

试析上市公司应收账款的证券化管理

谢获宝 左远雄

(武汉大学商学院,湖北 武汉 430070)

摘要 大量应收账款的存在给企业的正常经营带来困难,对资金的正常周转危害很大。通过对我国上市公司应收账款的基本情况考察后,借鉴国际上的成功经验,探讨了应收账款证券化的内涵、优势、流程和我国上市公司在应收账款证券化过程中应注意的若干问题。

关键词 上市公司 应收账款 证券化

中图分类号 F275

文献标识码 A

文章编号 1001-7348(2003)01-105-03

应收账款管理是流动资产管理的的重要组成部分。公司通过赊销、委托代销和分期收款等商业信用的形式,可以扩大销售、减少存货,并因此增加销售利润。但是,一旦购买方不遵守信用,加上企业对应收账款的管理不力,应收账款就可能成为企业的不良资产。应收款项账龄越长,回收的可能性就越小,成为坏账的可能性就越大。如何有效地对应收账款进行管理,及时转换为现金流,成为公司理财关注的热点。将应收账款证券化,是国际上解决应收账款问题的重要途径,是应收账款管理思路和管理手段的重要创新。本文在对我国上市公司应收账款的基本情况考察后,借鉴国际上的成功经验,探讨了应收账款证券化的内涵、优势、流程和我国上市公司在将应收账款证券化过程中应注意的若干问题。

1 上市公司应收账款状况的一般考察

近年来,我国上市公司应收账款持续在高位,根据上市公司2001年年报,维持情况是不容乐观:超过一半的上市公司应收账款有不同幅度的增加,有的甚至成倍增长。从数量上看,截至2001年底,仅沪市应收账款总额就达到1092亿元。应收账款超过10亿元的50家。另一方面,应收账款在上市公司资产中占有相当大的比重,不少公司总资产的50%表现为应收账款,济南轻骑(600698)

更是达到71.21%。应收账款占总资产的比重过大,将导致公司运作的现金流严重不足,威胁到公司的持续发展能力。同时,公司本期应收账款占主要业务收入比重过高,有340家上市公司赊账倍数(赊账倍数=期末应收款/本期主营业务收入)超过了1,有100家上市公司赊账倍数超过0.62。当该指标为1时,相当于这家上市公司本年度没有从当期销售收入中收到1分钱的现金;当该指标大于1时,说明不仅相当于本期销售收入金额的款项没有收回,而且以前年度的应收账款中也有部分款项没有收回。一般地,赊账倍数大于0.3,就会给企业经营资金的正常周转带来一定的风险。

一个企业不仅要力争实现较大的收益数量,而且要保证收益质量,否则,再大金额收益对企业的增值都将失去意义。企业的收益质量主要体现为收益的持续性和收益转化为现金的能力。应收账款比重过大,说明企业收益质量差,企业未来的盈利能力值得怀疑;同时直接导致现金周转困难,增加借债,从而使债务负担加重,财务费用攀升。天津汽车(000927)就是一个典型的例子。

天津汽车2001年初应收账款余额为32.45亿元,相当于公司在2000年度实现的45.66亿元主营业务收入的71%;到年末,虽然主营业务收入较上年减少了25%,但应收账款不但没有减少,反而略有增加,达到36.09亿元,相当于同年主营业务收入的

106%。与此同时,公司短期借款由年初的11.76亿元陡升到年末的17.28亿元,并新增5.8亿元的应收票据,而上年的1.77亿元的净利润被0.87亿元的净亏损所替代。早在2000年度,这家国内最大的廉价汽车制造商就开始依赖增加应收账款的方式维持销售收入规模,由于利用应收账款增加销售收入的空间变小,2001年度其主营业务收入大幅度减少。即便如此,这一年实现的主营业务收入也是由新增应收账款贡献的,如果不是这样,能够实现的主营业务收入将更少。如果该公司不能很好地解决应收账款问题,那么这家公司注定要在亏损的道路上越走越远。

应收账款的大量存在,不仅会给上市公司的经营带来困难,而且会大量增加公司的经营成本,严重影响上市公司的再生产能力。这些成本主要表现为3个方面:一是机会成本,即由于现金不能收回而失去再投资机会的损失;二是管理成本,即用于对客户信用状况的调查与跟踪、信息收集以及记账和催收账款等方面的费用;三是坏账成本,即由于付款方违约所导致应收账款无法回收而造成的损失。因此,应收账款的管理越来越受到关注。目前,人们正积极寻找既能充分发挥应收账款有利于促销、增效等积极作用,又能控制和降低应收账款的成本的管理方法,应收账款证券化便是应收账款创新性管理的重要尝试。

