

分类号 _____
UDC _____

密级 _____
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 南京医药应收账款证券化融资效果研究

研究生姓名: 任宝英

指导教师姓名、职称: 郭恒泰 教授 田珺 高级会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 成本与管理会计

提交日期: 2023年6月19日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 任宝英 签字日期： 2023.6.11

导师签名： 邵峰 签字日期： 2023.6.12

导师(校外)签名： 田琚 签字日期： 2023.6.13

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定，同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

1.学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2.学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 任宝英 签字日期： 2023.6.11

导师签名： 邵峰 签字日期： 2023.6.12

导师(校外)签名： 田琚 签字日期： 2023.6.13

**Study on the financing effect of accounts
receivable securitization of Nanjing
Pharmaceutical Co., Ltd.**

Candidate:Ren Baoying

Supervisor:Guo Hengtai Tian Jun

摘 要

随着我国医改的不断深化，医药流通行业的集中度在不断增强，医药流通企业间的竞争也在不断加剧，这使得该类企业中原本就存在的应收账款回款期长、资金周转困难等问题愈发严重。而应收账款证券化作为一种新型的融资方式，可以将企业的应收账款变成银行存款，或成为解决医药流通企业“痼疾”的“良药”，医药流通企业采用应收账款证券化进行融资对于解决现实问题具有重要意义。

文章运用案例研究法，以国内第一家 A 股上市的医药流通类企业南京医药股份有限公司为研究案例，探究其进行应收账款证券化融资的效果。首先，对相关文献及理论进行了梳理，为案例研究做好准备。其次，介绍了公司的基本情况，结合公司内部和外部环境，分析了公司进行应收账款证券化的动因，并介绍了发行产品的基本情况和交易结构。再次，通过相关数据对其融资效果进行分析，主要围绕融资成本、融资风险、市场绩效、财务绩效四方面展开，发现应收账款证券化融资可以降低融资成本，降低财务风险，提升股票价格，增强企业盈利能力，提高企业营运能力。但在改善企业偿债能力方面表现不佳，同时在基础资产、交易结构等方面存在潜在风险。然后，经过深入分析后发现是因为存在发行规模较小等问题，并提出了应该采取储架发行模式等优化措施。最后，在上述分析和评价的基础上，得出相应结论并对今后的相关研究做出展望。

研究表明：南京医药应收账款证券化对企业融资成本、融资风险、市场绩效、财务绩效均存在有利影响，其方案设计及执行过程中的操作细节对同行业企业具有借鉴价值。同时，其设计及实施过程中也存在发行规模较小等问题，需要进一步采取优化措施。

关键词：应收账款证券化 融资效果 融资风险 南京医药

Abstract

With the deepening reform of China's medical and health system, the concentration of the pharmaceutical distribution industry is increasing, and the competition among pharmaceutical distribution enterprises is intensifying, which makes the problems of long payback period of accounts receivable and difficulty of capital turnover that already exist in such enterprises more and more serious. The securitization of accounts receivable, as a new financing method, can turn the enterprise's accounts receivable into bank deposits, which may become a "cure" for the "chronic problems" of pharmaceutical distribution enterprises. It is of great significance for pharmaceutical circulation enterprises to use accounts receivable securitization for financing to solve the real problems.

The article uses a case study method to investigate the effect of securitization of accounts receivable on the financing of Nanjing Pharmaceutical Co., Ltd., the first domestic A-share listed pharmaceutical distribution company. First, the relevant literature and theories are reviewed to prepare for the case study. Secondly, it introduces the basic situation of the company, analyzes the motivation of securitization of accounts receivable in the light of the internal and external environment

of the company, and introduces the basic situation and the transaction structure of issuing products. Again, the article analyzes its financing effects through relevant data, mainly focusing on four aspects: financing cost, financing risk, market performance and financial performance, and finds that accounts receivable securitization financing can reduce financing cost, reduce financial risk, improve stock price, enhance corporate profitability and improve corporate operating capacity. However, it performs poorly in improving the solvency of enterprises, while there are potential risks in the underlying assets and transaction structure. Then, after an in-depth analysis, it is found that it is due to the existence of problems such as small issue size, and optimization measures such as the storage shelf issue mode should be adopted are proposed. Finally, based on the above analysis and evaluation, corresponding conclusions are drawn and prospects for future related research are provided.

The study shows that the securitization of accounts receivable of Nanjing Pharmaceutical Co., Ltd. has a favorable impact on the financing cost, financing risk, market performance and financial performance of the enterprise, and the operational details in the design and implementation of the scheme are of reference value to enterprises in the same industry. At the same time, there are problems in its design and implementation process such as small issue size, which need further optimization

measures.

Keywords: Accounts receivable securitization; Financing effect;
Financing risk; Nanjing Pharmaceutical Co., Ltd.

目 录

1 绪 论	1
1.1 研究背景与意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	3
1.2 国内外文献综述	3
1.2.1 资产证券化的相关研究	3
1.2.2 应收账款证券化的相关研究	7
1.2.3 融资效果评价方法的相关研究	8
1.2.4 文献述评	9
1.3 研究内容与方法	10
1.3.1 研究内容	10
1.3.2 研究方法	12
2 相关概念与理论基础	13
2.1 相关概念	13
2.1.1 资产证券化	13
2.1.2 应收账款证券化	13
2.1.3 融资效果	13
2.2 相关理论	14
2.2.1 优序融资理论	14
2.2.2 资本结构理论	14
2.2.3 风险管理理论	15
2.2.4 信号传递理论	15
3 南京医药应收账款证券化融资案例介绍	16
3.1 公司基本情况	16
3.1.1 公司简介	16

3.1.2 公司应收账款及现金流情况	16
3.2 应收账款证券化融资的动因	19
3.2.1 外部动因	19
3.2.2 内部动因	20
3.3 应收账款证券化融资的过程	21
3.3.1 产品介绍	21
3.3.2 主要参与方	22
3.3.3 产品交易结构	23
4 南京医药应收账款证券化融资效果分析	25
4.1 应收账款证券化融资的直接效果分析	25
4.1.1 基于资本成本定义公式的融资成本分析	25
4.1.2 基于 Z 值模型法的融资风险分析	28
4.2 应收账款证券化融资的间接效果分析	31
4.2.1 基于事件研究法的市场绩效分析	31
4.2.2 基于财务指标分析法的财务绩效分析	37
4.3 小结	40
5 南京医药应收账款证券化融资的问题及优化建议	42
5.1 应收账款证券化融资的问题	42
5.1.1 产品发行周期较长	42
5.1.2 未能改善偿债能力	42
5.1.3 存在不可规避的风险	43
5.1.4 效果持续时间较短	43
5.2 应收账款证券化融资的优化建议	44
5.2.1 采用“储架发行”方式	44
5.2.2 合理扩大证券化规模	45
5.2.3 提高风险意识和管理水平	46
5.2.4 适当增加产品发行数量	46
6 结论与展望	47

6.1 结论	47
6.2 展望	48
参考文献	49
致 谢	54

1 绪 论

1.1 研究背景与意义

1.1.1 研究背景

(1) 政策层面

2017年10月，习近平总书记在党的十九大报告中指出“实施健康中国战略。人民健康是民族昌盛和国家富强的重要标志。要完善国民健康政策，为人民群众提供全方位全周期健康服务。深化医药卫生体制改革，全面建立中国特色基本医疗卫生制度、医疗保障制度和优质高效的医疗卫生服务体系，健全现代医院管理制度。全面取消以药养医，健全药品供应保障制度。”2019年7月，《国务院关于实施健康中国行动的意见》发布，《意见》明确提出，要组建“健康中国行动推进委员会”，并制定和发布了《健康中国行动（2019-2030年）》，为进一步推进我国健康事业的发展提供了有力的政策支持。与此同时，国务院办公厅印发了《健康中国行动组织实施和考核方案》，在《方案》中明确提出，要以全国爱国卫生运动委员会为依托，建立健康中国行动推进委员会，在此基础上，进一步推动健康中国行动的发展。从习近平总书记关于建设健康中国的重要论述，到国家层面的一系列行动部署，充分体现了党和国家对人民健康的高度重视。

(2) 行业层面

在老年人口不断增加、人民群众健康要求不断提高的情况下，医药行业更加引起社会各界及政府的高度重视。其中，医药流通企业在整个医药产业链环节中处于重要的位置，通过它药品才能从上游的生产企业，抵达医院、药店等地方。因此，医药流通企业的盈利方式就是赚取交易差价和提供增值服务获得收益。这也意味着，在资金流上，为了保证医药供应链的正常运行，医药流通企业需要帮助医药制造企业减少应收账款，保证其现金流，还要承担从医院到厂家之间的资金垫付责任。因此，回款周期较长、资金周转困难是医药流通企业一直以来普遍存在的现象。后来，为了继续推进我国医药卫生体制改革，政府又出台了“两票制”和“4+7”等多项政策。由于市场环境和行业政策的影响，中间分销商和代理商

的数量大幅度下降,这使得医药流通企业不得不直接面对下游销售终端,独自承担垫资的巨大压力。另外,医药流通行业的竞争也更加激烈,医药流通企业为了顺应社会发展及形势需要,不得不加大物流投入,这让本来就紧张的资金链在药品的流通环节更加无法跟上实际的需要,企业急需融资。目前,医药流通企业主要依赖银行借款这一外部融资,但是由于大部分的医药流通企业都属于轻资产经营,因此在进行负债融资时,很难为债权人提供某种形式的抵押物和保证,这使得银行在放贷时更加慎重。而且,医药流通企业的资产负债率普遍比较高,银行向其提供的贷款附带的风险补偿也比较高,即使有银行愿意提供借款,也存在融资成本较高的问题。医药流通企业目前存在的一系列问题,如:应收款项积存量过大、资金周转不畅、融资渠道有限等,正成为企业自身生存和发展的重大障碍。

(3) 市场层面

资产证券化最早是在美国的金融市场上产生的。在 20 世纪 60 年代,两次全球能源危机使美国经济损失惨重,在通货膨胀的大背景下,由于金融市场的“脱媒”,各大银行都面临着资本不足的问题。为了应对这场危机,银行向房地美和房利美出售了所持有的房屋按揭贷款。“两房”是美国的联邦政府的支持机构,他们把这些贷款进行了打包和重新组合,并通过发行证券的方式进行融资,这就是住房抵押贷款支持证券的由来。在此之后资产证券化开始迅速发展并衍生出多种多样的产品。追溯我国金融或非金融机构利用资产证券化方式进行融资的时间可以发现明显要晚于国外。可以视为起点的时间节点是 2005 年,这一年国家发布了相关的管理办法,陆续开展了试点工作。在后来的发展过程中也经历了较多的周折,在 2009-2011 年间,受美国次贷危机的冲击,中国监管机构曾一度停止了全部的资产证券化业务,一直到 2011 年,中国证券监督管理委员会才重新启动该类业务。随着监管部门相关规则指引的不断完善和支持力度的不断加大,2015 年之后资产证券化迎来了一个小高峰,资产证券化产品在越来越多的行业被引入,对我国企业的融资起到了积极的作用。目前,从我国资产证券化的发展现状看,存在多种类型的产品,比如融资租赁资产证券化产品、应收账款证券化产品等等,它们由于发行的基础资产不同而分属不同的类别,与此同时,如果他们的发行方式不同,还可以重分类为资产支持证券和资产支持票据。

应收账款证券化的确是一种比较具有新意的融资方式,企业原本流动性差的

应收账款在经过一系列设计、操作之后竟然变成了流动性最强的货币资金，不但在改善资产流动性、降低财务风险方面发挥了重要的作用，而且创新了融资方式，也有利于资本结构的改善，尤其是在“两票制”政策颁布之后，医药流通企业具有来自下游医院高额、信用良好的应收账款，可以说，较好地契合了医药流通行业的痛点。

1.1.2 研究意义

(1) 理论意义

通过阅读大量文献资料发现，与发达国家相比，我国目前在资产证券化方面进行的理论研究还处在起步阶段。并且，一段时间以来，银行信贷资产的证券化广受学者的关注，而非金融企业的资产证券化少人研究。已有的少数文献也多是针对房地产、互联网金融、建筑等行业，而针对医疗流通行业的相关研究尚处于初级阶段，因此文章对医药流通产业的研究具有一定的补充性。

(2) 实践意义

资产证券化是一种非常有效的直接融资方式，它在自身出表的同时，还可以让大量的应收账款得到有效地利用，从某种意义上来说，它可以帮助医药流通企业解决其日常经营和运作的难题，也为医药流通企业提供了新的融资思路。文章通过对南京医药应收账款证券化案例的研究，把理论与实际的结合起来，希望能给行业内其他企业开展应收账款证券化融资提供参考，从而更好地促进资产证券化在医药流通行业的成熟与发展。

1.2 国内外文献综述

1.2.1 资产证券化的相关研究

20 世纪 70 年代美国的房屋按揭贷款证券化是全球资产证券化的历史性发端，上个世纪 90 年代，我国在实际操作中也已开始了资产证券化的初步尝试。同时，国内外的学者也在不断地从理论上对资产证券化进行研究，所涉及的问题和研究领域也在逐步地变得更深更广，研究体系也在逐步地变得更加健全。通过对文献的梳理发现，关于资产证券化的研究主要集中于发起人进行资产证券化的

动因和企业实施资产证券化之后的融资效果，文章也主要从这两个方面进行阐述。

（1）资产证券化动因的相关研究

国内外研究发现无论是金融企业还是非金融企业，其发行资产证券化产品的目的主要有内部和外部两方面。其中外部原因有市场经济推动和政府政策引导。而内部原因则有满足企业融资不同需求、拓宽企业融资渠道、降低企业融资成本等。

国外学者 Hugh Thomas（1999）以房地产公司为例进行研究得出结论：企业巨大的融资需求是企业资产证券化的主要驱动力，资产证券化是一种更低门槛、更宽广的融资方式。Khaled（2002）认为，企业在选择资产证券化融资时，会首先分析其内部和外部环境。通常情况下，高资产负债率的公司难以从银行得到信贷，因而会采用资产证券化的方式。

国内学者吴许均（2002）认为企业实施资产证券的动因一般可以分为两种，一种是内部动因，主要有拓宽自身的融资渠道，降低风险，实现低成本融资等，而另一种是外部动因，主要有市场经济的驱动等。戴晓凤（2003）从融资成本的角度分析了资产证券化的动因，相比于银行的贷款成本，资产证券化的成本更低。李佳与李梦艺（2016）也指出公司开展资产证券化的动因应该从内外两个角度来分析。外部因素既有市场发展的一般规则，又有宏观经济条件的作用，以及国家的相关方针，同时也有对市场的需求；而内部因素主要有上市公司对公司资本结构改善的需求，以及对融资成本的节约、公司价值的提升等目的。陈小宪（2017）通过建模对 77 家商业银行的资产证券化产品进行了分析，他认为银行开展资产证券化融资是为了提高自己的盈利能力。易金平与谭晓颖（2019）提出公司发行资产证券化产品，是希望通过将低流动性的资产投放到股票市场，实现提前套现，从而缓解公司资金周转困难的问题。

（2）资产证券化效果的相关研究

融资，顾名思义就是资金的融通。这一概念从广义上讲，就是指通过内外部整合的方式，让真正持有资金的人和真正需要资金的人进行沟通，让他们的资金达到流通的目的。而从狭义上讲，则是公司从债权人或者股东处筹措资金，以保证其正常运营的需要，进而达到资金融通的目的。效果是指采取了某些行为之后

