机、汽车、船舶)等机械设备及其附带技术的直接租赁、转租赁、回租、杠杆租赁、委托租赁、联合租赁等不同形式的本外币融资性租赁业务;

■ 方案设计

■ 承租人: A集团公司

■ 出租人: B租赁公司

■ 出资人:民生银行

■ 租赁物:制氧机、压缩机等钢铁冶炼设备

■ 回租销售价格: 4亿元(设备净值)

■ 租赁期限: 3年



■ 方案设计(续)

- 租金计算与支付:采用等额本金法支付,每季支付一次。每期租金=当期本金+未还本金部分利息,遇人民银行调整利率,则租金相应进行调整。
- 设备留购价格: 10元,承租人于租赁期末以10元的价格购回租赁物。
- 租赁管理费:设备价格的1%,承租人于租赁合同签订后,在约定期限内一次性支付给出租人。
- 租赁物保险费:由承租人自行办理,保险第一受益人为出租人,保险期限至租赁合同履行完毕;如委托出租人办理,承租人于租赁合同签订后,在约定期限内一次性支付给出租人。
- 抵押登记:租赁合同生效后,承租人、出租人及出资人办理抵押公证手续,租赁物抵押给民生银行;同时在当地工商部门办理抵押登记手续。

■ 各方收益

> 承租人收益:

- 拓展了融资渠道,减少了银行贷款。A集团以往大多以流动资金贷款方式融资,一年一转,流动性管理压力较大;通过售后回租业务A集团以租赁方式分期付款,按季度还款,降低了现金流管理压力。
- 实现了加速折旧效果。目前大型钢铁企业设备折旧为10-12年, 年折旧率8—9%,通过租赁方式可以按照租赁期限6年完成全 部折旧(设备已使用3年),折旧可以在所得税前实现。
- 通过灵活的租金安排实现税务和财务目的,由于租金全部进入成本,使承租人在减免税期少提折旧,增加利润和自有资金,在纳税期少体现利润以减少税收的安排。

■ 各方收益

- > 出租人收益:
- 通过配合承租人操作该售后回租业务,出租人收取了400万元 租赁管理费,收益可观。
- > 出资人收益:
- 通过参与该售后回租业务,出资人不仅扩大了资产业务,将
 在今后三年内累计收取约4000万元贷款利息;而且密切了与优质客户A钢铁集团公司的关系,丰富了租赁业务解决方案。

售后回租模式应用: 经营租赁

■项目背景

> 承租人情况:

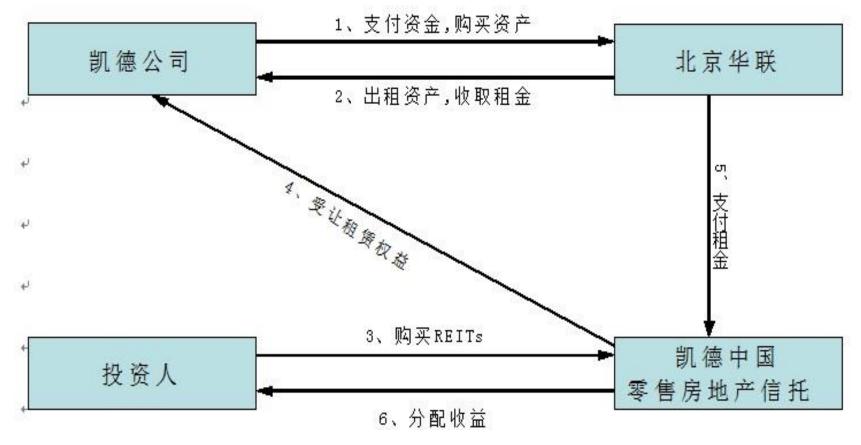
- 北京华联集团形成并发展于1996年,是中国规模最大的大型连锁商业集团之一。主要经营大型综合超市、百货公司、购物中心。
- 北京华联集团拥有大型综合超市、百货店及购物中心多种零售业态,建立了覆盖全国的零售网络,拥有中国一流的商业管理资源、商品资源、品牌资源和人才资源。
- 该公司实收资本8亿元,截至2005年9月,总资产达55.68亿元, 净资产为12.9亿元。负债率为62%,2005年前三季度累计实现 销售收入56.16亿元,利润总额22944亿元。