收稿日期:2002-10-21

2 应收账款证券化的涵义及其优势

应收账款证券化就是将应收账款直接出售给专门从事资产证券化的机构 (Special Purpose Vehicle, SPV), 亦称发行人或服务人, 汇入 SPV 的资产池, 经过重新整合与包装后, SPV 以应收账款为基础向国内外资本市场发行有价证券, 发行证券的价格由应收账款的信用等级、质量和现金等状况确定, 从而达到使应收账款的出售方实现融资的目的。因此, 应收账款证券化不仅提供了一种重要的应收账款的管理方式, 也提供了重要的企业融资方式。在美国, 各类金融机构、贸易公司、租赁公司将应收账款的证券化作为重要的融资手段, 在资产支持证券 (Asset-Backed Securities, ABS) 市场中扮演着极其重要的角色。从附表可以看出, 商业银行和财务公司是 ABS 市场的主角, 两大金融机构占有该市场近 90% 的份额, 而零售商和储蓄机构以及其他机构仅占 10% 左右。

附表 美国各类机构在 ABS 市场中所占份额

发行者	1987	1988	1989	1990	1991	1992
商业银行	38.2	62.2	48.3	52.1	42.1	45.0
财务公司	46.6	13.1	35.1	37.7	47.8	42.2
零售商	—	13.2	10.7	8.4	5.4	7.1
储蓄机构	11.2	11.2	4.4	1.5	4.4	5.0
其他	4.0	0.4	1.5	0.3	0.2	0.7

资料来源: Lehman Brothers.

一般来讲, 应收账款的证券化管理较常规管理方式有许多优势, 这种优势主要体现在以下几个方面:

(1) 低廉的融资成本。由于应收账款的大量存在, 从企业再生产考虑, 企业必须寻求再融资渠道。多数融资方式除了要求融资者有较好的信用外还要求有良好的资产, 应收账款特别是长期应收账款的大量存在必然影响企业的资产质量, 从而影响企业的融资能力。应收账款证券化是将应收账款出售给精通证券化的 SPV, 由 SPV 汇入资产池中, 实施专业化运作, 公司可因出售应收账款获取现金流而达到融资的目的, 并省去管理的环节, 转移应收账款上的损失风险; 同时, 这种融资方式的费用较低, 还可得到更为专业化的融资服务。

(2) 减少管理成本。实现证券化的资产通常都要从发起人的资产负债表中移出, 从而减少资产破产的范围, 降低破产成本; 另一

方面, 将应收账款移出资产负债表后通常会提高企业资产的质量, 减少公司管制成本。由于保险机构、共同基金和养老基金等大型机构投资者倾向于投资较高质量的证券, 一般的企业债券难以获得这些机构的投资, 而在证券化过程中所采用的资产信用增级技术可使证券质量得以提高、公司融资变得较为容易, 这样通过应收账款证券化管理, 直接和间接减少了应收账款上的管制成本。

(3) 减少交易成本。应收账款的证券化是由专门的机构进行, 这些机构精通应收账款的管理。作为应收账款的拥有者, 只要将应收账款出售给这样的机构就可以免去对应收账款的跟踪、追缴之苦和坏账损失, 从而大大降低交易成本。

(4) 优化财务结构。证券化有利于优化财务结构、充分利用资产和优化公司投资组合。应收账款融资由于利息费用低, 使得财务风险较一般负债小。应收账款证券化是通过应收账款资产的销售实现融资, 它并没有增加负债额, 因而其资产负债率要小于负债融资的资产负债率。可以看出应收账款证券化融资降低了边际负债额, 从而优化了财务结构, 降低了财务风险。

3 应收账款证券化操作流程

应收账款证券化采用资产证券化的通行结构, 如与抵押支持证券 (Mortgage-Backed Securities MBS)、ABS 等基本形式相类似的结构, 应收账款支持证券发行离不开发起人 (应收款出售人)、发行人/服务人 (SPV)、投资银行、信托机构、信用评级机构、信用增级机构、资产评估机构和投资者等主要参与者, 这些机构在证券化市场中有不同的作用, 其一般结构如附图所示。