获得的结果。融资效果是在融资概念和效果概念有清晰界定的基础上，将二者相统一而形成的。文章认为融资效果就是指企业融资行为或活动对公司造成的影响，具体体现在公司利用金融工具获得资金后，其运营和财务情况会出现怎样的变化，会对股票市场等方面造成怎样的影响。此外，因为公司本身的组织结构、财务情况、行业情况、融资所得资金的管理情况等因素都会对融资的效果产生不同程度影响，因此，融资的结果并非完全是积极的，也有可能产生消极的融资效果。

企业实施资产证券化之后的正面效果体现在：

第一，降低融资成本。国外学者 Fama（1980）计算了公司分别采用资产证券化、债券、股权这三种不同的方式进行融资所支出的成本费用，对比发现资产证券化的融资成本最低。Benveniste 和 Berger（1987）认为资产证券化一举两得，不但让公司有机会出售自己流动性较差的资产，而且以较低的成本费用取得融资。Schwarcz 等（2002）不仅发现了资产证券化可以降低融资成本，而且研究了背后的原因，是因为这种方式能够实现金融脱媒。国内学者朱荣恩和马静（2000）发现资产证券化融资可以在融资风险较小的前提下，为企业提供一种成本较低的融资方式，这一方式尤其对中小企业来说十分有用，能帮助他们解决在融资方面的难题。姚禄仕等（2012）从美国银行信贷资产证券化市场的实际情况出发，从“原股东”的视角来看，发现银行通过这种方式能够以较小的代价获得较高的资金。

第二，国外学者 Fama（1980）发现通过资产证券化，可以让公司的总体风险与产品的基本资产的风险互相隔离，从而降低融资风险。Schwarcz 等（2002）认为资产证券化可以降低风险，具体原理是通过这种方法，标的资产和其他资产的风险被分隔开来。国内学者林华等（2014）认为如果中小企业想要降低自身的融资风险，可以采用资产证券化来进行融资。因为这种融资方式可以在内外部因素担保证券的基础上，提高信用等级，进而有助于企业规避风险。另外，由于特殊目的主体可以通过对债务人应收账款的筛选，并形成资产池，以达到结构性重组收益、风险的目的，通过这种金融技术处理，可以有效地规避融资风险。邢学艳等（2020）经过严格的实证检验之后得出结论：商业银行的风险水平可以通过资产证券化这一方式得到降低。

第三，优化企业资本结构和资产结构。国外学者 Skarabot (2001) 从公司长期发展的视角出发，提出资产证券化能够提升公司的资本周转率，优化公司的资本结构，从而为公司创造更大的价值。国内学者鄢丽敏 (2017) 认为资产证券化可以优化资本结构，因为它在一定程度上降低了公司对债务筹资的依赖性。邓长斌 (2020) 对已经发行了资产证券化的建筑类央企案例进行了研究，结果表明资产证券化在缓解央企债务压力方面起到了一定的作用。谷战涛 (2021) 对零售企业资产证券化进行了分析，得出结论：资产证券化增加了运营杠杆，但不会影响到资产负债表，也不会稀释股权。

第四，改善企业财务状况。国外学者 Fama (1980) 认为公司资产周转率的提高得益于资产证券化的发行。Ambrose 等 (2005) 以固定利率抵押贷款证券化产品为研究对象，将其和其他融资产品进行了对比，发现资产得到了更好的利用。国内学者李志辉等 (2016) 认为，通过资产证券化，可以提高公司资产的流动性、稳定性，为公司提供更多的信贷。邢学艳等 (2020) 通过实证研究发现，商业银行实施资产证券化的时间长短以及金额大小与其利润水平呈正相关。桂荷发等 (2021) 通过实证研究发现企业经营绩效的提升和企业证券证券化的发行存在正相关关系。

第五，增加股东财富。国外学者 Hugh Thomas (1999) 对 1991-1996 年期间 236 个进行了资产证券化的企业的财富效应进行了实证研究，结果表明资产证券化与股东财富呈正向相关。而后 Mason 和 Charles (2004) 研究发现，资产证券化产品无论是长期的还是短期的均会给企业股价带来正面效应，其正面效应主要表现为企业的增值。国内学者邱成梅和赵如 (2013) 通过案例研究发现企业采用资产证券化进行融资的消息能够给股东带来积极的财富效应。杨波等 (2018) 对 2014 年-2016 年的上市公司的数据进行分析得出了与前述学者相同的结论，并进一步发现资产证券化发行规模越大、发行人资产规模越小，股东财富提升越明显。

而负面效果主要体现在进行资产证券化可能会给企业带来多种风险。国外学者 Schmit (2004) 提到资产证券化产品本身带有信用风险。Ahmad 和 Ntouyas (2013) 认为除了违约风险，提前偿付风险也是资产证券化过程中应该重点关注的。国内学者张超英 (2004) 将资产证券化过程中存在的主要风险进行了逐一的总结，并在这些研究的基础上提出了风险管控措施。邱成梅和赵如 (2013) 以浦

东建设公司为例，对其融资效果进行了实证分析，结果表明资产证券化虽能提高企业的利润，但同时也存在负面效果。

1.2.2 应收账款证券化的相关研究

应收账款证券化属于资产证券化的一种，也就是以公司的应收账款为基础进行证券化，它是一种逐渐被资本市场所青睐的新型的融资工具。当前，国内外关于应收账款证券化的许多研究，都是融合在了资产证券化的理论当中，而对其进行单独的分析则比较少见，所以，我们可以从资产证券化的理论基础入手，再对其进行详细的探究。文章在梳理文献之后发现，应收账款证券化的相关研究多集中在企业应收账款证券化融资的效果方面。

如前述，融资效果分别存在正面和负面两种情况。企业实施应收账款证券化的正面效果体现在改善企业资产结构、降低融资成本、改善财务质量等。

国外学者 Christine（2002）认为应收账款证券化可以改善企业的资产结构，原因在于它属于表外融资。Minton 和 Strahan（2004）指出，通过应收账款资产证券化融资，可以提高公司对现有资产的营运能力，降低资产负债率，从而改善其财务质量。Briggs 和 Beams（2012）指出应收账款证券化带来双重影响，不但能够降低融资成本，还可以降低财务风险。Ilham Riachi（2013）通过研究指出应收账款证券化可以缓解公司运营中出现的流动性约束问题，提高公司的投资效率，从而进一步提高公司的融资效率。Victoria 和 William（2014）通过分析发现，企业可以通过应收账款证券化同时降低成本和风险。

国内学者李曜（2001）首先梳理了资产证券化的结构框架，然后在此基础上进一步分析发现，企业可以通过该方式优化资本结构。郭亦玮（2005）指出在降低融资成本这一方面，应收账款证券化表现出色，并且随着筹资规模的扩大这一优势愈加明显。赵胜来和陈俊芳（2006）两人通过研究多个资产证券化案例后发现，实施应收账款资产证券化融资可以降低企业财务风险，其根本原因在于企业的资本结构得到了优化。周颖和李璞（2007）认为通过应收账款证券化，可以有效地降低融资成本、增强公司资产的流动性、改善公司资本结构，并且能够通过“真实销售”转移信用风险。康杰（2017）提出企业可以采用一种合理、高效的方法，对应收账款进行证券化，从而实现资金的筹集，从而增强其融资能力，优化

其财务结构。

另外，负面效果也主要体现在其他风险方面。国外学者 Acharya V (2013) 指出在应收账款证券化中，可能会有各种风险，具体包括了操作风险、服务风险及市场风险等。国内学者周颖和李璞 (2007) 根据引起的原因，将应收账款证券化融资的风险划分成了基础资产应收账款本身的风险、证券化融资过程中所发生的运营风险以及其它的外界风险。王遐昌和宋晓满 (2009) 认为企业必须认识到实施应收账款证券化的障碍所在，也就是怎样确保应收账款可以按照约定回收，怎样减少因客户无法准时还款而导致的资金流动中断的风险。譙璐璐和刘超 (2017) 提出对于用于证券化融资的应收账款，需要考察付款债务人的主体资格、基础资产合格标准等条件是否满足。

1.2.3 融资效果评价方法的相关研究

前面已经提到，企业的融资所产生的影响并不完全是正面的，也有负面的，所以，对其进行评价这一过程是非常重要的。通常情况下，在国内外的研究中，关于融资效果的评价可以被划分成两种类型：绝对值法与相对值法，也可以被划分成另外两种类型：定性分析法与定量分析法。在完成了融资以后，定性的分析，主要是在宏观上，对公司的经营效果或所带来的风险展开研究。而定量的分析，通常则是构建一个数学模型，以公司的实际数据为基础，将公司在融资前后，财务指标发生的变化进行比较，进而对公司的融资效果进行评价。前文也提到企业采用资产证券化这一融资方式所带来的效果涉及融资成本、财务风险、经营绩效等方面，下面将对这些方面的评价方法进行综述。

国外学者 Sanket (2002) 在对公司资产证券化前后公司财务指标的变动进行分析后得出结论：企业通过资产证券化这一表外融资方式，可以在不增加债务的前提下获得更多的资金，可以显著地优化公司的资本结构。Michalak 和 Uhde (2012) 通过对 Z 值的计算分析发现，资产证券化可以降低财务风险。

国内学者姚禄仕等 (2012) 采用层次分析法和模糊理论相结合的方式，综合评价了几种主要的基础资产对应产品的风险。刘徽 (2013) 通过 CAPM 模型比较了不同金融工具的收益率，发现企业资产证券化可以显著地减少公司融资成本。陈凌白 (2014) 运用实证研究发现，公司可以通过资产证券化来降低融资成

本。杨波等（2018）以 Fama-French 三因子模型为基础，运用事件研究方法发现资产证券化总体上给企业带来了积极的、短期的财富效应。李丹和李金波（2019）运用主成分分析法对上市公司实施资产证券化前后一年的财务绩效进行了对比，结果表明上市公司实施资产证券化对提高国企的盈利水平具有积极作用。孙方舟（2019）从 EVA 绩效评价的角度考察了信贷资产证券化对银行绩效的影响，研究发现该业务对经营绩效产生了负面影响，尤其是非国有银行影响更大。幸丽霞等（2021）以 2014-2018 年上市公司的数据为样本，运用事件研究法进行实证检验，发现资产证券化对上市公司的短期股东财富有显著的提升。鲍新中等（2022）以证券化前后的财务数据为基础，利用 Z 值变化来判定资产证券化对企业信用风险的影响，从而对专项计划的实施效果进行了分析和评价。

1.2.4 文献述评

回顾相关文献，关于资产证券化动因的研究，国内外学者认为是内部和外部的多重原因驱使企业选择资产证券化这一融资工具。从内部来看，是由于企业想引入不同的融资、降低融资成本等。从外部原因来看是由于市场经济推动和政府政策引导。关于资产证券化效果的研究，国内外研究均表明资产证券化有助于企业降低融资成本、降低融资风险、优化资本结构、改善财务状况、增加股东财富等，能够发挥其独特的优势。但同时，也需要看到潜藏在暗处的违约风险、操作风险、法律风险等一系列风险。关于应收账款证券化的研究，还是以融资效果为主，由于应收账款证券化本就属于资产证券化范畴，所以就其实质而言，其融资效果和前述资产证券化的效果相同。同样体现在改善企业资产结构、降低融资成本、改善财务质量等方面，同时也会给企业带来衍生的风险。关于效果评价方法的研究，对资产证券化或应收账款证券化融资效果的评价涉及融资成本、财务风险、经营绩效等方面，常用的方法有 CAPM 模型、Z 值模型、财务指标分析法、事件研究法等。

文章认为，国外对资产证券化相关内容进行了较早的研究，并且已经有了较多的研究结果。而国内开始较晚，并且，一段时间以来，银行信贷资产的证券化广受学者的关注，而非金融企业的资产证券化少人研究。此外，目前已有的研究主要围绕应收账款证券化应用于房地产、建筑等行业的情况，对医药流通行业的

研究还处在初级阶段，并且研究焦点集中在民营企业。虽然国有企业在该行业的应收账款资产证券化业务中没有民营企业那么集中，但是其相关业务的发行金额较大，占据着重要地位，有待深入研究。因此，基于以上背景，文章选取国有企业，同样也是国内第一家 A 股上市的医药流通类企业南京医药来进行研究。首先结合其实际情况，探究其实施应收账款证券化融资的动因，然后从融资成本、融资风险、市场绩效、财务绩效四个方面展开，对其融资效果进行评价，最后对其实施过程中存在的问题进行分析并提出相应的建议，希望给行业内其他企业提供一些可借鉴的经验。

1.3 研究内容与方法

1.3.1 研究内容

文章总共分为六个部分，主要内容如下：

第一部分，绪论。主要介绍文章研究的背景及意义，并将国内外关于资产证券化、应收账款证券化和融资效果评价方法的研究文献进行梳理，为后文的具体分析奠定基础。

第二部分，相关概念与理论基础。首先对资产证券化的定义、应收账款证券化的定义进行阐述，对融资效果的定义进行界定。其次对应收账款证券化涉及的相关理论进行明确。

第三部分，案例介绍。首先介绍案例公司南京医药的概况，包括公司简介、公司应收账款及现金流情况。然后从外部和内部两个方面分析南京医药进行应收账款证券化的原因。最后对南京医药应收账款证券化产品和整个实施的过程进行介绍。

第四部分，效果分析。该部分是文章的核心。分别分析了南京医药进行应收账款证券化之后融资成本、融资风险、市场绩效、经营绩效的变化，对南京医药采取应收账款证券化这一融资方式的效果进行评价。

第五部分，问题以及优化建议。对前文发现的问题进行总结，分析原因并提出具有针对性的建议措施。

第六部分，结论与展望。在上述理论梳理与案例分析基础上进行归纳，对南

京医药应收账款证券化融资效果、融资过程中值得借鉴的做法、发现的问题以及进一步优化建议进行总结,为医药流通领域其他企业开展应收账款证券化融资提供参考。并对应收账款证券化进一步的相关研究进行展望。文章框架如图 1.1:

