

# 长租公寓资产证券化风险研究

韩 萌

(陕西服装工程 陕西西安 712046)

10.12238/jpm.v3i1.4550

**[摘要]**长租公寓前期投入大、行业利润率低、回报周期长，而资产证券化能具有将未来现金流变现、融资成本较低、不依赖强主体兜底等特点，与长租公寓的诉求不谋而合。本文长租公寓资产证券化风险研究，旨在为长租公寓行业后续通过资产证券化融资提供理论参考，促进长租公寓行业蓬勃发展。

**[关键词]**长租公寓;资产证券化;风险;举措

## 一、长租公寓定义与特点

长租公寓多指公寓运营方将从市场上收集来的存量房装修升级改造然后再出租的公寓。其有以下特点。1) 客户细分方面，公寓运营企业往往会根据某一特定租住群体，如都市白领、年轻创客、单身青年等的需求特点进行装修风格设计、空间布置以最大程度满足租客的差异化租房需求。2) 增值服务方面，除提供日常的房间保洁、电器维护外，长租公寓还会提供满足特定租客的主题讲座、经验交流、娱乐社交等增值服务。3) 衍生服务方面，长租公寓利用网站、手机 APP 等工具力图构建社区 O2O 平台，通过对接上下游产业链创新消费应用场景，向租户提供购物、旅游、邮寄、信贷理财等居住衍生服务。“房子是租来的，但生活不是”这句流行语也在一定程度上折射了长租公寓对于居住品质的追求以及与传统住宅租赁市场的区别。

## 二、长租公寓资产证券化

资产证券化即将基础资产所产生未来的现金流作为偿付支持，同时采用一定的结构设计和信用增级方法，然后发行资产支持证券的过程。可以使得企业未来的资产提前变现，并且增加资产流动性和降低融资成本。我国自 2005 年开启资产证券化试点工作以来，一路虽然历经挫折，但始终没有停下发展的脚步，产品种类越来越丰富，发行规模越来越大，相关法律法规不断完善，流程得以进一步简化。但自长租公寓盈利难题以及资金压力制约其发展，也一定程度上决定着行业中每一个体的命运。将资产证券化和长租公寓业务相结合可以缓解企业融资困境，降低融资成本，提升利润空间。自 2017 年以来，政府和企业都在资产证券化、股权融资、公寓发行债券等方式上

不断探索，希望建立有利于长租公寓长效发展的融资模式。资产证券化融资有利于公寓运营方以较低成本筹集资金，减轻资金方面的压力，解决长租公寓发展的资金痛点问题以实现复制商业模式进而扩大在行业发展的初期显得尤为重要的市场规模。我国长租公寓资产证券化有 ABS、ABN、CMBS 以及类 REITs 等方式。

## 三、长租公寓资产证券化主要风险

长租公寓资产证券化风险指的就是企业将长租公寓作为目标资产通过资产证券化来筹措资金的过程中所产生的风险。长租公寓资产证券化过程中一般面临政策风险、市场风险、运营风险和管理风险。

### 1、政策风险

政策风险是指政府有关证券市场的政策发生重大变化或者是做出某些重要的举措、出台某些法律法规引起证券市场的波动，还有可能是因为政策和法律环境不够完善从而带来的风险。企业在进行资产证券化可能会受到国家的有关政策法规变化的影响，从而产生风险。国家会根据行业发展的不同时期的状况修正政策，或者在某行业发展阶段会频繁颁布新的政策并不断调整，这必然会影响到企业的决策。资产证券化是一种创新的金融工具，长租公寓企业在运用其进行融资时必然会受到监管机构的严格监管、相关法律法规的约束，政策风险的影响因素概括为法律不完善风险、税收风险和审批监管风险。由于我国长租公寓市场资产证券化还没有完全成熟，国家配套的法律环境不够完善，若推进过程中遇到问题，那么可能将无法保证企业的正当权益；如果对于国家新出台的政策，企业没能很好的跟踪学习，则一样会使融资企业面临政策风险。

