

企业运用SPV工具的风险表现 及防控策略

刘焕蕊

摘要：当前，一部分资产负债率偏高的上市公司利用SPV融资工具实现融资，一方面通过会计准则中金融工具分类和合并财务报表实务操作中的职业判断，将偿付义务“上移”到母公司，另一方面通过合营或规避控制SPV方式将融资隐匿在资产负债表外，实现调节资产负债率以达到报表中去杠杆的效果。SPV融资工具产生的杠杆风险会造成财务信息失真、金融监管难度增加、偿付风险增加、司法纠纷频发等，建议建立健全SPV融资审核机制，不断提高财务报表的会计信息质量，加强上市公司信息披露要求，以提升财务与非财务信息的有效性。

关键词：SPV融资工具；企业报表合并；名股实债

中图分类号：F239 **文献标志码：**A **文章编号：**1003-286X(2020)03-0045-03

一、SPV融资工具产生杠杆风险的表现形式

(一) 通过合并财务报表转移偿付义务

当前金融环境下，采用SPV(Special Purpose Vehicle，主要包括有限合伙制私募基金、信托计划、资管计划等形式)融资工具是部分轻资产上市公司顺利获得融资的有效途径。随着金融工具的不断创新和SPV融资工具的滥用，具有债权性质的权益融资工具SPV的会计确认问题不断爆发，随之带来的财务危害不容小觑。

SPV融资工具在我国最早用于借助SPV向房地企业融资，在约定固定收益

和期限后，由母公司或其他关联方将该部分股权以事先约定的价格收回，形成被投资主体的权益融资，在报表上反映为母公司的债务融资，实现债务“上移”，本质上是通过合并财务报表来达到转移偿付义务(负债)的目的。此外，在财务报表信息与上市公司资产负债情况存在严重偏差时，其他信息的披露应作为财务报表信息的补充来反映未显示在报表中的重要信息。但由于会计准则的修订存在时滞性，同时，在披露动机方面，上市公司自愿披露的财务信息片面性强，披露只涉及会取得好处或利益的信息，而上市公司应披露的信息范围远大于财务报表信息，这就造成上市公司在利用SPV融资工具时，出现将表内负债转移

至表外的行为。随着金融监管政策的加强和对上市公司财务信息披露要求的提高，上市公司利用SPV实现融资后，通过合并财务报表转移偿付义务的行为越来越具有隐蔽性和迷惑性。

(二) 通过合营SPV隐匿负债

在避免合并财务报表情况下，上市公司还可以通过稀释控制权，以上市公司和金融机构共同控制模式将承债的SPV列报为长期股权投资。部分上市公司利用对SPV融资工具的投资应依据投资比例和是否可对合伙企业实施有效控制来确认SPV融资工具是否纳入资产负债表。在会计确认过程中，上市公司把应计入资产负债表内的负债转移至和金融机构共同控制的SPV融资工具中，而

基金项目：河南省教育厅人文社科项目“新常态下河南省制造业企业转型升级的路径选择研究”(2018-ZDJH-222)；

河南省高等学校重点科研项目“乡村振兴战略下河南新型农业经营主体信息化建设的影响机制和推进方略研究”(20B790013)

作者简介：刘焕蕊，南阳师范学院经济与管理学院。

将SPV融资工具中的负债计入“权益法核算的长期股权投资”科目中以隐匿负债,实现表中去杠杆目标。

具体来说,上市公司与金融机构通过设立双GP(普通合伙人)或共同控制GP公司方式实现对有限合伙企业SPV的共同控制,并各自向SPV融资工具进行投资。首先,在合伙协议中,通过分配表决权、分散投资决策委员会中的决定权等,使上市公司和金融机构无法单方面决定有限合伙企业的运营,达到实现共同控制有限合伙SPV的目的。随后,由该SPV收购企业集团合并范围内的高资产负债率子公司,使企业集团控制的子公司变为共同控制的联营企业子公司,以方便将表内高负债率子公司移至资产负债表外;同时,金融机构出于风险防范视角,要求企业集团优先选取内部现金流稳定的子公司或资产进行投资,用子公司未来稳定现金流去承担负债。因此,现金流量偏好的子公司通常承担了企业集团内更多的负债,再通过股权转让来实现SPV融资项目出表以隐匿负债。在实际经营管理中,通常由企业集团委派人员作为出表子公司的高级管理人员,而金融机构是在股东会或董事会层面实现共同控制,对于企业集团原子公司的生产经营无法施力,从而导致会计、审计人员在判断被企业集团转让的主体是隶属于企业集团控制还是企业集团和金融机构共同控制方面存在相当大的难度,进而不易识别SPV融资工具隐匿负债的不当会计行为。