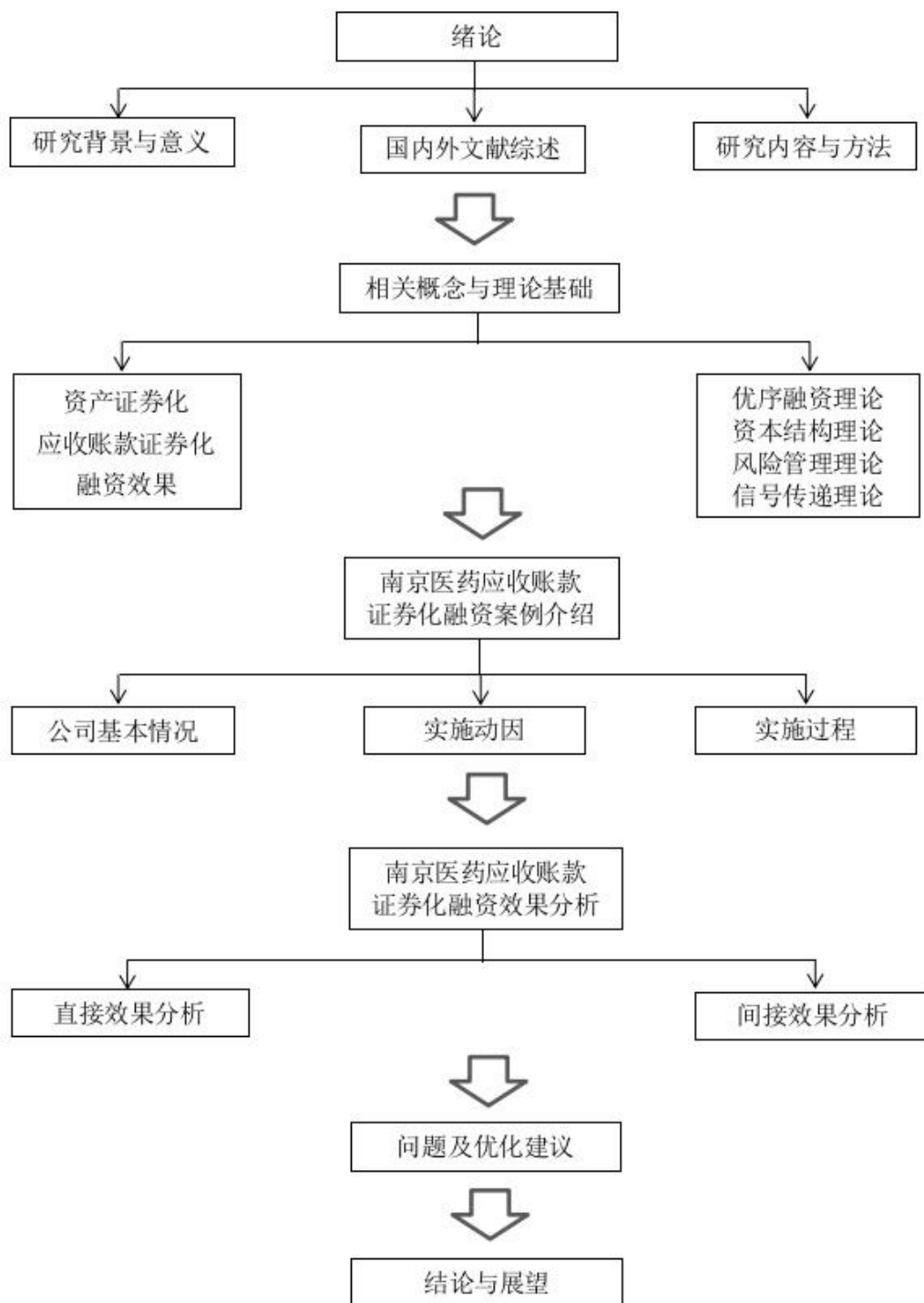


图1.1 文章框架

1.3.2 研究方法

文章采用的研究方法主要包括文献研究法和案例研究法。

（1）文献研究法

当前，国内外与资产证券化相关的理论研究有着非常多的内容。文章对众多的相关文献进行了搜集和整理，并对这些内容进行了归纳和梳理，对当前理论界中对资产证券化的研究状况进行了剖析和总结，从而为文章的深入开展奠定了基础。

（2）案例研究法

文章以南京医药为案例公司，以其首次发行的应收账款证券化产品为主要的研究对象，通过搜集和查找真实的案例数据，对案例展开深入的分析，探究其具体的实施过程和其中具有的借鉴意义的要点，为同行业其它企业应收账款证券化融资的成功实施提供一些有用的建议。

2 相关概念与理论基础

2.1 相关概念

2.1.1 资产证券化

国外学者认为资产证券化是企业将其拥有的收入性证券、股票或缺乏流动性的资产转化为能在市场交易或流动的证券,通过销售这种证券来获得资金流入的方式。国内学者认为资产证券化是指将不能立即变现,但未来有可预期的稳定现金流的资产进行组合和信用增级,并以此为基础,在金融市场上发行可流通的有价证券的结构性融资活动。通过对比寻找共性,文章认为资产证券化就是一种特别的运作过程,其目的是帮助企业融资,这一过程的实现依靠方案设计,其特点是将企业内当前缺乏流动性但未来有资金流入的资产打包转化为证券。

2.1.2 应收账款证券化

应收账款证券化是资产证券化的一种类型。根据前述资产证券化的概念,我们可以进一步了解应收账款证券化是指:企业通过应收账款证券化方案设计,将其回款期长但信用质量良好的应收账款转化为证券产品,通过销售这一产品为企业带来资金流入的过程。另外,由于应收账款证券化最终且唯一的目的就是帮助企业盘活资产带来资金流入,所以文章在表述时将应收账款证券化和应收账款证券化融资等同为一个概念。

2.1.3 融资效果

融资,顾名思义就是资金的融通。这一概念从广义上讲,就是指通过内外部整合的方式,让真正持有资金的人和真正需要资金的人进行沟通,让他们的资金达到流通的目的。而从狭义上讲,则是公司从债权人或者股东处筹措资金,以保证其正常运营的需要,进而达到资金融通的目的。效果是指采取了某些行为之后获得的结果。融资效果是在融资概念和效果概念有清晰界定的基础上,将二者相

统一而形成的。文章认为融资效果就是指企业融资行为或活动对公司造成的影响，具体体现在公司利用金融工具获得资金后，其运营和财务情况会出现怎样的变化，会对股票市场等方面造成怎样的影响。此外，因为公司本身的组织结构、财务情况、行业情况、融资所得资金的管理情况等因素都会对融资的效果产生不同程度影响，因此，融资的结果并非完全是积极的，也有可能产生消极的融资效果。

2.2 相关理论

2.2.1 优序融资理论

1984年，Mayers和Myers联合提出了优序融资理论。这一理论表明，公司在进行融资的时候，内部融资会被优先考虑，他们会倾向于首先使用自己的留存收益来进行融资，从而满足公司运营的资金需求。但是企业的发展速度远比我们想象的要快，发展规模也更大，内源融资很快就出现局限性，其可提供的资金金额远小于企业需要的金额。在此背景下，企业将开始对外融资，具体有股权融资和债券融资。在企业管理层的融资安排上，债券融资通常比股权融资具有优先权，是因为债券融资可以在税前支付利息，从而产生抵税效应。再加上股票发行成本高于债券。所以企业在融资选择上的总体顺序为内源融资>债券融资>股权融资。

2.2.2 资本结构理论

资本结构理论起源于西方国家，资本结构一般是用负债和所有者权益之比，或者负债在全部资本中所占比例来表示。这一理论在各个时期的内涵是不一样的。在传统的观点中，债务资本占有资本的比重较高，对公司的增值作用较大，反之，则较小。随着公司的不断成长，公司的负债也在不断增加，当债务资本在公司整体资产中所占的比例太大时，就会给公司带来很大的还款压力，从而增加经营风险。因此，资本结构是否合理与企业价值能否得到提升存在密切联系。最理想的状态是在两种资本之间寻求一个平衡，也就是所谓的最佳资本结构。

2.2.3 风险管理理论

1964年, Williams 和 Hens 联合提出了风险管理的内涵, 在他们看来, 风险管理是风险识别、风险整合、风险评估和控制循环往复的过程, 目的是为了采取风险规避、风险转移、风险控制、风险自留等方法将风险降至最低。在我国, 由于传统管理方式下缺乏有效的风险管理手段, 因此, 企业往往会忽略了对于风险的管理工作, 这使得很多风险事件发生后得不到及时解决, 从而造成严重的后果。后经不断的实践总结出了全面风险管理。其中, 风险识别为根本, 风险评价为重点, 风险防范为途径。企业在兼顾成本效益情况下, 拟定最佳对策, 以实现风险控制。

2.2.4 信号传递理论

信号传递理论也是起源于西方国家, 该理论的主体是公司, 传递的方向是从公司内部到外部, 传递的内容是企业的内部信息, 包括利润宣告、股利宣告等, 传递的对象为企业内部信息的使用者, 比如潜在投资者、股东等。之所以产生这一理论, 是因为信息不对称现象在企业中管理者与外部投资者间始终存在, 投资者只有借助企业所传达的信息, 才能避免不对称。比如, 公司向股东分派股利的公告使人们了解这家公司这一年的经营状况。而公司发布的融资相关的公告也会给投资者传递信息, 频繁发行债券会导致资产负债率上升, 资本结构失衡, 导致投资者对企业预期降低。

3 南京医药应收账款证券化融资案例介绍

3.1 公司基本情况

3.1.1 公司简介

南京医药股份有限公司（简称南京医药）于 1951 年在南京成立，属于特大型国有独资企业。连续三年位列中国 500 强企业前 350 位，中国医药企业前 8 位，医药行业龙头企业之一。1996 年，南京医药在上海证券交易所上市，是国内第一家 A 股上市的医药流通类企业。近年来，公司逐渐形成“一体两翼”的格局，其中“主体”是药品物流一体化及其增值服务核心业务，“两翼”是医药工业和技术创新，并在此基础上继续发展新模式，由传统医药商业企业逐渐转型成为面向大众、面向社会提供健康产品与服务的现代化医药健康服务企业。

另外，因为上海医药集团股份有限公司（简称上药股份）与南京医药同处于华东地区，也都是 A 股上市的国有企业，并且上药股份本身没有发行资产证券化产品，所以文章选取上药股份作为对比企业。

3.1.2 公司应收账款及现金流情况

（1）应收账款增长较快

公司近几年的应收账款不断增加。2017 年同比增长 5.79%，2018 年同比增长 23.29%，并且所占资产总额的比例从 2017 年的 41.19% 增长到 43.07%，如表 3.1 所示。应收账款占资产总额的比例有一定的上升趋势，其中一个重要的原因是公司的业务范围不断扩大，公司的营业收入不断提高，公司的结算占用款随之增加；另外，与公司销售策略的调整也有很大的关系。当前，公司的药事服务和与医院纯销的经营规模持续扩大，与医院相关的应收款项也相应地持续增加。

表 3.1 南京医药 2016 年-2018 年应收账款情况

	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31
应收账款	64.56 亿元	68.30 亿元	84.21 亿元
流动资产	124.30 亿元	149.50 亿元	177.00 亿元
应收账款占流动资产比重	51.94%	45.69%	47.58%
总资产	139.60 亿元	165.80 亿元	195.50 亿元
应收账款占总资产比重	46.25%	41.19%	43.07%

资料来源：公司年报

(2) 应收账款周转变慢

应收账款周转率降低，周转天数增加。公司的下游是医院销售客户，其回款周期大约为 90 天，加上存货周转天数大约为 30 天，共计 120 天左右。而该公司上游医药生产企业支付货款的期限一般在 60 天左右，二者之间有 60 天付款期限差距，也可认为，它的资金周转周期在 60 天左右。这样，这一模式在日常运作过程中就占用了企业大量流动资金。与同属华东区的上药股份相比，南京医药周转情况较差，如表 3.2、3.3 所示。

表 3.2 南京医药 2016 年-2018 年应收账款周转情况

	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31
应收账款周转率（次）	3.73	3.50	3.08
应收账款周转天数（天）	96	103	117

资料来源：公司年报

表 3.3 上药股份 2016 年-2018 年应收账款周转情况

	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31
应收账款周转率（次）	4.45	4.27	4.25
应收账款周转天数（天）	81	84	85

资料来源：公司年报

(3) 应收账款账龄结构

一年以内的应收账款存量。2016 年至 2018 年，公司应收款项中所占比例最大的都是一年以内的应收账款，分别为 97.58%、97.98%、97.89%，如表 3.4 所示。虽然计提坏账只占很小的比例，仅为 0.5%，但是应收账款增速快，应收账款周转率非常低，给公司的资金链带来了很大的压力，也给公司的日常运营带

来了很大的风险。

表 3.4 南京医药 2016 年-2018 年应收账款账龄结构

账龄	2016-12-31		
	金额	占比	坏账准备
1 年以内	638,707.60 万元	97.58%	
1-2 年	10,746.29 万元	1.64%	8,924.27 万元
2-3 年	659.35 万元	0.10%	
3 年以上	4,457.07 万元	0.68%	
合计	654,570.31 万元	100.00%	8,924.27 万元
账龄	2017-12-31		
	金额	占比	坏账准备
1 年以内	678,600.42 万元	97.98%	
1-2 年	7,467.11 万元	1.08%	9,520.40 万元
2-3 年	1,584.63 万元	0.23%	
3 年以上	4,905.60 万元	0.71%	
合计	692,556.76 万元	100.00%	9,520.40 万元
账龄	2018-12-31		
	金额	占比	坏账准备
1 年以内	840,144.22 万元	97.89%	
1-2 年	8,493.47 万元	0.99%	16,084.13 万元
2-3 年	2,695.55 万元	0.31%	
3 年以上	6,881.51 万元	0.80%	
合计	858,214.75 万元	100.00%	16,084.13 万元

资料来源：公司年报

(4) 现金流情况

与去年同期相比，2018 年公司的营业活动净现金流明显下降。公司的销售收入以医药产品销售为主，而该部分业务的销售目标主要是大型医院。因为医药类客户的付款周期比较长，所以造成了公司的资金回笼速度比较慢这一问题。与此同时，随着销售额的上升，公司也相应地加大了库存的储备，存货占用经营性现金流的比重也随之提高，因此经营活动产生的现金流量净额下降幅度很大。

投资活动现金流量净额连续三年为负并不断上升。近年来，公司把握住医药流通行业进行整合的机遇，借助自身规模优势实现了低成本扩张，并在全国范围内新建多个物流中心，扩大了市场规模。按照国家以省级为单位的药品招标采购政策，公司不断进行收购，不断投资物流中心的建造，投资活动现金流支出持续发生，投资活动产生的现金流量净额为负值且有所下降，如表 3.5 所示。

每年筹资活动产生的现金流非常可观,但主要方式为主要为银行借款和短期融资券,以补充日常营运资金和弥补流动性短缺。

表 3.5 南京医药 2016 年-2018 年现金流情况

	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31
经营活动产生的现金流量净额	-2.41 亿元	3.20 亿元	-3.67 亿元
投资活动产生的现金流量净额	-7023.00 万元	-2.17 亿元	-2.19 亿元
筹资活动产生的现金流量净额	2.42 亿元	4.33 亿元	14.83 亿元
现金及现金等价物的净增加额	-6916.00 万元	5.36 亿元	8.98 亿元

资料来源: 公司年报

综上所述,随着公司市场规模的持续扩张,因为行业特征和市场竞争环境的原因,到了 2018 年,公司的应收账款一直在增长,并且存在着大量的积压,导致了公司的资金链存在较大的压力。同时,随着业务规模的持续扩张,公司的经营活动现金流及投资活动现金流都存在较大的风险,公司的运营费用也比较高,所以公司对资金的需求很强,因此,通过开展资产证券化来减轻这些压力显得十分有必要。

3.2 应收账款证券化融资的动因

3.2.1 外部动因

(1) 国家政策支持

我国政府对于资产证券化的态度是鼓励和支持的。国家方面的相关指导大致可以分为两个阶段,第一阶段主要是由国务院、银监会等有关部门提出初步指导意见,对各大金融机构提出要大力发展资产证券化,推动新的融资模式的要求。第二阶段是由人民银行、证券交易平台等有关单位展开进一步指导,通过鼓励各种类型的公司参与,丰富资产证券化的品种,精简的发行程序等方式推动资产证券化的发展。随后,相关部门还出台了《业务指引》和《挂牌条件确认指南》等,目的是对其适用范围和转让条件进行规范。

(2) 资本市场认可

我国资产市场对资产证券化的态度是开放和包容的。随着发行规模不断增

长，2019年甚至突破2万亿，目前的产品类别也比较多，其中信贷资产证券化、企业资产证券化占据很大的比重。特别是企业资产证券化，自2016年以来发行量占据首位。其中，应收账款证券化广受欢迎，2019年许多公司实施了应收账款证券化进行融资，其发行量达到3千多亿，占据资产证券化市场总发行量的15.5%。

