

## 摘要

资产证券化这一融资方式开始于 19 世纪 90 年代，但是在我国的发展时间并不长，自 2014 年末证券业务的改革后，才进入迅猛发展阶段。在整个“十三五”时期，我国在医疗、医药、医保方面的政策改革力度非常大，在 2015 年-2020 年这五年间，我国医药行业发展迅速，在这个快速发展的过程中，医药流通企业的应收账款积累较多，给企业发展带来了不利影响。

九州通医药集团 2016 年发行的资产支持票据是我国医药行业第一单采用循环交易结构的应收账款资产证券化产品，其交易结构具有创新性，此外，九州通集团是市场份额最大的民营医药流通企业，这得益于九州通自 2015 年以来实施的一体化战略和长期致力于构建业内领先的数字化医药供应链服务平台，对比同行，九州通的物流体系和线上平台都处于行业领先，因此本文选择以九州通医药集团的资产支持票据为案例作为本文的研究分析对象。

本文以国内外学者对应收账款资产证券化的相关研究作为理论基础，运用文献综述法、案例研究法、事件分析法，对九州通医药集团 2016 年发行的第一期资产支持票据对企业绩效的影响展开研究。

首先运用了文献综述法，通过阅读和整理国内外文献，对资产证券化的概念、实施的动因、应收账款证券化的融资效果进行归纳总结，为本文的写作提供了理论支撑。其次，对研究期间内行业政策进行了收集和整理，并简要介绍了公司的基本情况，对本次九州通应收账款资产证券化产品交易结构和基本操作流程也进行了梳理。再次，从财务成本、财务风险、市场效果、财务绩效四个方面分析了九州通企业发行资产证券化产品对于企业绩效的影响；以破产隔离、信息不对称理论和融资优序理论为基础，结合九州通医药集团外部政策环境、内部融资条件、企业的经营情况、企业现有的应收账款的现状等方面，对九州通实施应收账款资产证券化财务成本、财务风险、市场效果、财务绩效方面展开全面分析。最终得出结论：九州通集团通过应收

账款证券化融资，达到了拓宽融资渠道、提高资产周转速度、盘活营运资产的目的，同时也起到了优化资本结构的作用，在一定程度上提升了企业的市场价值；此外，针对九州通医药集团资产证券化案例分析结果，从财务成本、财务风险、市场效果、财务绩效四个角度给出了相关的建议，为其他的有融资需求的民营医药流通企业提供一些参考。

**关键词：**医药流通企业 1 资产证券化 2 应收账款证券化 3 企业绩效 4

## ABSTRACT

Asset securitization, a financing method that began in the 1990s, has not been developed in China for a long time, and has only entered a rapid development phase since the reform of the securities business in late 2014. During the "13th Five-Year Plan" period, China's policy reform in medical care, medicine and health insurance is very strong, and during the five-year period from 2015 to 2020, China's pharmaceutical industry has developed rapidly, and in this rapid development process, pharmaceutical distribution enterprises have accumulated more accounts receivable, which has brought negative impact on the development of enterprises.

The asset-backed notes issued by Jiuzhou Tong Pharmaceutical Group in 2016 is the first receivables asset securitization product in China's pharmaceutical industry that adopts a circular transaction structure, and its transaction structure is innovative. In addition, Jiuzhou Tong Group is the private pharmaceutical distribution enterprise with the largest market share, which is attributed to the integration strategy implemented by Jiuzhou Tong since 2015 and its long-term commitment to building an industry-leading digital pharmaceutical supply chain service platform, and its logistics system and online platform are leading in the industry in comparison with its peers, so this thesis chooses to take the asset-backed notes of Jiuzhou Tong Pharmaceutical Group as a case study for this thesis's analysis.

This thesis uses the relevant studies on securitization of accounts receivable assets by domestic and foreign scholars as the theoretical basis, and uses the literature review method, case study method, and event analysis method to investigate the impact of the first issue of asset-backed notes issued by Jiuzhou Tong Pharmaceutical Group in 2016 on corporate performance.

Firstly, the literature review method was used to summarize the concept of asset securitization, the motivation of implementation, and the financing effect of

securitization of accounts receivable by reading and organizing domestic and international literature, which provided theoretical support for this thesis. Secondly, we collected and organized the industry policies during the study period and briefly introduced the basic information of the company, and sorted out the transaction structure and basic operation process of this asset securitization of accounts receivable of Jiuzhou Tong. Based on bankruptcy segregation, information asymmetry theory and financing priority theory, and taking into account the external policy environment, internal financing conditions, the operation of the enterprise and the current situation of the enterprise's accounts receivable, we analyzed the impact of the issuance of asset securitization products on the enterprise performance of Jiuzhou Tong. Based on the external policy environment, internal financing conditions, business operation, and the current situation of accounts receivable, a comprehensive analysis was conducted on the financial cost, financial risk, market effect, and financial performance of accounts receivable securitization. The final conclusion is that the securitization of accounts receivable has broadened financing channels, improved asset turnover and revitalized operating assets, and optimized the capital structure and enhanced the market value of the enterprise to a certain extent; furthermore, the analysis of the securitization of accounts receivable of Jiuzhou Tong Pharmaceutical Group provides recommendations from four perspectives: financial cost, financial risk, market effect and financial performance. In addition, the analysis results of the asset securitization case of Jiuzhou Tong Pharmaceutical Group give relevant suggestions from four perspectives, which provide some references for other private pharmaceutical distribution enterprises with financing needs.

**Keywords: Pharmaceutical Distribution Companies<sup>1</sup>; Asset Securitization<sup>2</sup>;Accounts Receivable Securitization<sup>3</sup>; Corporate Performance<sup>4</sup>**

# 目录

<b>1 绪论</b> .....	<b>1</b>
1.1 研究背景与研究意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	2
1.2 研究内容与方法.....	3
1.2.1 研究内容与框架.....	3
1.2.2 研究方法.....	4
1.3 本文创新点.....	5
<b>2 理论基础与文献综述</b> .....	<b>6</b>
2.1 资产证券化概念及分类.....	6
2.1.1 资产证券化的概念及分类.....	6
2.1.2 应收账款证券化的概念与特征.....	7
2.2 理论基础.....	7
2.2.1 信息不对称理论.....	7
2.2.2 破产隔离理论.....	8
2.2.3 优序融资理论.....	9
2.3 文献综述.....	9
2.3.1 应收账款证券化的动因.....	9
2.3.2 应收账款证券化融资效果.....	11
2.3.3 文献述评.....	12
<b>3 医药行业资产证券化市场分析</b> .....	<b>14</b>
3.1 行业政策.....	14

3.1.1	“深化医改”制度推进	14
3.1.2	“去杠杆”政策的宏观调控	15
3.2	应收账款证券化发展现状	16
3.2.1	我国 ABS 发展现状	16
3.2.2	医药行业 ABS 发展现状	17
<b>4</b>	<b>九州通医药集团 ABS 案例介绍</b>	<b>19</b>
4.1	公司简介	19
4.1.1	集团经营情况	20
4.1.2	九州通应收账款证券化动因分析	22
4.2	九州通应收账款证券化产品探析	26
4.2.1	主要参与方介绍	26
4.2.2	产品要素指标	27
4.2.3	产品交易结构	27
4.3	基本操作流程	27
4.3.1	选择符合标准的应收账款来建立资金池	27
4.3.2	设立特殊目的的主体（SPV）	28
4.3.3	产品结构分级	28
4.3.4	信用增级与信用评级	29
4.3.5	证券发行	29
4.3.6	资产池后续管理	30
<b>5</b>	<b>九州通 ABS 对企业绩效的影响</b>	<b>31</b>
5.1	九州通 ABS 产品成本分析	31
5.1.1	九州通融资成本的计算	31
5.1.2	九州通融资成本的比较优势	34
5.1.3	九州通 ABS 对于企业资本结构的影响	35
5.2	九州通 ABS 产品财务风险分析	36
5.2.1	应收账款延付风险	36
5.2.2	破产隔离风险	37

---

5.2.3 未来现金流风险 .....	40
5.3 企业 ABS 产品发行后资本市场反映 .....	41
5.3.1 发行产品收益效应分析 .....	41
5.3.2 发行前后股价变动 .....	44
5.4 九州通 ABS 产品发行后财务效应分析 .....	46
5.4.1 对企业营运能力的影响 .....	47
5.4.2 对企业偿债能力的影响 .....	51
5.4.3 对企业盈利能力的影响 .....	52
5.4.4 对企业发展能力的影响 .....	54
<b>6 研究结论与建议 .....</b>	<b>56</b>
6.1 研究结论 .....	56
6.1.1 关于财务成本分析的结论 .....	56
6.1.2 关于财务风险分析的结论 .....	56
6.1.3 关于市场效果的结论 .....	57
6.1.4 关于财务能力分析的结论 .....	58
6.2 建议 .....	59
6.2.1 关于财务成本的建议 .....	59
6.2.2 关于财务风险的建议 .....	61
6.2.3 关于市场效果的建议 .....	61
6.2.4 关于财务能力的建议 .....	62
<b>参考文献 .....</b>	<b>65</b>
<b>致谢 .....</b>	<b>68</b>



