

PDF-TN2015017

## 重庆阿里小贷公司融资抉择<sup>1</sup>

### 案例使用说明

#### 一、教学目的与用途

1. 本案例主要适用于《投资银行学》、《金融工程》、《公司金融学》中有关资产证券化、金融产品设计、企业融资相关内容的教学。
2. 本案例适用于 MBA、高年级本科生和全日制研究生的上述课程教学。
3. 本案例的教学目的要求学生了解信贷资产证券化的基本原理和运作过程，以及我国小贷公司的资产证券化融资实践，掌握融资成本的计算，以及相关金融产品设计的一些关键因素。

#### 二、启发思考题

1. 相对于国外典型的银行信贷资产证券化，民生通惠资产支持计划有什么特点？
2. 民生通惠的资产证券化融资方案对重庆阿里小贷公司而言有何利弊？
3. 如果你是重庆阿里小贷公司的财务顾问，你会建议胡总采用哪个融资方案？依据是什么？你有其他可供选择的解决方案吗？
4. 如果你是资产证券化产品的设计者，你认为民生通惠资产证券化融资方案设计是否理想？有没有进一步优化的空间？

#### 三、分析思路

教师可以根据自己的教学目标（目的）来灵活使用本案例。这里提出本案例的分析思路，仅供参考。

- 
1. 本案例由华东师范大学金融与统计学院的范学俊、马楚楚撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。
  2. 本案例授权中国金融专业学位案例中心使用，中国金融专业学位案例中心享有复制权、发表权、发行权、信息网络传播权、汇编权和翻译权。
  3. 由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。
  4. 本案例仅供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种行为是否有效。

1、学生自行搜索寻找国外典型银行信贷资产证券化的相关资料，了解其运作模式，结合民生通惠资产支持计划得出两者的相同点与不同点，从而分析民生通惠资产支持计划的特点。

2、引导学生回顾财务管理学计算融资成本的公式，结合案例附件对资产证券化融资成本的测算公式，从案例中寻找需要的数据，并进行计算。同时引导学生自主分析 2013 年特殊情况下重庆阿里小贷公司的现状，结合民生通惠资产证券化融资方案得出该方案对当前重庆阿里小贷公司而言的利弊。

3、结合前 2 题的分析，综合得出建议及分析依据。对于其他可供选择的方案，学生可自行创新，给出不同的建议，本文将在下面的分析中给出 P2P 网贷模式供重庆阿里小贷公司参考。

4、结合前 2 题的分析，得出需要进行优化的部分。

#### 四、理论依据及分析

##### 1. 公司金融融资决策理论

公司筹集资金，是指公司作为筹资主体根据其生产经营、对外投资和调整资本结构等需要，通过筹资渠道和金融市场，运用筹资方式，经济有效地筹措和集中资本的活动。公司筹资的基本目的是为了自身的生存和发展，具体包括扩张性筹资动机、调整性筹资动机和混合性筹资动机三类。在本案例中，重庆阿里小贷筹资为混合性筹资动机，不仅包括因小贷业务发展需要筹资的扩张性筹资动机，也有降低资产负债率、降低政策风险的调整性筹资动机。

公司筹资是一项重要而复杂的工作，为了有效地筹集公司所需资金，必须遵循以下基本原则：

##### （1）规模适当原则

不同时期公司的资金需求量并不是一个常数，公司财务人员要认真分析科研，生产，经营状况，采用一定的方法，预测资金的需要数量，合理确定筹资规模。

##### （2）筹措及时原则

公司财务人员在筹集资金时必须熟知资金时间价值的原理和计算方法，以便根据资金需求的具体情况，合理安排资金的筹集时间，适时获取所需资金。

##### （3）方式经济原则

在确定筹资数量，筹资时间，资金来源的基础上，公司在筹资时还必须认真研究各种筹资方式。公司筹集资金必然要付出一定的代价，不同筹资方式条件下

的资金成本有高有低。为此，就需要对各种筹资方式进行分析，对比，选择经济，可行的筹资方式以确定合理的资金结构，以便降低成本，减少风险。

在本案例中，重庆阿里小贷公司采取资产证券化融资可以及时获得融资支持，符合筹措及时原则，且获得的资金支持为2亿元，较银行贷款资金量大，但是融资成本较高，在经济原则下逊色于银行贷款融资方式。

## 2. 收益风险均衡理论

风险与收益均衡理论包括风险内涵界定和风险与收益关系定位等内容。

其中，风险是指不确定性，既包括损失发生的可能性，也包括收益的不确定性，即风险的存在可能带来收益、损失、均衡三种情况。一般情况下，风险可以被划分为系统性风险和非系统性风险。系统性风险是指不可以通过资产组合得以分散的风险，而非系统性风险是指某个行业或者个别证券特有的风险，可以通过分散化予以消除。

风险与收益理论定位的风险与收益的本质关系是：承担风险是获取收益的前提，获取收益是承担风险的目的。其数量关系是：风险越大，则收益也越大；收益越小，则风险亦越小。

故而从本案例的资产证券化方案设计中可以看出，该方案对发起人重庆阿里小贷而言并未充分体现收益与风险均衡的原则。重庆阿里小贷作为次级债券持有人承担着较大的风险，但是却同时承担着较重的融资成本，风险收益并不匹配。