售后回租模式应用: 经营租赁

■ 项目背景

- > 出租人概况:
- 新加坡嘉德置地集团是亚洲最大的上市地产公司之一,总部设在新加坡。核心业务包括房地产、酒店、服务公寓以及房地产金融。
- 嘉德置地看好中国未来的商业地产及零售业的发展,为此在 巴巴多斯注册成立了凯德商用中国投资(B)有限公司,专门 用于收购国内商业物业。嘉德置地认可北京华联集团的经营 战略,与华联集团签订了战略协议。
- 2005年5月, 凯德商用中国投资 (B) 有限公司宣布斥资17. 46 亿元人民币100%收购北京华联集团旗下的安贞华联商厦和望京华联商厦, 凯德将购得商厦整体出租给华联, 租期为20年。

■ 交易结构



• 承租人: 北京华联集团

· 出租人: 凯德商用中国投资(B)有限公司

· 出资人: 通过REITs方式在新加坡发行上市

• 租赁物:安贞华联商厦

· 销售价格: 6.9亿元, 销售合同生效后双方在房产管理 部门办理了过户登记, 出租人取得了租赁物的所有权

• 租赁期限: 20年, 期满双方决定是否续约

■ 各方收益

> 承租人收益:

- 转让所得资金首先用于偿还公司银行贷款,降低负债水平,降低每年支付银行利息成本;
- 通过与凯德置地的合作,北京华联解决了中国传统商业中需大量购置地产导致资金大量占压的情况,将富裕资金大量投入对商品贸易业务,逐步改善业内商品同质化问题,以差异化经营增强竞争力;
- 通过与凯德商用中国投资有限公司在共同经营和管理购物中心方面 开展探讨和合作、将有利于提升本公司的商业经营管理水平。

■ 各方收益

> 出租人收益

■ 2006年12月8日, 凯德中国零售房地产信托(CRCT, 下称凯德置地REIT)成功登陆新加坡交易所主板。首日挂牌1.933亿个单位,从发行价1.13新元(1新元等于5元人民币), 飙升59.292%至1.8新元, 凯德置地其后股价平稳发展, 12月19日收报1.76新元。凯德置地共集资了2.18亿新元(如计入超额配发,集资额增至2.5亿新元),这只REITs的资产包括北京安贞华联商厦、北京九龙购物中心、北京望京购物中心、上海七宝嘉茂购物广场、郑州华联商厦、芜湖嘉信茂广场及呼和浩特金宇购物中心等七项零售概念物业,派息收益率为5.4%-6.5%。

- 各方收益
 - > 出租人收益
 - 这次招股过程显示外国投资者对于中国零售概念物业有巨大 兴趣,认购需求创了亚洲REITs市场的最高纪录。共取得196.1 倍的机构投资者超额认购,公开认购部分也有38.28倍的超额, 最终以0.95-1.13新元的招股价区间最高价定价。凯德商用中国 投资有限公司通过REITs的成功上市完成退出,获取了高额回 报。

小结

■ 从上述两个案例可以看出,售后回租业务作为一种创 新的金融工具, 在经济生活中可以发挥重要的作用。 承租人通过操作售后回租业务出售自有资产、转化为 等值现金资产,获得了一条融资新途径;同时由于资 产回租,不影响对资产的使用。通过售后回租业务, 承租人将实物资产转化为货币资金、将流动性最差的 资产(固定资产)转化为流动性最强的资产(货币), 提高了整体资产的流动性、改善了现金流量、盘货了 存量资产,提升了企业价值;而且通过享受税收优惠 带来的好处,获得了延期纳税的优势。