# 1 绪论

## 1.1 研究背景与研究意义

### 1.1.1 研究背景

2022 年末，我国迎来了三年疫情的终点。2020 年-2022 年这三年的新冠疫情给企业的生存发展带来了极大的挑战，同时中美贸易战对我国的经济也造成了不利的影响，近几年来我国经济一度低迷，国内很多企业处境困难，面临着较大的资金压力。根据 CNABS 的数据统计，2020 年企业资产证券化发行 2105 单，同比上年增长了 44%，2021 年共发行 2201 单，与 2020 年基本持平，可见资产证券化产品凭借其突出的优势，在疫情的艰难时期受到了众多企业的青睐，为企业解决了燃眉之急。

我国开展资产证券化的起步时间相对较晚，发展的时间也比较短，目前我国还处于发展的初级阶段。因此仍有大量的学者对于我国的资产证券化进行深入研究，从不同行业背景、不同角度、不同的案例等方面进行分析，为我国资产证券化的发展提供一些可参考的信息。

我国的资产证券化的发展历程有兴起时期、暂停时期、重启时期、加速发展时期这四个阶段。2004 年-2009 年为兴起阶段，兴起后经历了 2008 年的金融危机，发展进入停滞期，直到 2012 年才又重新启动，2014 年-2018 年为加速发展阶段。在这几个不同的时候，国家相继出台了相关的法规、法规、政策去扶持资产证券化的发展。比如在兴起阶段有《信贷资产证券化试点管理办法》、《信贷资产证券化试点管理办法》等；在重启阶段有《证券公司资产证券化业务管理规定》等，在加速发展阶段有有《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》等，每个文件政策都在资产证券化发展关键阶段起到了推波助澜的作用，同时也起到了规范和监管的作用。

自“十三五”规划实施以来，国家对于关乎国计民生的关键行业进行了大规模政策改革，这极大推动了医药行业的蓬勃发展。在医药领域，2017年“两票制”在全国推行，药物从出厂到最终消费者端，只允许开两次增值税发票，第一次是生产商到批发商，第二次是批发商到医院或者药店，这一政策大大简化了药物流通环节，也彻底的改变了医药行业内原有的生态格局。与此同时，在医疗服务方面，国家也出台了相关的文件进行整治，比如对公立医院进行改革、取消了药品的加成等，这些举措促使医药行业更健康地发展。

自2017年开始，我国的金融监管政策开始趋于严格，企业在融资时受到更多的限制，资金成本高，特别是对于房地产行业影响较大。企业的融资愈发困难，对于盘活资金，获取低成本资金的需求强烈。为满足企业的需求，中央相继出台了一系列政策来引导金融机构开发贴合企业需求的产品，满足企业的流动性需求，同时也鼓励金融市场上的资金提供方、债券服务商等在依法、合规的前提下，多开展类似应收账款证券化融资的创新资金融通方式。

### 1.1.2 研究意义

在医药制度改革及“去杠杆”的大环境下，民营企业通过资产证券化来降低资产负债率是比较有效的。九州通作为医药流通行业中最大的民营企业，2016年成功发行的首单ABS<sup>①</sup>产品，该产品的交易结构首次被运用于医药流通领域，因此借鉴的意义和价值极高，通过对其发行过程中的流程性风险进行研究分析，以及产品发行后对企业绩效的影响分析，得出结论并提出建议，对其他应收账款规模较大、现金流紧张、财务状况不佳、资产负债率高的的民营医药流通企业具有一定的参考和指导价值。

---

<sup>①</sup>资产证券化（Asset-backed Securities，简称ABS）一般是指以特定范围内基础资产所产生的现金流为偿付条件，通过一定的交易结构进行信用增级，以此为基础发行的业务活动。<sup>[34]</sup>

## 1.2 研究内容与方法

### 1.2.1 研究内容与框架

本文在“十三五”医疗改革和资产证券化迅速发展的时代背景下，对于民营医药企业九州通集团 2016 年发行的行业首笔 ABS 产品进行研究。

首先对近年来国内外学者的研究进行整理和归纳，为本文的研究提供理论支撑；随后整理了九州通所处医药行业相关的政策，分析资产证券化市场当前的发展情况及近来来医药行业应收账款证券化的发展情况；

其次，在第四章案例介绍部分，介绍了企业该项 ABS 产品的结构、操作流程等情况；第五章案例分析部分，我们将从四个方面探讨九州通资产证券化对于企业绩效的影响，包括成本分析、风险分析、市场反应、财务效果。成本分析部分，将会比较不同融资方式的成本；风险分析部分，使用 Z 值模型来计算和分析企业可能面临的破产风险；还将研究该产品的超额收益率、累积超额收益率以及突出资产证券化产品前后的股票价格变化。最后一部分，我们将对财务效应进行分析，对公司的盈利能力、营运能力、偿债能力、发展能力各项指标计算和分析。第五章案例分析中，本文所选择的研究期间内企业没有重大事件发生，市场上也没有异常事件的发生，同时选择的对比期间为事件发生的前后三年，能形成对比；因此能够排除其他因素的影响。

最后，对案例的分析过程进行总结，并从成本、风险、市场反应、财务效应四个方面提出建议，为其他民营性质的医药流通企业发行资产证券化产品提供借鉴和参考。

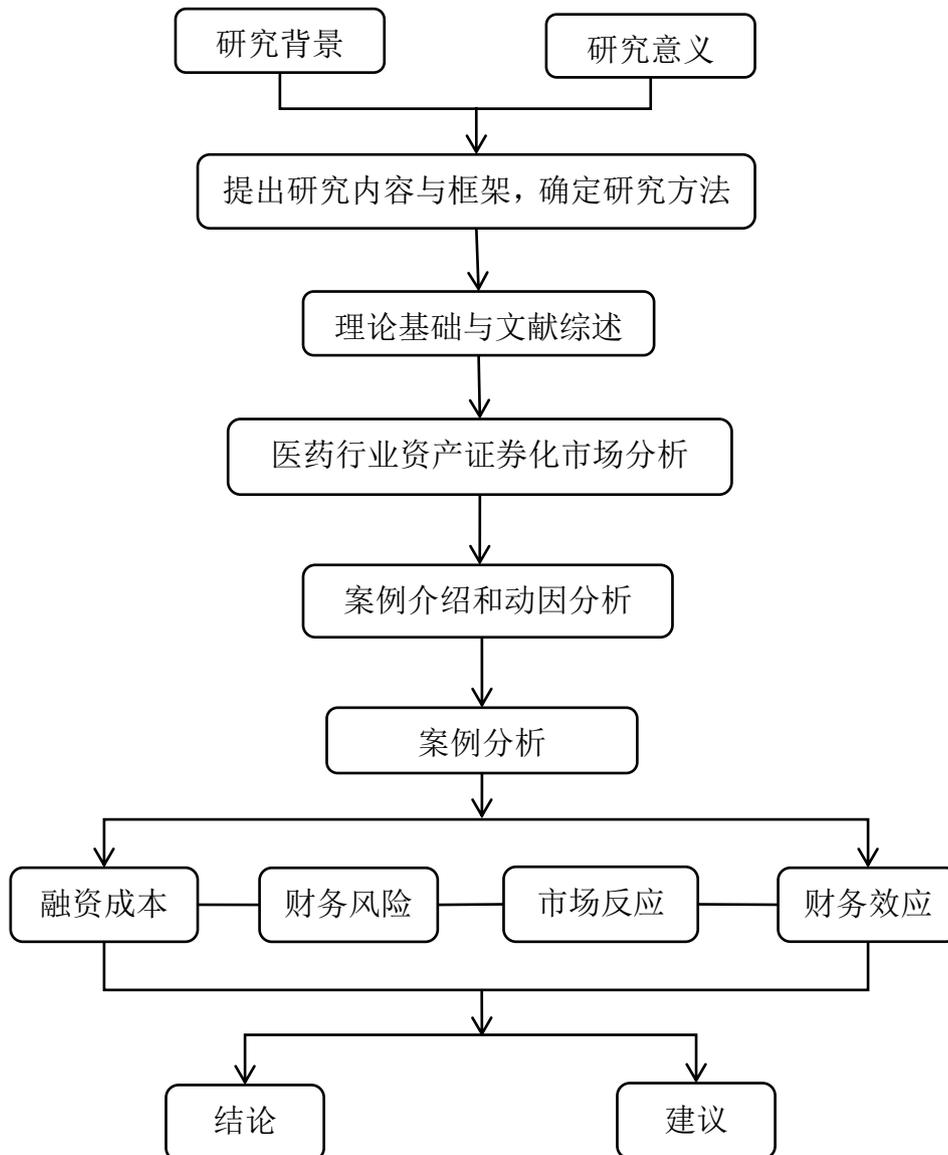


图 1.1 论文研究框架图

## 1.2.2 研究方法

### (1) 文献综述法

通过阅读和研究国内外学者的文献、期刊、可行性报告、专家著作等，学习和研究资产证券化的起源、资产证券化的动因、资产证券化产生的财务

效应以及资产证券化的风险，并对文献中获取的信息进行分类和总结，了解资产证券化的发展历程，了解行业内最新的研究动态。

### （2）案例研究法

随着行业政策的改革和资产证券化的迅猛发展，本文选择以九州通集团2016年发行的资产支持票据作为研究案例，通过对该项计划的基本结构、交易流程、基础资产以及证券发行后对企业绩效的影响进行研究，从成本、风险、市场反应、财务效应四个方面进行具体研究分析，得出资产证券化对于九州通企业绩效产生的影响。