（3）金融机构扶持

基于上述两点，为了响应国家推动新的融资模式的号召，为了满足市场对应收账款证券化产品的需求，银行率先推出了与应收账款相关的金融产品。随着资产证券化的发展，除了银行以外的其他机构也参与了进来，证券公司、资产管理公司等作为发行管理机构帮助公司开展应收账款证券化融资。这种模式下，审核较为宽松，有助于一些中小企业更快地获取融资。这些机构的加入，有助于新融资工具的创新，也增加了市场的金融活力。

3.2.2 内部动因

（1）增加现金流，提高资产流动性

医药流通企业具有自身的特点，其流动资产占据总资产金额的八成以上，是非常典型的轻资产企业。就这一数据来看，资产流动性很高，但实际上应收账款和存货占据很大的比例。而这两种资产，一种属于特殊商品，不能通过抵押来筹集资金，只能通过销售来加快流转；另一种由于行业特性，周转缓慢。如此看来，只有货币资金能提供一定的现金流。但是这些远小于企业需要的资金数量，所以还是要寻找其他资金来源。此时，换个角度思考，应收账款是一种可以在未来收取现金的资产，可以利用这一属性进行证券化，从而给企业带来现金流。因此，医药流通企业应该选择应收账款证券化，不仅能够改善企业资金流状况，还可以增强资产的流动性。

（2）灵活融资，拓宽融资渠道

如前述，医药流通企业存在现金流不足的问题，需要筹资。公司自有盈余明显是不够的，根据优序融资理论，接下来应该考虑外源融资。但由于股权融资发行条件严格、融资成本高，债务融资又缺乏可以抵押的固定资产，所以这两种方式都很难获得理想的结果。故而，医药流通企业只能采取少量、多次的以短期债

券的融资模式。如此一来，企业经营风险也随之增加。而应收账款证券化能够很大程度上规避以上融资方式存在的问题，并使应收账款得到充分地利用。所以医药流通企业应选择应收账款证券化，它既可以扩大融资渠道又能够改善资本结构。

（3）降低应收账款持有成本

应收账款是医药流通类企业最为典型的资产，因其量大、回款周期长等特点通常难以管理，相关的成本费用也居高不下。其中包括为了催收应收账款而耗费的大量人力物力，因为占用资金而错过的投资项目本应带来的收益，有可能无法收回而发生的坏账损失，还包括为了提前收回货款而优惠的现金折扣等等。如果能够将这些应收账款打包重组，放到资本市场进行证券化，不但可以减少公司当期高额的持有成本，而且还能带来资金流入，可谓一举两得。另外应收账款证券化发行成本低，能够节省企业融资成本。所以医药流通企业应选择应收账款证券化，既能减少应收账款的持有成本也能减少融资成本。

3.3 应收账款证券化融资的过程

3.3.1 产品介绍

公司本次发行的应收账款证券化产品为资产支持票据，发行时间为2019年12月25日，首期发行20亿元，期限为3年，主要用于偿还公司及子公司有息债务及补充流动资金需求，产品要素如表3.6所示：

表 3.6 南京医药应收账款证券化产品要素

产品名称	南京医药股份有限公司 2019 年度第一期资产支持票据
发起机构	南京医药股份有限公司
基础资产类型	应收账款
本期发行金额	人民币 20 亿元
注册金额	人民币 50 亿元
资产池类型	循环购买资产池
面值	人民币 100 元

资料来源：公司募集说明书

本期资产支持票据由三部分共同组成，分别是优先 A 级资产支持票据、优

先 B 级资产支持票据和次级资产支持票据。之所以这么划分是因为各自的信用等级不同，像优先 A 级资产支持票据的评级为 AAA，优先 B 级资产支持票据为 AA+，次级资产支持票据没有评级。具体情况如表 3.7 所示：

表 3.7 南京医药应收账款证券化产品分层情况

产品分层	优先 A 级	优先 B 级	次级
发行金额（面值）	15.20 亿元	2.60 亿元	2.20 亿元
占比	76.00%	13.00%	11.00%
预计到期日	2022 年 12 月 27 日	2022 年 12 月 27 日	2022 年 12 月 27 日
评级情况	AAA	AA+	-
定价方式	票面利率由集中簿记建档结果确定		不设票面利率
流通范围	银行间市场的机构投资者（国家法律法规禁止购买者除外）		除非根据生效判决或裁定、或者取得受托人事先的书面同意，次级资产支持票据持有人不得转让其持有的部分或全部次级资产支持票据

资料来源：公司募集说明书

3.3.2 主要参与方

主要参与方如表 3.8 所示：

表 3.8 南京医药应收账款证券化主要参与方

机构类型	机构名称
资产服务机构/发起机构/委托人	南京医药股份有限公司
发行载体管理机构/受托人	云南国际信托有限公司
主承销商	兴业银行
信用评级机构	中诚信国际信用评级有限责任公司
资金监管机构	兴业银行南京分行
资金保管机构	兴业银行
会计师事务所/现金流预测机构	毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）
律师事务所	北京市竞天公诚（南京）律师事务所

资料来源：公司募集说明书

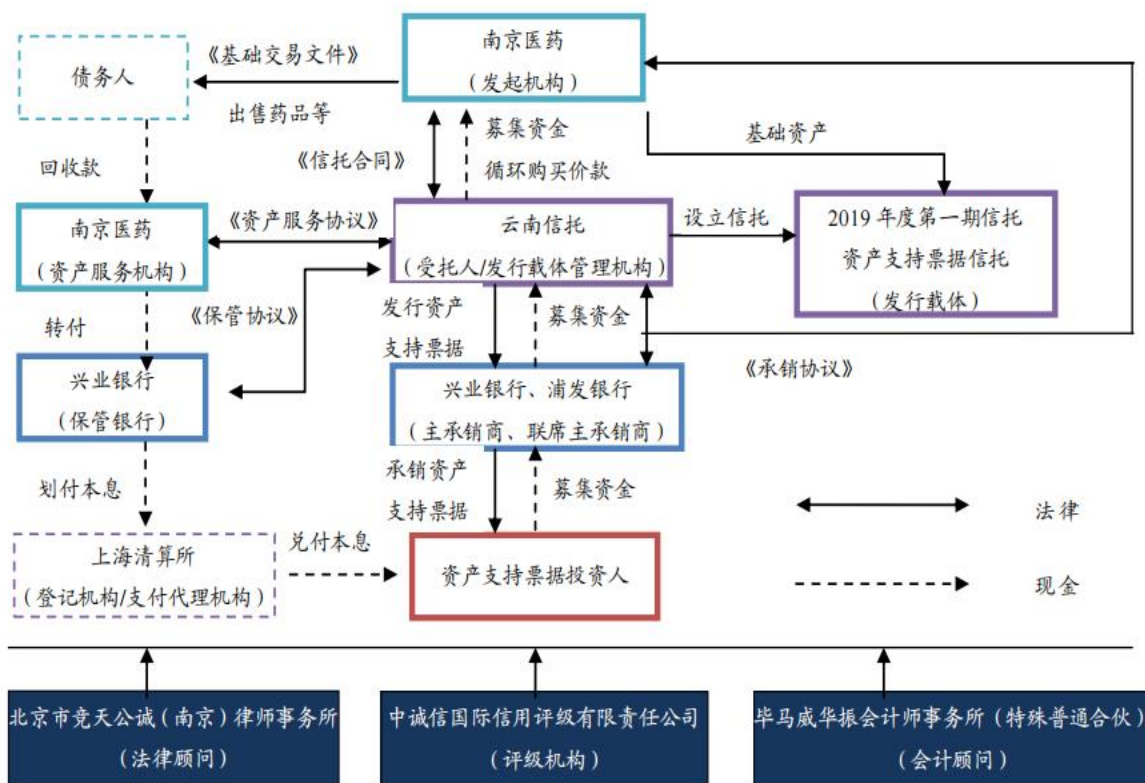
3.3.3 产品交易结构

首先介绍转让资产的部分。南京医药是发起机构也是委托人，云南国际信托有限公司（简称云南信托）是发行载体管理机构也是受托人，云南信托设立的“南京医药股份有限公司 2019 年度第一期资产支持票据信托”是发行载体。信托成立之后，南京医药要将自己合法所有且选定作为基础资产的应收账款定期转让给信托，在信托期限内，云南信托根据相关文件对信托进行管理，南京医药可以收到来自信托财产的收益。

其次介绍募集资金的部分。兴业银行和浦发银行分别是主承销商和联席主承销商。云南信托以信托产品作为特定目的载体发行应收账款证券化产品，具体类型是资产支持票据，它代表着信托受益权的相应份额。有优先级信托受益权和次级信托受益权之分，相应的资产支持票据也被划分为优先级资产支持票据和次级资产支持票据。云南信托协同主承销商发行资产支持票据，资产支持票据投资者进行购买。

然后介绍支付本息部分。兴业银行是保管机构，上海清算所是支付代理机构。南京医药从债务人方回收应收账款之后，转付兴业银行，兴业银行向上海清算所划付本息，再由上海清算所向资产支持票据投资者兑付本息。

最后介绍辅助发行部分。北京市竞天公诚（南京）律师事务所是法律顾问，中诚信国际信用评级有限公司是评级机构，毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）是会计顾问。以上机构共同服务南京医药应收账款证券化融资全过程，为其顺利发行及兑付“保驾护航”。具体交易结构如图 3.1 所示：



资料来源：公司募集说明书

图 3.1 南京医药应收账款证券化交易结构

4 南京医药应收账款证券化融资效果分析

4.1 应收账款证券化融资的直接效果分析

文章中应收账款证券化融资的直接效果是指，实施应收账款证券化融资之后，不经过中间其他事物或环节，直接对企业产生的影响。文章选择融资成本和融资风险展开分析。

4.1.1 基于资本成本定义公式的融资成本分析

(1) 计算分析

南京医药选择发行的是资产支持票据，与债券融资相似，其成本一般包括两部分，一部分是利息成本，另一部分是交易成本。

其中，利息成本取决于优先级证券的发行收益率，也就是南京医药本次发行的资产支持票据的票面利率。公司本次发行优先 A 级票据 15.20 亿元，发行利率 4.50%；优先 B 级 2.60 亿元，发行利率 4.60%，所以利息费用为 $(15.2*4.5\%+2.6*4.6\%)*10000=8036$ 万元。

而交易成本的的决定因素比较多，主要有发行时的评级费用，后续的评级费用，与承销商相关的费用，与登记托管机构相关的费用，发行后的审计、法律、会计服务费用等等，这些费用都是由发行方也就是南京医药承担。由于公司未披露具体费用，所以文章使用估算数据。发行时的评级费用是资产评估公司根据其作为发行方提供的业务收取的一次性的费用，一般在 25 万至 30 万之间，后续的评级费用一般在在 3 万至 5 万之间；一般情况下，与承销商相关的费用是股票发行价的 0.6%至 1%；与登记托管机构相关的费用是还款额加利息的 0.005%。公司本次发行 20 亿元，所以承销费用为 $20*0.6\%*10000=1200$ 万元，登记托管费用为 $(152000+26000+24108)*0.005\%=10$ 万元。此外，审计、法律、会计服务费用，是按照标的资产价格来收取的。一般来说，应收账款属于比较简单的基础资产，发行时的审计费用一般为 20 万至 30 万之间，后续的审计费用一般为 2 万至 10 万之间，法律费用是基于对标的资产的合法性和转让行为的合规性的考量来收取的，一般为 30 万至 50 万。

目前用于计算融资成本费用的方法有很多,文章使用的是财务管理学中最基础的确定资金费用的方法——资本成本的定义公式:

$$K = \frac{D}{P - F}$$

其中, K 是资本成本;分母中, P 是名义融资额, F 是筹资费用, P-F 为有效融资额; D 是用资费用。这就需要将南京医药融资过程中发生的一切费用重新分类,具体依据是不同的发生时间和发生用途,分完的结果是分别归类为筹资费用和用资费用。筹资费用发生的时间是在融资初始阶段,发生的用途是融资购买,其特点是并非经常发生,一般为一次性费用。而用资费用发生的时间则是在融资后续阶段,发生的用途是为了融资的持有,其特点是经常性发生。

利息费用是在融资后续阶段发生的,是为了持有融资所要付出的代价,所以属于用资费用,归类并记为 D1。

发行时的评级费用和后续的评级费用分别在初始阶段和后续阶段发生,初次评级具有一次性支付的特点,而后续评级是实时检测企业信用状况而更新的,需要多次支付,并且定期发生,所以后续的评级费用属于用资费用,归类并记为 D2,发行时的评级费用属于筹资费用,归类并记为 F1。

与承销商相关的费用是为了发行产品而发生的,并且需要一次全部支付,所以属于筹资费用,归类并记为 F2。

与登记托管机构相关的费用是在融资持有期间定期支付的,所以属于用资费用,归类并记入 D3。

发行后的审计、法律、会计服务费用与后续的评级费用性质一样,属于用资费用,归类一并记入 D2。同理,发行时发生的审计、法律、会计服务费用和发行时的评级费用性质一样,属于筹资费用,归类一并记入 F1。

此外,对于原始权益人来说,将应收账款向特殊目的主体全额出售是一件非常困难的事情,往往价格会低于其自身价值。因为应收账款可能会出现坏账,还要经历信用增级的环节,所以会存在超额抵押的部分。南京医药本次发行产品的基础资产规模为 203,080.71 万元,实际发行金额为 200,000.00 万元,超额抵押为 3,080.71 万元。因为该费用出现在融资初始阶段,且并非经常发生的费用,所以属于筹资费用,归类并记为 F3。

与此同时,还需要考虑企业所得税 T,所以最终的计算公式为:

$$K = \frac{\sum D_n}{P - \sum F_n} \times (1 - T)$$

带入数据得到：

$$K = \frac{D1+D2+D3}{P-(F1+F2+F3)} = \frac{8036+3+2+10}{200000-(25+20+30+1200+3080.71)} \times (1 - 25\%) = 3.09\%$$

要想知道南京医药应收账款证券化融资对于降低融资成本的作用到底如何，就需要与公司原来使用的融资方式的成本费用进行比较。南京医药以往主要采取的融资方式为发行超短期融资券，2019年共发行九期，如表4.1所示：

表 4.1 南京医药股份有限公司 2019 年度超短期融资券发行情况

时间	名称	融资金额	票面利率
2019-3-13	第一期超短期融资券	4 亿元	3.35%
2019-7-16	第二期超短期融资券	5 亿元	3.45%
2019-8-1	第三期超短期融资券	5 亿元	3.38%
2019-8-14	第四期超短期融资券	5 亿元	3.23%
2019-9-23	第五期超短期融资券	5 亿元	3.30%
2019-10-16	第六期超短期融资券	5 亿元	3.35%
2019-11-14	第七期超短期融资券	5 亿元	3.40%
2019-11-20	第八期超短期融资券	5 亿元	3.38%
2019-12-4	第九期超短期融资券	5 亿元	3.40%

资料来源：公司公告

这九期超短期融资券的平均票面利率为 3.36%，明显高于 3.09%。所以从资本成本率来看实施应收账款证券化进行融资，融资成本明显降低。同时，从另一个角度考虑，此项资产支持票据融资金额 20 亿，若想通过超短期融资券获取同样的金额，至少要发行 4 笔，时间成本、沟通成本等隐形成本容易被人们忽视，这也是应收账款在降低融资成本方面的表现。