根据附图中各相关机构之间的关系及其实施各项工作的先后顺序, 对应收账款证券化的操作流程说明如下:

第一, 发起人, 即应收账款的所有者, 应对自身账款进行定性和定量分析, 剥离出能带来稳定现金流量的高质量的应收账款, 并由资产评估机构评估这些应收账款的风险;

第二, 发起人与债务人进行债权债务转移的同时, 发起人将应收款出售给 SPV; SPV 从发起人处购买应收账款后, 将这些应收账款进行组合, 使之达到一定规模, 形成资产池;

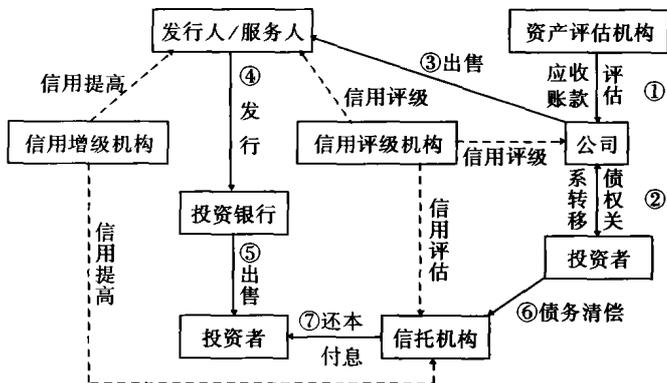
第三, SPV 以组合资产为支持, 通过投资银行向投资者发行 ABS 证券;

第四, 广大投资者购买 ABS, 使 SPV 在资本市场上筹措到足够的资金, 以向发起人支付购买存量资产的款项;

第五, 信托机构通过特设托收账户对证券化的应收账款进行催收管理, 并根据证券化的委托协议负责向投资者清偿本金与利息。

信息评估和信用提高对 ABS 的发行非常重要, 关系到这种证券的发行能否成功, 并严重影响发行成本。信用评级机构分别对发行人的应收账款、SPV 组合的应收账款和信托机构的信用进行评级。在初次信用评级后, 评级机构还要对存量资产进行跟踪监督, 并可对存量资产的信用等级进行调整, 从而保证了 ABS 安全度。而信用增级则包括卖方信用提高和第三方信用提高。卖方信用提高有三种情况: 一是直接追索权, 即 SPV 保有对已购资产在遭到违约、拒付时向发起人直接追索的权利; 二是资产储备, 由发起人保有存量资产数额以外的一份以偿付 SPV 的购付金额; 三是购买从属权, 即发起人向 SPV 提供一笔保证金。第三方信用提高是由信用较高的第三方提供信用担保, 定期向 SPV 收取担保费, 这种信用提高保证了在原始债务人违约时, 信托机构仍然向投资者提供利息和本金, 进一步保证了投资者的权益。

一般地, 资产所产生的现金流是否支持清偿本金和利息的现金流要依赖于证券的



附图 各机构在应收账款证券化市场中的结构

品种和结构,资产池的现金流状况和稳定性也要依赖于证券化的结构。例如,花旗银行在进行应收账款证券化时为达到证券交易委员会(SEC)官员对某些SPV的资金要求,创造性地设计了一种信托结构,该信托结构将短期票据与货币市场工具的特征结合起来,以满足SEC对资本金的关注,而通用汽车承兑公司(GMAC)则采取保留部分权益的方法来熨平资产池的波动等等。在这个市场中,证券化的相关条款中仍然保留有对应收账款的直接追索权。直接追索权由谁执行?要视证券发起人的目的而定,如果发起人是为力求募集到最大数额的现金,则发起人将以直接追索的形式提供信用增级,以获取最多的“附加现金流”,而如果发起人是为了避免发行风险,则发起人一般不负追索责任,并回购违约应收款以获得较高的第三方信用增级,直接追索责任由信托机构担任。

4 我国实施应收账款证券化应注意的问题

应收账款的证券化在国际金融市场上极其活跃。目前,证券化的应收账款已经覆盖了汽车应收款、信用卡应收款、租赁应收款、航空应收款、高速公路收费等极为广泛的领域。我国企业对应收账款的证券化管理实践已有多年经验,1997年恒原电厂就由雷曼兄弟公司策划了应收账款证券化的融资方案,在国际资本市场进行融资。2000年初,中集国际海运集装箱(集团)股份有限公司与荷兰银行在深圳签署协议,中集集团在未来3年内发生的应收账款都可以出售给由荷兰银行管理的资产购买公司,由该公司在国际商业票据市场上多次公开发行商业票据。中集集团在探索应收账款管理方面进行的有益尝试,为我国公司应收账款的证券

