

# 企业资产证券化面临的风险及经济成果分析

——以京东白条 ABS 为例

□ 杨逸杰

(上海对外经贸大学 上海 201620)

**摘 要** 京东白条自 2014 年问世以来,开启了互联网消费信贷的新时代。通过对自身应收账款的打包、拆分,京东将应收账款证券化这一种融资模式进行了有效运用,为日后其他互联网企业的应收账款融资提供了借鉴。作为应收账款融资的重要形式,“保理”以典型合同的身份加入《中华人民共和国民法典》,对应收账款转让效力、范围、违约风险等进行了更加细致的规定。建立在转让应收账款基础之上的应收账款证券化,其具体的融资效应、风险归属等也得到了更新。阐述了京东白条的相关内容,论述了应收账款证券化动因及收益,分析了应收账款证券化的风险,从《中华人民共和国民法典》的角度解读了应收账款资产支持计划,以供参考。

**关键词** 应收账款 资产证券化 京东白条 中华人民共和国民法典 保理合同

**文章编号** :1004-7026(2021)03-0168-02

**中国图书分类号** F275

**文献标志码** A

## 1 产品介绍

对于应收账款转让环节,《中华人民共和国民法典》的“保理合同”部分进行了更为明确的规定,在《中华人民共和国合同法》的基础上,进一步提高了应收账款转让合同的效力,扩大了转让债权的范围。

## 2 应收账款证券化的收益分析

### 2.1 企业收益分析

应收账款证券化是企业的一种融资方式,企业将零散的金融资产打包成为资产组,通过专项发行计划,在市场中销售,转让各类金融资产未来的收益权后迅速回笼现金。应收账款证券化对应收账款和营业收入具有积极作用。应收账款资产支持计划是连接企业与投资者的桥梁,具有发行证券及进一步增信的作用。

京东白条应收账款债权资产专项计划使京东以往通过融资成本偏高的权益融资方式向债券融资方式进行转变。2019 年约 25% 的融资来自于应收账款证券化,这代表京东将征信数据转变为了信用资产,从很大程度上缓解了企业融资的压力,增加了京东的融资渠道。

京东白条应收账款债权资产专项计划在扩大应收账款规模的同时,使大量货币资金回流,提高了流动性资产的周转率,补充了京东的流动性资产。京东白条应收账款债权资产专项计划使京东的整体营业额得到了提升,增强了京东在行业内的竞争力。京东白条的应用前景广阔,有利于扩大其资金规模,使其被运用到各类消费场景中。

此外,京东白条还有利于扩大京东的服务范围,促进品牌升级,推动京东长远发展,比如京东白条已经成为独立的消费金融服务,不仅可以用于租房、旅游、装修,也可以在苹果、华为等手机钱包里随意使用<sup>[1]</sup>。

### 2.2 投资者收益分析

应收账款证券化不仅可以满足投资者的不同偏好,还有效提升了投资者的投资收益。在京东白条应收账款债权资产专项计划中有 3 种类型的产品,分别是优先 01 级、优先 02 级及次级债券,占比分别为 75%、13%、12%。以优先 01 级为例,该产品享受的是最优先级的受偿权,即基础资产产生的现金流在支付各项费用之后,首先偿还该等级债券的利息收入。这就意味着它的投资风险是最低的,当然其收益率也相对较低。因此,优先 01 级比较适合风险偏好较低的投资人。应收账款资产证券化的风险往往高于同期银行存款和国债,因此收益率也高于同期限的银行存款和国债。然而,应收账款证券化在重组、包装的过程中使用了多种手段及提升信用层级,降低了基础资产的信用风险,使投资者在原有收益的基础上获得了较高信用等级投资产品<sup>[2]</sup>。

## 3 应收账款证券化风险分析

### 3.1 与原始权益人相关的风险

#### 3.1.1 信用风险

信用风险也被称为违约风险,指在资产证券化过程中债务人未按照合同规定偿还债务而可能造成损失的风险。由于京东世贸的资产规模和客户规模快速扩大,为了抢占更多市场份额,京东白条对客户信用水平的要求有所降低。因此,在京东白条资产证券化过程中,信用风险主要来自于信用水平较低的京东白条使用客户未能准时缴纳本金或利息。

#### 3.1.2 再投资回报下降风险

作为京东白条应收账款的债务人,京东白条的使用者可以在消费时选择不同的还款期限,也可以随时提前偿还应收账款。当市场利率相对较低的时候,借款人通常出于节约借款成本的目的,可能会选择提前

**作者简介** 杨逸杰(1999—),男,汉族,上海人,在读本科,研究方向:资产证券化。

偿付借款。放款人提前收回现金,不仅使原有分期计划中的后续利息消失,而且资金池中现金流的计划偿还日期也会受到较大影响,资金在市场的再投资回报效率可能会降低,投资人的权益也会受到损害<sup>[3]</sup>。