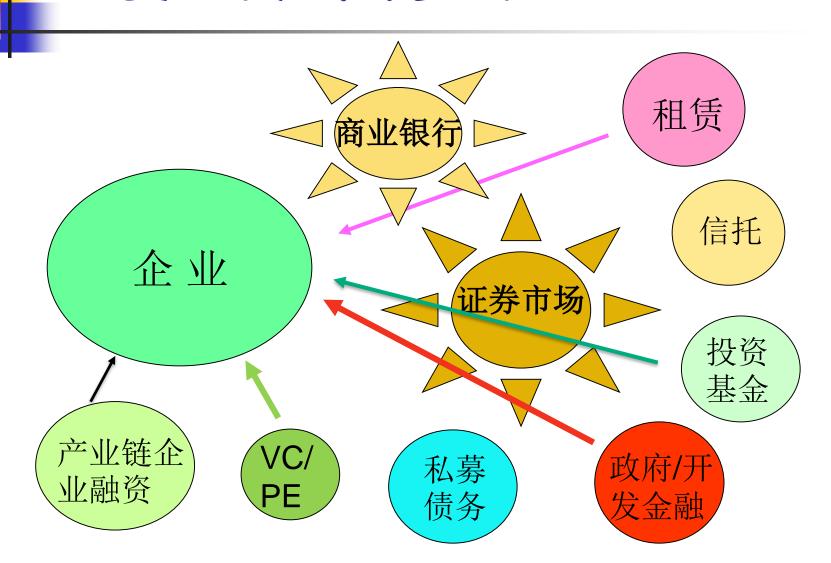
小结

- 对出租人来讲,通过购买承租人的资产获得了所有权, 比抵押借款方式的抵押权更有保障,可以对抗因承租 人破产产生的风险;同时由于承租人租回使用,获得 了稳定且可靠的长期回报。
- 售后回租业务作为一种结构融资方式,操作及手续灵活和简便,可以提供组合配套和多选方案,具有极大的拓展空间。在中国国有企业目前普遍规模偏大、资产利用率不高的情况下,大力发展售后回租服务,有利于提高全社会的资产回报,有利于提高资产利用效率和资本收益率,建设节约社会。各方收益

第五章

5.4 融资工具设计

融资工具设计步骤



企业/业务/项目的金融特征

- 企业/业务/项目是创造现金流和投资收益率 的平台。差异在于现金流的期限分布、收益 率及风险不同。
- 期限分布不同: 先负后正, 先低后高; 波动上升, 波动下降...

可预测程度及波动性

- 1. 现金流稳定性及预测程度低: 成长初期的小企业
- 2. 现金流波动程度高: 煤炭等大宗原材料产品
- 3. 现金流可预测性和稳定性较高、持续期限较长:收益型基础设施。

企业金融

- 两个要点
- 三类融资工具
- 四个估值/定价模型
- 五大来源(信贷,信托,租赁;证券市场,私募)无数解决方案(金融交易结构)。

企业如何赚钱——设 计商业模式,战略和管 理机制 如何分钱——设计金融解决方案

无 数 金融模型 会 产品 计 商业 管理 (投资收益 模式 能力 模 率及风险) 型 服 务

三类融资工 四 具(固定收益, 个 五大 混合收益, 模 来源 剩余收益) 型

创造投资价值

金融原理

设计融资工具,分配投资价值

度量投 资价值 和风险 管理投 资价值 风险)

数

金

融

交

易

结

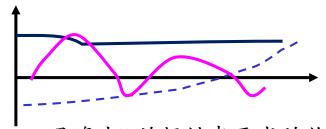
构

企业家发现商机,定位,创建高效率、低风险的商业模式,制定业务战略和竞争策略,通过实业投资和管理,管理经营风险和财务风险,获得稳定或增长的资本现金流,创造投资价值。



产品/服务市场

$$\sum_{t=1}^{t=H} \frac{FCF_t}{(1+r)^t} - I_0$$



r是资本Io的提供者要求的收益率

投资家/金融中介运用金融模型评估 企业价值创造能力和水平,整合或分 拆现金流,设计金融工具及交易结构, 匹配企业和投资者双方现金流期限结 构、收益率和风险要求,管理投资价 值风险,分享投资价值。



金融解决方案 特定资产融资方案: 项目融资,存货融资, 融资租赁 固定收益融资方案 (ABS, REITs) 股权融资方案: VC/PE, LBO



各风的资者

融资路线图

■ 路线图1:投资价值—未来预期收益资本化/贴现交易 (市值),企业可以不断将未来预期成长收益转化为资本市场递增价值,增强了融资能力和收购支付手段 (换股)。

基于投资价值的证券化融资工具: (1)股票,可转换证券,权证;优先股,ABS, REITs···)

B线图2:资产价值抵押、担保和现金流—信贷,信托,融资租赁抵押品变化:资产,产品,股权,收益权…,抵押比例变化:超额抵押,等额抵押,不足额抵押(保证金+资产抵押+股权质押…);交易结构变化:多利益相关者。