综合以上分析认为发行应收账款证券化产品融资可以降低融资成本。

(2) 原因分析

应收账款证券化之所以能够降低融资成本，是因为降低了信息不对称所造成的附加成本。一般情况下，应收账款证券化的发行需要信用评级机构出具信用评级报告，只有达到很高的评级，该产品才能被允许发行。这一报告可以向潜在投资者反映资产证券化产品的真实情况。同时，资产证券化产品标准化程度高，在

某种程度上表明其信息透明程度也较高。此外，资产证券化产品交易结构中存在的核心结构——特殊目的主体，基础资产经转让属于该特殊目的主体后，各方能够参与监督，保证产品信息能够得到及时、准确的披露，如此一来，投资者就能够更便捷地获取投资信息。以上三种情形，都证明了应收账款证券化融资有助于信息不对称性的降低，从而达到融资成本费用降低的目的。

4.1.2 基于 Z 值模型法的融资风险分析

目前用于分析风险的方法有很多，文章使用的是定量和定性相结合的方法。其中定量部分使用的是 Z 值模型法。

(1) 财务风险

① 计算分析

Z 值模型主要是用来分析财务风险的变化。这一模型是由 Edward Altman 教授提出的，其核心是一个公式、五个子项。这些子项分别从不同的角度反映企业的财务状况，进而用来评价企业财务风险的大小，所以各自拥有不同的权重。这五个子项乘以权重之后相加的总值就是 Z 值。

Edward Altman 教授还提出，算出 Z 值之后应与 1.81 这一数值进行比较，如果 $Z \leq 1.81$ ，说明公司的财务状况较差，财务风险较高；如果 $Z > 1.81$ ，则说明财务状况尚可。这时还需与另一数值 2.99 进行比较，如果 $1.81 < Z \leq 2.99$ ，说明企业的财务风险适中，仍存在着少许财务问题；如果 $Z > 2.99$ ，才能说明企业财务风险较低。

Z 值的表达式有三种类型，适用与不同性质的公司。因为南京医药是上市公司，所以文章选用 $Z = 1.2X_1 + 1.4X_2 + 3.3X_3 + 0.6X_4 + 0.999X_5$ 这一公式。Z 值模型中各指标的计算方法和解释如表 4.2 所示：

表 4.2 Z 值指标的计算公式和解释

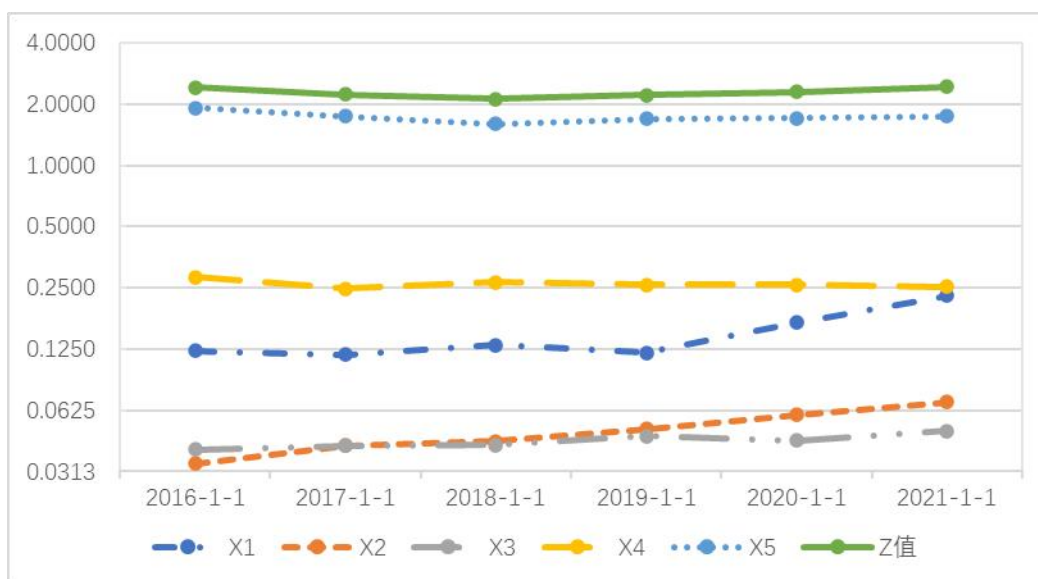
Z 值指标	释义	计算公式	代表含义
X1	营运资金/总资产	(流动资产-流动负债)/总资产	短期偿债能力
X2	留存收益/总资产	(未分配利润+盈余公积)/总资产	累计利润情况
X3	息税前利润/总资产	(利润总额+财务费用)/总资产	资产利用能力
X4	股东权益合计/总负债	所有者权益/总负债	财务结构稳定情况
X5	销售收入/总资产	营业收入/总资产	资产利用效率

代入南京医药实施应收账款证券化前后 6 年的数据，计算 Z 值结果如表 4.3 所示，Z 值结果及指标变化趋势如图 4.1 所示。从整体来看，公司这 6 年 Z 值均大于 1.81，说明南京医药财务风险并非很高。并且公司在实施应收账款证券化之后，在 2019 年末 Z 值有所上升，这说明公司财务风险有所降低。

表 4.3 南京医药 Z 值计算结果

	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-31	2021-12-31
X1	0.1225	0.1170	0.1309	0.1197	0.1692	0.2294
X2	0.0343	0.0418	0.0442	0.0506	0.0593	0.0687
X3	0.0400	0.0418	0.0421	0.0468	0.0443	0.0495
X4	0.2818	0.2472	0.2660	0.2590	0.2593	0.2535
X5	1.9140	1.7376	1.6010	1.6914	1.7010	1.7428
Z 值	2.4081	2.2212	2.1170	2.2142	2.2871	2.4278

资料来源：根据公司财务报表数据整理计算所得



资料来源：根据公司财务报表数据整理计算所得

图 4.1 南京医药 Z 值及指标变化趋势

②原因分析

分析发现主要是因为 X2、X3、X5 这三项指标的正向影响，其中 X2 的提高反映了南京医药的利润充足，X3 和 X5 的上升证明了南京医药对资产的利用能力和利用效率提高。说明实施应收账款证券化可以帮助公司降低财务风险。是因为与应收账款所有权相关的风险及回报随着产品的发行已发生实质性的转移。根本原因是公司通过发行应收账款证券化产品，将对应收账款的收款权转让给了金融机构，那么同时，与此等应收账款所有权有关的风险及收益也已经发生了实质性的转移。但同时需要注意的是 X1 和 X4 这两项指标在实施应收账款证券化这一年有所下降。X1 反映了企业的短期偿债能力，X4 用来反映公司的资本结构是否稳定，具体通过计算股权资本和债权资本的比值来衡量。这两个指标的下降的原因还需要进一步剖析。

(2) 其他风险

①基础资产自身风险

基础资产本身的风险主要与信用风险有关，而信用风险中又以原始债务人的违约为主。在评估违约风险时，主要将重点放在债务人的情况和基础资产的质量上。

针对债务人情况，由于基础资产多为同一行业或同一区域，所以存在集中度过高的风险。南京医药应收账款的债务人都是医院，同时这些应收账款多来自安徽省、江苏省、福建省、湖北省四个地区，以上地区未偿应收账款余额占比分别为 33.55%、32.38%、16.95%和 16.78%，无论是行业还是地区均存在集中度过高的问题。若在一定区域内医疗环境或者医疗政策改变，正好这个地区是应收账款余额比重较大的一个地区，可能会给产品信用造成不良影响。

针对基础资产质量情况，由于基础资产质量可能下降，所以存在收益下降的风险。南京医药这次发行产品采用的是循环购买，应收账款的质量可能受到信用管理标准、债务人业务发展情况等因素的影响，从而对基础资产整体质量造成不利的影响。此外，如果公司在循环购买还没到期时赎回资产，或在循环购买还没到期时提前清偿债务，或公司不能为循环购买提供充足的、合格的基础资产，都将影响信托的收益，因为会让资金闲置或投资低收益的项目。

②交易结构风险

交易结构风险是指企业进行应收账款证券化时,可能面临的一种风险,主要有应收账款权属风险、资金混同风险、操作风险等。

针对应收账款权属情况,南京医药选择的基础资产都是基于药品销售业务形成的,债务人普遍是公立二级及以上医院,其中有部分还是南京医药子公司转让所得,这些应收账款的权属根据双方签署的《应收账款转让协议》以及实际履行情况来确定。如果在权属上发生争议,那么有可能会给信托带来不利的影响。

针对资金回收情况,基础资产对应的应收账款回收款在南京医药的账户中停留的时间过长,就会存在资金混同的风险。南京医药本次发行没有设置储备账户,如果公司的经营状况变得不佳,其信用质量就会下降,此时存在的资金混同的问题会导致优先级资产支持票据的本息偿付受到不利影响。

针对操作情况,在进行信托运营的时候会涉及很多机构,这些机构的经验技能会在一定程度上影响他们对经济趋势的判断。南京医药本次发行中涉及的机构较多,在运作的过程中,如果云南信托、兴业银行、浦发银行等机构的判断出现失误,或者管理不善,都会影响信托的收益水平。

4.2 应收账款证券化融资的间接效果分析

文章中应收账款证券化融资的间接效果是指,实施应收账款证券化之后,必须经过中间媒介才能对企业形成的影响。文章选择市场绩效和财务绩效展开分析。

4.2.1 基于事件研究法的市场绩效分析

1969年,Fama等人基于有效市场理论创立了事件研究法,其内容是通过研究某一特定事件发生前后样本股票收益率的异常波动,揭示股价对市场披露信息的反应程度,以及对股东财富价值的正向或负向影响。文章采用事件研究法对股价进行研究,分析应收账款证券化的市场效应。

(1) 确定研究事件

文章的研究事件为南京医药2019年第一期资产支持票据(ABN)的发行。这一事件经历了几个重要的时间点,分别是2018年12月18日、2018年12月21日、2019年12月23日、2019年12月25日。这四个日期分别是董事会审议

通过拟发行议案的日期、公司发布拟发行公告的日期、公司正式披露发行方案等重要文件的日期以及正式发行的日期。一般情况下，会选择公司发布拟发行公告的日期作为事件发生当天，但是南京医药在发布公告之后拖延了一年才正式披露发行方案，也就是说事件实际发生在 2019 年，所以文章以 12 月 23 日作为事件发生当天，即将其确认为第 0 天。

(2) 确定事件窗口、估计窗口

事件窗为人为设定的时段，旨在考察股价是否对事件有异常反映。事件窗的判定长短不一，有的只有一天，有的长达 20 天乃至更长，判定以研究目的为基础。需要注意的时窗口期的选择应当适宜，如果太长会受到其他事件的干扰，太短又造成信息的遗漏。估计窗也是一个人为确定期间，其目的是估计无事件发生时的正常收益。估计窗的确定普遍较长，一般不小于 120 天。为了保证窗口的清洁，文章设定事件日当天、前 7 天以及后 7 天，共计 15 天为事件窗口；事件日前 10 天至 150 天，共计 141 天为估计窗口。且以南京医药应收账款证券化发行日前后期证券市场的个股收盘价和上证指数的收盘价作为计算基础。

(3) 计算超额收益率和累计超额收益率

① 计算实际收益率

测算南京医药在估计期与事件窗口期的每日实际收益率 R_{it} 和上证指数每日实际收益率 R_{mt} ，其计算公式为：

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$
$$R_{mt} = \frac{P_{mt} - P_{mt-1}}{P_{mt-1}}$$

R_{it} 表示南京医药在第 t 日的实际收益率， P_{it} 表示南京医药股票在 t 日的收盘价， P_{it-1} 是南京医药股票在 $t-1$ 日的收盘价， R_{mt} 是南京医药所在市场在 t 日的实际收益率。由于南京医药是在上交所上市的公司，所以选择上证指数来衡量市场收益率， P_{mt} 是上证指数第 t 天收盘价， P_{mt-1} 是指上证指数 $t-1$ 日的收盘价，计算结果见表 4.4。

表 4.4 南京医药事件期内实际收益率计算表

		个股收盘价 Pit	南京医药 实际收益率 Rit	市场收盘价 Pmt	市场收益率 Rmt
2019-12-13	T=-10	4.3100	0.00936768	2,967.6760	0.01782695
2019-12-16	T=-7	4.3500	0.00928074	2,984.3920	0.00563269
2019-12-17	T=-6	4.4300	0.01839080	3,022.4210	0.01274263
2019-12-18	T=-5	4.4400	0.00225734	3,017.0440	-0.00177904
2019-12-19	T=-4	4.5400	0.02252252	3,017.0650	0.00000696
2019-12-20	T=-3	4.4700	-0.01541850	3,004.9370	-0.00401980
2019-12-23	T=0	4.3900	-0.01789709	2,962.7510	-0.01403890
2019-12-24	T=1	4.5400	0.03416856	2,982.6800	0.00672652
2019-12-25	T=2	4.6400	0.02202643	2,981.8800	-0.00026822
2019-12-26	T=3	4.6100	-0.00646552	3,007.3540	0.00854293
2019-12-27	T=4	4.5600	-0.01084599	3,005.0350	-0.00077111
2019-12-30	T=7	4.6500	0.01973684	3,040.0230	0.01164313

资料来源：根据东方财富 Choice 数据整理计算所得

②进行回归分析，确定参数

事件研究法是先对事件窗口内正常收益率进行预测，接着计算超额收益率，以分析该事件对于股价之影响大小。文章选择了市场模型对事件窗内正常收益率进行了预测也就是：

$$R_{it} = \beta R_{mt} + \alpha$$

其中 R_{it} 为事件期内南京医药的实际收益率， R_{mt} 为事件期内证券市场的实际收益率。运用①中计算出的估计期的数据，通过 SPSS 回归分析，得到估计期的模型估计参数 α 和 β 分别为 -0.0002 和 1.0043，回归拟合图如图 4.2 所示，即得到 $R_{it}=1.0043R_{mt}-0.0002$ 。

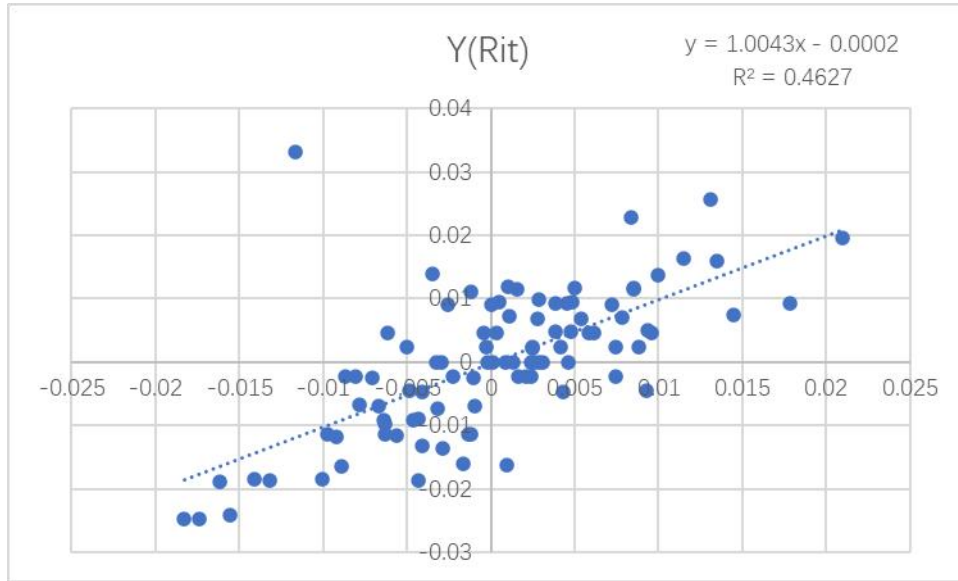


图 4.2 回归拟合图

③计算预期正常收益率

通过把事件期[-7, 7]对应的 R_{mt} 代入拟合模型计算得到预期正常收益率 R_{it}' ，计算结果如表 4.5 所示。

表 4.5 南京医药预期正常收益率计算表

		市场收益率 R_{mt}	南京医药 实际收益率 R_{it}	南京医药 预期正常收益率 R_{it}'
2019-12-16	T=-7	0.00563269	0.00928074	0.00545691
2019-12-17	T=-6	0.01274263	0.01839080	0.01259742
2019-12-18	T=-5	-0.00177904	0.00225734	-0.00198669
2019-12-19	T=-4	0.00000696	0.02252252	-0.00019301
2019-12-20	T=-3	-0.00401980	-0.01541850	-0.00423709
2019-12-23	T=0	-0.01403890	-0.01789709	-0.01429926
2019-12-24	T=1	0.00672652	0.03416856	0.00655544
2019-12-25	T=2	-0.00026822	0.02202643	-0.00046937
2019-12-26	T=3	0.00854293	-0.00646552	0.00837967
2019-12-27	T=4	-0.00077111	-0.01084599	-0.00097443
2019-12-30	T=7	0.01164313	0.01973684	0.01149319