### （3）事件研究法

首先，根据企业的资料，确定事件发生的时间窗口，并结合事件的性质和公告发布时间，确定事件窗口的长度。接着，选取案例企业在事件窗口期内的个股收盘价以及上证收盘价作为计算基础，利用 Excel 进行回归分析，得出个股收益率与上证收益率的回归模型，最后测算出预期收益率、超额收益率和累计超额收益率，以判断该事件窗口期内对企业的市场价值的影响是正向的还是负向的。

## 1.3 本文创新点

（1）目前我国资产证券化的发展还处于初级阶段，现有的文献中对于医药流通企业的 ABS 研究还比较少，而随着资产证券化这种新型融资方式的不断发展，越来越多的企业都开始采用这种融资方式。本文以医药行业巨头九州通作为研究对象，从融资成本、企业风险、市场反应、财务指标四个维度分析了九州通集团应收账款资产证券化对企业绩效的影响。

（2）本文运用的事件分析法，计算了事件期内企业的超额收益率和累计收益率，分析此次资产证券化后资本市场的反应。

（3）医药流通企业有其自身的行业特点，企业的资本机构、资产负债率、盈利能力极其面临的风险等方面与其他行业差异比较大，所以会适用不同的融资方式，因此本文对九州通不同融资方式的成本、规模、流程等方面进行多方面的考量，发现应收账款证券化相较于传统融资方式有着独特的优势。

## 2 理论基础与文献综述

### 2.1 资产证券化概念及分类

#### 2.1.1 资产证券化的概念及分类

资产证券化起源于 20 世纪 60 年代末的美国，历经半个多世纪的发展，资产证券化逐步成为全球主要经济体国家的重要融资手段。我国资产证券化发展相对较晚，起步于 2005 年，但由于 2008 年发生了全球金融危机，刚刚起步的资产证券化融资方式也进入了停滞期，直到 2014 年，资产支持证券发行量出现了显著增长，为我国资产证券化发展注入了新的活力。

目前被国内学者们广泛使用的定义为：“资产证券化是指把某一单位的流动性有限的，但预期未来会产生稳定现金流的资产作为基础资产，以这笔预期的现金流为基础，通过结构化增信方式，使其能够在资本市场发行的这样一个过程”。郭宏杰（2022）<sup>[1]</sup>、张筠（2022）<sup>[2]</sup>、陈玉馨（2021）<sup>[3]</sup>、李若衡（2020）<sup>[4]</sup>

目前，中国市场上的资产证券化分为三类：一是信贷资产支持证券产品，二是资产支持票据产品，三是企业资产支持证券产品。第一类信贷资产证券化产品主要是对象是金融机构，比如：银行，这类产品包括个人住房抵押贷款支持证券、个人汽车抵押贷款支持证券、公司信贷类资产支持证券等；第二类资产支持票据主要是对社会公共事业的融资支持，包括了天然气收费收益权、自来水销售收入、高速公路建设应收款等；第三类企业资产支持证券则是针对非金融企业的融资支持，包括了应收账款证券化、融资租赁应收款证券化、企业债券证券化等产品。

## 2.1.2 应收账款证券化的概念与特征

### (1) 应收账款证券化的概念

本文主要研究的是第三种类型企业资产支持证券产品中的应收账款证券化产品。应收账款证券化是指企业利用其应收款项作为基础通过证券化的方式来获得融资。应收账款证券化是一种既能充分发挥应收账款在销售端的促销作用，又能在内部管理端发挥加强控制和降低应收账款管理成本的作用。

### (2) 应收账款证券化的特征

一、应收账款的还款周期对于企业资金的流动性影响较大，特别是像九州通这样的医药流通企业，本身应收账款的规模就比较大，因此在一般情况下会设置比较短的还款周期，因此循环购买的应收账款证券化的产品更加高效；二、应收账款存在坏账损失的风险，主要是债务人违约或者逾期，使得最终收回的资金减少，因此在销售环节也应该对客户的信用度多多把关，同时也要建立相应的风险预警机制，保证基础资产的质量；三、应收账款虽然是一项债权，但是没有利息收入；并且应收账款形成后仅仅能够要求债务人偿还，没有相应的担保措施，所以对于客户的质量上应该严格要求；在挑选基础资产的时候，也要进行债务人的信誉考量；四、应收账款的债务人会涉及不同类型的企业，也会有不同的还款期限和金额，对于大客户存在的应收账款会较大，中小企业的应收账款相对较小，对于应收账款的后续管理也是企业需要重视的环节；五、应收账款证券化对于基础资产的数量要求比较灵活，可以根据企业当期应收账款的规模大小进行适当调整。

## 2.2 理论基础

### 2.2.1 信息不对称理论

信息不对称理论是指<sup>①</sup>“不同经济个体在市场经济活动中对有关信息的掌握是存在差异的”，作者霍晓萍<sup>[5]</sup>在其著作《机构投资者、公司治理与资本成本》中对该理论的释义。我国学者任鹏飞(2022)<sup>[6]</sup>在其研究中也提到“信息不

<sup>①</sup>理论参考：霍晓萍《机构投资者、公司治理与资本成本》北京经济管理出版社，2015.09

对称理论是指在交易过程中，交易一方无法掌握和监督另一方的完全信息”，即“代理人”一方掌握的信息比“委托人”一方更多、更全。该理论认为：一方掌握的信息越充分，对其越有优势。

在资产证券化过程中，信用增级是信息不对称理论的一种具体应用，它可以帮助投资者更好地评估企业的信用状况，并且可以通过第三方机构的信用评估结果来决定是否投资，进而有效减少投资成本费用，同时也可以提高企业的资信等级。通过保险公司等第三方机构提供的信用等级评级体系，可以为投资者提供更加全面、准确的信息，可以有效地减少由于信息不对称而导致的投资风险。

从企业内部来看，应收账款资产证券化能解决因为内部和外部的信息对称而影响企业发展的的问题，企业的信息是否公开透明、是否易于投资人获取、披露是否及时等方面，企业必须严格遵守《证券法》所规定的信息披露制度，避免道德风险，才从而到达减少信息不对称的目的。

### 2.2.2 破产隔离理论

破产隔离<sup>①</sup>也称“破产豁免”，是指“将基础资产原始所有人的破产风险与证券化交易隔离开来”，作者窦尔翔、杨勇、周早林<sup>[7]</sup>在著作《TRIZ 金融修订本》中对该理论的解释。

将证券化的基础资产与企业的经营风险被隔离开来，当企业在面临破产清算时，基础资产就不会受到任何影响。这样投资人就只需要承担基础资产是否能产生稳定现金流的风险，而不用承担企业的经营风险了。要做到破产隔离，其中的关键要素就是设 SPV，企业先将基础资产打包好然后出售给 SPV，基础资产的未来现金流量受到 SPV 的监管，以此将该资产的风险和收益与企业进行隔离。

---

<sup>①</sup>理论参考：窦尔翔；杨勇；周早林《TRIZ 金融修订本》，北京中国财富出版社，2021.01

### 2.2.3 优序融资理论

优序融资理论<sup>①</sup>也称“啄食顺序理论”，是美国金融学家迈尔斯与智利学者迈勒夫在 1984 年时提出。根据优序融资理论，外部投资者会根据企业选择的融资方式来对企业是否值得投资进行分析判断，融资方式会在一定程度上影响投资者的决策。学者李敏<sup>[8]</sup>指出，企业发行股票进行对外投资可能会引发投资者对企业内部资金短缺的担忧，进而导致企业价值被低估，进而直接影响股价；而如果企业选择债务进行投资，则可能会使财政杠杆过高，进而给企业带来财务危机。企业在选用融资手段时，应当遵循成本最优的原则上，择优考察对内部融资，而后是对外融资，而对外融资的项目也应当按照先“债”后“股”的次序进行。