### 3.2 与借款人相关的利率风险

应收账款类资产支持证券的票面利率在有效期内相对固定,证券价格涉及到未来现金流折现,因此其市场价格将会受到利率变动的影响。如果市场利率处于下降阶段,未来现金流中本金和利息的折现金额将会上升,资产支持证券的价格将会上升;如果市场利率处于上升阶段,其未来现金流中本金和利息的折现金额将会下降,资产支持证券的价格将会下降。如果市场利率波动较大,那么很有可能对证券投资者的利益造成较大损害。

## 4 从《中华人民共和国民法典》的角度解读应收账款资产支持计划

基于2020年新出台的《中华人民共和国民法典》,其中与“保理合同”相关的内容成为对资产证券化实务有重大影响的亮点条文。“保理”与应收账款证券化在基础资产转让效力方面有所重合,应收账款的资产证券化对基础资产的转让效力具有直接的适用价值,而对于基础资产的范围扩大,二者并不能直接画上等号,仅具有引导作用;在细节层面的风险上,通知义务具有更好的补充规范作用,但缩小了保证的责任范围。

### 4.1 应收账款转让效力及范围

应收账款的外部转让效力进一步加强。根据《中华人民共和国民法典》第545条新增的第二款规定,当事人约定金钱债权不得转让的,不得对抗第三人。这一新增规定大大加强了应收账款转让的外部效力。《中华人民共和国民法典》实施之后,如果原始权益人将应收账款转让给资产证券化专项项目(下文简称SPV),即使原始权益人与债务人(在京东白条中即为消费者)的交易合同中对转让债权的行为进行了特殊限制,也不会对外部受让人生效。这大大增加了SPV受让应收账款的预期稳定性,使SPV对应收账款转让的接受度进一步提升。对于应收账款证券化来说,这一新规定大大提高了应收账款流通的稳定性,提高了应收账款在市场上的利用率,帮助企业能更有效地利用应收账款证券化解决融资难题。

为已有实际合同但交割时间并未到期、货物并未转让的“将有应收账款”提供保理服务,将提高应收账款的融资能力。根据《中华人民共和国民法典》的规定,“将有的应收账款”被列入了保理范围,为“将有债

权的转让”提供了方向上的指引。但是,“保理”与资产证券化并不完全相同,对于后者的资产转让范围,并没有明确的法律指示,但根据立法者的意图以及《中华人民共和国民法典》第467条对于其他合同参照适用本款规定的条文,对于其他性质的应收账款转让合同,参照适用“保理合同”相关规定将会有较大的可能性。

在理论层面,“将有的应收账款”主要包括存在基础法律关系(附生效、附期限、继续性合同等)以及没有基础法律关系(仅有意向并无合同)。在应收账款证券化的操作中,对于应收账款的确定性具有较高的要求,需要该项基础资产能够产生独立、可预测的现金流入。具体到实务中,京东白条所受影响较小,但对于建设工程施工合同来说,能源、交通等设施的将来收益权将会成为“将来”二字的重点应用范围。

### 4.2 应收账款转让风险

根据《中华人民共和国民法典》548条规定,债务人(即应收账款付款人)在接收到债权转让通知后,便可向受让人主张原本对债权人享有的、基于交易合同的抗辩权。具体应用到应收账款证券化中,若原始权益人与付款人之间约定了合同违约金,并且未经过付款人同意就将债权转让给SPV时,将会产生违约行为。一方面,基于合同的相对性原理,转让行为是原始权益人与SPV之间的合同行为,合法有效;另一方面,在原始权益人与付款人之间仍旧受到合同相对性的约束时,原始权益人擅自转让的行为将违背限制转让条款,付款人因此而获得主张违约金的权益。在转让行为发生时,主张权益的对象也由原始权益人转变为SPV,这样将会导致受让人受让的金钱债权减损。由于买卖双方地位的差异,普通消费者并没有商议合同条款的空间,因此京东白条产生违约金的风险较小,但对其他合同性质的应收账款有较大影响。因此,在基础资产的尽职调查中,受让人需要对基础交易合同进行更为详尽的实质调查,减少因审查不当而引发后续的违约金问题。

## 5 结束语

从动因收益及风险分析两个方面出发,对京东白条应收账款证券化融资进行了深入探讨。通过对《中华人民共和国民法典》中有关应收账款部分进行详细解读,分析了应收账款证券化的发展趋势,提出了针对性的应对建议。《中华人民共和国民法典》生效后,应收账款证券化将迎来更利好于投资人的变化,融资的稳定性与规模将得到优化,新增的风险因素则是日后实践中需要谨慎考量与规避的重点。

### 参考文献:

- [1] 杨惠凝. 资产证券化融资效应研究[D]. 重庆: 西南大学, 2020.
- [2] 梁天玉. 应收账款资产证券化融资研究[D]. 苏州: 苏州大学, 2019.
- [3] 李凡. 互联网消费金融应收账款证券化的风险管理研究[D]. 西安: 西北大学, 2019.
- [4] 马如锦. 京东白条应收账款资产证券化收益与风险研究[D]. 北京: 北京交通大学, 2018.

(编辑 郭 颖)