

## 企业资产证券化专项计划：中国特色 ABS 的历史、现实与未来

沈春晖

一般认为，资产证券化是指将预计能够产生独立、可预测现金流的资产，通过一系列的结构安排和组合，对其风险及收益要素进行分离和重组，并实施一定的信用增级，从而将该资产的预期现金流的收益转换成可以在金融市场上出售和流通的证券的技术和过程。

资产证券化是一个利用资本市场进行外部直接融资的过程，其与传统证券化，也就是我们所熟悉的股票、企业债券的最大区别在于后者是以整个企业的信用为基础进行融资，而前者仅是以企业的部分资产为基础进行融资。可以进行资产证券化融资的基础资产需满足一定的法律和经济条件，资产池的构建也需要规模效应。也就是说，“证券化”的是“基础资产”。在另一方面，“基础资产”又必须“证券化”，即具有标准化的证券形式且可流通，而非简单的凭借资产融资，这与信托公司、金交所等设计的应收账款融资产品等区别开来。基础资产的拥有者一般被称为“原始权益人”或“发起人”，也就是融资方。

2004 年 1 月，通常被称为“国九条”的《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》（国发[2004]3 号）发布，其提出：“积极探索并开发资产证券化品种”。根据这一精神，中国证监会于 2004 年 4 月启动了以证券公司专项资产管理计划（以下简称专项计划）为载体的企业资产证券化业务的研究论证，并于 2005 年 8 月开始了“证券公司企业资产证券化业务”的试点。

根据中国证监会当时的定义，企业资产证券化业务是证券公司以专项资产管理计划为特殊目的载体，以计划管理人身份面向投资者发行资产支持受益凭证，按照约定用受托资金购买原始权益人能够产生稳定现金流的基础资产，将该基础资产的收益分配给受益凭证持有人的专项资产管理业务。

这一定义有两点值得注意：其一，业务的名称为“企业资产证券化业务”，彰显这是企业的一种外部融资形式。

其二，是证券公司以专项资产管理计划为特殊目的载体，以计划管理人身份发行资产支持受益凭证，彰显这是证券公司以资产管理形式开展的业务。资产管理是我国证券公司的一项常规业务。根据《证券公司监督管理条例》（中华人民共和国国务院令第 522 号），“证券公司可以依照《证券法》和本条例的规定，从事接受客户的委托、使用客户资产进行投资的证券资产管理业务。投资所产生的收益由客户享有，损失由客户承担，证券公司可以按照约定收取管理费用。”根据《证券公司客户资产管理业务管理办法》（中国证券监督管理委员会令第 87

号)，专项资产管理业务是证券公司可以从事三类资产管理业务中的一种（另两种为：为单一客户办理定向资产管理业务；为多个客户办理集合资产管理业务）。资产管理这种业务的法律实质是一种委托关系，即证券公司作为受托人接受投资者（委托人）的委托，以委托人的名义从事资产管理活动。

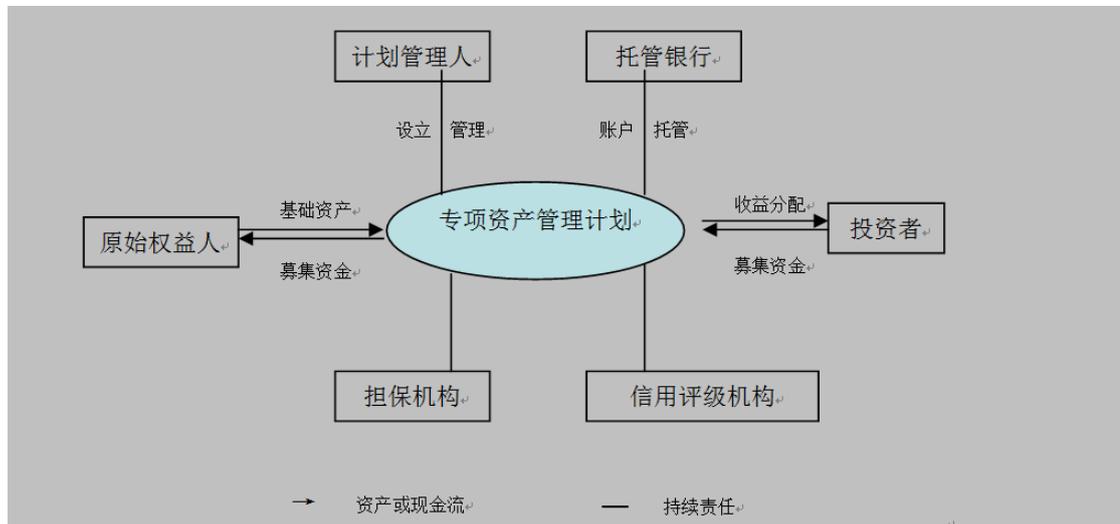


图 1：企业资产证券化专项资产管理计划交易结构示意图

2013 年 3 月颁布的《证券公司资产证券化业务管理规定》将业务名称确定为证券公司资产证券化业务，删除“企业”字样，也不再把专项计划作为唯一特殊目的载体。但从目前实践来看，这只是从立法的扩展性和前瞻性考虑。因此，本文仍然将此业务称为企业资产证券化专项计划（以下简称专项计划）。在美国，一般把资产证券化分成两大类：**MBS** 与 **ABS**。前者的基础资产是住房抵押贷款，后者包括除住房抵押贷款之外的其它资产。企业资产证券化专项计划可以说是说一种中国特色的 **ABS**。

2013 年 5 月，中国证监会将此项业务的行政许可名称正式认定为“证券公司设立专项资产管理计划发行资产支持证券审批”。

### 一、专项计划的“前世今生”：从试点到常规

以 2013 年 3 月 15 日施行的《证券公司资产证券化业务管理规定》为标志可以把企业证券化业务分为试点和常规两个阶段。而试点阶段中，又以中国证监会机构监管部 2009 年 5 月下发《证券公司企业资产证券化业务试点指引（试行）》为标志分为两个阶段。

#### 1、试点第一阶段

在此阶段共试点 9 个项目，参与试点的 9 家企业分别属于电信、电力和基础设施等行业，累计融资 262.85 亿元。产品情况如下：

专项计划名称	成立时间	原始权益人	基础资产	存续期	募集金额(亿元)	外部信用评级
<b>试点第一阶段</b>						
中国联通 CDMA 网络租赁费收益计划	2005 年 8 月	联通新时空公司	CDMA 网络租赁合同租赁费债权（联通新时空向其关联公司联营运营公司、联通新世界公司长年出租 CDMA 网络的不超过预期金额的租金收费使用权）	五期，从 175 天到 421 天	五期分别为 16、16、21、21、21 亿	中国银行保证担保
莞深高速公路收费收益权专项资产管理计划	2005 年 12 月	东莞控股	未来 18 个月内莞深高速公路中不超过 8 亿元的收费收益权	18 个月	5.8	中国工商银行保证担保
中国网通应收款资产支持受益凭证专项资产管理计划	2006 年 3 月	中国网通集团	股权转让合同应收转让款债权（中国网通集团未来每半年从中国网通有限获得的应收款中不超过基础资产预期收益金额的收益）	分十期，从 67 天到 1709 天	合计 103.15	中国工商银行保证担保
远东首期租赁资产支持收益专项资产管理计划	2006 年 5 月	远东国际租赁公司	远东国际租赁特定的 31 份融资租赁合同租金债权	优先级 625 天，次级 960 天	4.86（其中优先受益凭证 4.76 亿元）	中化集团为优先级受益凭证本金和预期收益的偿付提供全额担保
华能澜沧江水电收益专项资产管理计划	2006 年 5 月	华能澜沧江公司	漫湾发电厂未来 5 年内的合计金额为 24 亿元的电力收费收益权	优先级分别为 3 年、4 年和 5 年，次级为 5 年	20（其中优先受益凭证 19.8 亿元）	中国农业银行保证担保
浦建收益资产支持证券专项资产管理计划	2006 年 6 月	浦东建设	BT 项目回购款债权（浦东建设依据一系列回购协议所合法享有的要求项目回购方支付 BT 项目回购款项的合同债权）	4 年	4.25（其中优先受益凭证 4.1 亿元）	浦发银行保证担保
南京城建	2006 年	南京城	南京城建未来四年内	四期，从	合计 7.21	浦发银行