本文将通过计算九州通企业传统融资方式的成本，2016 年期间的银行借款、股权融资、债券融资与企业 2016 年发行的应收账款证券化融资的成本进行对比，分析出应收账款证券化产品相对于传统融资方式的成本优势。应收账款证券化是一个全新的融资模式，它不仅可以有效地减少企业总负债，而且还可以有效地利用存量资产，减少经营风险，节省融资成本，从而促进资本的有效流动。

## 2.3 文献综述

### 2.3.1 应收账款证券化的动因

#### (1) 国内学者观点

融资需求方面，我国学者李泊溪（1998）<sup>[9]</sup>提出高负债是影响我国企业的发展和投资的一个重要问题，资本市场的活跃是促进长期投资的重要动力。学者邱成梅和赵如（2013）<sup>[10]</sup> 在研究中基于市场层面分析，在假设市场是有效的的前提下，资产证券化这样的融资活动能够给市场传递企业稳定发展有利的信息，会给相关参与方带来一定的收益，同时对公司股价也会带来积极的

---

<sup>①</sup>理论参考：李敏《会计制度变迁与资本结构的动态调整基于中国上市公司的实证研究》，西安交通大学出版社，2016.11

影响。学者李若蘅(2020)<sup>[4]</sup>认为资产证券化能够避免传统融资方式下过度依赖供应商的弊端。随着全球化进程的加速,学者魏青琳(2019)<sup>[11]</sup>指出资产证化将成为国企改革的必经之路。学者赵靓(2019)<sup>[12]</sup>认为资产证券化有利于加强国企综合竞争力。

资金的流动性方面,学者李想(2019)<sup>[13]</sup>的研究表明,应收账款资产证券化融资不仅可以有效地帮助企业快速获得生产经营所需的资金,而且还能够显著提升资产的流动性。学者康杰(2017)<sup>[14]</sup>在中对一家企业的应收账款资产证券化案件展开了深入的分析和研究,他发现,采用循环交易结构的应收账款证券化产品,比单一结构的产品更有效地提升了企业资产的流动性,从而更好地保护了发起人的权益。

融资成本方面,随着证券市场的发展,资产证券化相较于传统融资方式优势突出,因此近两年来资产证券化发展迅速,对于许多上市公司来说企业来说,应收账款证券化是一个绝佳的选择。国内学者李玮,朱建华(2007)<sup>[15]</sup>经过研究表明资产证券化融资不仅能够有效地实施破产分离,减少投资成本费用,同时在基础融资的现金流、资金的用途和信息披露等方面的弹性也是较大,意味着企业在融资过程中的灵活性更高;学者李为一和刘毅(2019)<sup>[16]</sup>则认为ABS能有效克服传统融资方式的缺点,降低成本解决企业对于资金的需求,进一步推动国企的良性、健康发展。

## (2) 国外学者观点

融资需求方面,国外学者Victoria和William(2014)<sup>[17]</sup>运用了事件研究法,发现应收账款证券化能够有效减少公司管理经营风险,提高企业盈利能力,并为公司融资提出新的工作思路,从而满足企业的资金需求;国外学者Messina(2019)<sup>[18]</sup>在研究中也得出企业应收账款证券化能够优化的资本结构,缓解资金紧张的结论;国外学者Abtonio和Kim(2012)<sup>[19]</sup>提出,应收账款证券化能够有效缓解资金紧张,并且能够减少公司融资过程中的障碍。

资金流动性方面,国外学者Sergiy Legenchuk(2020)<sup>[20]</sup>在文中提到证券化不仅可以丰富企业的融资方式,还能够改善企业的资产的流动性;学者Gabriel Jimenez(2019)<sup>[21]</sup>在对房地产行业进行研究时,也发现证券化能够提高企业的资产流动性;学者Veremyev A和Tsyurmasto P等(2014)<sup>[22]</sup>认为企业规模越大,其资产流动性越容易被应收账款的影响,但是大型企业往往有着比较高的信

用度，因此在证券化过程中会更加顺利，从而实现其盘活资产，提高资金流动性的目的。

融资成本方面，国外学者 Mohamed Bakoush (2018)<sup>[23]</sup>认为商业银行进行资产证券化的目的是为了获取更低的融资成本；学者 Victoria 和 William(2014)<sup>[17]</sup>认为应收账款证券化这种融资方式的成本是远远低于股权融资、其他债权融资等传统的融资方式；学者 Abtonio 和 Kim(2012)<sup>[19]</sup>在研究中发现，这种方式能够有效地减少成本，从而提升公司的价值。公司面临应收账款积压的问题，传统的外部融资方式成本费用高昂，应收账款证券化为公司提供了一种新的融资途径；学者 Tien Foo Sing(2005)<sup>[33]</sup>提出应收账款证券化能够大大降低中小企业的融资成本，改进筹资效果，并为中小企业带来大量资金；学者 Harris<sup>[24]</sup>也提到，证券化的信用评级制度有助于中小企业降低成本。

小结：企业资产证券化是顺应时代的发展，学习新的融资方式；同时，这种方式能够给企业带来一系列的好处，比如提升企业的整体经营能力，缓解企业资金压力，提示资产的流动性，降低企业融资成本；积极开展证券化业务也是顺应时代潮流的一种明智之举。

### 2.3.2 应收账款证券化融资效果

#### （1）国内学者的观点

企业的资本结构方面，我国学者尚巍（2021）<sup>[25]</sup>在其研究了建筑师施工企业的应收账款证券化案例之后，认为应收账款证券化能够通过改善公司的资本结构降低财务风险。学者张凡凡（2021）<sup>[26]</sup>在研究得出应收账款证券化对于优化资本结构方面发挥了重要的积极作用。

财务效果方面，我国著名学者胡立杰(2020)<sup>[27]</sup>在案例研究中表明，企业进行应收账款资产证券化融资可以优化关键财务指标。同时，学者李丹和李金波（2019）<sup>[28]</sup>从实证角度进行研究，得出资产证券化活动对企业的收入提升影响较大，同时，盈利能力也得到了较快的发展。学者陈贝（2018）<sup>[29]</sup>从风险角度分析，认为资产证券化与传统融资方式相比，在转移风险、分散风险、提高资产流动性方面具有较大的优势。

应收账款管理方面，我国学者孙炆(2019)<sup>[30]</sup>指出，应收账款证券化对企业的管理要求极高，只有拥有良好的管理水平，才能够获得更好的融资效果。学者李慧(2021)<sup>[31]</sup>通过对应收账款证券化案例分析，认为这种融资方式可以一定程度上改善财务状况，提高企业融资能力，此外，他还提出了我国资产证券化现存的一些问题，比如：相关政策制度还不够完善，许多企业的管理意识还很薄弱，对应收账款的管理要进一步加强。

## (2) 国外学者观点

企业资本结构方面，国外学者 Douglas A.Doetseh 和 Denis Petkovic(1999)<sup>[32]</sup>认为资产证券化发展速度较快，被多国的企业追捧，这种对于企业来说不仅融资成本有优势还能降低企业的负债率；学者 Tien Foo Sing 和 Seow Eng Ong (2005)<sup>[33]</sup>通过研究得出应收账款证券化有利于改善资本结构、降低融资成本的结论。

财务效果方面，学者 Douglas A.Doetseh 和 Denis Petkovic(1999)<sup>[32]</sup>认为资产证券化作为一种新型的融资模式，在许多发达国家和发展中国家受到了广泛的欢迎，因为它能够在较低的融资成本的情况下，获取较高的收益率，同时还可以有效降低资产负债率。

应收账款管理方面，国外学者 Xiaoqi Huang and Jiao Wang (2020)<sup>[35]</sup>的研究结果，应收账款证券化可以有效地提升管理水平，从而促进企业的长期发展；学者 Steven (2006)<sup>[39]</sup>则认为，中小企业资产证券化不仅可以大大降低投资生产成本，还能够提升企业的效率，并且可以更加严格地管理应收账款；

小结：应收账款证券化融资可以带来多种好处，不仅可以减少资产负债率，还可以完善资产结构，优化财务指标，减少企业的经营风险，提升财务稳健性，增加股东财富，提升公司价值。国内外学者都对此进行了深入研究和分析，取得了良好的效果。应收账款证券化的融资效果还表现在提高应收账款的管理能力上。

### 2.3.3 文献述评

通过阅读和整体国内外学者在资产证券化方面的文献，可以发现，国外资产证券化起步较早，已经发展了半个多世纪，国外的资本市场也发展更加

的成熟，国外的学者在对资产证券化这一经济现象的研究比较多，在对资产证券化的概念及动因、证券化之后市场反应、证券化后财务效果等方面分析也相对比较多。国内的资产证券化发展起步晚，还经历了一段时期的暂停阶段，目前来看，我国的资产证券化发展仍处于初级阶段，所以大部分的理论研究还是借鉴和参考了国外学者的观点，缺乏独特性。但是，随着我国证券市场的不断完善发展，国家也提供了政策支持，国内学者对于资产证券化的研究也逐渐深入。