- 理论上,可以针对不同的现金流期限结构的收益率及风险设计相应的融资工具。目前已经开发了比较丰富的融资工具,匹配企业/业务/项目不同的现金流期限结构收益率和风险。
 - 基础设施:项目融资,BOT,PPP,融资租赁…
 - 重资产服务型行业:商业地产,酒店地产-REITs
 - 资源矿业:多伦多矿业板证券交易所
 - 普通中小企业:供应链融资…
 - 轻资产新兴高成长企业(科技,服务…): VC+创业板



- 现实中,由于金融系统管制、收益率不足或缺乏风险管理措施,不少现金流模式没有对应的融资工具,出现融资难。
- 如何为行业、发展阶段、竞争地位不同—现金流期限 结构、收益率及风险不同的投资机会设计融资工具?



- 基于特定资产/项目 现金流的固定收益融 资工具。
- 应收帐款融资
- 存货融资
- 租赁
- 项目融资
- 资产证券化

分业 固金收益 超流 益

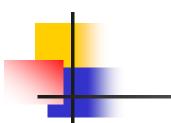
- 基于企业整体现金流的融资工具。
- 贷款
- 债券
- 优先股

分享企业固定现金流

- 可转换证券
- · 私募股权融资
- 公开发行股票

分享企 业剩余 现金流

125



	固定收益	剩余收益
证券化	债券, ABS, REITs, 优先股	股票,可转换证券…
非证券化	贷款,信托, 融资租赁…	一般股权投资

融资工具选择的影响因素

企业自身因素:企业家风 险偏好,经营理念,公司 治理…

商业环境变化、 产品市场竞争与 企业/项目现金流 期限分布、波动/ 风险。

融资工具设计—现金流匹配,融资成本,交易结构与风险控制

金融市场条件:摩擦/管制/时机 (Timing),投资者偏好···

交易成本:税率,信息不对称状况…

融资工具设计步骤

创造现金流和投资价值

分配现金流和投资价值 一分块,分段,分层,分散。

竞与确的业境争不定商环

•分析企业/项目/ 现金流入期限结 构、波动状况及 风险。

•增加现金流入, 或平滑波动,分 离波动。

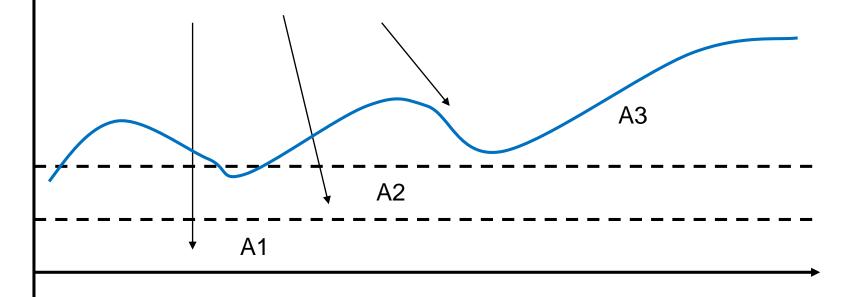
- •根据金融市场条件及投资者 收益要求及风险偏好,分割 或组合项目/企业现金流,确 定金融产品类型和规模;
- •考虑税、信息不对称等因素, 采用现有融资产品,或设计 新融资工具;
- •确定还款来源,设计交易结构、合约,控制风险。