污水处理收费资产支持收益专项资产管理计划（一期）	7月	建集团	合计为8亿元的污水处理收费收益权	一年到四年		担保
南通天电销售资产支持收益专项资产管理计划	2006年7月	南通天生港发电有限公司	南通天生港公司未来三年内预期金额的电力收费收益权	3年	8	中国工商银行保证担保
江苏吴中集团BT项目回购款专项资产管理计划	2006年9月	江苏吴中集团	BT合同回购款债权	优先级共6期，期限分别为0.34年—5.34年，次级期限为5.34年	16.58（其中优先级为15.88亿元）	中信银行保证担保

表 1：企业资产证券化专项计划试点第一阶段项目基本情况表

## 2、试点第二阶段

经过近两年的试点之后，2006 年底中国证监会与交易所、证监局对企业资产证券化项目进行了联合检查，于 2007 年对资产证券化运行和管理现状、监管情况、募集资金使用以及存在的问题进行了全面总结，提出继续选择少量项目进行试点，并起草《证券公司企业资产证券化业务试点指引（试行）》（以下简称《试点指引》）。此时，正值美国次贷危机引发全球金融危机，试点暂时中断。

此后，中国证监会就资产证券化暴露出的道德风险、现金流预测风险、信息披露风险、投资者适当性风险进行了研究，结合国内试点情况，提出应对风险具体措施，并体现在了起草中的《试点指引》之中。2008 年国务院《关于支持汶川地震灾后恢复重建政策措施的意见》（国发[2008]21 号），提出“鼓励融资创新，支持有稳定收益的交通、水务等基础设施项目发行资产证券化产品。”这使得重启试点的时机成熟。

2009 年 5 月 21 日，中国证监会机构监管部发布《关于通报证券公司企业资产证券化业务试点情况的函》（机构部部函[2009]224 号）和《证券公司企业资产证券化业务试点指引（试行）》，试点进入第二阶段。

此阶段除原 9 家发行过产品中的 2 家企业完成第二期发行外，另有两家企业

发行了新的产品，具体情况如下。

专项计划名称	成立时间	原始权益人	基础资产	存续期	募集金额(亿元)	外部信用评级
<b>试点第二阶段</b>						
远东二期租赁资产支持收益专项资产管理计划	2011年8月	远东国际租赁公司	融资租赁 合同租金 债权	优先级共5期， 分别为3个月— 2年，次级为2 年	12.79（其 中优先级 为10.89亿 元）	中化集团为优 先级受益凭证 本金和预期收 益的偿付提供 全额担保
南京公用控股污水处理收费收益权专项资产管理计划	2012年3月	南京公用控股	污水处理 收费收益 权	优先级共5期， 分别为1年-5 年，部分期限长 的产品设回售 和赎回选择权， 次级为5年	13.3（优先 级为12.5 亿元）	南京市城市建 设投资控股 （集团）有限 责任公司担保
华侨城A欢乐谷入园凭证专项资产管理计划	2012年12月	华侨城A （000069）	旗下三座 欢乐谷主 题公园未 来5年入园 凭证	优先级共5期， 分别为1年-5 年，部分期限长 的产品设回售 和赎回选择权， 次级为5年	18.5（其 中，优先 级为17.5亿 元）	华侨城集团保 证担保
华能澜沧江二期水电上网收费专项资产管理计划	2013年	华能澜 沧江	电力收费 收益权	5期，分别为1 年-5年，	33（其中， 优先级为 31.5亿元， 次级为1.5 亿元）	

表 2：企业资产证券化专项计划试点第二阶段项目基本情况表

### 3、常规监管阶段

2013年2月26日，中国证监会就《证券公司资产证券化业务管理规定》（以下简称“《管理规定》”）公开征求意见。3月15日，距离公开征求意见的截止日期仅仅2天，中国证监会火速正式发布了《证券公司资产证券化业务管理规定》。中国证监会在文件的起草说明中明确指出：国内证券公司的传统业务对实体经济和社会投融资需求的服务能力不足。资产证券化业务是提升证券公司服务实体经济能力，更好的满足社会投融资需求的重要途径，也有助于推进证券行业的转型发展，提升证券公司的市场竞争力。因此，证券公司资产证券化业务由试点业务转为常规业务发展已成为现实需要。

因此，以《证券公司资产证券化业务管理规定》的颁布实施为标志，我国的

企业证券化业务进入常规监管阶段。而此项业务在试点阶段与常规阶段之间的政策变化，可以通过对《试点指引》与《管理规定》两个法规之间的对照进行分析。

企业资产证券化专项计划相关管理规定对比表			
	解读	《证券公司企业资产证券化业务试点指引（试行）》	《证券公司资产证券化业务管理规定》
1、重新诠释业务的定义，扩大业务模式的适用空间	<p>1、从文件名来看，后者删除“企业”字样，为金融机构、合伙企业、事业单位等作为原始权益人预留空间。</p> <p>2、扩大资产证券化业务的载体范围，除继续采用专项计划作为特殊目的载体外，为将来引入基金、特殊目的公司或其他形式的载体预留空间。</p> <p>3、对业务的定义进行了重新诠释。原定义是基于以专项计划为特殊目的载体，描述了整个业务过程。新定义由于不再把专项计划作为唯一载体，因此没有描述具体过程，相对更抽象化，为除转让（购买）之外的其它资产转移方式预留制度空间。</p>	<p>第二条 证券公司企业资产证券化业务是指证券公司以专项资产管理计划（以下简称“专项计划”）为特殊目的载体，以计划管理人身份面向投资者发行资产支出受益凭证（以下简称“受益凭证”），按照约定用受托资金购买原始权益人能够产生稳定现金流的基础资产，将该基础资产的收益分配给受益凭证持有人的专项资产管理业务。</p>	<p>第二条 本规定所称资产证券化业务，是指以特定基础资产或资产组合所产生的现金流为偿付支持，通过结构化方式进行信用增级，在此基础上发行资产支持证券的业务活动。</p> <p>证券公司通过设立特殊目的载体开展资产证券化业务适用本规定。</p> <p>前款所称特殊目的载体，是指证券公司为开展资产证券化业务专门设立的专项资产管理计划（以下简称“专项计划”）或者中国证监会认可的其他特殊目的载体。</p>
	<p>专门增加一项关于专项计划资产不属于其清算财产的规定。但基于《管理规定》的法律层级，此等规定是否有效存疑。</p>	<p>第五条 证券公司管理专项计划资产，取得的财产和收益，归入专项计划资产，产生的风险由专项计划资产承担。专项计划资产独立于原始权益人、计划管理人、托管人、受益凭证持有人及其他为企业资产证券化业务提供服务机构的固有财产。</p>	<p>第三条 因专项计划资产的管理、运用、处分或者其他情形而取得的财产，归入专项计划资产。因处理专项计划事务所支出的费用、对第三人所负债务，以专项计划资产承担。</p> <p>专项计划资产独立于原始权益人、管理人、托管人及其他业务参与人的固有财产。</p> <p>原始权益人、管理人、托管人及其他业务参与机构因依法解散、被依法撤销或者宣告破产等原因进行清算的，专项计划资产不属于其清算财产。</p>
	<p>将“资产支持收益凭证”修改为“资产支持证券”，以便和《证券公司集合资产管</p>	<p>第二条 证券公司企业资产证券化业务是指证券公司以专项资产管理计划（以下简称</p>	<p>第十三条 资产支持证券是投资者享有专项计划权益的证明，可以依法继承、交易或转让。资</p>