## 3. 资产证券化理论

资产证券化是以特定资产组合的未来现金流为支持，通过风险隔离和信用增级设计，发行可交易证券的一种融资形式。

资产证券化的形式有以下两类：抵押贷款证券化（MBS）和资产支持的证券化（ABS）。最早被用于资产证券化的基础资产是住宅抵押贷款。此种方式下发起人主要是拥有住宅抵押债权的商业银行，基于流动性要求，将缺乏流动性的住宅抵押债权资产证券化以获得资金，优化资产结构。在我国，最早进行资产证券化尝试的也是拥有大量抵押债权的商业银行。狭义的ABS包括以抵押债权以外的其他资产为支持所发行的证券，因此这种方式所包括的资产证券化基础资产范围比MBS更为广泛。狭义的ABS将发起人投资的未来将获得的收益权证券化，例如，高速公路建设者以高速公路建成后的收费权进行证券化获得融资，高档写字楼建设者以未来写字楼一定期限的出租权益为标的进行融资等。广义的ABS包括MBS。

一个较为完整的资产证券化流程一般包括以下运作步骤：



图5 资产证券化流程

资料来源：作者自行整理

在资产证券化过程中，体现出资产证券化重要的三大基本原理，即资产重组原理、风险隔离原理和信用增级原理。

（1）确定资产证券化标的组成资产池是资产重组原理的重要表现：由于资产证券化选择发起人的一个或者部分资产组成资产池，重组后的资产池一般拥有较为稳定的现金流，从而基于资产池发行的证券风险主要来自资产池未来现金流的稳定性与及时性，而与发行人本身实现了很好的隔离。

（2）确定特设信托机构实现标的资产的真实销售是风险隔离原理的重要要求：发起人必须将重组后的资产真实销售给特设信托机构，实现真实销售后的资产将不受发起人及其他资产证券化主体破产的影响，即一旦发起人及其他资产证券化主体破产时，真实销售后的资产池不作为破产财产参与清算。风险隔离原理可以有效地保护资产证券化产品投资者的利益。

（3）建立信用担保机制是信用增级原理的重要体现：通过信用担保机制实现信用增级的方式主要有内部信用增级和外部信用增级两种形式。其中，内部信用增级常常根据基础资产将产生的现金流结构将可供投资的资产证券化产品分成不同级别，由发起人自身购买次级证券，从而更好地保障优先级和次优先级投资者的利益；外部信用增级形式则往往由第三方机构或者个人为资产证券化产品提供信用担保。由于证券化资产经过了信用提高，一般情况下，资产证券化产品的信用级别会高于发行人的信用级别。

传统融资主要有银行贷款、股票融资、债券融资等三种方式，与传统融资方式相比，资产证券化融资主要有以下几个明显的特点：

(1) 它将资产风险与原始权益人整体信用割裂开来：传统融资方式主要凭借资金需求者本身的资信能力进行融资，而资产证券化融资则是凭借该资产能够带来的未来现金流能力，影响资产证券化定价的是资产风险而非原始权益人的资信水平。

(2) 它是一种不涉及资产增加，不会恶化资产负债率的融资方式：传统的债券融资和银行贷款融资均在增加负债的同时相应增加了资产，影响资产负债表右上方，同样，股票融资方式在增加所有者权益的同时增加了资产规模，影响资产负债表右下方，这两种方式均会导致资产负债率的恶化。而资产证券化只是在资产不同类别科目中进行转换，并未增加资产规模，影响资产负债表左方，不会导致资产负债率的恶化。

(3) 它是一种低成本的融资方式：由于资产证券化是基于资产进行融资的方式，须经过内部和外部两项信用增级步骤，故其相对其他融资方式而言融资成本较低。

在本案例中，民生通惠资产管理有限公司设计的资产证券化方案投资者限于民生人寿公司，并未实现上市发行，也未进行评级，同时，也并未实现真实销售，资产未实现完全风险和收益转让。

## 五、案例具体分析

### 1. 相对于国外典型的银行信贷资产证券化，民生通惠资产支持计划有什么特点？

就当前我国资产证券化进程而言，我国大致处于美国 1986 年时期：个人住房抵押证券和以公司贷款为主的其他资产支持证券陆续出现，不良贷款、中小企业贷款、平台贷款、涉农贷款等新品种均在试点阶段；资产证券化的指导、规范性文件以及相关的税收、会计等配套政策已陆续修改出台。

民生通惠资产管理公司提出的重庆阿里小贷资产证券化方案，是在 2013 年 2 月保监会发布《关于保险资产管理有限公司开展资产管理产品业务试点有关问题的通知》的背景下，小额贷款公司资产证券化领域的首次尝试。受保监会《关于保险资产管理有限公司开展资产管理产品业务试点有关问题的通知》的具体政策规范，仅允许保险资产管理有限公司作为管理人，向限于境内保险集团公司、保险公司、保险资产管理公司等具有风险识别和承受能力的合格投资人发售标准

化产品份额。

故此相比于国外典型的银行信贷资产证券化，民生通惠提出的重庆阿里小贷资产证券化方案主要存在以下两个特点：

（1）资产证券化方案仅设置一个机构投资者，尚未在二级市场实现转让，故而流动性不足：

当前我国尚处于资产证券化初期阶段，与国外市场在证券流通方面政策较为不同，国外市场资产证券化债券均可在二级市场流通，且投资者众多，交投活跃，而在我国，资产支持证券二级市场流动性严重不足。相比美国千亿美元的日均成交量和千笔的日均交易数，我国银行信贷资产支持证券在银行间债券市场上 7 年间平均每年仅有 5 次交易和 16.8 亿的成交额。如下为美国 MBS 和 ABS 的日均成交情况：