资料来源：根据东方财富 Choice 数据整理计算所得

④计算超额收益率和累计超额收益率

进一步计算在事件[-9, 9]内每日的超额收益率 AR_{it} ，对事件窗内的超额收益率累计求和即可得到累计超额收益率 CAR_{it} 。公式如下：

$$ARit=Rit-Rit'$$

$$CARit = \sum_t^T ARit$$

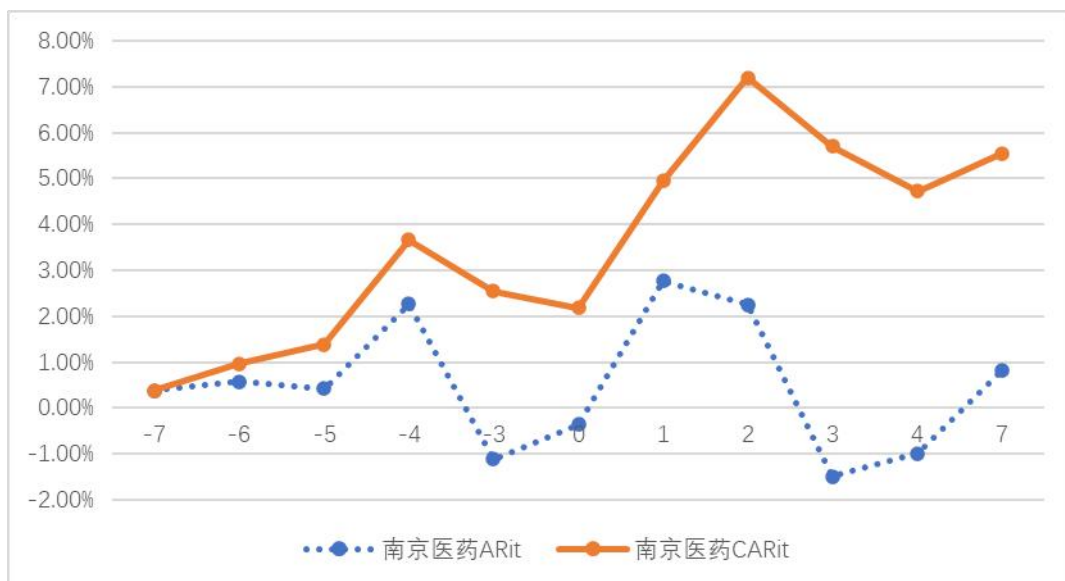
最终计算结果如表 4.6 所示。

表 4.6 南京医药预期超额收益率和累计超额收益率计算表

		南京医药 超额收益率 ARit	南京医药 累计超额收益率 CARit
2019-12-16	T=-7	0.00382383	0.00382383
2019-12-17	T=-6	0.00579338	0.00961721
2019-12-18	T=-5	0.00424402	0.01386124
2019-12-19	T=-4	0.02271553	0.03657677
2019-12-20	T=-3	-0.01118142	0.02539535
2019-12-23	T=0	-0.00359783	0.02179753
2019-12-24	T=1	0.02761312	0.04941065
2019-12-25	T=2	0.02249580	0.07190645
2019-12-26	T=3	-0.01484518	0.05706126
2019-12-27	T=4	-0.00987156	0.04718970
2019-12-30	T=7	0.00824365	0.05543335

资料来源：根据东方财富 Choice 数据整理计算所得

该事件期内南京医药的超额收益率（ARit）与累计超额收益率（CARit）变化情况如图 4.3 所示：



资料来源：东方财富 Choice 数据整理计算所得

图 4.3 超额收益率（ARit）与累计超额收益率（CARit）变化情况

⑤分析

事件窗口期最后一天的累计超额收益率 CARit 值十分重要,它表示窗口期内全部日期超额收益率 ARit 的总和,该指标常用来观察市场整体对该事件所做出的反应。具体分析方法是,如果最后一天的累计超额收益率 CARit 是大于 0 的,那就证明市场对于该事件的反应是正向的。南京医药在发行应收账款资产支持票据的事件期内累计超额收益率 CARit 为 0.05543335,是大于 0 的,则可以说明该事件对南京医药带来了正向的市场反应。与此同时,我们可以看到南京医药的累计超额收益率 CARit 在事件日前比较稳定,有小幅度的波动,在事件日后不但大于 0 而且呈上升趋势,说明整个市场对于南京医药应收账款证券化反应积极,即该产品得到了投资者的青睐,股东财富得到相应的增加。

(4) 进行单样本 T 检验

最后还需要对南京医药累计超额收益率 CARit 进行 T 检验。要想得到应收账款证券化确实提升了公司的股东价值的结论,就需要得到最终数值相对显著的结果。但如果检测未通过,就代表着这一行为并没有起到任何的效果。

如表 4.7 所示,南京医药累计超额收益率 CARit 的单样本检验结果 P 值小于 0.05,说明在事件期内超额收益率的变动与南京医药应收账款证券化这一行为之间存在显著相关关系。其原理是公司实施应收账款证券化进行融资,这一行为向市场投资者传递出一种积极的信息,市场接受信息并购入股票,股价相应地发生上涨。如此一来,会给公司带来一定的超额收益率。实际上就是信号传递理论的实践。综上所述,南京医药应收账款证券化融资在较短的时间里增加了股东财富。

表 4.7 南京医药累计超额收益率单样本 T 检验

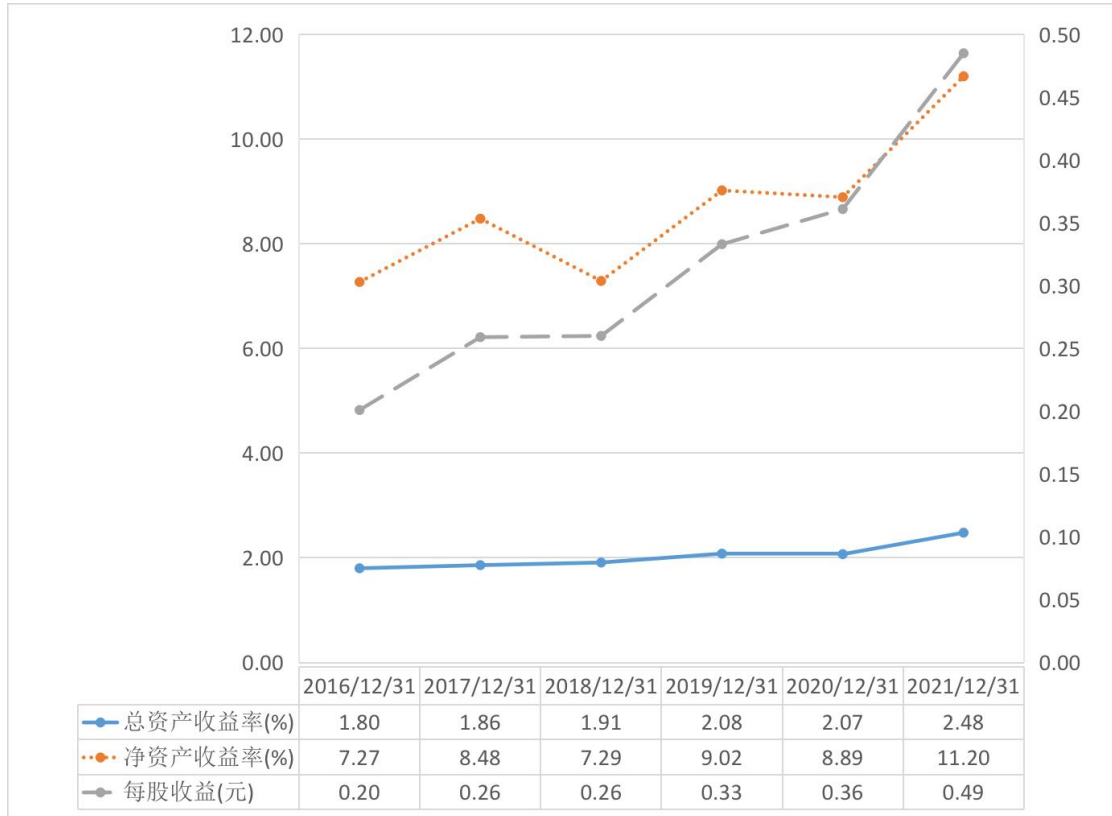
	检验值=0					
	t	自由度	Sig. (双尾)	平均值差值	差值 95%置信区间	
					下限	上限
南京医药 累计超额收益 CARit	5.313	10	.000	.0356430313 16500	.02069600753 4101	.0505900550 98898

4.2.2 基于财务指标分析法的财务绩效分析

南京医药本次发行的时间是 2019 年，为了观察其发行前后的变化，文章选取 2016 年-2021 年这个区间，使用财务指标分析法，从盈利能力、营运能力、偿债能力三个方面展开，选取相应的指标对南京医药此次应收账款证券化的效果进行分析和评价。

（1）盈利能力分析

文章围绕净利润和市场价值选取了总资产报酬率、净资产收益率和每股收益进行分析。如图 4.4 所示，2016 年-2018 年南京医药总资产收益率在缓慢提升，但净资产收益率和每股收益先上升再下降。公司在实施应收账款证券化融资之后，相比之前年度，其总资产收益率、净资产收益率以及每股收益都有一定程度的上升趋势，并且净资产收益率和每股收益提升幅度较大。每股收益的提升说明了投资者认可公司当前的经营成果，并看好企业未来的发展潜力，进而做出继续投资的经济决策。总资产报酬率和净资产收益率的提升说明了应收账款证券化的实施促进了企业资产的使用效率。经过以上分析发现，企业采用应收账款证券化这一方式进行融资，可以提升企业的盈利能力。

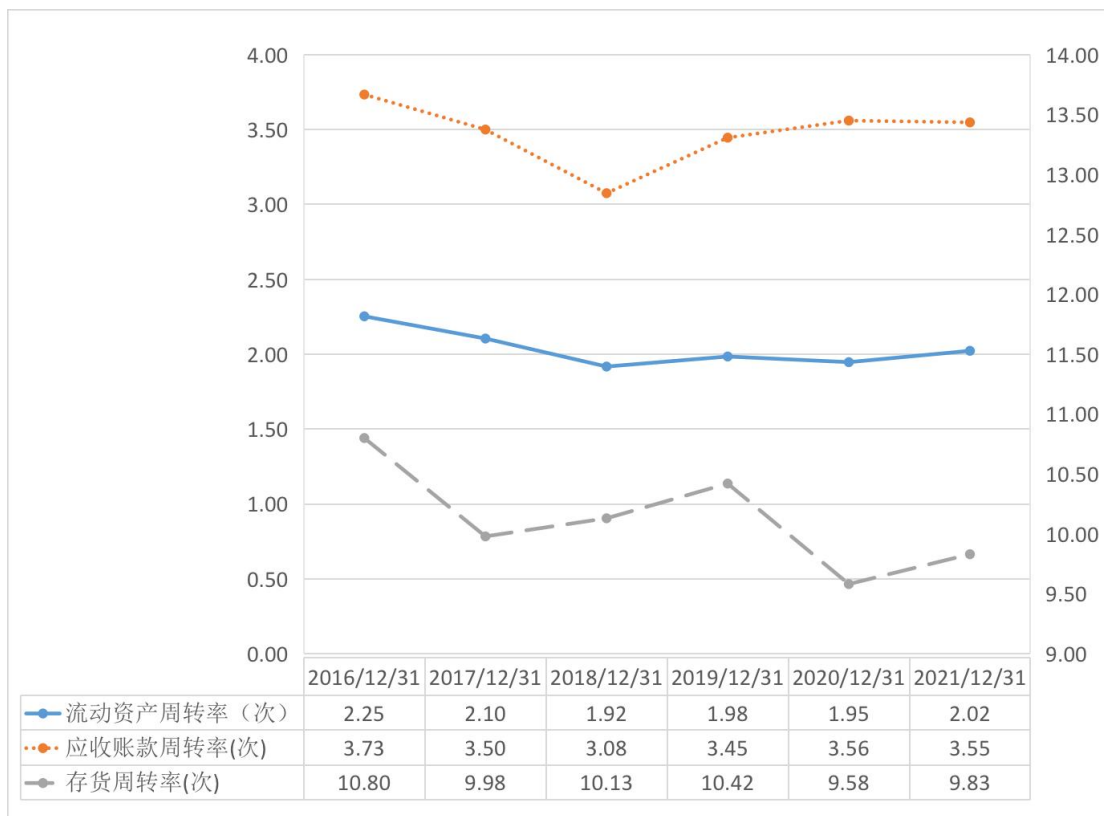


资料来源：东方财富 Choice 数据

图 4.4 南京医药盈利能力指标

(2) 营运能力分析

用来衡量企业营运能力的指标也有很多，考虑到文章案例公司是医药流通企业，属于轻资产运营的公司，所以主要选取了应收账款周转率、存货周转率和流动资产周转率这三个典型指标进行分析。需要说明的是，由于赊销收入净额这一数据难以获取，文章选用销售收入来替代。计算结果如图 4.5 所示，南京医药在 2016 年-2018 年流动资产周转率和应收账款周转率有大幅度的下降，如前述对公司应收账款情况的分析，主要是受到政策和市场行情影响，应收账款这一流动资产有大量的增加，在实施应收账款证券化融资之后，2019 年这两项指标有显著的增长。分析其背后原因，其一是得益于应收账款证券化将流动性较差的应收账款转换为现金存款，其二是企业在进行融资之后进一步扩大了规模，使得营业收入得到了提升。另外，存货周转率也有小幅度的提升。总的来说，实施应收账款证券化可以提升企业的营运能力。