	理业务实施细则》等规范性文件及市场习惯保持一致。	“专项计划” )为特殊目的载体,以计划管理人身份面向投资者发行资产支出受益凭证(以下简称“受益凭证”),按照约定用受托资金购买原始权益人能够产生稳定现金流的基础资产,将该基础资产的收益分配给受益凭证持有人的专项资产管理业务。	产支持证券投资者不得主张分割专项计划资产,不得要求专项计划回购资产支持证券。
<b>2、扩展基础资产的内涵和外延</b>	<p>1、在基础资产的要求上,仅要求独立、可预测,不再对稳定性作要求,但新增“可特定化”要求。</p> <p>2、在基础资产具体形态上,《试点指引》将其抽象为债权类、收益权类两类主要资产,而《业务规定》则以具体列举的方式列明可以证券化的基础资产具体形态。</p> <p>3、需要说明的是,正式稿删除了征求意见稿中的“商业票据、债券及其衍生产品、股票及其衍生产品等有价证券”。</p>	<p>第七条 本指引所称基础资产,是指符合法律、行政法规的规定,权属明确,能够产生独立、稳定、可评估预测的现金流的财产或财产权利。</p> <p>第八条 基础资产可以为债权类资产、收益权类资产以及中国证监会认可的其他资产。基础资产可以是单项财产或财产权利,也可以是同一类型多项财产或财产权利构成的资产组合。</p> <p>第九条 基础资产转让行为应当真实、合法、有效。基础资产为债权的,原始权益人应当将债权转让事项通知债务人。无法通知债务人的,原始权益人应当在全国性媒体上发布公告,将债权转让事项告知债务人。法律、行政法规规定债权转让应当办理批准、登记等手续的,应当依法办理。</p> <p>基础资产为收益权的,法律、行政法规规定收益权转让应当办理变更登记手续的,应当依法办理。对于暂时不能办理变更登记手续的,计划管理人应当采取有效措施,维护基础资产的安全。</p>	<p>第八条 本规定所称基础资产,是指符合法律法规,权属明确,可以产生独立、可预测的现金流的可特定化的财产权利或者财产。基础资产可以是单项财产权利或者财产,也可以是多项财产权利或者财产构成的资产组合。前款规定的财产权利或者财产,可以是企业应收款、信贷资产、信托受益权、基础设施收益权等财产权利,商业物业等不动产财产,以及中国证监会认可的其他财产或财产权利。</p> <p>第九条 法律法规规定基础资产转让应当办理批准、登记手续的,应当依法办理。法律法规没有要求办理登记或者暂时不具备办理登记条件的,管理人应当采取有效措施,维护基础资产安全。</p> <p>基础资产为债权的,应当按照有关法律规定将债权转让事项通知债务人。</p>
	允许以基础资产产生的现金流循环购买新的基础资产方式组成专项计划资产。有利于利用循环型结构开展小贷、信用卡贷款等作为	无	<p>第十一条 以基础资产产生现金流循环购买新的同类基础资产方式组成专项计划资产的,专项计划的法律文件应当明确说明基础资产的购买条件、购买规</p>

	<p>基础资产的业务,用于解决上述基础资产现金流期限短而发行的资产支持证券期限较长导致两者不能很好匹配的问题。截止 2013 年 5 月,现有的所有专项计划产品均是清偿型结构,循环型结构尚未出现。目前正在审核中的阿里巴巴 1 号专项计划即涉及到循环购买情形。</p>		<p>模、流动性风险以及风险控制措施。基础资产的规模、存续期限应当与资产支持证券的规模、存续期限相匹配。</p>
<p><b>3、降低业务门槛,放宽对证券公司的业务限制</b></p>	<p>取消有关证券公司分类结果、净资本规模等门槛限制,具备证券资产管理业务资格、近一年无重大违法违规行为等基本条件的证券公司均可开展此项业务</p>	<p>第六条 证券公司办理企业资产证券化业务,应当经中国证监会批准。未经批准,证券公司不得办理或者以任何形式变相办理企业资产证券化业务。</p> <p>《关于通报证券公司企业资产证券化业务试点情况的函》:选择试点证券公司主要按下列要求掌握:一是分类评价在 A 级以上,具备证券资产管理业务资格,最近 12 月净资本不低于 20 亿元;二是最近 3 年没有重大违法违规行为;三是建立健全包括项目选择、产品设计、系统测试、产品推广、信息披露、后续管理、档案管理,监督检查等业务环节的管理制度,确保资产证券化业务的各个环节具有制度保障;四是各项风控指标符合监管规定,具有完善的合规和风险控制制度及风险处置应对措施,能有效控制业务风险;五是对试点做了充分的研究准备,有适当适量能够从事资产证券化业务的专业人员。</p>	<p>第三十五条 (一)具备证券资产管理业务资格;(二)最近一年未因重大违法违规行为受到行政处罚;(三)具有完善的合规、风控制度及风险处置应对措施,能有效控制业务风险。</p>
	<p>1、未对证券公司在原始权益人存在关联关系情况下设立专项计划和担任管理人作禁止性规定,只要在计划说明书中充分披露即可。</p> <p>2、将关联关系认定的比例</p>	<p>第二十九条 有下列情形之一的,证券公司不得担任计划管理人:</p> <p>(一)证券公司持有原始权益人 10%以上的股份;</p> <p>(二)原始权益人持有证券公</p>	<p>第二十四条 有下列情形之一的,管理人应当在计划说明书中充分披露有关事项,并对可能存在的风险以及采取的风险防范措施予以说明:(一)管理人持有原始权益人 5%以上的股份或</p>

	<p>由 10%改为 5%。至于增加出资份额的说法,主要是从法规的严谨性出发,考虑了有限公司。</p> <p>3、将近三年存在承销保荐及财务顾问业务关系也纳入范围。</p>	<p>司 10%以上的股份;</p> <p>(三) 根据协议安排,在未来 12 月内存在上述情形之一的;</p> <p>(四) 证 券 公 司 与 原 始 权 益 人 之 间 存 在 其 他 重 大 关 联 关 系, 可 能 损 害 受 益 凭 证 持 有 人 合 法 权 益 的。</p>	<p>出资份额;(二) 原始权益人持有管理人 5%以上的股份或出资份额;(三) 管理人与原始权益人之间近三年存在承销保荐、财务顾问等业务关系;(四) 管理人与原始权益人之间存在其他重大利益关系。</p>
	<p>取消了指 定 项 目 主 办 人 及 项 目 主 办 人 资 格 的 要 求。</p>	<p>第四十一条 计划管理人应当为专项计划指定项目主办人,项目主办人应当承担尽职调查及计划管理职责。</p> <p>项目主办人应当具备良好的职业道德,无不良诚信记录,具备企业资产证券化相关知识,并具有三年以上投资银行、资产管理或者固定收益业务从业经历。</p>	<p>无</p>
<p><b>4、放松投资者限制, 加强流动性安排</b></p>	<p>投资者不再限定为机构投资者。</p>	<p>第二十条 受益凭证投资者应当为机构投资者。</p>	<p>第三十四条 资产支持证券的投资者应当为合格投资者,合格投资者合计不得超过二百人。</p> <p>合格投资者的具体标准,由中国证券业协会另行规定。</p>
	<p>除允许资产支持证券在证券交易所交易外,新增中国证券业协会机构间报价与转让系统、证券公司柜台交易市场及中国证监会认可的其他交易场所等方式。</p>	<p>第二十四条 受益凭证的转让应当在证券交易所进行,受益凭证的等级、存管、结算、代为兑付由证券登记结算机构办理。</p>	<p>第六条 资产支持证券可以按照规定在证券交易所、中国证券业协会机构间报价与转让系统、证券公司柜台市场以及中国证监会认可的其他交易场所进行转让。</p> <p>第三十五条 资产支持证券在本规定第六条所列交易场所转让的,转让后资产支持证券的投资者应当为合格投资者,且合计不得超过二百人。</p>
	<p>允许证券公司可以为资产支持证券提供双边报价服务,即证券公司可以成为资产支持证券的做市商,为产品提供流动性服务。</p>	<p>无</p>	<p>第十九条 资产支持证券的登记、托管、转让、结算、代为兑付等事项应当遵守有关交易所及相应登记结算机构的规定。证券公司可以为资产支持证券提供双边报价服务。</p>
	<p>值得一提的是,《管理规定》征求意见稿有公开发行的相关规定,但在正式稿中予以删除。征求意见稿第三十六条 公开发行资产支持证券,应当符合下列规定:</p> <p>(一) 特定原始权益人生产经营符合法律、行政法规和公司章程的规定,符合国家产业政策;</p> <p>(二) 资产支持证券实际发行额度不少于五千万; (三) 资产支持证券经 2 家资信评级机构评级,且评级均达到 AA 级及以上。对于公开发行资产支持证券的申请,中国证监会可以组织</p>		