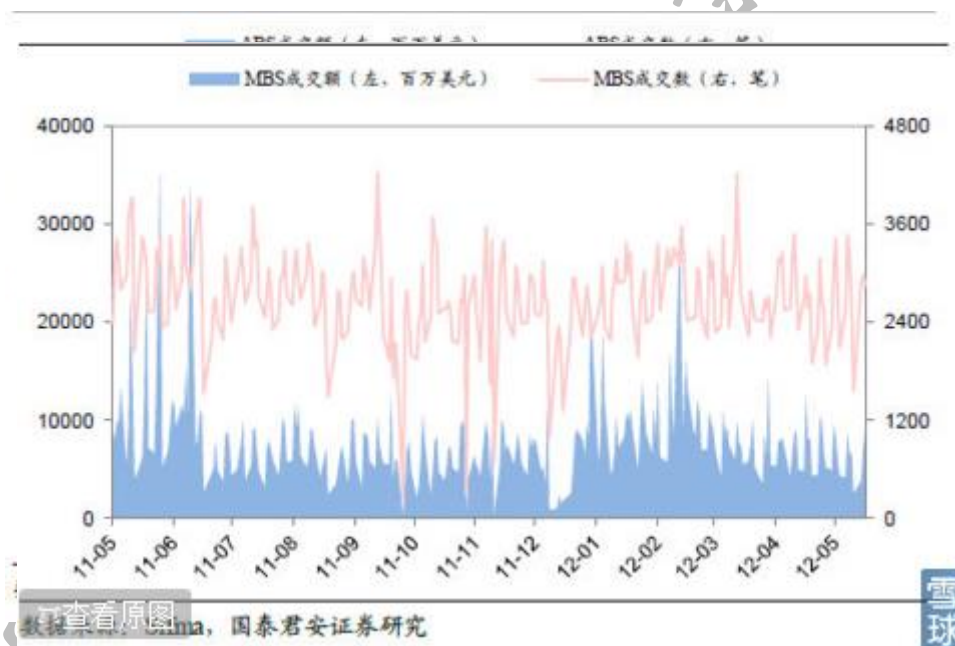
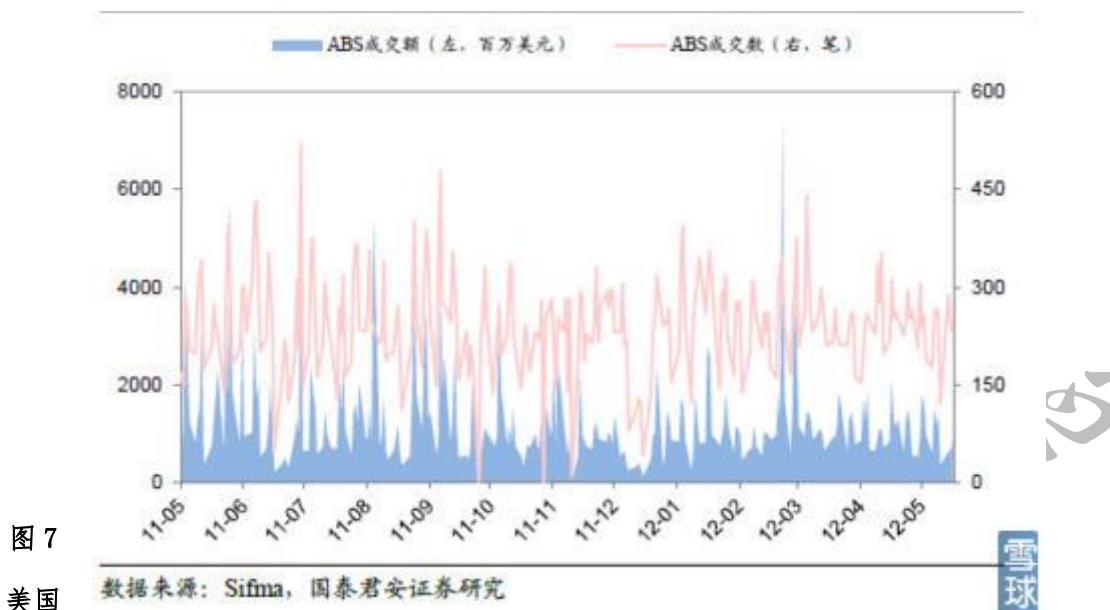


图 6 美国 MBS 日均成交情况



ABS 日均成交情况

而民生通惠资产管理公司提出的资产证券化方案受到保监会政策规定,仅允许其向限于境内保险集团公司、保险公司、保险资产管理公司等具有风险识别和承受能力的合格投资人发售标准化产品份额,在产品设计时,民生通惠资产管理公司设计的重庆阿里小贷公司资产证券化产品优先级和次优先级投资者仅限于民生人寿保险公司,其中民生人寿保险公司为民生通惠资产管理公司的唯一股东。该设计由民生人寿保险持有 92% 的资产证券化产品,为重庆阿里小贷融资 2 亿元。该优先级产品也尚未实现在全国银行间债券市场及上交所证券市场上市流通,故而若民生人寿保险公司不愿再持有该优先级和次优先级产品,也无法实现快速低成本变现,流动性差,风险大。