## 2、市场风险

长租公寓资产证券化融资过程中的市场风险主要是指由于市场方面的因素影响证券化的结果的风险。长租公寓资产证券化融资的市场风险主要包括利率风险、外汇风险、资金供应风险、产品流动性风险、市场供求风险。长租公寓资产证券化的利率风险是指由于市场利率的波动而给资产证券化带来不确定性的风险。长租公寓资产证券化发行时, 证券上的票面利率是固定的, 然而, 借款人偿还借款的利率受到市场利率的影响, 跟随市场利率的波动而波动, 不是固定的。这就会使得这两个金额不匹配, 可能会增加企业的融资成本。外汇风险是指长租公寓企业在进行资产证券化融资时, 成本、现金流或市场价值因外汇汇率波动而引起的风险。市场供求风险是指长租公寓企业所发行资产证券化的市场是不断变化的, 市场中供求关系的变化可能会给企业带来风险。流动性是资产证券化在国内外迅速起步发展的关键原因之一。经过资产证券化, 原始权益人把缺乏流动性的资产发行成资产支持证券在市场上流通, 从而满足企业融资需求。企业也因此把风险分散到了金融市场上, 如果资产证券化产品的流动性不强, 就会给企业带来融资风险。资金供应风险也是长租公寓资产证券化的一个常见风险。长租公寓的租金供应作为稳定的现金流, 在资产证券化的基础资产中充当极其重要的角色。在长租公寓资产证券化的整个过程中, 倘若承租人违约、租赁市场不景气等都会给企业本次融资造成资金供应风险, 使得长租公寓企业在融资过程中不能有良好的资金循环, 增加了资产证券化融资过程中的风险。

## 3、运营风险

长租公寓资产证券化运营风险是指企业在资产证券化过程中, 受到运营方面的影响, 使得融资的结果具有一定的不确定性。一般表现为租售风险、租金定价风险、成本过高风险等。在长租公寓资产证券化过程中, 租售、租金定价都直接影响到证券化的基础资产情况, 成本过高也会带来负面影响。由于租金分散度较高, 租金回收的周期与专项计划的付息周期通常不可能完全一致, 因此, 从租金回款账户到专项资管账号通常会存在一定的时间差, 在此期间就有可能发生资金被用于其他用途。租售空置是属于资产证券化中基础资产的一种风险。租售空置风险即长租公寓的出租时间与资产证券化产品的时间不匹配, 在资产证券化期间有空房期, 从而对基础资产产生影响的风险, 是造成运营风险的另一大原因, 需要企业谨慎对待。

## 4、管理风险

管理风险是指企业在资产证券化运作过程中, 由于委托代理产生的信息不对称问题、管理人员出现的管理不善或失误等管理方面的原因, 从而给资产证券化带来的融资风险。这对管理者的综合素质要求比较高, 这种风险具体体现在构成管理体系的每个细节上, 若管理出现问题, 严重的将会给企业与管理者造成无法挽回的损失。这就是企业在进行长租公寓资产证券化融资过程中面临的人力资源风险。因长租公寓资产证券化过程中结构较为复杂, 通常采用“双 SPV”结构, 其中有多方参与主体, 涉及多个委托代理关系, 因此在管理过程中存在着委托代理风险。

## 四、长租公寓资产证券化风险防控举措

### 1、改善法律环境, 增强风险意识

政策风险也是长租公寓资产证券化中不容忽视的融资风险之一。而法律环境风险是导致政策风险的主要原因, 因此, 面对政策风险, 国家要关注法律环境, 健全法律法规。在借鉴国外资产证券化相关经验时, 与我国的实际情况相结合, 从而使我国的资产证券享有更好的法律环境。长租公寓企业可选择与政府合作, 这样在结合国家背景的情况下, 可以提高资产证券化的信用水平。政府在资产支持专项计划中作为外部增级, 具备更高的资金水平和保障制度, 可以有效提升信用等级。如若改善了法律环境, 增加了政府这样有力的外部增信措施, 企业不仅能有效的信用等级, 获得更多投资者的信赖, 而且还能相对减少一些内部信用增级所占比重, 将风险更多的转移出去。

长租公寓企业要多多关注证券交易所监管规则和相关公开活动。应该加深了解国家推出的有关资产证券化的政策法规、税收法规等, 紧跟法规出台步伐, 以便调整企业资产证券化的融资方案。长租公寓企业遵守法律法规, 不钻法律的空子, 增强风险意识。如果企业在融资过程中违反了法律法规, 应把处理法律纠纷放在首位, 这样可以在最大程度上保护企业的声誉, 有利于企业包括融资在内的工作的开展。企业要关注资产证券化实施过程中的各种风险, 包括所有的外部风险和内部风险。风险意识要在每一个参与证券化的员工心中树立, 要在合理合法的情况下, 在对自身管理进行调整, 来适应不断变化着的政策和法律环境, 加强风险意识。