	有关对专项计划的合法性、可行性以及相关风险的论证。第三十八条 公开发行的资产支持证券，可以在证券交易所上市交易，也可以在本规定第六条所列交易场所转让。上市交易的资产支持证券的投资者，可按照规定通过质押回购方式进行融资。		
<b>5、取消了管理人自有资金及关联资金投资专项计划规模上限等限制性要求</b>	首先取消自有资金投资专项计划的比例和规模限制，其次还允许证券公司以其管理的集合资产管理计划等认购资产支持证券。	第二十一条 计划管理人可以用自有资金认购受益凭证。计划管理人认购金额不得超过同一计划受益凭证总金额的5%，并且不得超过2亿元；参与多个专项计划的自有资金总额，不得超过计划管理人净资本的15%。计划管理人以自有资金认购专项计划受益凭证的，应当按照认购金额的10%扣减净资本。扣减后的净资本等各项风险控制指标，应当符合中国证监会的规定。	第二十五条 管理人以自有资金或其管理的集合资产管理计划、其他客户资产、证券投资基金认购资产支持证券的比例上限，由其按照有关规定和合同约定确定。
<b>6、明确监管安排</b>	明确了派出机构、证券交易场所、登记结算机构和有关自律组织对资产证券化业务的监管职责和自律管理职责	无	第四十一条 中国证监会派出机构应当对资产证券化业务中管理人、托管人职责履行情况进行监督，并根据监管需要对资产证券化业务开展情况进行检查。对于违反本规定的，中国证监会派出机构应当依法责令其限期改正，并视情节轻重，依法采取相应的监管措施。 第四十三条 证券交易场所、证券登记结算机构以及其他自律组织可以制定规则，对资产支持证券的发行、交易、转让、登记结算以及信息披露等事项进行规范。
<b>7、简化审核程序</b>	取消了申请前由交易所先行对项目进行专业论证和评价的规定，同时明确了审核时限。根据目前的审核政策，论证不是必备和前置程序，但是如果创新较多、交易结构特别复杂，则仍然需经交易所论证程序。	第六条 证券公司办理企业资产证券化业务，应当经中国证监会批准。未经批准，证券公司不得办理或者以任何形式变相办理企业资产证券化业务。 《关于通报证券公司企业资产证券化业务试点情况的函》：证券交易所对试点项目的合理性、可行性、合法性和相关风险进行专业论证和评价，对专项计划的基础资产、现金流预测、产品结构、	第七条 证券公司通过设立专项计划发行资产支持证券，应当向中国证监会提出申请并获得批准。 中国证监会应当自受理申请之日起2个月内，对上述申请做出批准或不予批准的书面决定。

		风险控制措施和安全性，以及受益凭证是否符合交易所挂牌交易条件出具意见。	
--	--	-------------------------------------	--

表 3：企业资产证券化专项计划相关管理规定对比表

进入常规监管阶段后，截止 2013 年 5 月 31 日，已发行一个项目，其情况如下：

专项计划名称	成立时间	原始权益人	基础资产	存续期	募集金额（亿元）	外部信用增级
<b>常规阶段</b>						
隧道股份 BOT 专项计划	2013 年 5 月	上海大连路隧道建设发展有限公司	BOT 合同回购款债权	优先级共 2 期，分别为 0.75 年—3.75 年，次级为 3.75 年	4.84（其中优先级为 4.68 亿元，次级为 0.16 亿元）	上海城建（集团）公司提供不超过 7000 万元的担保

表 4：企业资产证券化专项计划常规项目基本情况表

## 二、专项计划与信贷资产证券化、资产支持票据（ABN）的辨析

与企业主体债券在我国呈现“多龙治水”的情况相似，资产证券化在我国也演变出三大模式，分别是：央行和银监会主管的信贷资产证券化、证监会主管的企业资产证券化专项计划和银行间市场交易商协会主管的资产支持票据（ABN）。

信贷资产证券化的主要法律依据为《信贷资产证券化试点管理办法》（中国银行业监督管理委员会公告〔2005〕第 7 号），其是指：银行业金融机构作为发起机构，将信贷资产信托给受托机构，由受托机构以资产支持证券的形式向投资机构发行受益证券，以该财产所产生的现金支付资产支持证券收益的结构性融资活动。其主要特征包括：1）原始权益人是银行业金融机构，基础资产是信贷资产；2）根据《信托法》的规定采用设立信托的方式实现风险隔离。在信托交易结构中，原始权益人以基础资产信托设立信托后，基础资产的名义所有权属于受托人，受益权属于信托受益凭证的持有人，原始权益人及原始权益人的债权人就不能再对这些资产主张权利，从而实现风险隔离。

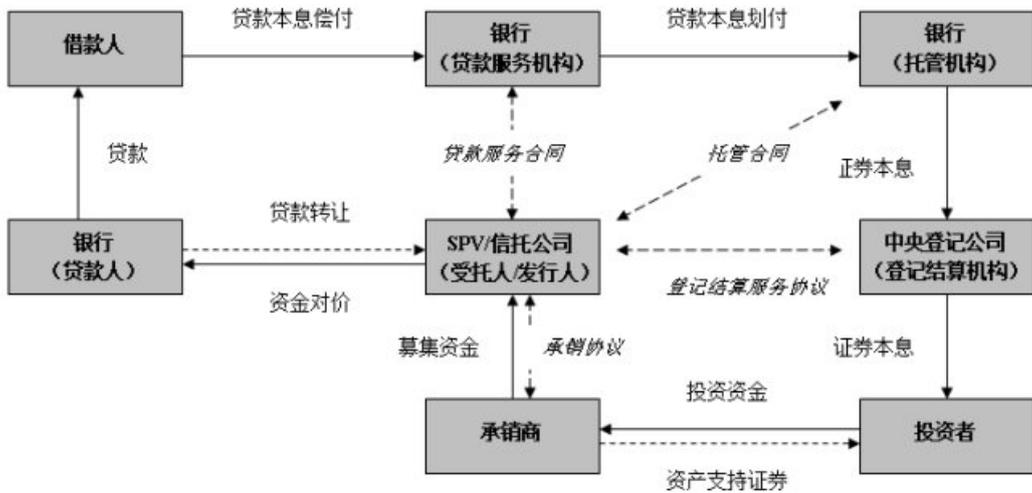


图 2：信贷资产证券化交易结构示意图

资产支持票据（ABN）的法律依据是中国银行间市场交易商协会 2012 年 8 月 3 日发布的《银行间债券市场非金融企业资产支持票据指引》，其是指：非金融企业在银行间债券市场发行的，由基础资产所产生的现金流作为还款支持的，约定在一定期限内还本付息的债务融资工具。其基本特征为：1）原始权益人为非金融企业；2）不强制要求设立 SPV，仅要求在不损害股东和债权人利益的前提下设置合理的交易结构即可。ABN 的首批项目均是由原始权益人直接作为 ABN 的发行人，实质上是一种资产担保证券。根据相关协议约定，在银行设置资金归集专户用于归集基础资产产生的现金流，原始权益人将该账户下的资金质押给投资人作为担保，优先兑付本期 ABN 本息。因此，基础资产的现金流是还债资金来源，但非唯一来源。