## (2) 资产证券化方案设计由重庆阿里小贷公司自持次级债券,未实现风险转移,重庆阿里小贷公司承担较大风险:

在证券设计方面,我国与国外成熟市场的不同还体现在,我国最先吸收损失的次级档一般由发起人自行持有或包销给特定机构客户,这使得我国公司发行的以不良贷款为基础的资产支持证券,优先档仍可获得 AAA 的评级,优先档和次优先档投资者承担风险较小,但是一旦基础资产出现大规模违约,最终承担损失的仍然是发起人,即实现资产转让获得融资的原始资产权益人。

在重庆阿里小贷的资产证券化方案中,同样由重庆阿里小贷公司持有次级债券,故而重庆阿里小贷的资产无法实现风险转移,重庆阿里小贷公司作为次级债

券持有人，为资产支持计划进行内部增级，可以在一定程度上增加资产证券化产品的吸引力，使得小贷资产融资获得认可，方便获得融资，但是同时，重庆阿里小贷公司也承担着较大的风险，其收益和风险的不匹配度较高。

## 2. 民生通惠的资产证券化融资方案对重庆阿里小贷公司而言有何利弊？

**利：**

(1) 在不恶化资产负债率的前提下避开政策规定获得融资，并帮助降低贷款融资成本

由于重庆阿里小贷并未上市，获取资料受限，仅能根据所得资料测算得知重庆阿里小贷在 2013 年底的资产负债率为 55.75%，可以推测的是，重庆阿里小贷在此次资产证券化前即 2013 年中的资产负债率也应已远远超过小额贷款公司资产负债率 33.3% 的政策限制，由于政策限制，重庆阿里小贷要想通过银行贷款获得融资已经很难实现。此次资产证券化有效地避开了政策限制，在不会恶化重庆阿里小贷的资产负债率的情况下，通过盘活资产，实现融资。该资产证券化所得资金可部分用于偿还银行贷款，对资产负债率的提升及贷款融资成本的控制有很大帮助。

(2) 所融资金及循环购买模式设计支持小贷业务发展

此次资产证券化实践采用循环购买模式，有效地解决了资产支持计划长期间与小额贷款基础资产短期限之间的长短期错配问题，并且提前偿还的资金可由重庆阿里小贷用于发放小额贷款，对重庆阿里小贷而言，此次资产证券化不仅可以获得转让资产融资支持，同时也可以获得后续循环购买模式融资支持，双重融资设计对于支持其小贷业务发展意义重大。

**弊：**

(1) 融资成本高企，财务负担不降反升

利用资产证券化融资成本公式可得此次资产证券化的融资成本 =  $(47749877.31 - 413060 * (1 - 0.25)) / (200000000 + 80050224 / (1 + 6.15\%)^2.25) = 17.57\%$ 。可见该项资产证券化融资成本显著高于银行贷款利率，重庆阿里小贷通过该资产证券化实践筹资虽然可以降低部分贷款融资成本，但是由此带来的综合财务负担却有增无减。

具体分析计算过程如下：在企业财务管理中，融资成本用来核算企业的融资活动对企业带来的融资负担，也可用于比较不同融资方式的融资成本，从而确定



企业的融资方式。资产证券化对于发起人而言相当于出售资产获得融资，发起人需要为此承担融资成本。融资成本包括一次性的融资费用和存续过程中的资金使用费，一般意义上的融资成本率=资金使用成本/(资金筹集收入-资金筹集成本)。

对于资产证券化而言，需要具体考虑其资金使用成本、资金筹集收入和资金筹集成本，相关说明可参考附件一。

在考虑所得税(T)，市场利率(I)，可构建资产证券化融资成本模型：

$$Kr = \frac{O - S * (1 - T)}{K - D + \frac{G}{(1 + I)^N}}$$

根据以上融资成本模型，对上述案例中重庆阿里小贷公司资产证券化的融资成本进行测量，测量过程如下：

#### 1、机会成本 O

此次转让贷款资产 217400000 元，由于基础资产产生原则为随机抽取未逾期贷款，故随机抽取的基础资产基本会服从重庆阿里小贷的贷款结构即：信用贷款 62.86%、阿里贷款 24.69%、订单贷款 12.45%，同时信用贷款日利率 0.06%，订单贷款 0.05%，阿里贷款为一年期定期贷款，根据小额贷款公司贷款利率不得超过同期银行贷款利率 4 倍的规定，可以分别估测出三类贷款的年利率分别为信用贷款 21.90% (0.06%\*365)、阿里贷款 24% (一年期定期贷款基准利率 6%\*4)、订单贷款 18.25% (0.05%\*365)。由此可以得到若不进行资产证券化，该部分基础资产的机会成本为 47749877.31 元 (217400000 \* (62.86%\*21.90%+24.69%\*24%+12.45%\*18.25%) )。