(三)通过规避控制SPV实现负债出表

依据我国会计准则,SPV是否并入上市公司资产负债表主要基于三点来判断:第一,上市公司是否控制SPV;第二,SPV中大部分收益是否归上市公司所有;第三,与该SPV收益相关的风险是否属于上市公司。但在SPV融资工

具的运用中,判断上市公司与SPV产业基金之间是控制还是规避控制关系是一大难题。通常判断依据是观察四个主要指征:产业基金是否由上市公司控制、资产负债率与行业均值的偏离程度、上市公司是否属于轻资产行业、产业基金投资方向是否与上市公司所处行业一致。(1)当上市公司控制产业基金时,设立SPV属于正常产业并购扩张,通过产业基金孵化产业优质项目;当上市公司不控制产业基金时,首先应判断是否利用SPV融资工具进行表外融资。(2)由于控制产业基金在一定程度上会导致产业基金负债并入上市公司合并报表,所以资产负债率高于行业均值的上市公司一般不会控制产业基金,倾向于规避控制SPV,将SPV融资规模挪移至表外,不体现上市公司本身负债;而资产负债率低于行业均值的上市公司更倾向于控制产业基金,由于较低的资产负债率在合并报表后变化不大,上市公司关注的重点是能否通过SPV融资工具获得资金并投向其认可的项目。而实际上存在一部分企业资产负债率明显低于行业均值水平下仍采用SPV融资工具将负债出表。(3)一部分处于轻资产行业的上市公司也倾向于利用SPV融资工具进行融资完成负债出表的目的,仅有少数企业把利用SPV融资工具部分纳入财务报表(刘超,2019)。(4)截至2017年年底,85%的产业基金投向与上市公司所处行业相关,这表明上市公司运用SPV融资工具尽管产生了负债出表的高杠杆隐患,但融资目的主要还是用于产业扩张。

二、SPV融资工具杠杆风险带来的不利影响

(一)财务信息失真,金融监管难度增加

通过SPV融资工具,将应计入上市公司表内的负债计入由上市公司和金融

机构共同控制或规避控制的SPV融资工具中,美化财务数据、隐藏表内负债的同时会增加、放大财务风险。如果出现抵押、质押债务、一般性债务、SPV等多种融资工具集中到期兑付,大股东以及上市公司会面临严重的流动性风险,可能导致上市公司无法兑现偿付义务,引发资本市场连锁效应,导致投资人资金损失,引起严重的系统性金融风险。

SPV融资工具在经济实质和法律形式上的差异会导致同一投资行为在投资方和被投资方在财务报告确认方面产生差异。随着SPV融资工具的广泛应用,这些差异又增加了投资者识别被投资主体财务风险的难度。这类金融工具通常既不列示在资产负债表上,又未在央行征信系统信息中显示,如果上市公司不能在会计信息中有效披露,金融监管机构将很难查到该类融资行为的相关信息,增加了评估企业真实财务风险和日常监管的难度。

(二)信息披露不完整,影响会计、审计人员职业判断

当前,SPV融资工具属于自愿性披露内容,会计法规对SPV融资工具的披露范围、披露内容、细节披露标准、披露要求等没有详细统一的明确规定,上市公司公告中对SPV融资工具内容的披露自主性较强,在信息披露方式上存在避重就轻或利好自身的会计行为。在合并财务报表中,SPV融资工具一般都列示为运用权益法核算的长期股权投资,财务报表附注中对SPV融资工具的信息描述较少,SPV融资工具内部结构、负债情况等关键信息的披露均不详细。而SPV融资具有可将融资规模移至表外、隐匿负债、转移偿付义务等可操作性,使得这些重要财务信息出现披露不透明、列示不规范、关键信息缺失等一系列问题,造成财务信息使用者在理解和分析上出现障碍,影响了会计、审计人员的职业判断。

(三) 偿付风险增加, 司法纠纷频发
资产负债率过高的企业或处于轻资产行业的企业通常无法提供有效抵押、质押以及其他担保措施, 融资主要来源靠担保状况次优, 偿付处于次级的SPV融资工具, 在追偿过程中易生法律纠纷, 尤其是融资人出现流动性问题或资不抵债时, SPV融资工具的偿付风险会增加, 司法纠纷易频发。