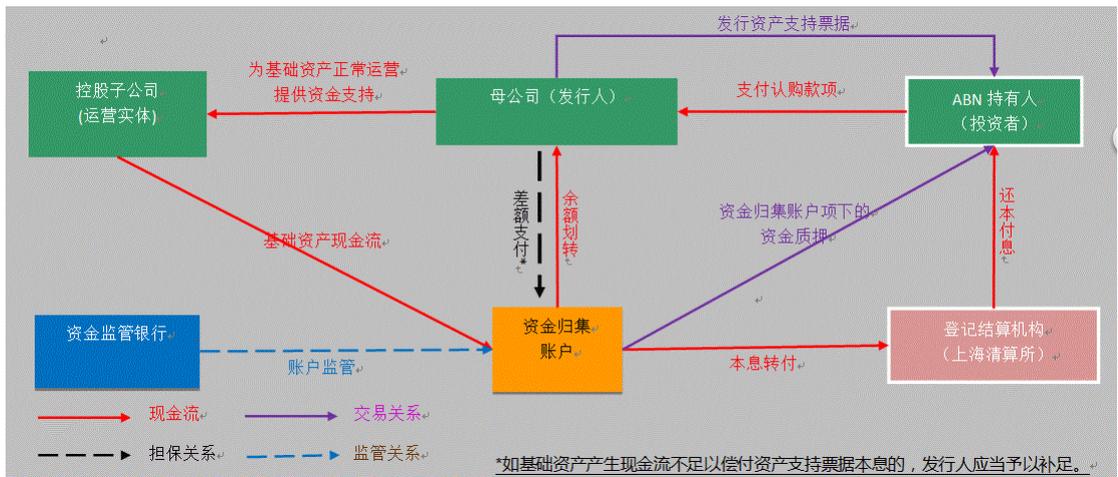


图 3：资产支持票据（ABN）交易结构示意图

项目	原始权益人/发行人	基础资产	规模（人民币元）
----	-----------	------	----------

12 宁公用	南京公用控股(集团)有限公司	全资子公司南京市自来水总公司未来5年自来水销售收入	10亿
12 甬城投	宁波城建投资控股有限公司	3年内因宁波市六区一市天然气设施而获得的天然气收费收益权	10亿
12 浦路桥	上海浦东路桥建设股份有限公司	子公司上海浦兴投资发展有限公司的位于上海和江苏的BT项目回购债权	5亿

表 5：2012 年首批 ABN 项目基本情况

信贷资产证券化、专项计划与 ABN 的区别首先在于风险隔离的实现程度不一。信托机制的法律特性使得信贷资产证券化在理论上能够实现完全的风险隔离。企业资产证券化专项计划能够实现一定程度的风险隔离。其是以专项计划购买基础资产的方式实现基础资产与原始权益人隔离，但专项计划本身并不具有法人资格，实际是以管理人（证券公司）的名义购买基础资产。而现有 ABN 则基本上不具有风险隔离的机制。

在法律依据和交易结构上看，三者的区别也是明显的。从图 1、图 2、图 3 三个示意图来看，信贷资产证券化与 ABN 是一个“从左至右”的结构。信贷资产证券化是原始权益人将基础资产信托与信托公司，然后发行资产支持证券；ABN 直接就是原始权益人发行资产支持票据。而专项计划有所不同，其是一个“从右到左”的结构。投资者将资金委托给证券公司管理，构成资产管理专项计划，然后购买原始权益人拥有的基础资产。

三者及其它方面的区别还包括：

	信贷资产证券化	专项计划	ABN
主管部门	央行、银监会	证监会	银行间市场交易商协会
原始权益人	银行业金融机构	未明确规定。目前实践中主要是非金融企业，及金融租赁公司	非金融企业
发行方式	公开发行或定向发行	非公开发行	公开发行或非公开定向发行
投资者	银行间市场投资者	合格投资者，且合计不超过 200 人	公开发行面向银行间市场所有投资人；非公开发行面向特定机构投资者
基础资产	信贷资产	符合法律法规，权属明确，可以产生独立、可预测的现金流的特定化的财产权利或者财产，包括企业应收款、信贷资产、信托受益权、基础设施收益权等财产权利，商业物业等不动产财	符合法律法规规定，权属明确，能够产生可预测现金流的财产、财产权利或财产和财产权利的组合。在交易商协会的官方解读中，认为既涵盖收益类资产，例如租金收入、高速公路收费权、地

		产，以及中国证监会认可的其他财产或财产权利。	铁票款收入等，也可以涵盖应收账款类资产，比如承兑汇票、货物应收款、建设转移合同债权（BT合同）等
SPV	特殊目的信托	证券公司专项资产管理计划	目前实践中不强制要求设立特殊目的公司、采用以账户隔离的资产支持形式，但法规也为未来持续创新、引入其他形式的SPV预留了空间
信用评级	需要双评级，并且鼓励探索采取多元化信用评级方式，支持对资产支持证券采用投资者付费模式进行信用评级；定向发行可免于信用评级。	具有证券市场资信评级业务资格的资信评级机构，对专项计划受益凭证进行初始评级和跟踪评级	公开发行需要双评级，并且鼓励投资者付费等多元化的信用评级方式；非公开发行由发行人与定向投资人协商确定，并在《定向发行协议》中明确约定
交易场所	全国银行间债券市场	证券交易所、证券业协会机构间报价与转让系统、证券公司柜台市场。目前实际在上海证券交易所固定收益证券综合电子平台（简称“固定收益平台”）或深圳证券交易所综合协议交易平台业务（下称“协议平台”）交易	全国银行间债券市场
登记托管机构	中央国债登记结算有限责任公司（简称“中债登”）	中国证券登记结算有限责任公司（简称“中证登”）	银行间市场清算所股份有限公司（简称“上海清算所”）
审核方式	核准制	核准制	注册制

表 6：信贷资产证券化、专项计划与 ABN 之间的区别

### 三、企业做专项计划的动因：言内之意与言外之意

从道理上讲，资产证券化拓宽了企业融资的范围。因为一个企业可能整体经营状况并不理想，也可能不具备进行证券融资的必要法律形式，但其有可能拥有某个或某些具有稳定现金流的资产，那么就能以这部分资产的未来收益能力为基础进行融资。投资者的投资决策也主要取决于这些资产的质量、未来资金收入流的可靠性和独立性，以及交易结构的有效性，而不再是基础资产拥有者（原始权益人）的资信能力。而且，即使企业整体具备融资条件，也可以通过拿出部分优

质资产并通过一定的信用增级形式实现更高的信用级别，以降低融资成本。

但是，从国外实践来看，在整个资产证券化市场中，ABS 所占比重较低。根据深圳证券交易所提供的数据：美国 2012 年 ABS 产品发行量为 1600 多亿美元，市场存量为 1.85 万亿美元。ABS 发行量占整体资产证券化市场发行量的 7%，存量约占 11%。占据资产证券化市场主体地位的是 MBS 及 CMO（实质上是基于 MBS 的一种衍生品种）。从欧洲市场看，2012 年 ABS 发行量为 670 多亿美元，市场存量为 0.27 万亿美元。ABS 产品发行量占整体资产证券化市场发行量的 22%，存量约占 12%。考虑到 ABS 产品还有相当部分的信贷资产（例如信用卡贷款、汽车金融贷款等），非金融企业利用 ABS 融资的比重确实偏小。