#### 2、服务费 S

由于项目介绍资料中并未说明，根据管理费一年 652200 元和托管费 173920 元的规定，取其算术平均数 413060 元作为服务费。

#### 3、税率 T

根据规定，小额贷款公司需要缴纳 25%的企业所得税，故税率为 25%。

#### 4、现金流入 K-折扣 D

该项目资产支持计划投资者分别为民生人寿及阿里小贷，由于内部结构化设置，阿里小贷需要购买次级债券 17400000 元，故阿里小贷可获得现金流入 K-折扣 D 的资金为 200000000 元。

#### 5、利差 G

正常情况下该贷款资产经过 24+3 个月，将产生利息 107437224 元（47749877.31\*2.25）。项目资产支持计划分别给予购买优先级 174000000 元和次优先级 260000000 元的利率为 5.80%和 8%，故在 24+3 个月后，投资者将获得利息 27387000 元（2.25\*（174000000\*5.8%+260000000\*8%））。利差 80050224 元（107437224-27387000）。

#### 6、利率 I 和期限 N

利率 I 选取两年期银行贷款基准利率 6.15%，期限 N 为 24+3 个月即 2.25 年。

故利用资产证券化融资成本公式可得此次资产证券化的融资成本= $(47749877.31-413060*(1-0.25))/(200000000+80050224/(1+6.15\%)^{2.25})=17.57\%$ 。可见该项资产证券化融资成本显著高于银行贷款利率，重庆阿里小贷通过该资产证券化实践筹资虽然可以降低部分贷款融资成本，但是由此带来的综合财务负担却有增无减。

#### （2）风险收益不对称，内部增级承担较大风险

在重庆阿里小贷的资产证券化方案中，由重庆阿里小贷公司持有次级债券，故而重庆阿里小贷的资产无法实现风险转移，重庆阿里小贷公司作为次级债券持有人，为资产支持计划进行内部增级，可以在一定程度上增加资产证券化产品的吸引力，使得小贷资产融资获得认可，方便获得融资，但是同时，重庆阿里小贷公司也承担着较大的风险，其收益和风险的不匹配度较高。

### 3. 如果你是重庆阿里小贷公司的财务顾问，你会建议胡总采用哪个融资方案？依据是什么？你有其他可供选择的解决方案吗？

站在财务顾问的立场上，建议胡总采纳民生通惠提供的资产证券化融资方案。但是，就方案的一些细节双方可以再次磋商，以降低重庆阿里小贷公司的融资风险。该方案当前对重庆阿里小贷而言存在较高的融资成本，且风险收益不对称、风险大。

依据如下：

（1）该方案可以在一定程度上缓解重庆阿里小贷公司的融资困局，而且作为一种创新方式，如果成功，则重庆阿里小贷公司日后的融资渠道将大大拓宽。

（2）该方案为资产置换融资，不涉及负债，可以减轻当前重庆阿里小贷公司资产负债率高于政策规定的情况，减低公司的政策风险，且融得资金可一部分用

于偿还到期的贷款融资，降低贷款融资成本，从而也方便从银行再度获得贷款资金支持。



图 8 不同融资方式影响资产负债表的方式对比

(3) 该方案可以有效应对当前银监会对小额贷款公司获得银行贷款的政策规制的影响，减少公司面对的政策冲击，使得公司的融资渠道多元化，更灵活有效地支持小额贷款业务发展。

(4) 由于阿里巴巴集团与万向集团的民营银行筹建工作尚在进行当中，不确定因素仍然存在，而公司的业务发展需要即时的资金支持，故而该方案可以减少对政策及母公司民营银行建设进程的依赖，降低不确定性。

(5) 由于民生通惠资产管理公司是民生人寿旗下的子公司，民生人寿母公司为万向集团，该项合作也可以在一定程度上缓和公司大小股东阿里巴巴集团和万向集团的关系，更有效地推进阿里巴巴民营银行的筹建。

#### 其他可供选择的方案：

由于重庆阿里小贷公司母公司为阿里巴巴集团，其旗下拥有商城担保公司及丰富的中小企业电商资源，建议重庆阿里小贷公司运用集团的平台优势和兄弟担保公司优势，建立 P2P 网贷平台，将部分自身无法提供融资的中小企业融资项目放入网贷平台，由社会力量提供竞价融资，重庆阿里小贷公司可向中小企业电商收取平台费用，同时可向投资者收取相关中小企业电商的资信调查费用，充分利用自身的优势，同时增加自身的业务模式，降低运营风险，减少自身融资难问题，实现公司的可持续发展。