SPV融资工具的投资人是以获得固定收益为前提, 为保障实现预期收益和避免受让瑕疵股份, 在进行投资前会展开详细的尽职调查, 在投资过程中必须对被投资企业拥不同程度的控制权且尽量减少融资企业的日常经营活动。在设计SPV融资工具时, 大部分企业非标准债权投资设计合同个性化明显, SPV融资工具自身合同约定的严密性和全面性缺乏考虑, 已出现多起由于法律契约合同设计缺陷导致偿付风险增加, 融资人拒绝偿付的案件。当SPV进入破产程序时, 《公司法》规定, 外部债权人对公司的债权请求优先于股东且受法律保护, 公司不得承担回购股东出资的义务。这将导致回购标的物消失, 回购交易无法实现的风险。因此, 在设计SPV融资工具的交易结构过程中, 应充分考虑相关政策法规, 借鉴已发生诉讼的司法案件, 避免偿付风险增加、产生法律纠纷而影响企业发展。

三、防控SPV融资工具杠杆风险的措施

(一) 建立SPV审核机制, 把握监管力度

建立SPV审核机制的目标是综合评价此类融资工具的违约概率和违约损失率, 并对预期损失率水平高低进行排序, 以便金融机构有效决策。审核机制在采用一般债权评价标准的同时还应考虑SPV融资工具的自身特征和额外风险。商业银行在资金供给侧与资金需求侧的

市场博弈中, 应坚持实质重于形式的会计准则, 分析经济业务本质, 总体评估信贷风险, 重点聚焦SPV融资工具潜在的法律风险和信用风险, 依据评估结果向上市公司发放贷款。在信贷业务管理上应强化风险防控意识, 坚持统一授信, 合理控制SPV融资业务的规模, 有序开展贷前调研、风险审批和投后管理工作。在客户准入管理方面, 应严格准入标准, 正确把握SPV融资中的法律条款, 聘请专业法律顾问在签署投融资协议前做好规避法律风险。在微观金融层面, 把投融资质量放第一位, 在已投放的每笔信贷中严格执行防范系统性金融风险的监管准则。

当前, 金融监管部门已发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》来约束、降低SPV融资工具可能导致的虚拟化、异化、非本质化运行的一系列风险。由于SPV融资工具的独特优势已被上市公司普遍采用, 若兑付问题频发, 引发的系统性风险将与当前“稳杠杆, 防风险”政策偏离, 而SPV融资工具问题的产生是要保障企业正常融资需求。因此, 在政策文件执行过程中, 应坚持适度原则, 既要避免过度监管又要规范引导SPV融资工具的正确使用。

(二) 制定SPV披露标准, 提高财务报表信息质量

会计准则应针对SPV融资工具的特点和经济业务性质, 制定出基于收益分配特征, 反映金融工具经济业务实质的分类标准, 将明显具有融资特征的SPV重新纳入资产负债表中, 以提高财务报表信息质量。具体做法: 一方面可以考虑引入比例合并法, 将合营SPV融资工具中对应上市公司出资部分的负债纳入合并报表范围; 另一方面可以考虑SPV在财务报表中的体现方式, 比如在报表附注中直接披露SPV融资工具的详细财务信息。此外, 会计师事务所可依据会计职业判断, 充分把握企业

集团设立有限合伙企业的真实目的, 在鉴证过程中着重关注SPV融资工具的使用过程, 还原其经济实质, 为财务报告使用者提供正确、可靠的分析数据, 反映会计主体真实的资产负债情况, 以避免投资人因未能识别表外融资受到误导造成资金损失。

(三) 加强SPV披露要求, 鼓励发展绿色债务融资工具

金融机构应要求SPV融资工具在设立前、设立中、设立后集中披露信息, 给投资人提供分析SPV运行状况、风险水平和财务比率等问题所需的会计信息。同时, 应尽快制定上市公司运用SPV融资工具的信息披露标准, 要求上市公司将SPV融资工具的资金规模、资金到位状况、投资比例、投资方向、权益结构、存续期限、分级结构、大股东保底安排以及有无上市公司等相关信息进行财务编制和详细披露, 并对SPV融资工具的部分信息做出强制性披露要求, 为投资人投资决策提供有用的信息参考。另外金融机构还应鼓励、支持发展绿色债务融资工具, 建设绿色金融改革创新试验区, 探索扩大绿色债务融资工具募集资金的用途, 研究探索试验区内企业发行绿色债务融资工具和绿色发展基金, 以支持绿色金融产业的发展。■

责任编辑 陈利花

主要参考文献

- [1] 葛家澍, 黄世忠. 安然事件的反思——对安然公司会计审计问题的剖析[J]. 会计研究, 2002, (2): 3-11.
- [2] 赵育才. 名股实债司法裁判实务的总结与反思[J]. 金融法苑, 2018, (9): 30-44.
- [3] 刘超. 警惕SPV融资工具带来的高杠杆及其他衍生风险[J]. 会计研究, 2019, (4): 58-64.