据分析，美国市场非金融企业利用 ABS 融资比重偏小的原因包括：1) 尽管道理上资产证券化拓展了企业融资的范围，但现实中很难在单一企业中找到比自身信用还高的资产；2) 基础资产从原始权益人表内剥离的难度较大，面临法律环境的不确定（例如对“真实销售”的认定）、税务成本、会计处理等一系列问题，综合成本较高。

那么，中国非金融企业利用专项计划融资的动力何在呢？转常规监管后的首个项目隧道股份 BOT 项目专项资产管理计划的原始权益人隧道股份（600820.SH）在股东大会审议该项目前公告了该项目的可行性研究报告，分析了实施该项目的意义，摘录如下：

（1）改善公司资产负债结构：资产证券化的融资方式，是出售一项资产获得资金，所影响的只是资产负债表的资产项，不改变公司资产负债结构。和普通债务性融资方式比较，本期 ABS 满足“出表”要求的方案设计，一方面可以将长期资产直接转化为现金资产，降低长期资产的比例，且不构成一项负债，不会增加公司的资产负债率；另一方面，由于本期 ABS 筹措的资金拟提前归还项目公司部分大连路隧道工程项目贷款，还将降低公司资产负债率，改善公司的资产负债结构。

（2）盘活公司长期资产，提高资产流动性。通过本期 ABS 项目，公司不仅可以盘活流动性较低的资产，将长期应收项目变为货币资金，从而使公司的中长期资产短期化，解决了长期资产的流动性问题；还能使依靠未来逐渐积累的资金在当前实现一次性融资，将未来应收款项在当期收回，从而解决当前的融资需求。

（3）缩短公司项目投资回收期，提高公司资产周转率。本次大连路隧道项目资产证券化的尝试，对公司未来发展过程中的中长期项目提前回收投资有着积极的借鉴意义。通过发行资产证券化产品，可以将公司项目回购款的收益权出售给资本市场上的投资者，将整个资金流向前延伸，使项目投资模式在资金流上得

到根本的改善，进而提高公司资产整体的运行效率。

(4) 拓宽公司融资渠道。首先，资产证券化是除了股权融资、债务融资之外的又一直接融资方式。其次，和传统债务融资方式相比，资产证券化不受公司净资产规模、盈利指标的影响。最后，资产证券化在发行场所及发行方式两方面也拓宽了公司未来的融资渠道。

(5) 降低公司融资成本。通过本期 ABS 特有的结构化处理和信用增级机制，使得向投资者发行的证券本金和利息的现金流比基础资产的现金流更加稳定，因此，最终对投资者发行的证券品种的信用等级将高于项目公司自己的信用等级，从而可以降低融资成本。

(6) 树立公司的创新形象。我国资产证券化业务是继上市和发行债券之外，利用资本市场直接融资的一大创新。如本期 ABS 最终能成功发行，将大大提升公司在金融创新领域的形象，对提升公司在资本市场的影响力和公司未来的发展都具有深远意义。

综合分析其提到的好处，除了形象方面的，大致可以整合为三大类：其一是拓展融资渠道，突破相关限制；其二是变现长期资产，增强流动性；其三是提升信用评级，降低融资成本。

但是，这些好处对于每个企业来说并不完全适用。以市场普遍关注的“华侨城 A 欢乐谷入园凭证专项资产管理计划”为例，后面两方面的好处对其并不存在：

其一，其是以旗下三座欢乐谷主题公园未来 5 年入园凭证收入作为基础资产。这一基础资产的性质其实是未来收益权，其本身就不是会计上的资产，也不体现在资产负债表内。因此“出表”、变现长期资产的意义对其并不存在。

其二，该专项资产支持证券经过信用增级，特别是由华侨城集团(主体 AAA)担保后，评级达到 AAA。但是，由于华侨城(000069.SZ)作为央企下属的大型国企上市公司，其主体信用等级本身就能达到 AAA。如果其直接发行公司债券，在华侨城集团担保的情况下评级也肯定是 AAA。也就是说，专项资产支持证券并不能达到通过提升评级而降低融资成本的作用。与之相反，由于公司债券能够在交易所市场交易，且能质押回购，而资产支持证券仅能在交易所市场下设的固定收益平台(上交所)或协议平台(深交所)交易，流动性受到限制，且目前不能质押回购，导致其发行成本要高于同等级别的公司债券。

综合起来，对于华侨城来说，在本身就能达到 AAA，或通过集团担保达到 AAA 的情况下，为什么还要将一块资产(尽管是未来收益)锁定，去发一个流

动性不高因而成本更高（相比公司债券、中票等）的产品呢？落脚点就只能在拓宽融资渠道、突破融资限制了。

目前中国尽管企业直接融资渠道已经多样化，但仍然存在诸多的限制。例如行业限制。在房地产调控的大背景下，“涉房”企业均限制在资本市场直接融资（包括股票和各种类型的企业主体债券）。那么，对于华侨城这样的以房地产为主业（其以旅游、房地产为双主业）的企业来说，专项计划正是突破融资渠道限制的利器。

再如比例限制。目前我国企业公开发行企业主体债券（包括企业债券、公司债券、中期票据）均要受不超过净资产 40% 的额度限制。对于部分负债率较高、继续发债已没有空间的企业，专项计划也成为突破融资额度限制的武器。

也就是说，对于长期“患”融资饥渴症的中国企业而言，利用资产证券化融资除了可能享有其固有的经济意义外，还有一层突破现有行政管制的“另类”意义。

#### **四、基础资产、资产转移与信用增级**

基础资产的确定是资产证券化的前提条件。一般认为，资产证券化的风险隔离机制正是通过“资产转移”（真实销售或者设立信托）和“SPV 构造”两大设计而实现的。在风险隔离的基础上，通过信用增级措施使得资产证券化产品成为适宜的证券投资产品。本部分通过对基础资产、资产转移和信用增级的分析，简要分析企业资产证券化的运行过程。

##### **1、基础资产**

###### **1) 构成基础资产的基本要求**

根据《管理规定》的要求，基础资产必须是符合法律法规，权属明确，可以产生独立、可预测的现金流的可特定化的财产权利或者财产。也有律师认为，应该区分原始资产与基础资产，证券化的基础资产时常不是原始形态的资产，而是原始资产的衍生权利或实际收益。

构成基础资产必须满足以下条件：

其一，符合法律法规，权属明确。这就要求基础资产需在法律上能够准确、清晰地予以界定，并可构成一项独立的财产或财产权利；而且权属明确，没有争议，能够合法、有效地转让。对于比较特殊的收益权类基础资产，需要关注基础资产在法律层面如何界定，是否有法律法规依据；关注形成该基础资产的法律要件（如必备的证书、文件等）是否已具备，原始权益人是否可据此合法转让基础

资产等。

例如，使用公园门票收入进行证券化，首先要求经营主题公园的企业应持有项目建设及验收文件，办理安保、消防与年检手续等，并拥有合法使用土地的权利，这样才能合法拥有运营并出售入园凭证的权利。其次，基础资产是财务权利或财产，而不是现金流本身。因此，其基础资产应为可产生销售收入的权利凭证（门票），而不是“门票销售收入”，因为后者不构成一项财产或财产权利。以华侨城 A 欢乐谷入园凭证专项资产管理计划为例，其基础资产的官方完整表述为：原始权益人根据政府文件，因建设和运营欢乐谷主题公园而获得的自专项计划成立之次日起五年内特定期间拥有的欢乐谷主题公园入园凭证，该入园凭证包括各类门票（包括但不限于全价票、团体票、夜场票、优惠票）、各类卡（包括但不限于年卡、情侣卡、家庭卡）及其他各类可以入园的凭证。在企业资产证券化专项计划的实践中，对这一问题的认识也是逐渐清晰的。例如试点早期的“华能澜沧江水电收益专项资产管理计划”将基础资产表述为特定期间内发电站水电销售收入中合计金额为 24 亿元的现金收益；而在之后的二期项目则将之修正特定期间内从云南电网公司取得上网电费的水电上网收费权。