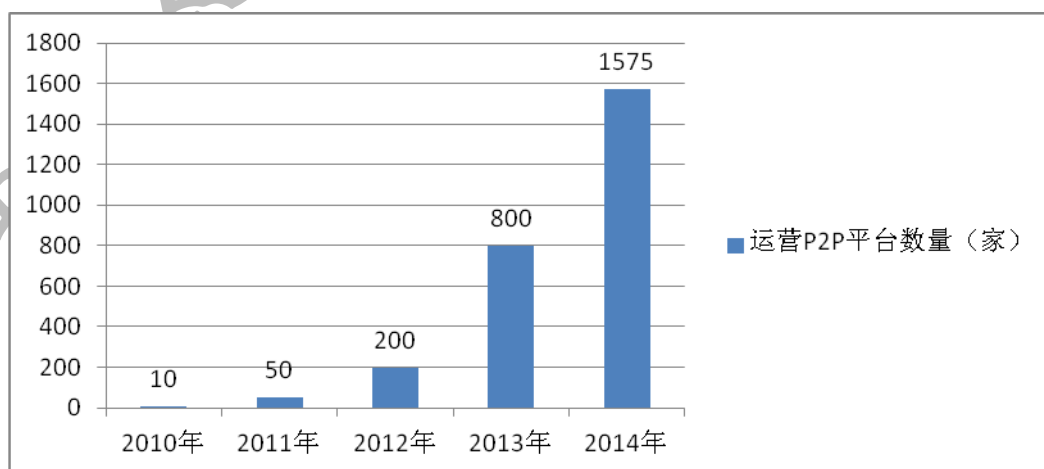
对 P2P 网贷模式的介绍如下：

根据定义，P2P 网贷金融模式，即由具有经营许可的第三方支付公司、网站作为中介平台，借助移动互联网、大数据、云计算等技术提供融资方信息发布，吸引投资者，把资金供需双方无空间界限地对接起来实现各自需求。借款人在平台发放借款请求，投资者进行选择向借款人放贷，由借贷双方自由竞价，平台仅提供撮合成交服务，以收取双方或单方的手续费或是赚取一定的息差作为盈利目的。在借贷过程中，抵押物的状况、借款目的、借款者资信调查、资金转移、合同签署、手续资料等全部通过网络实现，它是随着互联网金融的发展和民间借贷的兴起而出现的一种新的金融模式，被视为未来金融服务的发展趋势。

P2P网贷的鼻祖现被公认为是英国的Zopa平台。这个平台在成立的一开始就打出了“摒弃银行，每个人都有更好交易”的口号，对过往把银行作为中介机构的模式进行了创新，直接采取的是N2N——一个人对个人放款的模式。自此，这一模式在欧美广为流行，甚至有人说，这种模式充分发展的结果就是把类似银行这种金融机构从借贷中介中挤出去。目前，在美国形成了Lending Club和Prosper两个P2P平台双寡头的局面，其中全世界最大P2P平台Lending Club于2014年12月11日成功登陆纽交所，IPO的价格为15美元，上市首日涨幅便高达56%报收于23.43美元。Lending Club在P2P的行业内相当于一面旗帜，而且是全球首家上市的P2P平台概念股，它的上市将大大增加公众对P2P网贷的信任度，对国内P2P网贷平台的发展无疑是一件好事。

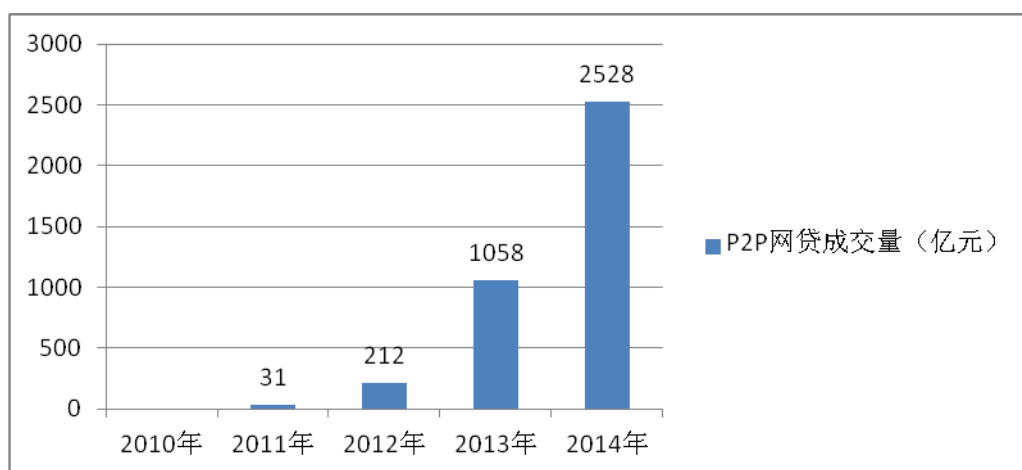
P2P网贷在英美等西方国家发展多年已日趋完善，这种新型的互联网金融模式也已逐渐被熟悉网络应用的民众所接受。一方面资金供给方能够实现自有闲散资产的收益增值，另一方面资金需求方则可以用这种方便快捷、低成本的方式满足自己的融资需求。而在我国，P2P网贷的起步较晚，最早的P2P网贷平台——“拍拍贷”诞生于2007年8月，在其后的几年间，国内的网贷平台很少有创业人士涉足。直到2010年，网贷平台才被许多创业人士看好，网贷平台进入了快速发展期。据图3——6显示，2012年我国网贷平台正式进入了爆发期，仅2012年一年，国内P2P网贷平台全年的交易额就已经超过了百亿。进入2013年，P2P网贷平台更是蓬勃发展，以每天有1—2家新平台上线的速度快速增长。截止到2014年年底，P2P网贷平台已达1575家，增长速度有所放缓，这与新兴事物发展到一定程度之后很