采用应收账款证券化融资方式，公司可以节省成本费用，优化财务指标，并且能够使企业更加重视应收账款的管理。然而，在实施这种融资方式时，公司也应该注意控制风险。不同的外部环境和内部环境都会带来不同的风险，从而影响财务效应。因此，在理论分析的基础上，应该增加对不同行业和政策背景下案例研究的分析，才能形成比较系统、全面的认识，以便更好地了解风险情况，并采取有效的应对措施。

## 3 医药行业资产证券化市场分析

### 3.1 行业政策

#### 3.1.1 “深化医改”制度推进

(1) 医改任务多项突破，三医联动稳步推进

梳理近五年来重要政策可以发现，如表 3-1 所示，十三五期间，医改重点任务已经取得多项重要突破，医药、医疗、医保的改革逐步形成制度建设，三医联动综合推进，形成了新的政策周期。2021 年国家卫健委发布的公告中提到：对于后疫情时代，我国的医疗卫生系统在打赢新冠疫情、防控狙击战中发挥了重要作用，而疫情也将对未来的医改产生深远的影响。那么下一阶段，也就是十四五期间，我国医疗改革的重点将着力推进，实现“看病为核心”到“以百姓身体健康为核心”的转换，继续深化三医联动，健全多层次社会保障体系，全面推进健康中国建设。

在政策加速推进的过程中，医疗器械、卫生服务、专科医院建设、医疗美容行业、疫苗、创新药械及 CFO 产业链奢侈品等子行业将持续受益。

表 3-1 十三五期间医药改革重要事件梳理

2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
MAH 制度试点； 两票制； 一致性评价； 加强疫苗监管。	互联网药品信息服务； 疫苗储存与运输规范。	网售器械监管； 抗癌药降税； 药品信息追溯体系； 加强集采药品监管； 器械注册人制度试点。	治理高值耗材 扩大器械注册人制度试点； 临床实验机构备案等；	药品集采专项检查； 临床实验质量管理规范； 医药代表备案； 加强集采支架监管。

信息来源：国家卫健委网站信息整理

## （2）医药分离制度为医企带来红利

2007年，“医药分离”的概念首次被提出，2015年5月，国务院政府办公室印发《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》明确提出要全面推行医药分离，以促进医疗服务质量的提升。首先，医药分离是一项重要的价格改革措施，它为患者提供了一种新的购药渠道，使得药店和医院之间的竞争变得更加激烈，从而有效地降低了药品的价格；其次，这一政策也为整个医药流通行业带来了巨大的推动力，促进了市场的发展。2016年，欧洲80%以上的零售药店，都是对外销售药品的，那么这一比例，在美国是接近80%，在邻国日本是接近50%以上，也就是说大部分的消费者，购买药品都是在零售大药房，或者连锁大药店去买的。那么从我们国家的国情来看，我们可以发现医院原来是作为一个主要药品销售的终端市场，这个规模接近1万亿元，而目前来说，我们整个零售药店的市场规模仅仅只有20%，也就是2600多亿元，那么随着这整个医药分离政策推行，那么这一万亿的市场规模将会逐步转移到一个零售药店来；我们再从另一个角度连锁化率来看的话，2016年美国前三大的一个连锁大药店，它的连锁化率是接近70%，而那时候我们整个的中国的零售药店，它的连锁化率，仅仅只有30%不到。所以说，通过当时的整个零售药店这些数据都可以表明医药流通行业，特别是零售大药店这一块，未来的发展前景是非常非常广阔的。因此，在后文的分析部分我们也可以看到，九州通企业从2015年开始，实施了扩张发展的战略，在整个十三五期间，九州通企业都处于一个高速发展的阶段。

### 3.1.2 “去杠杆”政策的宏观调控

2015年，中央政府提出了去杠杆的要求，“去杠杆+强金融监管”也随之发布，2018年4月，中央财经党委举行会议，强调各地政府部门和民营企业，尤其是国企，必须及时采取措施降低杠杆水平。

对企业而言，去杠杆即时挑战也是机遇，利用好现有政策的红利则可以实现企业债务结构的优化，降低企业财务风险。由于医药行业的特殊性质，赊销现象普遍存在，也是行业的生存法则，但是造成了许多的医药企业资产负债率居高不下，企业流动资金紧张；九州通集团作为民营企业，与国营的

几家药企相比明显缺乏优势，九州通企业的资产负债率常年维持在 70% 左右。在这样的情况下，为了更好地促进缓解企业的资金压力，一些企业开始寻求新型的融资方式，九州通集团在 2016 年完成了行业内首笔应收账款资产证券化产品，这一创新的投资方式为众多医药企业提出了一种切实可行的方案。

## 3.2 应收账款证券化发展现状

### 3.2.1 我国 ABS 发展现状

自 2014 年备案制实行至今，应收账款证券化发展迅猛，作为中小企业融资的一种新渠道，它不仅能够大大降低企业融资成本费用，还能够盘活资产，提升资产周转率，因此受到了众多中小企业的青睐。自 2014 年开始，国家推出了系列政策措施，以推动资产证券化的发展，其中包括《应收账款质押登记办法》、《做好 2018 年降成本重点工作的通知》以及《企业应收账款资产支持证券挂牌条件确认指南》，这些政策措施旨在推动市场融资方式的创新，满足企业流动资金需求，为企业发展提供有利的融资环境。

据 CNABS<sup>①</sup>网站的数据，根据 CNABS 网站的数据，截至 2022 年 12 月 31 日，我国证券市场已经推出了三百四十二单企业应收账款资产证券化产品，总规模达到 4749.19 亿元。特别是 2021 年，应收账款资产证券化产品发行量达到 106 单，数额达到 1734.68 亿元，同比增长了 82%。根据表 3-2，可以看出应收账款证券化产品发行数额的变化。

表 3-2 2016-2022 年应收账款资产证券化产品发行情况表

发行年份	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
发行总额 (亿元)	100.67	400.39	712.1	848.84	952.61	1734.68
发行单数	9	32	58	60	77	106

数据来源：CNABS

<sup>①</sup> CNABS：资产证券化分析网。

### 3.2.2 医药行业 ABS 发展现状

2021 年是我国“十四五”规划的开局之年，在商务部发布的《促进药品流通行业高质量发展的指导意见》中，对我国药品流通行业在“十四五”期间的高质量发展提出了明确要求。随着最新的政策支持，医药流通产业将加快数字化和信息化的快速发展，实现供应链系统的协调快速发展，并鼓励企业不断创新经营模式。

2022 年 8 月国家商务部发布了《2021 年药品流通行业运行统计分析报告》，报告中显示，截至 2021 年末，全国共有药品批发企业已经达到 1.34 万家。我国医药批发企业的特点是比较分散，除了主流的四家药企，其他的药企实力相对较弱、且分散。在我国药物的批发市场上看，药品批发行业呈现出了“4+n”格局，“4”代表四家占据医药市场半壁江山的全国性的流通商，包括：国药控股、上海股份，华润医药，九州通，“n”代表其他的区域性的流通商。2021 年我国医药流通行业批发市场 CR5 为 50%，从高到低进行排序，分别是中国医药、上海医药、华润医药、九州通医药、中国医药-重庆医药联合体，市场份额分别为 24.15%、8.45%、7.59%、5.57%和 4.24%。，主营业务收入分别为 5390 亿元、1907 亿元、1664 亿元、1224 亿元、986 亿元。