其二，可以产生独立、可预测的现金流。现金流收入需由可以评估的要素组成，如销售量、销售价格等；需有明确的计量方法、核对凭证等；需关注基础资产现金流近年的历史记录、波动性；关注现金流预测的考量因素与依据；还要求可通过账户设置等方式锁定现金流归集路径，关注现金流在产生与归集过程中能否特定化并明确归属于专项计划，在财务上能否与企业其他经营性现金流相区分；关注现金流归集过程中的账户设置安排，考查是否存在被挪用或混用的风险，拟采取何种风险控制措施；关注各级受益凭证的本金及利息的偿付安排与基础资产现金流归集环节是否能够合理衔接等。

以水电上网收费权为例，在设计产品时首先必须考查历史发电量情况，充分考虑其历史记录、波动性和增长性等，以满足可预测性要求；其次必须要求划入基础资产的电站应独立计量发电量、单独核算电款，电网支付水电款的过程中要求明确区分所支付现金流是否属于专项计划，以满足独立性要求。

再如，为了避免现金流归集过程中的混同风险及挪用风险，在产品设计时应考虑精简账户环节，使用账户监管手段（例如开立监管账户、设置提取限制、冻结款项、单向划付等）等。

其三，必须可特定化。以华侨城 A 欢乐谷入园凭证专项资产管理计划为例，为了实现基础资产的可特定化，其入园凭证以特定日期进行强制分割，并且予以编码。如下图所示。

特定期间	入园凭证数量（单位：万张）		
	深圳	北京	上海
2013年5月1日至2013年10月31日	120	170	125
2014年5月1日至2014年10月31日	125	180	125
2015年5月1日至2015年10月31日	125	180	125
2016年5月1日至2016年10月31日	125	190	125
2017年5月1日至2017年10月31日	125	195	125

表 7：华侨城 A 欢乐谷入园凭证专项资产管理计划关于入园凭证特定化的安排

## 2) 基础资产附带权利限制

《管理规定》规定：“基础资产不得附带抵押、质押等担保负担或者其他权利限制。能够通过专项计划相关安排，解除基础资产相关担保负担和其他权利限制的除外。”

其要求体现两层意思：其一，原则上基础资产不得附带抵押、质押等担保负担或者其他权利限制。在产品设计时，需关注基础资产以及与产生该基础资产的相关资产是否附带抵押、质押等担保负担或其他权利限制。如已设置担保负担或其他权利限制，需关注拟采取的解除限制措施的法律效力及生效要件。其二，如果能够通过专项计划相关安排解除基础资产相关担保负担和其他权利限制的，基础资产也可以附带权利限制。

也就是说，为了保证资产支持证券投资人对于基础资产的合法权利得到保障，一般要求基础资产不存在瑕疵，没有抵押或质押但权利限制情况存在。但在实际操作中，基础资产往往都附带质押、抵押，甚至有许多公司进行资产证券化的目的就是获得融资偿还银行贷款（同时解除资产质押）。因此，管理层允许券商在申报项目的时候，基础资产存在抵押、质押的情况，但是必须要有相应的解除抵押的手段和措施。

## 3) 基础资产的类型分析

从目前实践来看，基础资产可以分为两大类：其一是债权类资产（主要是应收账款类资产）；其二是收益权资产。

前者是一类财产，而且体现为会计报表上的资产。后者则是一种特殊的财产

权利。我国《物权法》规定“物权是指权利人依法对特定的物享有直接支配和排他的权利，包括所有权、用益物权和担保物权”，“所有权人对自己的不动产或者动产，依法享有占有、使用、收益和处分的权利”。所谓收益权实际是从所有权人对不动产或动产拥有的物权中抽象出的一种权利，可以理解为是所有权的一部分。由于收益权的最终实现形式一般是合同债权，也有人将该类资产定性为未来债权，但我国法律对此尚不认可。

就债权类资产而言，主要是合同之债。权属确认主要以依法生效的合同为依据，例如融资租赁项目、BT 回购项目、股权转让款项目等，这些类型项目的债权人已履行完主要的对应义务。合同债权作为基础资产的首要前提是其可以转让。《合同法》第 79 条规定了合同不能转让的三种情况（根据合同性质不得转让、按照当事人约定不得转让、依照法律规定不得转让），在考察基础资产时应该予以注意。同时，设计产品时还需关注债务人的资信状况、偿还能力、持续经营能力、还款记录、违约记录、违约率与分散度等。

目前最常见的是债权类基础资产是 BT 回购款。除了常规化后的第一单隧道股份 BOT 项目专项计划，2013 年 5 月中国证监会总共受理的三个专项计划项目中有两个以 BT 回购款作为基础资产（浦发集团 BT 回购和如皋港区 BT 项目回购）。对于此类项目，要求相关项目应取得有关部门的立项文件，且必须是已竣工验收并决算的项目；要求有地方政府明确的授权与承诺（具体考察：对于 BT 合同回购款支付义务的确认；负责支付 BT 回购款的职能部门支付 BT 回购款的工作程序；授权监管银行对用于支付的特定账户的财政资金余额进行监管，并在支付日按时、足额划付；要求监管银行足额划付前不得动用财政专户资金等）；应考查其历年还款情况；要求地方政府拥有足够的支付能力、可支配财政收入及刚性支出等。

就收益权类资产而言，其与未来经营性收入相关，并不符合会计准则对“资产”的定义（根据《企业会计准则——基本准则》：资产是指企业过去的交易或者事项形成的、由企业拥有或者控制的、预期会给企业带来经济利益的资源），因此也不在企业会计报表上反映。

收益权类资产主要是基础设施收费收益权，是基于收费权而产生的获取经济利益的权利，既依附于收费权，又相对独立。收费权一般来自于法律、行政法规的直接规定或者行政机关的行政许可，与基础设施直接相关，具有特许性、排它性、垄断性等特点，而且收益确定性较大，价值容易评估。对于此类资产，需关注法律依据是否充分；确认依法取得收费权的相关审批手续、法律与政策文件是否齐备；收费权相关的经营性资产的权益状况；是否与企业其他财产或财产权利可以区分开、可以特定化等。以污水处理收费收益权为例，其法律基础在于《水

《污染防治法》规定污水处理运营单位有权收取污水处理费用，并由当地政府以特许经营的方式将其授予污水处理经营单位。

就收益权类资产而言，在实践中也出现“变种”。以华侨城 A 欢乐谷入园凭证专项资产管理计划为例，其基础资产本质上仍然是未来公园门票（入园凭证）收益，但产品设计时将其特定为一定时期的入园凭证。

由于收益权资产的现金流来源于原始权益人未来经营性收入，其在转让后仍然不能脱离原始权益人存在，因此基于风险隔离的要求，需要关注原始权益人的资产负债状况、偿债能力与财务稳健状况以及专项计划存续期内，原始权益人每年的偿债安排。例如，在欢乐谷入园凭证专项资产管理计划中，由于原始权益人是三地欢乐谷的实际运营商，如果原始权益人中的一家或者多家经营出现问题甚至破产，对应欢乐谷公园的运营及入园凭证销售收入将可能受到不良影响。