难继续保持较高增长率的事实相符,再加上2014年整体的经济环境不容乐观,P2P市场毕竟容量有限,还有很大一部分跑路的平台,能有775家的绝对增量已属不易。从平台撮合交易成交量角度来看,据统计,截止到2014年底,中国P2P网贷行业历史累计成交量规模已经接近4000亿元的水平,这是一个与其发展年数相比十分了不起的数字。仅2014年一年,不算那些非常规、没获得经营牌照非法经营的P2P平台,全年累计成交量就已高达2500多亿元,是2013年约800亿的2.39倍。在目前P2P网贷的行业中,逐渐呈现出强者恒强的态势,一些运营稳健受民众信赖的P2P平台一方面接受银行、国资、风投资本地注入,可以依靠自身背景作为信用背书,具有较强的议价能力,比如:2014年9月积木盒子获得小米注资;11月联想控股翼龙贷,背靠大企业可以让这些P2P平台在资金、流量、管理等方面拥有更大的发展空间。另一方面P2P平台不断开发新产品、拓展新业务、形成良好的风控体系,行业巨头逐渐显现。比如平安旗下的陆金所,2014年12月完成首轮融资估值百亿美元,是对其拥有完备的基础设施、经验丰富的团队、强大的背景资源和业务多样化可能性的强烈看好。而运营不良、交易量较低的P2P平台会在2015年接受严峻考验,受迫于资本实力有限,这部分中小P2P平台会出现停止运营、被大P2P平台或电商兼并、将流量导入渠道被迫进行合作的现象,逐渐脱离整个行业的竞争序列,P2P网贷运营的大环境会进一步被改善。可以预计,2015年网贷行业快速发展的势头将会继续延续。



数据来源:网贷之家

图9 2010年—2014年运营P2P平台数



数据来源：网贷之家

图 10 2010 年-2014 年 P2P 网贷成交量

观察国内一些有名的P2P网贷平台，可以发现它们在西方传统的P2P平台模式上进行了各具中国特色的本土化改进和创新，比如在担保方式、保障范围等方面，更加适应国内个人信用记录尚未建立、普遍采取担保机制大背景之下在互联网平台上进行信用借贷的市场环境。表3——2对国内四家著名的P2P平台进行了比较，我国目前P2P平台在运营模式上的主要区别在于是否涉及到在线下进行审核这一步骤。线上模式国内正是以拍拍贷为典型，所有资金的借贷流程均在线上完成，对借款人进行视频认证、验证银行流水账单等方式不需要再在线下进行审核；O2O模式则更为常见，当资金需求方需求资金超过一定限额在线上提出融资申请后，该平台便会在线下对其提供的认证资料进行审核、甄别，采取这样的模式可以在一定程度上降低交易欺诈的可能性。在服务性质上，大多数平台还是延续了西方传统P2P平台模式，为个人的投融资进行服务，小企业e家具有招商银行的背景，也可以顺利开展对公的信贷服务。在保障措施方面，国内P2P平台普遍还是采取担保机制，再加上另外的比如风险备用金、分散投资、关联方机构担保等保障安排。在实际运营中，拍拍贷和人人贷会按照平台发布的贷款产品类型及资金需求方的信用等级计提融资规模一定比例的风险备用金，为平台准备一部分流动性对可能出现的产品逾期或违约提供一定程度的偿付，释放信用和声誉风险。由于平台本身不能对相关融资产品进行担保，关联方担保便成了释放风险的重要手段，拥有强大的关联方一方面可以转嫁平台的违约风险，对投资者更具有吸引力，另

一方面还可以借助担保机构的专业性对融资产品及资金需求者进行专业严格的风险审查和贷后监控。陆金所的稳赢-安e就是借助了平安融资担保（天津）有限公司这一强大的关联方为在平台上达成的交易提供全额担保，担保范围包括逾期罚息、利息和全额本金，而且同时会进行催收、代偿、信用核定等工作。在融资产品的利率、期限、投资起点金额方面，大部分P2P平台比较注重投资者的投资体验，呈现出与银行理财相比更高的利率水平、较长的期限和较低的起始投资金额。为了吸引更多的投资者进入平台，各家P2P平台推出了差异化的产品，拍拍贷和人人贷是典型的互联网平台，十分重视客户的体验，以客户的更好体验作为标准进行产品设计，对客户进行细分，满足资金供需双方各自的需求，是一种典型的互联网思维；稳盈-安e和小企业e家在线下就拥有金融机构，更注重线下风险管理的专业性与线上业务延伸的协同作用，重视P2P平台的安全性，因此在产品的选择上更倾向于融资规模相对较大的小微企业经营贷款。

表7 四家国内著名P2P平台运营机制对比

	拍拍贷	人人贷	稳盈-安e（陆金所）	小企业e家（招商银行）
运营模式	线上模式	O2O模式	O2O模式	O2O模式
服务性质	个人对个人	个人对个人	个人对个人	个人对企业
支付方式	第三方支付	第三方支付	代收代付	第三方支付
保障方式	风险备用金	风险备用金	关联方担保（部分无担保）	无担保
保障范围	本金	本金+利息	本金+利息	无
审核方式	线上审核	线下审核，实地认证	线下担保审核	线下调查
利率	投资者竞标	10%至24%	浮动利率	7%至8%
期限	3个月至12个月	3个月至24个月	12个月至36个月	180天左右
金额	3000元起	3000元至50万	1万元至30万元	5万元起

资料来源：经网站观察整理

作为撮合交易的平台，互联网早已实现；作为借贷的中间机构，银行当仁不让。但P2P网贷平台却在近几年如雨后春笋一般纷纷涌出，并且受到了民众的热捧。究其原因，P2P网贷特别适合融资金额小、需求大、融资周期短、频率高的小微企业，而小额和分散正是互联网P2P平台的核心。