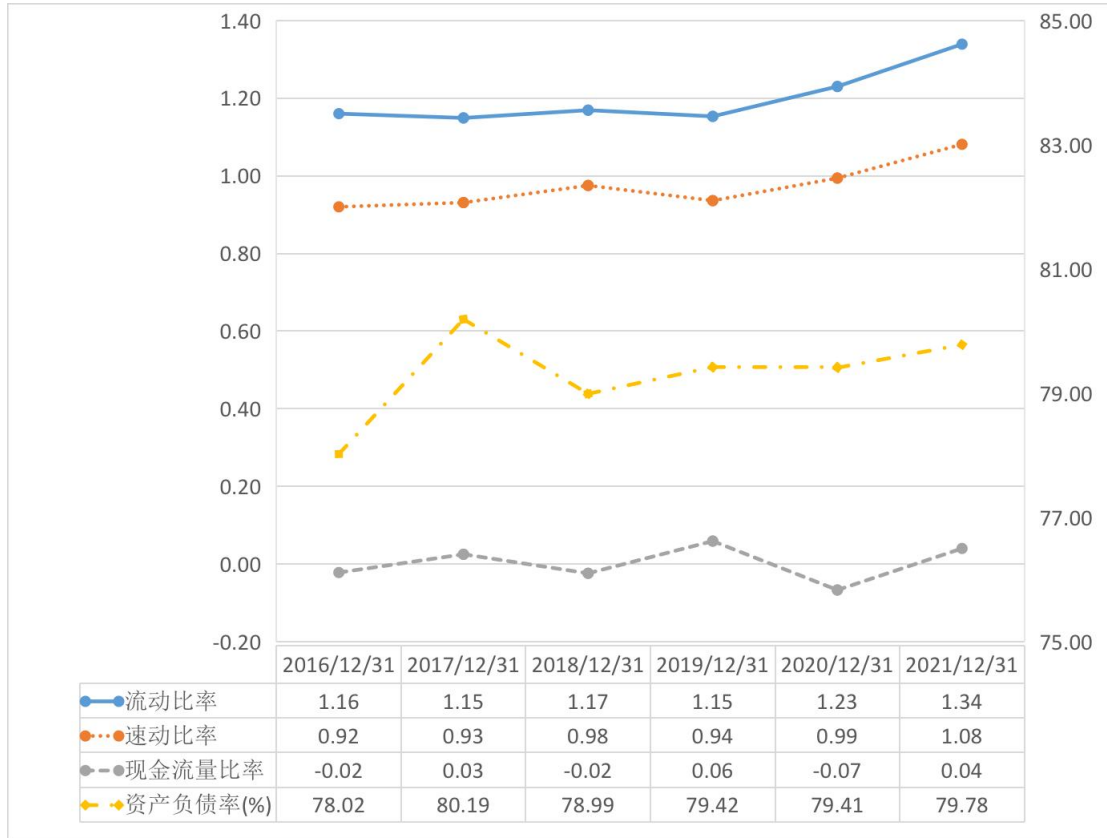
资料来源：东方财富 Choice 数据

图 4.5 南京医药营运能力指标

(3) 偿债能力分析

评价企业偿债能力的指标有很多，文章选择经典的流动比率、速动比率、现金流量比率和资产负债率进行分析。如图 4.6 所示，南京医药 2016 年-2018 年有两年净现金流量比率都为负值，这是企业自身的行业属性所决定的，南京医药是一家医药流通类企业，在获取医药产品的时候需要预付很高比例的款项，并且随着两票制政策的颁布，这一情况更加突出，导致经营活动产生的现金流出金额大幅上升。到 2019 年，实施了应收账款证券化融资之后，公司的净现金流量比率有大幅上升，经营活动产生的现金流量回归正值。这表明企业的净现金流量增加，对负债的补偿程度提升。

但与此同时，资产负债率有小幅上升，表明长期偿债能力不佳；流动比率和速动比率有小幅下降。短期偿债能力不同指标呈现的结果出现矛盾，短期偿债能力情况无法评价，具体原因还需进一步探析。



资料来源：东方财富 Choice 数据

图 4.6 南京医药偿债能力指标

4.3 小结

通过分析南京医药应收账款证券化融资的直接效果和间接效果，发现采用这种融资方式，在一定程度上能够缓解企业的压力，但同时也引发新的问题，需要企业谨慎采取相应的措施。

首先，分析南京医药实施应收账款证券化所产生的直接效果。从融资成本来看，公司采用发行资产支持票据的方式进行融资，其资本成本低于公司同期采用的超短期融资券的资本成本，同时，前者减少了融资的时间成本和沟通成本，说明了实施应收账款证券化能够帮助企业降低融资成本；从融资风险来看，南京医药实施应收账款证券化之后 Z 值上升，说明了采用发行资产支持票据的方式进行融资能够降低财务风险，但同时，这一方式也会由于自身结构和交易结构给企业带来信用风险、应收账款权属风险、资金混同风险、操作风险等。

其次，分析南京医药实施应收账款证券化所产生的间接效果。从市场绩效来看，南京医药在发行资产支持票据的当天及后期累计超额收益率呈现上升趋势，并且整个事件期内累计超额收益率为正值，说明该事件给企业带来了正的市场反应，在短期内增加了股东财富；从财务绩效来看，公司在实施应收账款证券化之后，在盈利能力方面，总资产收益率和净资产收益率提升，说明这一举措促进了资产的使用效率。同时，每股收益也有所提升，总的来说盈利能力增强；在营运能力方面，流动资产周转率和应收账款周转率有明显的上升趋势，存货周转率有小幅的提升，说明资产周转速度加快，周转周期缩短，整体营运能力增强；在偿债能力方面，净现金流量比率有明显上升，但流动比率和速动比率有小幅下降，资产负债率在本身就较高的前提下又有小幅上升，长期偿债能力不佳，短期偿债能力还需进一步分析。

最后，综合评价为应收账款证券化融资对企业融资成本、融资风险、市场绩效、财务绩效均存在有利影响，虽然其中有其他风险需要加强管理，长期偿债能力改善效果不佳，但“瑕不掩瑜”，不可否认其给企业带来了积极的、正向的影响。如果企业能采取相关措施进行改进，将进一步提升应收账款证券化融资效果。

5 南京医药应收账款证券化融资的问题及优化建议

5.1 应收账款证券化融资的问题

5.1.1 产品发行周期较长

南京医药早在 2018 年 12 月 21 日就发布了《南京医药股份有限公司关于公司拟发行应收账款资产支持票据（ABN）的公告》。但是一直到 2019 年 12 月 20 日才获准注册；2019 年 12 月 23 日，正式披露发行方案、募集说明书等重要文件；2019 年 12 月 25 日正式发行该产品，发行过程经历的时间有一年之久。一般情况下，资产支持证券的发行会经历前期准备、文件准备、申报注册、发行四个阶段，分别需要大约 15 个工作日、10 个工作日、45 个工作日、至多 6 个月，算上周末节假日，整个过程至多需要 9 个月。南京医药在获准注册之后，一周之内就完成了发行，这一阶段花费时间较少，而在前期准备、文件准备、申报注册阶段花费时间过于长，这就影响到公司资金的筹集效率，并且在此期间没有任何相关的公告发布，直接影响到投资者对其的期待值。此外，当公司遭遇紧急情况，迫切需要周转资金，采用时间比较久的融资方法不仅难以满足公司目前的需求，而且还会加大公司的财务风险。

5.1.2 未能改善偿债能力

南京医药在 2019 年实施了应收账款证券化，与之前年份相比代表短期偿债能力的两个指标流动比率和速动比率均有所下降，同时代表长期偿债能力的资产负债率有所上升，总体来说偿债能力不佳。一般来说，按照会计恒等式中资产等于负债加所有者权益的规定，企业运用传统融资方式，在资产增长的同时，负债也随之增长，而企业发行资产证券化产品进行融资，银行存款增加的同时应收账款减少，资产总额不变，所以如果采用这种方式，相比实施之前，企业偿债能力指标应该有相应地上升或下降。在南京医药实施应收账款证券化的案例中，从现金比率这一指标来看确实符合上述变化趋势，但是其他指标如速动比率、流动比率却有小幅下降，资产负债率也有所上升，和一开始的预期并不符。并且，反映

企业整体偿债能力的指标资产负债率、权益乘数、产权比率也是体现企业资本结构的指标，就目前指标来看南京医药实施应收账款证券化未能优化资本结构。

5.1.3 存在不可规避的风险

南京医药本次挑选入池的应收账款债务人均为医院，很明显的一个问题是债务人的行业集中度过高，也就是说医疗行业的各种风险都会对信托财产的安全性造成威胁。同时，由于南京医药地处华东，本身业务范围的局限使得项目初始基础资产主要集中于安徽省、江苏省、福建省、湖北省四个地区，地区集中度较高。一般情况下，为了降低资产池的整体风险会设置较高的分散度，衡量分散度的指标有入池资产笔数、地域分散度、行业分散度，所以企业在设立资产池时会提高入池资产的笔数，为降低资产池的总体风险，会对其进行高分散度的安排，衡量分散度的指标包括入池资产笔数、地域分散度、行业分散度，因此，在建立资产池的时候，公司会增加入池资产的笔数，会尽量选择多个区域、多个行业的债务人。南京医药在入池资产笔数方面做得比较好，但是受到所在行业的限制，在扩大地域分散度和行业分散度方面做得不够，导致这一产品资产池的整体风险较高。如果产品存续期间医药行业受到不利影响，或者是在应收账款占比较大的区域，发生医疗相关的改革，都会对优先级资产支持票据信用状况造成负面影响。

5.1.4 效果持续时间较短

从经济学上讲，短期和长期之分是根据生产规模是否可以调整。因此，应收账款证券化融资的短期效果和长期效果，通过资金的使用和返还的时间长短来区分。如果将短期效果界定为进行一年以内的证券化活动，那么应收账款证券化融资的短期效果的关注点应该为事件发生时股价的变化，另外可以使用指标的变化来进行辅助说明。通过前文事件研究法可以发现虽然在事件基准日后南京医药 CARit 整体呈现上升态势且始终大于 0，但是中间南京医药 ARit 出现负值导致南京医药 CARit 出现波动，有下降趋势。另外，在财务指标分析法中也发现部分指标在应收账款证券化发生当年有优化的迹象，但是在下一年又出现反弹的状况。故而说明应收账款证券化融资效果持续时间较短，对企业现金流紧缺、负债率较高等问题的解决具有局限性。

5.2 应收账款证券化融资的优化建议

5.2.1 采用“储架发行”方式

针对南京医药应收账款证券化产品发行周期较长的问题，建议企业在之后的发行中采用储架发行的方式。

南京医药此次发行应收账款证券化产品，设定为循环购买，对建立循环购买结构资产支持证券而言，经常循环购买期 3-6 个月，大部分入池基础资产的账龄也是半年左右，并且笔数较多，在前期的尽职调查、评级过程中需要耗费大量时间，层层审批流程也较为繁琐，在循环购买过程中存在业务落地时还款期将至等情况，降低了企业资金使用效率，影响应收账款资产证券化的实施效果。观察同行业其他同样发行了应收账款证券化产品的企业发现，与南京医药同为国有企业的华润医药多次发行应收账款证券化产品，发行金额均为 20 亿左右，从准备到正式发行周期短并且不同期的产品之间发行间隔也短，主要是采用了“储架发行”模式。

储架发行是一种发行方式，它的特点是不需要发行人每发行一次产品就提交一份注册和审核文件，而是只用提交一次相关材料就可以在规定的期限内持续地发行证券。应收账款证券化也是适用的，发起人如果采用这种方式，就可以在一开始的时候向交易所提交一套完整的发行备案文件，以及总发行期数和规模。这一方式深受发行人的欢迎，因为它有助于审批效率的提高、产品发行时间的缩短。一般情况下，发行一款资产证券化产品需要一系列复杂的准备，这就需要耗费大量时间，更不必说漫长的等待审批的时间，储架发行在某种程度上可以实现“一劳永逸”的效果，虽然第一期较为麻烦，但往后的各期可以节省不少时间，提高了发行的效率。

但是需要注意的是采用储架发行的证券有一个较高的“门槛”，需要满足同质化和标准化这两项要求。这就需要发起人选取各期次的基础时均保持较高的要求和标准，具体体现在对入池标准、交易结构、增信措施等设计要点要基本一致，只有做到这样，才能到达前述的同质化和标准化的目标，为之后产品的流动性奠定良好的基础。所以如果企业希望采取储架发行的方式就需要保证各期资产支持专项计划的交易结构都相同，基础资产都是质量优良等必要条件得到满足。

5.2.2 合理扩大证券化规模

针对南京医药应收账款证券化未能改善偿债能力的问题，建议企业在之后的发行中适当扩大资产证券化规模。

一般情况，企业实施了应收账款证券化却未能提高企业偿债能力会存在以下原因：第一，公司在得到融资之后，不去还债反而继续投资到公司的发展中去，这使得公司的资本性支出较高；第二，企业在应收账款证券化产品存续期内又发行了短期融资券、中期票据等，使得公司的债务规模不断扩大；第三，企业应收账款未实现完全出表，导致企业长期负债增加。南京医药使用本期发行 20 亿元资产支持票据中的 16 亿元偿还了其子公司有息债务，余下的 4 亿元补充本部及子公司营运资金需求，所以排除第一种原因；另外，当企业成功发行了应收账款证券化产品，其应收账款的收款权就转让给了金融机构，这表明与应收账款所有权相关的风险和回报发生了实质性的转移，企业自此既不享有权利也不承担义务，已终止确认应收账款金额，实现了完全出表，所以排除第三种原因。

分析发现，南京医药根据测算 2019 年营运资金缺口为 0.39 亿元，2020 年营运资金缺口为 31.51 亿元，随着发起机构销售规模的不断扩大，向上游供应商的采购量逐年上升，对营运资金需求也不断攀升，而本期发行 20 亿元资产支持票据中仅有 4 亿元补充本部及子公司营运资金需求，企业及其子公司资金需求很大，故而又发行了中期票据和超短期融资券。所以，南京医药偿债能力未能提高，是因为企业在产品存续期间又增了负债。

南京医药的应收账款近几年一直呈增长趋势，从账龄和债务人资质来看应收账款质量较高，相比华润医药应收账款证券化规模来说还是较小。鉴于以上，文章建议南京医药可以灵活地利用资产证券化这一融资手段，通过适当地扩大资产证券化规模，对应收账款进行有效的利用，来解决自身所需的资金问题。然而，必须要指出的是，要想扩大资产证券化规模，要满足一个先决条件，即公司必须合理设计资产支持专项计划，以保证基础资产得到良好的分散，进而对入池基础资产的质量进行全方位的提升，如此一来，也可以有效地降低融资成本，让应收账款证券化逐渐变成企业较佳的融资方式。

5.2.3 提高风险意识和管理水平

针对南京医药入池资产债务人的行业和地区集中度较高的问题，建议企业在之后的发行全过程提高风险意识和管理水平，做好风险管理工作。

首先在设立资金池的时候对入池资产的质量审核设定严格的标准，这样的话至少可以保证入池资产对应债务人具有较好的资质，从而降低违约风险。南京医药本次入池的资产来自于 501 家公立二级及二级以上医院，总体评级及经营情况良好，但同时应对二级以上公立医院的医药批发业务建立信用管理体系，优化信用风险管理流程。为了尽可能地规避基础资产的权利不能保全的风险，原始权益人与客户签订严密的销售合同是非常有必要的。运用到实际中，可能无法完全践行这一提议，那么至少应该设置一个限额。南京医药应该施行分级管理，对不同等级的客户设定不同的最低可接受无合同销售额度。然后销售合同控制节点也应该被加入到信用风险管控流程中去。其次密切关注整个医药行业和债务人所在地区的医疗环境或医疗政策的变化，做好监测。最后南京医药可以结合对周转速度的管理，在全国范围内建立基层医疗、零售端等销售渠道，重点开发除安徽、江苏以外的省份，同时进行多省市基层医疗点开发，以此来降低应收账款地区集中度过高的风险。