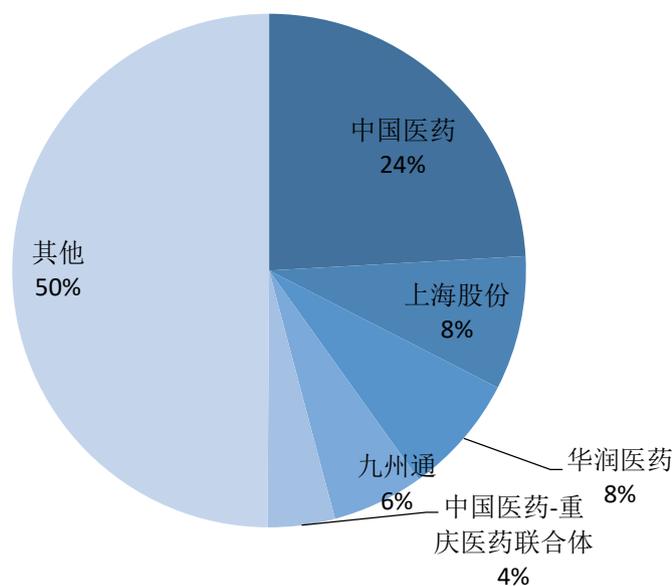


图 3.1 医药流通行业市场份额

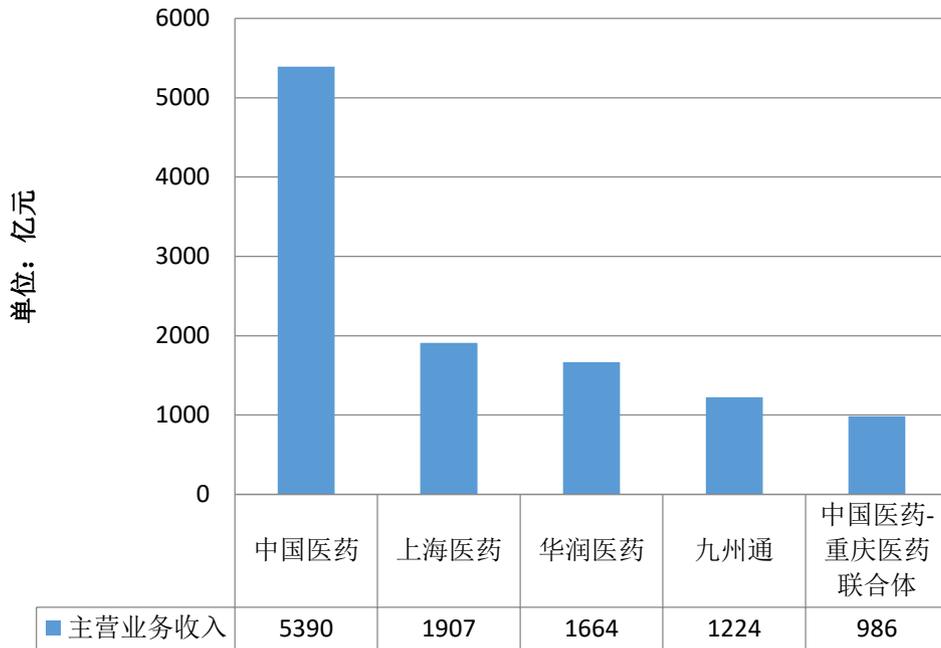


图 3.2 2021 年销售收入

数据来源：商务部《2021 年药品流通行业运行统计分析报告》

医药行业的一直以来都面临这应收账款周转率比较低的问题，而且医药流通企业的应收账款金额也比较大。从图 3.2 我们可以看到，四家行业巨头的年营业收入都突破了千亿，国药集团甚至达到了 5390 亿元的销售额。由于应收账款证券化具有融资成本低、周期长、流程较为灵活的特点，将成为未来医药流通企业在进行融资时的优先选择。

医药企业在进行应收账款证券化时对于基础资产的选择是一个关键的问题，作为基础资产的应收账款的质量要高，回款能力要强，应当从债务人回款周期、回款频率、回款金额等方面进行综合考量；同时还需要关注企业的持续经营能力和风险的控制能力；除此之外，还应该关注到应收账款证券化的交易机制是否能起到保证兑付安全的作用。

## 4 九州通医药集团 ABS 案例介绍

### 4.1 公司简介

九州通医药集团是我国大型的医药流通行业，在民营要起中始终处于领先地位。九州通集团经过多年的发展，已经成长为一家极具规模的成熟上市公司。公司目前的六大核心业务为：医药分销与供应链业务、总代品牌推广业务、医药工业自产及 OEM 业务、医药零售与加盟业务、数字物流与供应链业务、医疗健康与技术增值服务。

“互联网+医疗”大力推进近年来，由于互联网技术发展及居民健康消费意识增强，互联网医疗发展迅速。作为民营医药流通企业的代表，九州通集团不负期望，紧跟时代的步伐，近年来积极进行业务转型，创新性的构建了业内领先的数字化医药供应链服务平台。

公司采取创新的方式，建立“药九九”业务模式，为 b 端客户进行服务；“万店联盟”+“幂健康”服务模式，为 c 端客户带来优质的药师服务；“BB/BC 一体化”优质供应链物流服务，为行业发展带来支持；此外，公司还不断推进数字化转型项目，实现了业务模式的创新，以及电子化、平台化、互联网化的转型升级。

### 4.1.1 集团经营情况

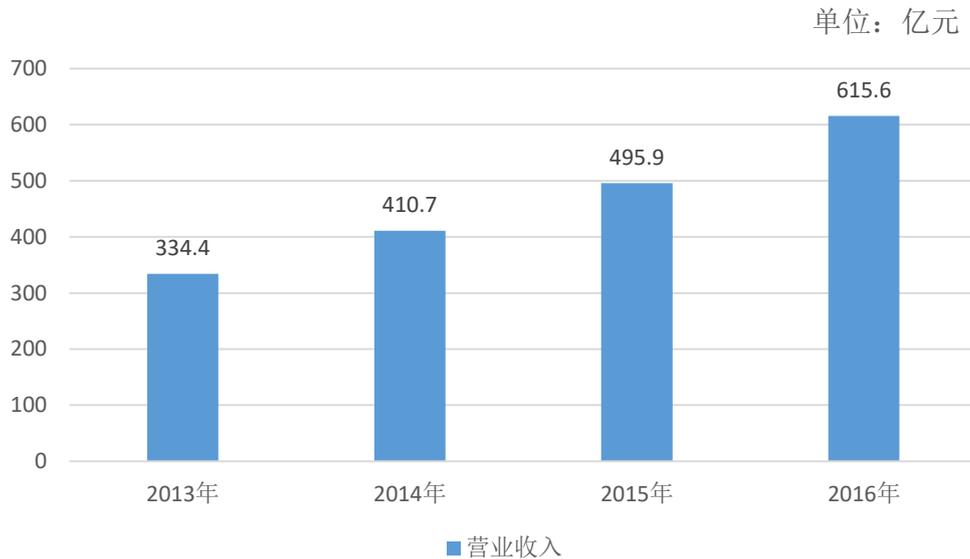


图 4.1 九州通集团营业收入

数据来源：九州通医药集团年报

自“十三五”规划以来，医疗制度改革力度的加大，我国的医疗体系建设逐步完善；人们生活水平的提高，健康意识也在提升；同时，我国社会发展进程的加快，老龄化的问题也在不断加剧；基于以上的种种因素的影响，医药流通企业迎来良好的发展机会。九州通医药集团抓住了这一机遇，近几年大力投入建设网络营销平台和全国物流配送体系，并且创新性地构建了行业内领先的数字化医药供应链服务平台，使企业规模不断扩大，营业收入也在稳步提升，从而成为一个实业与电子商务结合的特大型医药流通公司，在激烈的竞争中，为民营医药企业赢得了一席之地。

九州通在 2013 年-2016 年的销售收入，如图 4.1 所示，2016 年销售收入比 2013 年高出近两倍，突破了 600 个亿。

表 4-1 九州通 2013-2016 年偿债能力指标（单位：亿元）

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
总债务	132.57	160.38	227.39	267.18
EBIT	9.68	11.47	14.65	17.68
资产负债率	71.29%	66.48%	69.78%	68.99%
EBIT 利息倍数	2.69	2.91	2.88	2.67

数据来源：九州通财务报表

从表 4-1 中可以看到，企业的总债务在 2013-2016 年这四年间处于逐年上升的趋势，特别是 2015 年开始，债务突破了 200 亿，当然这与企业在当时进行大规模扩张有关，企业债务筹资来建立自己的物流体系和网络平台；企业的资产负债率常年维持在 70% 左右，是一个比较高的水平，企业的偿债压力是巨大的，虽然企业的 EBIT<sup>①</sup>在逐年增长，能够弥补利息支出，但是利息保障倍数在 2016 年也下降到了 2.67，加上医药流通企业的回款特性，九州通集团面临这巨大的偿债压力。

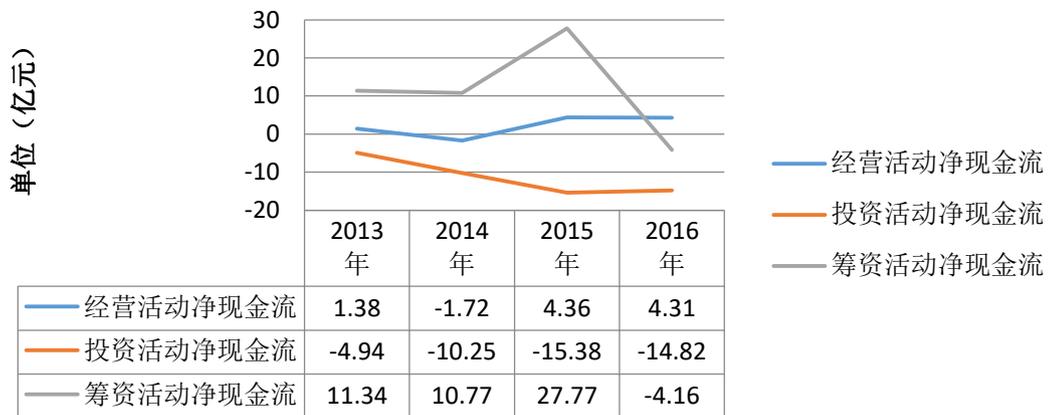


图 4.2 2013 年-2016 年现金流量变动图

数据来源：九州通 2013-2016 年现金流量表

从现金流的角度，图 4.2 可以看到，2013 年-2016 年九州通集团的筹资活动净现金流比较丰富，而筹资得来的资金主要用在了投资活动中，投资活动净现金流在这四年间一直处于倒挂的状态；从图 4.2 中可以看到变化趋势，经营活动现金净流量比较平稳；筹资活动的净现金流量有较大的波动，四年间最低点是 2016 年度的 -4.16 亿元，而最高的点是 2015 年的 27.77 亿元。分析

