

绿色资产证券化对企业价值的影响研究

郝佳欣

仲联半导体（上海）有限公司，上海，200120；

摘要：绿色资产证券化作为创新型绿色融资手段，能有效助力企业资金周转。本文聚焦中国沪深两市的A股上市公司，研究了绿色资产证券化与企业价值之间的关联，深入剖析该融资方式对企业价值产生的作用。研究结果表明，绿色资产证券化能够在一定程度上提升发行企业的价值。

关键词：绿色资产证券化；经营业绩；企业价值；融资行为

DOI：10.64216/3080-1486.26.03.014

引言

绿色资产证券化是在资产证券化基础模式上发展而来的金融产品，除基础资产与资金投放具备“绿色”特质外，其产品设计方式与传统资产证券化具有相似性。随着经济社会的持续发展，资产证券化的覆盖范围不断拓展，包含的证券种类日益丰富、层级逐渐增多，在经济领域的重要性愈发凸显，已成为多个国家重要的金融工具之一。

近年来，我国高度重视绿色资产证券化发展，出台多项政策文件予以推动。2021年发布的《绿色债券支持项目目录（2021年版）》，有效实现了我国绿色债券国家标准与行业标准的统一，有助于降低企业发行成本、提升发行质量；2023年推出的《银行业保险业绿色金融指引》，也在一定程度上为绿色金融行业的发展规范指明了方向。

1 文献综述

在绿色资产证券化的优势研究方面，Andersson（2015）采用实证研究方法，运用FGLS计量模型对瑞典部分企业的样本数据进行分析，发现实施绿色资产证券化的企业，其债券初始价格相对更高，存在明显的溢价效应。Joshi（2018）指出绿色资产证券化具有独特优势，能够为农村地区发展提供金融支持，进而推动农村地区实现可持续发展，并对此展开了详细论述。

在绿色资产证券化面临的问题研究方面，朱晋、李永坤（2017）通过梳理我国政府出台的关于绿色债券、绿色资产证券化产品发行及监管的相关政策，重点分析了绿色能源产业。研究认为，尽管我国绿色能源产业发展态势良好，但国内绿色资产证券化市场仍存在规模偏

小、融资成本较高、不确定性较强以及法律法规不完善等问题。

综合来看，目前国内外学者针对资产证券化优势与问题的研究，主要集中于银行等金融机构，对非金融企业的相关研究较为匮乏。同时，学者们对资产证券化优势的研究侧重点各不相同，尚未形成统一的观点。

2 绿色资产证券化的理论概述

2.1 绿色资产证券化的定义

绿色资产证券化诞生于金融创新的大背景下，作为一种新型融资工具，目前学术界尚未形成统一的定义。从本质上讲，它属于广义绿色债券的范畴，其发行与监管主要参照绿色债券的管理办法，同时在产品结构安排上与传统资产证券化产品存在诸多相似之处，因此综合了绿色债券与资产证券化两者的核心特点。

依据我国现行政策，绿色资产证券化产品的判断标准分为“资产绿”“投向绿”“主体绿”三类，只要满足其中一项规定，即可认定为绿色资产证券化产品。

2.2 绿色资产证券化的理论基础

预期收入理论由美国经济学家普鲁克诺于20世纪40年代提出，该理论认为银行贷款资产的流动性一定程度上取决于借款人的未来预期的可获得的收入，将贷款的预期收入作为贷款清偿的保障。也就是说，只要资产在未来能够产生稳定的现金流，即便资产期限较长，也具备一定的安全性。绿色资产证券化充分体现了这一理论内涵，是基于该理论进行的融资方式创新。

信息不对称理论产生于20世纪70年代，由斯蒂格利茨等三位美国经济学家共同提出。该理论指出，由于市场交易主体对各类信息的认知程度存在差异，会出

现交易一方掌握信息多于另一方的情况。在交易活动发生前,信息获取较少的一方可能会选择价格更低的劣等品,导致劣等品驱逐良品的“逆向选择”问题;在交易活动发生后,信息劣势方可能因无法及时察觉交易对手违背初始承诺的行为而遭受损失,即“道德风险”问题。绿色资产证券化涉及主体较多,利益交叉现象显著,因此存在较大的信息不对称隐患,充分体现了信息不对称理论的核心观点。

3 样本数据与实证模型

3.1 样本选取与数据来源

本文的研究样本为中国沪深两市的A股上市公司,研究绿色资产证券化与发行企业价值之间的关系,选取2020-2024年5个年度的企业年度面板数据。样本企业的选取主要考虑以下三点:

第一,涵盖农、林、牧、渔、电、水、燃、公共设施管理、综合等9个发行过绿色资产证券化产品的行业;

第二,剔除2020年之后退市或被ST的企业;