5.2.4 适当增加产品发行数量

针对南京医药应收账款证券化融资效果持续时间较短的问题，建议企业在之后的发行过程中适当增加应收账款证券化产品的发行数量。

南京医药目前只在 2019 年发行过一期资产支持票据，而华润医药在 2017 年至 2019 年仅三年就发行了五期产品，相比之下数量较少且存在发行周期长、金额不足的问题，应该结合“储架发行”的方式，在发行周期、发行金额、发行数量上达到一个平衡的状态。虽然一期产品的融资效果持续时间较短，但在合理的安排之下，可以形成累积的、接力的效应，使得企业在较长时间内形成一定的优势。这就需要企业提高应收账款证券化发行能力，认真筛选基础资产、合理设计证券化产品、切实推进证券化发行流程。

6 结论与展望

6.1 结论

文章以资产证券化这一主题出发，展开分析研究。首先综述了发起机构采用资产证券化进行融资的动因和效果、中外学者对融资效果的评价方法；其次学习了资产证券化和应收账款证券化的相关概念、基础理论；然后以南京医药为案例公司，以其在 2019 年发行的第一期资产支持票据为研究对象进行分析。其中包括南京医药应收账款证券化前企业基本状况，对南京医药本次发行应收账款证券化产品的动因、交易结构、参与主体以及信用增级等各个方面的分析，在此基础上多角度评价了公司通过此种融资方式所获得的直接效果和间接效果；最后，就分析过程当中发现的问题开展进一步研究，提出了具体的建议。这一过程中形成的具体结论如下。

结论一：南京医药应收账款证券化融资对企业融资成本、融资风险、市场绩效、财务绩效均存在有利影响。

国家政策的大力支持以及行业融资环境的变化为南京医药实施应收账款证券化融资奠定了基础，而医药流通行业的特征以及企业自身的融资需求是南京医药开展应收账款证券化融资的驱动力。公司在具体设计此类发行产品的过程中将理论原理与实际相结合，拓展了融资方式，有助于企业顺利获得较大规模融资的同时降低了融资成本；同时通过盘活应收账款，提高资产使用效率，增加了企业资产的流动性，降低了企业的财务风险。从另一角度来看，这类产品的发行还可以吸引投资者，在短期内增加股东财富；同时明显改善企业的营运能力、盈利能力和现金流动性。

结论二：南京医药应收账款证券化融资方案设计及执行过程中的操作细节对同行业企业具有借鉴价值。

南京医药此次发行的应收账款证券化产品取得了不错的效果，关键在于：入池基础资产质量优良、循环交易结构稳定，这些为项目的成功实施奠定了坚实的基础。公司通过内外部增信的方式来确保对投资人利益的分配，为项目的顺利实施提供了保证，也为融资成本的降低创造了条件。南京医药完全实现了出表融资，

帮助企业真正做到了应收账款周转的加快和流动性的增强,对同类型企业的融资创新有着一定的参考和指导作用。

结论三:南京医药应收账款证券化融资设计及实施中存在问题,需要进一步采取优化措施。

南京医药在实施应收账款证券化的具体过程中存在发行周期较长、未能达到改善偿债能力和优化资本结构的目标、行业和地区集中度较高资产池整体风险较大和效果持续时间较短的问题。针对以上问题需要进一步优化发行方式,考虑采用储架发行模式,提高审批效率,缩短发行时间;合理扩大证券化规模,满足企业资金需求,提高企业偿债能力;提高风险意识和管理水平,建立信用管理体系,优化信用风险管理流程,对风险形成有效地控制;适当增加产品发行数量,形成累积的、接力的效应,使得企业在较长时间内形成一定的优势。

6.2 展望

目前应收账款证券化在医药流通企业的普及性还不够,只有少数公司采用了这种融资方式,缺乏足够数量的研究样本,数据收集有限。在今后的研究工作中,随着案例企业数量的不断增加,样本资料增多,可根据文章研究情况,和更多案例做对比分析,或者开展实证研究,增加研究结论可信度。此外,现有的研究都是针对应收账款证券化的短期效果进行分析,对于长期效果研究不足,还需寻找最佳的样本做长期跟踪研究,进一步分析医药流通企业实施应收账款证券化开展融资的长期效果。最后,随着数字经济的发展,如果将大数据、区块链技术等技术融入应收账款证券化,可以很好地解决当前发行模式中的诸多弊端,值得进一步关注和研究。

参考文献

- [1]Acharya V. Securitization without risk transfer[J]. Journal of Financial economics,2013,107(03):515-536.
- [2]Ahmad B, Ntouyas S K. Existence results for fractional differential inclusions arising from real estate asset securitization and HIV models[J]. Advances in Difference Equations,2013(1):1-15.
- [3]Benveniste L M., A.N. Berger. Securitization with recourse: An instrument that offers uninsured bank depositors sequential claims[J]. Journal of Banking and Finance,1987,11(3):403-424.
- [4]Brent W. Ambrose, Michael La Cour-Little, Anthony B. Sanders. Does Regulatory Capital Arbitrage, Reputation, or Asymmetric Information Drive Securitization?[J]. Journal of Financial Services Research,2005,28(1-3):113-133.
- [5]Briggs John W., Beams. Jpseph D. Asset Securitization in a Changing Environment[J]. CPA Journal,2012(82):64-67.
- [6]Calomiris, C.W., Mason, J.R. Credit card securitization and regulatory arbitrage[J]. Journal of Financial Services Research,2004(26):5-27.
- [7]Christine P. Staged financing in venture capital: moral hazard and risks[J]. Journal of Corporate Finance,2002,10(1):7-9.
- [8]Fama, E.F. Agency Problem and The theory of The Firm[J]. Journal of Political Economy,1980(88):288-307.
- [9]Hugh Thomas. A preliminary look at gains from asset securitization[J]. Journal of International Financial Markets, Institutions & Money,1999,9(3):321-333.
- [10]Ilham Riachi. Securitization of corporate assets and executive compensation [J]. Journal of corporate Finance,2013(21):235-251.
- [11]Jure Skarabot. Asset Securitization and Optimal Asset Structure of die Firm[M]. UC Berkeley,Haas Scool of Business, March,2001.

- [12]Khaled S. On the Determinants of Factoring as a Financing Choice: Evidence from the UK [J]. *Economics and Business*,2002,54(2):239-252.
- [13]Minton, B.A., Sanders, A., Strahan, P. Securitization by Banks and Finance Companies: Efficient Financial Contracting or Regulatory Arbitrage?[R]. Working Paper, Ohio State University,2004.
- [14]Nadauld, T.D., Weisbach, M.S. Did Securitization Affect the Cost of Corporate Debt[J]. *Journal of Financial Economics*,2011,105(2):332-352.
- [15]Sanket K. Receivables securitization the non-financial firm[J]. *The Wharton School University of Pennsylvania*,2009,6(7):73-76.
- [16]Schmit, Mathias. Credit Risk in the Leasing Industry[J]. *Journal of Banking and Finance*,2004,(28):811-833.
- [17]Schwarcz Fordham S. Impact bankruptcy reform on true sale determination in securitization transaction[J]. *Journal of the Corporate Financial Law*,2002,(7): 353.
- [18]Unde, A., Michalak, T.C. Securitization and Systematic Risk in European Banking Empirical Evidence[J]. *Journal of Banking & Finance*,2010,34(12): 3061-3077.
- [19]Victoria Y.F., William D.S. The Health Financing Transition: A Conceptual Framework and Empirical Evidence[J]. *Social Science and Medicine*,2014(15): 105-109.
- [20]鲍新中, 陈柏彤, 潘肇新. 供应链金融资产证券化的产品信用风险研究——基于 QYSJ-ABS 和 RXZL-ABS 的案例分析 [J]. *金融理论与实践*, 2022 (02) : 1-9.
- [21]陈凌白. 我国上市商业银行信贷资产证券化微观效应实证研究 [J]. *南方金融*, 2014 (06) : 10-14.
- [22]陈小宪, 李杜若. 信贷资产证券化的微观动因研究——基于中国商业银行数据的实证分析 [J]. *山西财经大学学报*, 2017, 39 (02) : 22-34.
- [23]戴晓凤, 戴季梅. 信贷资产证券化的成本动因 [J]. *国际金融研究*, 2003 (04) : 53-58.

- [24] 邓长斌. 资产证券化对降杠杆效果问题研究——以我国建筑类央企为例[J]. 贵州社会科学, 2020(07):131-138.
- [25] 丁锦希, 赵琳, 陈焯等. “两票制”政策框架下的中外药品流通体系绩效评价比较研究[J]. 中国医药工业杂志, 2018, 49(07):1006-1013+1032.
- [26] 桂荷发, 任妙子. 企业资产证券化对经营绩效的影响研究[J]. 当代财经, 2021(12):53-64.
- [27] 郭亦玮. 融资创新——资产证券化[J]. 会计之友, 2005(11):60-61.
- [28] 谷战涛. 刍议零售企业的资产证券化融资[J]. 商业经济研究, 2021(02):157-159.
- [29] 胡红菊. 应收账款资产支持票据融资模式分析——以瑞康医药为例[J]. 财会通讯, 2021(02):141-144.
- [30] 黄嵩. 论广义资产证券化的理论体系[J]. 学习与探索, 2003(03):69-73.
- [31] 康杰. 企业应收账款资产证券化问题探析[J]. 财会通讯, 2017(28):62-65.
- [32] 李丹, 李金波. 我国国有企业资产证券化的实证研究[J]. 学术交流, 2019(04):127-136.
- [33] 李佳, 李梦艺. 新常态下中国资产证券化创新动因与监管研究——基于“功能观”视角的分析[J]. 金融经济研究, 2016, 31(04):81-91.
- [34] 李曜. 亚洲金融危机中的金融创新[J]. 世界经济文汇, 2001(01):29-34.
- [35] 李志辉, 黄璐, 李丛文. 资产证券化对银行流动性、贷款供给和稳定性的影响[J]. 金融经济研究, 2016, 31(03):3-15.
- [36] 林华, 郁冰峰, 邓海清等. 金融新格局:资产证券化的突破与创新[M]. 中信出版社, 2014.
- [37] 刘徽. 基础建设企业资产证券化融资方案研究[D]. 南京大学, 2013.
- [38] 潘秀丽. 中国金融机构资产证券化风险分析及建议[J]. 中央财经大学学报, 2010(09):38-43.
- [39] 譙璐璐, 刘超. 应收账款资产证券化[J]. 中国金融, 2017(16):63-64.
- [40] 邱成梅, 赵如. 企业资产证券化融资的财富效应——基于浦东建设资产证券化研究[J]. 财经理论与实践, 2013(02):53-57.

- [41]孙方舟. 信贷资产证券化对中国商业银行经营绩效影响研究——基于 EVA 绩效考核视角[J]. 东北财经大学学报, 2019(02):75-81.
- [42]唐国正, 刘力. 公司资本结构理论——回顾与展望[J]. 管理世界, 2006(05):158-169.
- [43]汪平. 财务管理[M]. 北京:经济管理出版社, 2003.
- [44]王遐昌, 宋晓满. 企业应收账款证券化风险研究[J]. 财会通讯, 2009(32):153-154.
- [45]吴许均. 资产证券化动因分析[J]. 经济与管理研究, 2002(05):47-49+80.
- [46]邢学艳, 吕思聪, 张羽等. 中国商业银行资产证券化效应的实证研究[J]. 统计与决策, 2020, 36(17):138-142.
- [47]幸丽霞, 余昭鹏, 王雅炯. 资产证券化、融资约束与上市公司股东财富——基于事件研究法的实证分析[J]. 中国注册会计师, 2021(11):52-57.
- [48]鄢丽敏. 房地产企业资产证券化融资方式探讨[J]. 财会通讯, 2017(35):26-30.
- [49]杨波, 蒋如玥, 方芳. 我国企业资产证券化短期财富效应研究——基于 A 股上市公司的实证分析[J]. 现代经济探讨, 2018(02):38-44.
- [50]姚禄仕, 王璇, 宁霄. 银行信贷资产证券化效应的实证研究——基于美国银行业的面板数据[J]. 国际金融研究, 2012(09):71-78.
- [51]易金平, 谭晓颖. 我国企业资产证券化发展现状、问题与对策研究[J]. 经济研究导刊, 2019(35):121-122.
- [52]张超英. 资产证券化的本质和效应[D]. 复旦大学, 2004.
- [53]张帆, 王帆, 侯艳红. “两票制”下药品供应链的重塑和发展[J]. 卫生经济研究, 2017(04):11-15.
- [54]张芳芳, 张秋. “两票制”对医药行业绩效影响的实证分析[J]. 医学与社会, 2018, 31(12):22-24+28.
- [55]张文强, 赵会玉. 论资产证券化中风险隔离机制的构建[J]. 当代经济科学, 2008(01):59-63+126.
- [56]赵胜来, 陈俊芳. 资产证券化原理、功能及模式研究[J]. 上海管理科学, 2006(01):56-59.

- [57]周颖,李璞.应收账款证券化融资选择问题研究[J].中央财经大学学报,2007(02):91-96.
- [58]朱荣恩,马静.资产证券化——企业新的融资渠道[J].上海会计,2000(02):3-6.
- [59]邹晓梅,张明,高蓓.美国资产证券化的实践:起因、类型、问题与启示[J].国际金融研究,2014(12):15-24.

致 谢

光阴似箭，日月如梭。三年的硕士研究生求学即将结束，让我有些猝不及防。回想期间的学习和生活，心中无限感慨，在文章的最后想要向过去岁月中给予我力量和温暖的所有人致以深深的谢意。

经师易得，人师难求。感谢我的导师郭恒泰老师，能够成为郭老师的学生我感到十分荣幸。三年以来，郭老师每周带领我们开展论文交流，在此过程中培养了我的学术思维和科研能力，为毕业论文奠定了基础。自从撰写论文以来，对我的论文写作给予了许多规范的指导和细节的打磨。虽然在学习过程中遇到了很多困惑和迷茫，但是老师的指导和鼓励给了我很大的动力。不仅如此，郭老师还在日常生活中给予我们关怀和帮助，时常关注我们的健康状况，在日常相处中教导我们为人处事的道理。凡此种种，感念至深。

焉得谖草，言树之背。感谢我的父亲和母亲，感谢他们从小到大为我所做的一切长远的规划，感谢他们一直以来对我的包容与支持，感谢他们无私的爱。从小到大，他们总会尽自己最大的努力给予我最好的条件，无论是读书还是生活。高中的时候陪我在学校附近租房读书；大学的时候领到他们在十几年前为我存的保险金；工作的时候支持我考取全日制的研究生；读研的时候给我专心学习的环境，从来不给我年龄的焦虑。在他们身边我得到了爱的滋养，总能感觉到无限的动力。希望他们一直健康，一直开心。

愿岁并谢，与长友兮。感谢我的所有好友，特别是在我备考期间给我信心和鼓励的鹤汀学姐、王敏学妹、希希、娜娜，愿意听我诉说困惑和失落的晓晖、慧慧、魏魏；感谢我的室友九元、丹蓉、继云，三年如一日的陪伴和同行；感谢我的搭档贺婷、石福安，我的同门杨琴琴、王妍、郭诗妮、连冰华、臧子锐，三年来默契配合、相互支持。有人说人生本来就是痛苦的，我们遇到的朋友，吃到的美食，收获的爱都是人生的止疼药。因为有你们，才让我在难熬的日子里有了温暖的力量，让我一次又一次被“治愈”。

道阻且长，行则将至。最后的最后，想感谢一直以来清醒又努力的自己。未来，我会以一以贯之的努力，去往所有自己想要到达的地方。