<sup>①</sup> 息税前利润：Earnings Before Interest and Tax，简写 EBIT。

得出 2014 年-2015 年企业筹集了大量的资金，这些资金会产生很多的利息，在 2016 年的是收企业发行了资产证券化产品，获得的资金用于偿还大额债务，在这样的情形下，因此我们可以看到 2016 年企业的筹资活动净现金流骤降；投资活动的净现金流量则呈现了逐年下平稳降的趋势，企业投资活动中产生的现金流出大于了现金流入，导致投资活动的净现金流一直处于 0 以下，这在融资项目的早期阶段是一种普遍现象，可以说是不可避免的。

九州通医药集团在 2013 年及后续的 5 年内，扩张态势凶猛，企业并购，大量的筹资，投资，建设，发展的非常迅速，这一过程也为企业创造了大规模的市场份额，从而带来收益的猛增。高负债进行投资扩建，也使企业背负了高额的负债，由于项目投资回收期较长，企业的现金流也时分紧张。随着企业的后续发展，对于资金的持续性需求较高。

#### 4.1.2 九州通应收账款证券化动因分析

##### (1) 九州通集团扩张需要资金支持

2016 年“十三五”规划出台，一系列的医改政策陆续实施，比如三医联动、医药分离政策等，这对于民营药企来说是一个大的挑战同时也是一个难得的机遇。九州通在激励的竞争环境中，抓住机会，实施扩张型的发展政策，投入大量资金建设高效率、大规模的现代化物流配送体系和网络营销平台，在客户的开发上面也做了到两的工作，以保持企业在同行间的竞争力水平，促进企业发展。九州通 2016 年其重大项目的投资情况如表 4-2 所示。

**表 4-2 九州通集团部分投资项目表（单位：万元）**

项目名称	本年度投资	累计投资额	项目进度
北京九州通公司现代医药物流服务中心	33.54	14466.25	70%
陕西九州通医药健康产品电子商务创业园区	2889.45	11672.45	65%
贵州九州通公司现代医药物流中心建设项目	83.27	9882.67	52%
北京均大制药公司生产基地建设项目	57.49	25622.08	90%

数据来源：九州通集团公告

到 2018 年底，九州通已在全国范围内开设一千二百八十七家门店，并在三十一个省份建立了医药物流中心，96 个城市建立了物流中心，以满足客户的需求。可以明显看出，九州通的纵向一体化战略使九州通赢得了市场先机，对比同行九州通的物流体系和线上平台都处于行业领先。2021 年末“万店联盟”项目已实现自营及加盟药店 8,516 家，预计 2022 年底将突破 10,000 家，公司业务覆盖了上万家的大型公立医院、近 20 万家民营医院、17 万家连锁型零售药店，这些都是线下的实体客户；电商平台则覆盖了京东、阿里等国内大型电商平台。可以看到，九州通医药集团在行业政策和企业战略布局的引导下大刀阔斧地开展自己的业务，在持续发展中不断进行融资来满足其扩张需求。

#### （2）应收账款积压，流动性不足

九州通集团的下游客户主要是二级及以上的大型公立医院，采用的是直接销售的模式，企业直接将货物发给医院，这种销售模式的优点是毛利高，缺点是账龄较长，使企业产生了大额的应收账款，影响企业的资金流动性。截至 2015 年末，九州通拥有二级及以上医院客户超过 3,200 家，这类客户的销售额达到了 92.67 亿元。

在企业快速扩张的步伐下，营业收入也出现了良性增长的态势，如表 4-3 所示，九州通医药集团营业收入从 2013 年的 334.38 亿元上升到 2016 年的 615.57 亿元，增幅达到了 84%，当然由于医药企业赊销比例大的性质，九州通集团应收账款相应的上涨，九州通应收账款余额从 2013 年的 23.53 亿元增加到了 2016 年的 90.76 亿元，三年间翻了接近三倍。应收账款周转速度原本就不佳的情况下，又面临应收账款余额的大幅增加，这使企业资产流动性进一步恶化，对企业经营造成不利影响。

**表 4-3 九州通 2013-2016 年应收账款情况（单位：亿元）**

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
应收账款	23.53	51	77.98	90.76
营业收入	334.38	410.68	495.89	615.57
应收账款周转率	15.09%	10.46%	7.69%	5.00%

数据来源：九州通 2013-2016 年财务报表

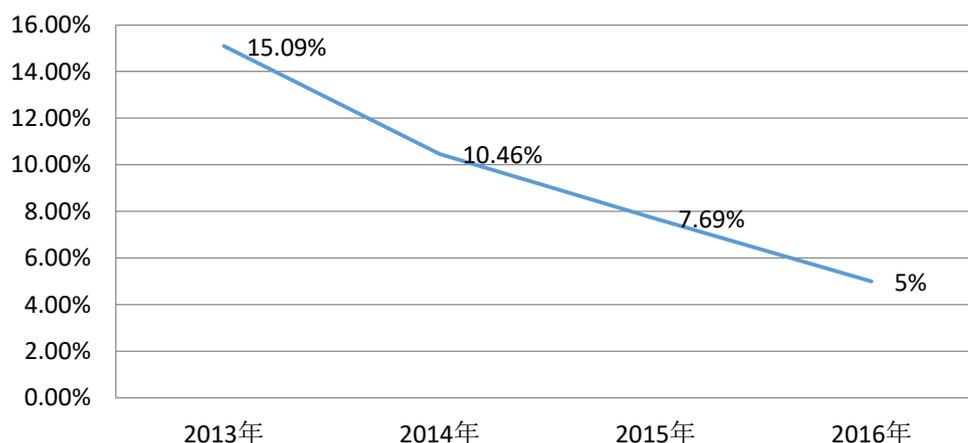


图 4.3 2013 年-2016 年九州通应收账款周转率

表 4-4 九州通 2014-2016 年应收账款资料分析表（单位：亿元）

年份	账龄	期末余额			
		应收账款	占比 (%)	坏账准备	计提比例(%)
2014 年	一年以内小计	49.46	95.85	0.25	0.5
	1 至 2 年	1.76	3.41	0.09	5
	2 至 3 年	0.15	0.3	0.03	20
	3 年以上	0.2	0.44	0.2	100
2015 年	一年以内小计	74.3	94.31	0.37	0.5
	1 至 2 年	4.10	5.2	0.2	5
	2 至 3 年	0.29	0.4	0.06	20
	3 年以上	0.02	0.09	0.02	100
2016 年	一年以内小计	86.57	94.5	0.43	0.5
	1 至 2 年	3.86	4.21	0.19	5
	2 至 3 年	0.95	1	0.19	20
	3 年以上	0.17	0.29	0.17	100

数据来源：九州通 2014-2016 年财务报告

“两票制”的实施对医院的盈利能力和支付能力造成了严重的负面影响，使得医药流通企业的回款周期变得更加漫长，公司不得不承担更大的财务负担，企业需要垫资的时间更长，资金压力更大。从图 4.3 可以发现应收账款周转率在 2016 年仅有 5%，这一指标比 2013 年降低了三倍。应收账款周转率降低，使企业的坏账风险增加，同时也会增加企业的管理成本，并且随着规模的扩大，企业面临的资金压力会越来越大，如果不能及时筹集到周转的资金，在高负债的背景下，企业将面临极大的财务风险和破产风险。从表 4-4 可以看到，企业 2014 年-2016 年这三年期间，一年以内应收账款占比均达到了 94%，

虽然企业的应收账款总额在逐年增加，但是一年内收回的应收账款的比例一直控制在 95%左右，应收账款的质量相对比较高，但由于应收账款的金额比较大，企业仍然存在应收账款周转率不足的问题。

在前文分析中，我们发现我国的医药流通企业都面临着大量的赊销问题，特别是民营企业。由于它们在与大型公立医院谈判时议价能力较弱，这些企业在销售过程中会产生大量的应收账款，不仅增加了管理成本，还降低了资产流动性，导致企业营运资金短缺，影响了企业日常经营活动。