化开创了先河。

我国公司在实施应收账款证券化的过程中,在借鉴国外经验的同时,还应注意以下问题:

(1) 信用增级问题。应收账款的信用水平是其证券化的重要环节。应收账款证券化的基础性工作之一就是信用增级。资产证券化需要进行内部和外部信用增级,以提高资产支持证券的信用等级,国际上的通行做法主要有超额抵押、政府担保、购买第三方担保等。超额抵押是内部信用增级方式之一。即发行人在原始收益人购买证券化资产时不支付全部价款,而是按一定比例的折扣支付给原始权益人,从而产生超额抵押。然而,我国的《破产法》规定已经抵押的财产不属于破产财产,但超额抵押部分仍旧属于破产财产。对于超额抵押部分进入清算后,特设机构与其他债权人一样,不具备优先追索权。而且在我国,资产评估业和资产评级机构提供的服务与实际需要之间存在着较大差距,购买第三方担保目前并不适用。我国应规范发展资产评估业和资信评级业,建立资产评估标准体系,并培育出一批能够被市场接受的担保服务的中介机构。

(2) 定价问题。应收账款的成本包括持有应收账款的管理成本、应收账款占用资金投资的机会成本和可能的违约损失。其中,管理成本包括需要配备专门的人员进行账款管理、信息披露、信用状况跟踪和款项追缴的成本,机会成本依赖于回收的时间及其数量,违约损失则依赖于应收账款的违约率。这些因素的不确定性使得定价问题变得极其复杂。而且定价时应将持有应收账款的成本和实施证券化的成本加以比较,考虑是继续持有应收账款还是选择证券化策略。应收账款定价一般宜采用协商定价与市场拍卖相结合的方式。

(3) 二级市场建设问题。任何一种证券

要有吸引力,就应有较强的流动性和快速的变现能力。作为理性投资者,投资任何工具都以获取投资收益为目的,因而希望有一个较为发达的二级市场,二级交易市场的存在有助于维护市场流动性,从而激发投资者的投资热情。我国证券市场经过十余年的努力,逐渐走上了规范化和有序化的发展轨道,但依然存在很多问题,如市场中介的诚信观念和法制意识都较薄弱;保护投资者合法权益的机制还不完善;市场结构、功能、品种和结能服务等方面存在缺陷和不足等。

(4) 法律规范化问题。应收账款的证券化在我国还是一个新课题。尽管我国的《证券法》、《担保法》、《破产法》、《信托法》、《合同法》等已开始实施,但仍缺少有关具体法律规定和政策安排。如资产转移的处理方式与证券化交易的税收处理、资产评估体系与评估责任等方面还缺乏法律依据;在契约变更确认问题上,我国法律要求,向第三方转让合同与义务,必须经合同对方当事人的同意,这对应收账款的出售和证券化形成一定的限制;又如现有的《破产法》由于缺乏对企业破产前经济行为的法律约束,就有可能导致当发起人处于破产或临近破产时将证券化资产低价出售,从而损害发起人和其他债权人的利益。因此,较为完善的法律制度体系推行包括应收账款在内的资产证券化的基础,也是保险金融体系稳定的关键因素,我国应借鉴国外已有的成熟经验,建立相应的规章制度。

参考文献

- 1 王微. 企业资产证券化——中集集团第一家[J]. 证券时报, 2000(2)
- 2 沈沛. 资产证券化的国际运作[M]. 北京: 中国金融出版社, 2000

(责任编辑 胡俊健)

An Analysis about Securitized Accounts Receivable Management of Listed Company

Abstract: Large quantity of accounts receivable brings difficulties to the normal operation of enterprises, it endangers the normal turnover of funds seriously. How to manage it effectively has attracted people's attention more and more. This thesis investigates the general situation of listed company's accounts receivable, draws successful experiences from international tops, explores the meaning advantages and process of securitized accounts receivable. At last, we make some discussion about how to securitize accounts receivable in China.

Key words: listed company; accounts receivable; securitize