#### 4. 如果你是资产证券化产品的设计者，你认为民生通惠资产证券化融资方案设计是否理想？有没有进一步优化的空间？

民生通惠资产证券化融资方案设计尚不理想，仍有进一步优化的空间。

根据资本资产定价模型  $K_i = R_f + \beta_i (K_m - R_f)$ ，资产的期望收益率  $K_i$  随着风险系数  $\beta_i$  的增大而提高，随着风险系数  $\beta_i$  的减小而降低，即收益与风险具有对称性，风险越小，收益越低，风险越大，收益越高，这就是风险收益均衡原则。

在民生通惠资产证券化融资方案设计中，重庆阿里小贷作为次级债券投资人，承担着较大的风险，但是与此同时，重庆阿里小贷需要承担较重的融资成本，故而对重庆阿里小贷公司而言，民生通惠资产管理有限公司提供的资产证券化融资方案主要用于融资，但是无法提供风险转移，同样也无法降低公司的成本，使得公司的风险收益并不均衡。

方案的优化可以考虑在由重庆阿里小贷公司作为次级债券投资人提高内部信用增级的同时，适当降低重庆阿里小贷公司的融资成本，从而使得各方利益分配更加均衡。

#### 六、案例的后续发展

在经过董事会的激烈讨论后，根据投票结果，重庆阿里小贷公司决定与民生通惠资产管理有限公司进行首轮资产证券化合作。在双方的配合下，《民生通惠-阿里巴巴1号项目资产支持计划》于2013年6月18日正式成立，并为重庆阿里小贷公司成功融资2亿元。此后，重庆阿里小贷公司又陆续与诺亚财富、东方证券资产管理有限公司合作运用资产证券化方式筹集资金，其中，与诺亚财富的合作是在2013年7月11日，完成5亿元筹资，与东方证券资产管理有限公司的合作在2013年7月26日，10期资产证券化产品融资总额为25亿元，该两项合作基础资产均来自重庆阿里小贷和其兄弟公司浙江阿里小贷的小额信贷资产，且采用公开发行方式，其优先级可在深交所交易，下图为交易情况：

表8 东证资管-阿里巴巴1-10号专项资产管理计划交易情况

交易日期	证券代码	证券简称	成交价格(元)	成交量(份)	买方营业部	卖方营业部
20140905	119044	阿里04	105.2	50000	机构专用	机构专用



20140821	119044	阿里04	100.25	50000	机构专用	机构专用
20140812	119044	阿里04	100.1	50000	机构专用	机构专用
20140403	119044	阿里04	102.55	50000	机构专用	机构专用
20140113	119035	阿里01	102.87	750000	国泰君安证券股份有限公司上海威海路证券营业部	机构专用
20140113	119041	阿里03	101.94	200000	国泰君安证券股份有限公司上海威海路证券营业部	机构专用
20130926	119035	阿里01	101.13	300000	机构专用	机构专用
20130926	119035	阿里01	101.13	200000	机构专用	机构专用

资料来源：深圳证券交易所网站

公司同样在 2014 年 1 月 8 日和 2014 年 4 月 16 日重启与民生通惠资产管理有限公司的合作，成立《民生通惠-阿里巴巴 2 号项目资产支持计划》，筹资 10 亿元。重庆阿里小贷公司的资产证券化实践是小额贷款公司该类实践的首例。

## 七、关键点

对比典型于美国银行信贷资产证券化的基本原来和运作过程，了解民生通惠的资产证券化融资方案的设计特点，理解该资产证券化融资方案对投资者和融资者的不同影响，并能分析出这个方案对重庆阿里小贷公司的利弊得失。

重点是能在兼顾投资者和融资者双方利益的基础上，为重庆阿里小贷公司设计出更理想的资产证券化融资方案。

## 八、建议课堂计划

本案例可以作为专门的案例讨论课来进行。如下是按照时间进度提供的课堂计划建议，仅供参考。

整个案例课的课堂时间控制在 80—90 分钟。

课前计划：提出启发思考题，请学员在课前完成阅读和初步思考。

课中计划：1. 简要的课堂前言，明确主题“重庆阿里小贷公司融资抉择”（2-5 分钟）

2. 分组讨论案例所附启发思考题，告知发言要求（30 分钟）

3. 小组发言（根据班级学员人数分成若干组。选择 3 组发言，每组 10 分钟，总体控制在 30 分钟内）

4. 引导全班进一步讨论（讨论各组没有涉及到的内容，以及

存在意见分歧的内容)，并进行归纳总结，梳理案例中涉及的理论知识，并结合理论知识，梳理案例逻辑（15~20 分钟）

课后计划：下节课前，请学员以小组为单位，采用 PPT 报告形式上交更加具体和详细的此案例分析报告：“重庆阿里小贷公司资产证券化融资方案优化设计”

## 九、相关附件

本案例包含如下附件：

附件 1：资产证券化融资成本模型

附件 2：阿里巴巴小额贷款公司成员

附件 3：我国电子商务三大市场竞争格局

附件 4：我国电子商务小额贷款公司资产证券化实践情况

附件 5：重庆阿里小贷和浙江阿里小贷资产负债表及利润表

附件 6：民生通惠资产证券化融资方案与东证资管资产证券化融资方案对比

（使用说明字数：11642）