总之，市场经济良好运行同时政策利好的条件下，九州通企业也实现了其扩张构想，随着企业的收入增长，大量的应收账款也是企业亟待解决的问题。企业投资活动需要大量的现金，而应收账款的流动性又不足，造成企业的偿债压力较大。

### （3）传统融资渠道受限

九州通医药集团的销售额在全国排名第四，前三都是国有的药企，作为民营医药企业，九州通相对处于劣势。医药问题关乎民生，被严格监管，更有利于国有企业的生存。九州通作为最大的民营药企，在行业中仍处于弱势地位，特别是面对大型公立医院时，议价能力较弱，因此毛利率更低，企业想要提高或者保持自己的毛利率在进行融资时也会尽量地去压缩成本。

传统的融资方式，比如发行债券，对企业的要求比较高，《证券法》对于上市公司发行债券的条件有严格的规定，民营企业特别是小规模民企很难满足发行条件；另一种方式，长期借款，虽然在利率上有优势，但是规模通常较小，流程也比较复杂，而且时间较长，各家银行的规则也有所不同。而应收账款证券化这种新型的融资方式则为企业提供一种新的途径，不仅在流程上更为简单，同时兼顾规模和成本，灵活性较好。九州通企业采用这种融资方式，不仅可以有效避免传统融资模式的缺陷，而且还可以为企业提供一种全新的融资思路，更是行业内第一个应收账款证券化案例，为其他民营药企提供了宝贵的参考和借鉴。

### （4）国家政策自持非金融企业参与证券化融资

我国资产证券化起步较晚，自 2014 年才正式开始大规模的推行。在医药制度改革和“降杠杆”的大背景下，医药行业迎来了发展的好时机；同时我国政府陆续出台许多利好政策支持证券化融资的发展，为企业营造了良好的

证券市场环境。九州通医药集团在时代的洪流中，抓住机遇，果断行动，发行了我国第一笔循环交易结构的资产支持票据，为医药行业在证券化融资方面提供了较好的示范。

## 4.2 九州通应收账款证券化产品探析

### 4.2.1 主要参与方介绍

#### （1）原始权益人（发起人）

发起人就是支持交易的融资人，也称为原始权益人。九州通医药集团作为本案例的发起人，负责挑选可靠的优质应收账款，并将其打包转移给 SPV，以此来支持本次交易，这也是原始权益人的职责。

#### （2）特殊目的主体（SPV）

特殊目的主体也称为计划管理人，专门应收账款证券化项目而设立的独立法律主体。发起人将打包好的基础资产转移给 SPV，使基础资产能够与发起机构进行隔离。九州通的计划管理人为中诚信托有限责任公司。

#### （3）信用评级机构

企业聘请第三方机构对应收账款证券化产品评级价，第三方机构需要满足无关联方关系且无关联交易的条件，信用评级结果将成为投资者做出决策的参考。信用评级贯穿资产证券化的整个期间，在每个报告期末，都需要重新出具信用评级报告。九州通集团的信用评级机构为中诚信国际信用评级。

#### （4）信用增级

信用增级措施是用来提高企业的信用度，获得更高的信用评级，同时也让投资者得到更多的保障。信用增级有内部增级和外部增级，外部增级在我国多为商业银行或保险公司；信用增级也可以是发起人承诺回购等行为，这种方式属于内部增级。九州通医药集团采用的信用增级方式在本文章节 4.3 中会做具体介绍。

#### （5）承销机构

发行人与投资人中间是承销人。承销机构的主要职责是提供证券服务，并在投资者需要时提供法律支持。在我国，承销机构通常由证券公司或者有

资质的银行担任。九州通的承销机构为兴业银行武汉分行。

#### 4.2.2 产品要素指标

九州通医药集团 2016 年第一期资产支持票据于 2016 年 6 月 29 日在中国证券市场上成功发行，本次发行的票据总额 10 亿元，分为优先级票据和次级票据，优先级票据金额 7.77 亿元，占比 77.7%，次级票据金额 2.23 亿元，占比 23.3%。

#### 4.2.3 产品交易结构

资产证券化产品的交易结构分为循环交易和单一交易两种模式，其划分主要是依据发起方式的不同。循环交易结构是指特殊目的主体除了在资产证券化产品开始交易的时间点购买基础资产之外，还可以在后续整个存续期对基础资产进行补充，也就是在后续期间还可以继续购买基础资产；而单一的交易结构是在最初的交易时一次性将基础资产全部卖出的一种交易结构，这种结构相对简单。此次九州通医药集团应收账款证券化才用了循环模式的交易结构，每三个月一次的购买频率，每年付息一次，证券到期后偿还本金。

### 4.3 基本操作流程

#### 4.3.1 选择符合标准的应收账款来建立资金池

对于基础资产进行严格的筛选，是保障资产支持计划顺利实施的基础，只有高质量的应收账款才可以作为基础资产。首先，取得应收账款的交易必须真实且符合法律规定；另外对于债务人的还款能力和信用程度也是考量的要素，能够在未来产生稳定的现金流；最后，对于债务人可能发生的风险要最大可能的进行防范，比如债务人所属的地区，债务人的性质等要具有分散性。

在九州通医药集团选择的基础资产是以二级及以上公立医院作为债务人，

赊销而形成的中期和短期的应收账款。这样的规模较大的公立医院的社会公信力较高，用这些医院的应收账款作为基础资产，回款时非常有保障，属于优质的应收账款，这可以帮助发行方企业获得更好的信用评级。

#### 4.3.2 设立特殊目的的主体（SPV）

设立 SPV 是资产证券化过程中的一项重要环节。在应收账款证券化过程中，如果发起人破产，那么其所有的资产将会被强制清算，如果没有 SPV 那么将会对投资者的利益将不能得到保障。因此，设立 SPV 就可以将基础资产与原始权益人进行“破产隔离”，原始权益人将基础资产“真实”出售给 SPV，这时候债券债务关系便发生了转移，债权不再属于全是权益人，即便最初权益人面临倒闭清算风险，也不会对应收账款进行处理，这样投资者的利益得到了有效保护。发起人应当选择独立的第三方 spv，它们与发起人之间不存在任何关联，也不存在任何形式的交易。

九州通医药集团有限公司选择中诚信托有限责任公司作为 SPV，这不仅有效地降低了投资者的风险，而且还为投资者提供了有效的保护，从而使风险得到了有效的隔离。

#### 4.3.3 产品结构分级

资产证券化的产品结构分级是重要的一步，它不仅有助于证券的成功上市，提升投资人的买入意愿，而且还能够保障资金的及时偿付。我国的二级证券交易市场上对于证券化产品的结构一般分为两到三层，优先 A 级，优先 B 级和次级。

九州通在本次证券化业务中，将其票据划分为了优先 A 级资产支持票据和次级资产支持票据，占比分别为 77.7%和 23.3%。优先 A 级票据具有优先信托受益权，所以的费用优先被偿付，而次级票据的本息和费用在优先级费用偿付完成后进行偿付。

#### 4.3.4 信用增级与信用评级

九州通集团采用了内部和外部信用增级相结合的方式来提升信用等级。

##### (1) 内部增信

九州通集团采用的内部增信方式主要为设计了合理的产品结构分级，优先 A 级的票据能够被优先偿付，同时优先 A 级票据的占比较大，信用度高，所以安全性更高。此外，由于基础资产的债务人为二级以上的公立医院，其信用水平极高，因此，无需付出什么额外的花费，就可以使票据的内部资信水平处于一个比较好的位置。

提供差额补足承诺也是信用增级的一种方式，九州通集团自己担任本次交易的超额补足方，属于内部增信。差额补足方的义务是对到偿付日期还没有偿付的款项进行补充偿付，可能有应交税费、保管费、预期信托收益等资金。

##### (2) 外部增信

九州通医药集团采用的外部信用增级方式是聘请外部独立第三方机构对其进行信用评级。信用评级是应收账款证券化的一个重要步骤，评级结果可以一定程度降低信息不对称，从而降低此次证券化的融资成本。信用评级机构还需要对该证券产品进行持续的监测，在每个报告期末重新出具评级报告，以防止信用风险的发生。九州通集团聘请了中诚信国际信用评级公司，对九州通集团的本次资产支持票据进行信用评级。该公司对原始权益人九州通公司的基础资产、产品交易机构、其他各参与机构等进行了全面的调查分析，最后得到，九州通的优先级证券的信用等级为 AAA 级。

#### 4.3.5 证券发行

在信用评级完成后，SPV 与承销商签订销售证券化产品的合同，就可以对债券进行发行销售了。证券的发行方式有公开发行为和私募发行两种，公开发行为面向全社会的合格投资者，私募则是非公开的，仅对符合条件的投资者发售。证券发行结束后，承销商会将募集到的资金支付给受托机构进行管理，扣除各项发行费用之后按照合同再将运营期产生的收益转付给发起人。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/995110114040011043>