### 2、市场化分散风险, 借助保险提供保障

长租公寓资产证券化实施过程来看,租金收入是保证其正常运作的重要现金流,一旦资金链发生波动甚至断裂,就要由公司的增信措施来弥补,而如果资产证券化内部担保占比多,就会使得该情形严重威胁到长租公寓的资产和运营,因此企业不能仅仅依靠自身的资金实力,要建立市场化思路,不仅要将风险分散出去,还能够一定程度上提高信用等级。发达国家有一些市场化手段很值得我们借鉴,例如信用互换。信用互换是指借用第三方的信用来提高本企业发行的债券的偿付能力,属于一种外部的信用增级手段,能有效的转移信用增级风险。国外选取风险管理能力较强的机构来从事信用互换的业务,加之巧妙的设计机制,大大提高了信用互换的有效性,将风险分散出去,体现了资产证券化产品收益共享、风险共担的特点。由此看来,我国在引入该风险管理方式时,可以选择银行等机构来进行。企业要树立市场化的意识,运用市场化运作来分散信用增级风险,从而降低企业融资风险。

保险手段是一个很好的风险转移的方法,着眼于事前事中和事后,它可对参与保险的风险事故进行防预、控制和补偿等综合治理。可以不局限于增加外部信用担保措施来分担由于内部信用增级占比过高所带来的融资风险,还可以选择一定的保险手段来分散融资风险。例如当企业基础资产现金流出现问题,需要进行差额补足时,企业融资成本升高,面临一定的融资风险,如果在长租公寓资产证券化运行过程中,企业向保险公司进行投保,此种情形出现时,保险公司能够替企业分担相应的损失,减轻企业的资金压力。

### 3、提升运营能力,发展低风险低成本优质资产

企业资产证券化应根据自身情况,选取适当的资产证券化模式。轻资产的长租公寓运营商,可以通过收取的租金发行资产支持证券进行融资。必要时采用“信托+专项计划”的双SPV结构,此时的基础资产为信托贷款,可以有效地解决轻资产模式下基础资产现金流不稳定的问题。对于重资产的长租公寓运营商来说,除类REITs外,CMBS也是很不错的一个选择。长租公寓企业在不断的提升自己对于物业的运营管理水平下,选择适当的融资模式,可以有效的提升融资效率。

优质的目标资产,租售空置风险会相对较小,从而可以保证基础资产的现金流稳定。而基础资产是否优良的关键则是要选择优质目标资产,也就是企业要选择优质的对外出租的物业作为标的物业。在进行证券化产品设计时,应该避免出现

底层资产现金流断裂的情况,优先选择签约时间长的标的资产,并考虑租约与资产证券化产品期限的匹配度。可根据租约到期日的不同,应主动避开租约到期期限扎堆的情况,优先组合不同到期日的标的,也可考虑通过排序实现到期期限无缝衔接,以保证现金流的稳定、可持续。应尽量选择不同地区的物业标的进行组合,以降低违约风险。

### 4、加强管理与培训并积极应用区块链等技术降低风险

加强对于标的物业的管理,为企业进行长租公寓资产证券化提供优质的标的物业,从而降低租售空置风险,提高融资能力。长租公寓运营管理人员需要考虑的内容方方面面,大到物业运营管理体系的构建,小到每一个租户的需求。因此对于运营管理人员需要多加培训,提高他们的综合素质,才能降低风险。

长租公寓资产证券化的风险防范可以结合新兴的区块链技术,就信用增级方面而言,可以将区块链技术当中的交易通过代码自动完成的智能化特性运用到储备金账户或差额支付账户,提高转让效率,降低因人为因素可能产生的风险问题。另外,还可以通过区块链的多方共享属性方便各计划参与方了解到证券化资产的实时动态,促成相互之间的沟通协作,从而最大程度弱化信用评级调整对投资者的不利影响,同时,区块链多方共享特性在一定程度上能够规范评级机构的业务流程,弱化可能产生的风险。

### [参考文献]

[1]巴曙松.长租公寓“租金贷”金融风险与监管建议[J].清华金融评论,2018(11)

[2]毕雪.资产证券化助力长租公寓市场发展研究[J].经营管理,2018(5)

[3]李嘉.“租住同权”背景下基于信托制度的长租公寓融资模式[J].贵州社会科学,2018(7)

基金项目:本文系陕西服装工程学院专项经费科研项目成果之一,项目名称为《基于REITs模式的长租公寓资产证券化价值评估》,项目类别为一般项目