固定收 益融资 产品

混合/ 过渡型 金融产 品

股权融资产品

横向分拆/组合企业/项目的现金流,分层对应不同的融资工具。

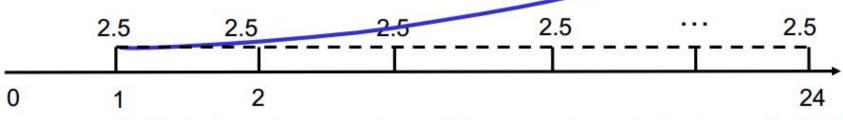


现金流分层

■ 某开发商获得一条收费高速公路24年经营权,预期第1 年净现金收入为2.5亿元,以后每年递增5%,需要投资 20亿元。如何融资? → 25 → 1

$$PVA_{24} = \frac{2.5}{12\%} \left[1 - \frac{1}{(1+12\%)^{24}} \right]$$

= \text{\text{19.46} (\text{25}}}}}}

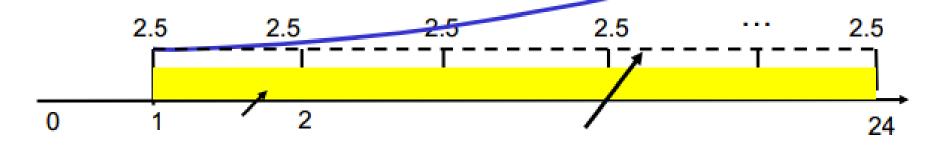


出售未来预期固定收益(提供12%的投资收益率)支持当前投资: r=12%, PVA=19.46 (亿元), 举重若轻。原投资商获得剩余的增长收益。

现金流分层

如果可以将每年固定的2.5亿元现金收入分拆为1亿元和1.5亿元,分别发行利率8%和利率10%的24年期债券

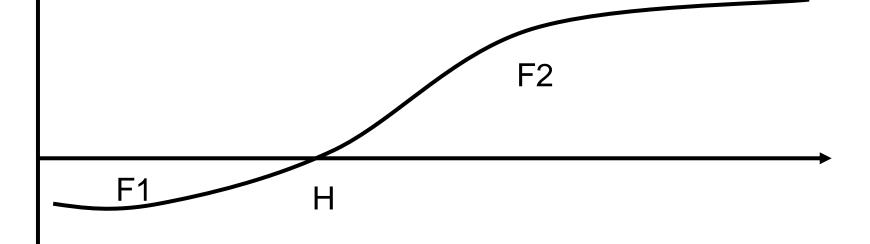
$$PVA_{24} = \frac{1.5}{10\%} \left[1 - \frac{1}{(1+10\%)^{24}} \right]$$
$$= ¥13.47 (亿元)$$



■ 总融资额 = 10.53 + 13.47 = 24 (亿元)



纵向分解为多阶段接力融资: VC+IPO;PE+IPO, M&A...



商业地产PE->REITs接力融资

- 嘉德将投资物业按发展阶段分为培育期和成熟期,培育期物业的风险比开发物业高,但资本升值潜在回报空间也相对较大,适合私募投资人(PE/PF)的要求;成熟期物业的收益率在7-10%之间,具有稳定的分红能力,适合保守的REITs投资人。
- 嘉德1998年参与发起第一只私募基金,2002年发起设立了第一只 REITs,开始PE+REITs的地产金融模式。
- 2003-2004年成立了3只私募基金和1只REITs; 2005-2006年成立了5 只私募基金和3只REITs; 2007-2008年成立了9只私募基金, 计划 成立1只印度REITs和1只马来西亚REITs
- 计划REITs总数再翻一倍达到10只,并继续扩大私募基金平台。

迪斯尼乐园

- 迪斯尼乐园在项目初期巨额投资,带来高额利息成本、 折旧、投资税收优惠等形成巨大亏损,无法在短期内 由项目内部消化,难以吸引外部投资者。
- 为充分利用税务亏损,降低项目综合资金成本,在迪斯尼乐园投资结构中,由迪斯尼公司与其他投资主体共同出资组建两阶段公司:
- (1) 迪斯尼开发公司(普通合伙制结构),有效地利用项目的税收优势。
- (2) 迪斯尼经营公司 (有限合伙制结构)。

- 迪斯尼开发公司投入较少的资金,吸收外部投资者共同筹建迪斯尼乐园。资本结构大部分由外部投资者提供不可追索的借款,开发公司以资产第一抵押权、租赁合同和收取租金的受让权作为担保。
- 迪斯尼开发公司拥有迪斯尼乐园资产,并以10年期租赁协议,将其资产租赁给经营公司。在10年租赁协议 终止时,经营公司以其账面价值收购项目,开发公司 则被解散。

- 项目前5年建设期,由于利息成本和资产折旧等原因,项目将产生高额税务亏损,这些亏损由各投资者分担。同时,出租迪斯尼乐园的租赁收入在项目前期就给投资者带来了回报。投资者既享受了税收优惠的利益,又避免投资回报时间过长的问题,有助于吸引投资者。
- 迪斯尼经营公司股本资金大部分由政府投资公司提供, 小部分由迪斯尼公司出资。迪斯尼公司是经营公司中 的唯一普通合伙人。尽管迪斯尼在经营公司只占少数 股权,但可完全控制项目的管理权。

贸易融资

■ 贸易融资.pptx

类金融融资

■ 类金融融资.pptx

中国资本市场简介

■ 中国资本市场简介

案例

以中铁建上市改制案例