第三,经过样本处理后,将已发行绿色资产证券化产品的企业列为实验组,将所在行业未发行该产品的企业列为对照组。

数据来源方面,本文主要通过国泰安数据库获取相关研究数据。

3.2 变量的解释

3.2.1 解释变量

本文的核心解释变量为绿色资产证券化,采用双重

差分模型中的虚拟变量进行衡量。模型的主要解释变量为 $Green_i \cdot Time_{it}$, $Green_i$ 为该双重差分模型的虚拟变量。在样本期内,如果企业*i*具有公开进行绿色资产证券化的记录,则该企业*i*为处理组, $Green_i$ 取值为1,反之则取0。 $Time_{it}$ 为事件冲击时间虚拟变量,若处理组企业*i*在*t*时刻已经进行了绿色资产证券化,则 $Time_{it}$ 取值为1,若在*t*时刻没有进行绿色资产证券化,则取值为0;对于控制组企业, $Time_{it}$ 全部取值为0。

3.2.2 被解释变量

托宾Q值,也叫托宾Q比率,是业界广泛应用于评估企业价值的核心指标,其计算逻辑为企业股票市值与资产重置成本的比值,具体计算公式可表示为:托宾Q值 = 公司市场价值 ÷ 资产重置成本。

EVA:指企业经营创造的利润扣除资金成本后的余额,是基于税后营业净利润与全部资本成本差额的绩效评价方法。其中,资金成本采用加权平均资本成本指标,计算公式为:资本或股本费用率 × 资本构成率 + 负债费用率 × 负债构成率。

市净率(P/B):即每股股价与每股净资产的比率,其中每股净资产 = (资产总额 - 负债总额) ÷ 公司发行总股数。

3.2.3 控制变量

本文选取流动资产比率、现金持有比率、资产周转率、总资产利润率、净利润增速、

营业收入增速、净利润、股权集中度、净资产、财务杠杆为控制变量,具体定义见表4.1:

表4.1 变量定义表

变量符号	变量名称	变量定义	变量类型
QA	托宾QA值	股权市值与净债务市值之和/资产总额 (非流通股市值用净资产代替)	被解释变量
QB	托宾QB值	股权市值与净债务市值之和/资产总额-无形资产净值之差	被解释变量
EVA	经济增加值	营业税后净利润-投入资本	被解释变量
P/B	市净率	每股股价与每股净资产的比率	被解释变量
GT	政策处理变量	表示政策是否在某时点发生冲击	解释变量
Liquid	流动资产比率	流动资产/资产总额	控制变量
Cash	现金持有比率	现金以及现金等价物/期末资产总额	控制变量
Turnover	资产周转率	营业收入/资产总额	控制变量
ROA	总资产利润率	净利润/资产总额	控制变量
Profitg	净利润增速	年度净利润同比增长率	控制变量
Incomeg	营业收入增速	年度营业收入同比增长率	控制变量
Income	净利润	净利润	控制变量

Accumulation	股权集中度	第一大股东持股比例	控制变量
Assets	资产总额	资产总额取对数	控制变量
Leverage	财务杠杆	普通股每股收益变动率/息税前利润变动率	控制变量

3.3 多元回归模型

在运用双重差分 (DID) 模型开展回归分析前, 需先对政策冲击的外生性进行验证。为此, 本文将模型中的解释变量与被解释变量进行互换处理, 通过检验回归

系数的显著性来完成外生性检验。此外, 鉴于企业价值的衡量维度具有多样性, 除将托宾 Q 值作为核心被解释变量外, 本文还选取经济增加值 (EVA) 与市净率 (PB) 两项指标, 进一步开展稳健性检验以保障研究结果的可靠性。

$$GT = \alpha + \beta_0 Q_{it} + \beta_1 \cdot Liquid + \beta_2 \cdot Cash + \beta_3 \cdot Turnover + \beta_4 \cdot ROA + \beta_5 \cdot Profitg + \beta_6 \cdot Income + \beta_8 \cdot Accumulation + \beta_9 \cdot Assets + \beta_{10} \cdot Leverage + Corporate_{it} + Time_t + \varepsilon_{it} \quad (4-1)$$

$$EVA = \alpha + \beta_0 Q_{it} + \beta_1 \cdot Liquid + \beta_2 \cdot Cash + \beta_3 \cdot Turnover + \beta_4 \cdot ROA + \beta_5 \cdot Profitg + \beta_6 \cdot Income + \beta_8 \cdot Accumulation + \beta_9 \cdot Assets + \beta_{10} \cdot Leverage + Corporate_{it} + Time_t + \varepsilon_{it} \quad (4-2)$$

$$PB = \alpha + \beta_0 Q_{it} + \beta_1 \cdot Liquid + \beta_2 \cdot Cash + \beta_3 \cdot Turnover + \beta_4 \cdot ROA + \beta_5 \cdot Profitg + \beta_6 \cdot Income + \beta_8 \cdot Accumulation + \beta_9 \cdot Assets + \beta_{10} \cdot Leverage + Corporate_{it} + Time_t + \varepsilon_{it} \quad (4-3)$$

3.4 双重差分回归模型

为了使研究结果更准确, 本文采用 DID 的方法检

验具体产生的效应。尽可能排除其他外界因素的干扰, 检验绿色资产证券化产生的政策净效应。设定基本计量模型如下 (4-4) :

$$Q_{it} = \alpha + \beta_0 Green_i \cdot Time_{it} + \beta_1 \cdot Green_i + \beta_2 \cdot Time_{it} + \beta_3 \cdot Liquid + \beta_4 \cdot Cash + \beta_5 \cdot Turnover + \beta_6 \cdot ROA + \beta_7 \cdot Profitg + \beta_8 \cdot Incomeg + \beta_9 \cdot Incomeg + \beta_{10} \cdot Accumulation + \beta_{11} \cdot Assets + \beta_{12} \cdot Leverage + Corporate_{it} + Time_t + \varepsilon_{it} \quad (4-4)$$

4 结论与建议

本文结合了绿色金融理论与资产证券化理论, 以 2020-2024 年沪深两市的 A 股上市公司为研究样本, 深入分析绿色资产证券化对企业价值提升的影响, 得出以下结论: 企业通过开展绿色资产证券化业务, 能够获得更充足的流动性资金支持企业运营, 有效缓解收益与成本期限不匹配的压力, 进而促进绿色企业加大投资力度。

基于上述研究结论, 提出以下建议: 一是完善企业绿色信息披露制度与监督机制, 确保企业绿色相关信息的真实、准确、完整披露; 二是积极推动第三方认证机构参与绿色资产证券化业务, 通过专业评级机构的客观评估, 为符合条件的企业提供发行优惠政策与补贴, 进一步提高企业开展绿色资产证券化业务的积极性。

参考文献

- [1]SALAZAR J. Presented at a Workshop on Financial Innovations for Biodiversity Bratislava: Linking Two World[Z]. Environmental Finance, 1998, (1): 2-18. Kruger J, Dunning D.
- [2]COWAN E. Research Paper Was Commissioned by the Asia Branch of the Canadian International [Z]. Topical Issues In Environmental Finance Development Agency, 1999, (1): 1-20.
- [3]LABATT S, White. A Guide to Environmental Risk Assessment and Financial Products[M]. Environmental Finance Canada: John Wiley & Sons Inc, 2002. JEUCKEN J. The Earths Can Publication [M]. Sustainable Finance and Banking USA: 2006.

- [4] JONES D, MATHURI. Emerging problems with the Basel Capital Accord: Regulatory capital arbitrage and related issues[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2000, 24 (1): 35-58.
- [5] LELAND He. Financial Synergies and the Optimal Scope of the Firm: Implications for Mergers, Spinoffs and Structured Finance[J]. *The Journal of Finance*, 2007, 62 (2):765-807.
- [6] AFFMITO M, TAGLIAFERRI E. Why do (or did?) banks securitize their loans? Evidence from Italy[J]. *Journal of Financial Stability*, 2010, 6 (4): 189-202.
- [7] 刘振冬. 信贷资产证券化的象征意义大于实际效用[J]. *金融信息参考*, 2002, (06):21.
- [8] 郭正林, 石祖义, 文武. 信贷资产证券化的效用分析[J]. *理论与改革*, 2002, (03):77-78.
- [9] 孟晓倩, 郭幼佳, 王小彩. 绿色资产证券化的运作、发展及路径优化的建议与对策研究[J]. *时代金融*, 2018, (09):203+205.
- [10] 朱晋, 李永坤. 绿色产业资产证券化融资方式及金融机构介入模式探析[J]. *现代管理科学*, 2017, (10):72-74.
- [11] 赵博琨. 中国绿色资产证券化产品发展现状及问题研究[J]. *上海商业*, 2021(02):62-63.
- [12] 郝项超、梁琪、李政, 2018. 融资融券与企业创新: 基于数量与质量视角的分析[J]. *经济研究* (6): 127-141.
- [13] 梁志慧, 2018. 发行绿色债券市场反应与股票投资者绿色偏好研究[J]. *区域金融研究*, (9): 44-48
- [14] 吴文锋、吴冲锋、芮萌, 2009. 中国上市公司高管的政府背景与税收优惠[J]. *管理世界*, (3): 134-142.
- [15] 张文倩, 潘文富. 消费金融资产证券化与系统性风险管理研究[J]. *当代金融研究*, 2022, 5(02):14-23.