《管理规定》也将可能对专项计划以及资产支持证券投资者的利益产生重大影响的原始权益人定义为“特定原始权益人”，一般包括原始权益人对对应义务尚未完全履行、原始权益人同时担任资产服务机构和原始权益人承担差额补足义务等三种情形，《管理规定》要求“特定原始权益人”符合下列条件：生产经营符合法律、行政法规、特定原始权益人公司章程或者企业、事业单位的内部规章文件的规定；内部控制制度健全；具有持续经营能力，无重大经营风险、财务风险和法律风险；最近三年未发生重大违约、虚假信息披露或者其他重大违法违规行；法律、行政法规和中国证监会规定的其他条件。上述特定原始权益人，在专项计划存续期间，应当维持正常的生产经营活动或者提供合理的支持，为基础资产产生预期现金流提供必要的保障。发生重大事项可能损害资产支持证券投资者利益的，应当及时书面告知管理人。

## **2、基础资产转让**

### **(1) 基本要求**

在本环节，由专项计划利用募集来的投资者的资金购买原始权益人拥有的基础资产，要求发起人将证券化基础资产权属完全、真实地转让给 SPV；而发行资产支持证券募集的资金作为购买发起人证券化基础资产的对价。由于专项计划本身无民事法律主体地位，实践中实际是由证券公司与原始权益人签约。

当基础资产为债权的，应当按照有关法律规定将债权转让事项通知债务人。此外，还需关注债权基础法律关系涉及的资产权属（例如因出租动产或不动产产生的债权，该动产或不动产的物权权属）是否相应转让给专项计划，在资产权属不转让给专项计划的情况下，需关注采取何种措施防止第三方获得该资产权属从而影响专项计划合法权益。

当基础资产为收益类资产时，现金流来源于原始权益人未来经营性收入，基础资产转让环节需关注作为基础资产的财产权利转让是否可办理变更登记手续，或通过其他公示及特定化手段使基础资产转让行为可对抗第三人；原始权益人获取该基础资产的物权、经营权及相关权益是否有可能被第三方主张权利，拟采取何种风险防范措施。《管理规定》对此也明显要求：“法律法规规定基础资产转让应当办理批准、登记手续的，应当依法办理。法律法规没有要求办理登记或者暂时不具备办理登记条件的，管理人应当采取有效措施，维护基础资产安全。”

实践中，由于收益权的法律性质尚不够明确，其可转让性值得关注，也可能存在无法进行变更登记的情况。在这种情况下，需采取有效措施保证基础资产安全，例如：确保没有法律、行政法规明文禁止转让；原始权益人承诺不再对基础资产进行再转让或质押、抵押等处置行为等。

当基础资产附带担保权益等从权利的，需关注：1) 从权利是否通过转让行为完整地转移给专项计划享有；2) 基础资产转让后，从权利的实现程序是否发生变化；3) 计划管理人为受益凭证持有人的利益主张从权利是否已具备可操作性，在权利实现过程中是否需要引入服务提供商，服务提供商的权利与义务如何设置；4) 从权利对基础资产的实际保障效力是否因基础资产转让发生变化。

## (2) 关于“真实销售”与资产“出表”

根据资产证券化的原理，产生现金流的基础资产应当向 SPV “真实出售”并实现基础资产“出表”，有效转移至券商设立的专项计划。这将使得基础资产的原始权益人及其债权人对基础资产无追索权，即基础资产与原始权益人之间实现风险隔离。

但是，这一要求在企业资产证券化专项计划中并不能一概而论。原因在于：

其一，正如前文所述，对于收益权类基础资产，本身并不构成“资产”，本来就不存在“出表”的问题。由于特殊的法律性质，部分收益权类资产的转移缺乏有效的法律途径。

其二，真实销售的法律认定与资产“出表”的会计认定本来就非常复杂，在全世界，包括美国也不例外。我国资产证券化实践尚处于起步阶段，这一问题就更加棘手。

因此，在企业资产证券化专项计划的审核中，监管部门采取了比较宽容的态度，并不强制要求资产“出表”。业界也普遍认为，对于优质企业而言，由于自身主体信用已经足够好，不采用真实出售和破产隔离也完全可以，甚至可能更好地保护投资者。对于本身资质不佳的企业，则往往需要通过真实出售和破产隔离

来显著提高资产支持证券的信用评级。券商在资产证券化产品结构设计中可以根据原始权益人的不同情况，有针对性地安排基础资产真实出售和“出表”问题。

### 3、信用增级

信用增级一般分为内部增信措施与外部增信措施。

#### 1) 内部增信措施

内部增信措施主要包括优先/次级安排、超额抵押、差额支付（又叫差额补足协议，当出现原始权益人当期现金流流入不足时由原始权益人进行补足）、资产回赎安排（分为提前回赎和到期回赎等）、替换安排（替换不合格资产）等。

试点第二阶段所有的专项计划项目都采用了优先/次级安排，这是指通过由原始权益人认购次级证券实现由次级证券投资者为优先级证券投资者提供保障，相当于提供了一定额度内的追索权。

超额抵押又叫基础资产超值入池，是指产品设计时使基础资产现金流入大于资产支持证券本金利息流出。

#### 2) 外部增信措施

外部增信措施主要包括保证担保（原始权益人及其关联方、第三方提供的保证担保）、第三方流动性支持等。

其中，最为常见的是由担保人担保外部保证担保。试点期间的专项计划一般由商业银行进行保证担保，在商业银行进行担保受到限制后，一般由原始权益人母公司或者其它第三方提供。这时，需关注担保方的主体评级与偿债能力。此外，需注意的是流动性支持承诺的法律效力与保证担保不同，效力远不及保证担保。

以华侨城 A 欢乐谷入园凭证专项资产管理计划为例，其采用的内部与外部信用增级的方式包括：

增信措施的类型		增信措施的内容
内部增信措施	优先/次级结构	优先级受益凭证获得来自次级受益凭证 5.41% 的信用提升。次级受益凭证将全部由华侨城 A 认购，从而可以有效防范原始权益人的道德风险。
	超额抵押	欢乐谷主题公园入园凭证收入超额覆盖预期支出：根据预测，原始权益人 2013 年至 2017 年特定期间欢乐谷主题公园入园凭证收入超额覆盖预期支出，各期覆盖比率最低值亦达到了 1.45
	差额支付	原始权益人补足承诺：在任意一个初始核算日，若在前一个特定期间内，基础资产销售均价低于约定的最低销售均价和/或销售数量低于约定的最低销售数量，则原始权益人承诺

		分别进行补足。原始权益人为华侨城 A 及其子公司北京华侨城和上海华侨城，均资质优良，其中华侨城 A 主体信用等级为 AAA，该级别反映了华侨城 A 偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
	回赎安排	若第三年末回售登记期结束后扣除回售申报部分后的剩余华侨城 4 和华侨城 5 的本金规模均低于专项计划成立时该档受益凭证初始本金规模的 50%（含），或第四年末回售登记期结束后扣除第三年末回售登记期和第四年末回售登记期内累计回售申报部分后的剩余华侨城 5 的本金规模低于专项计划成立时该档受益凭证初始本金规模的 50%（含），则华侨城 A 有权赎回受益凭证的所有剩余份额。
外部增信措施	原始权益人母公司提供保证担保	华侨城集团担保：若原始权益人的补足义务未按期履行，根据《担保合同》，华侨城集团将履行不可撤销连带责任担保。华侨城集团为大型中央企业，联合评级评定华侨城集团的主体信用等级为 AAA，该级别反映了华侨城集团偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。

表 8：华侨城 A 欢乐谷入园凭证专项资产管理计划的信用增级措施

## 五、专项计划的申报与审核

### 1、审核依据、审核机关与审核周期

中国证监会将专项计划审核的行政许可事项命名为“证券公司设立专项资产管理计划发行资产支持证券审批”，由其下设机构监管部负责具体审核事项，由中国证监会出具核准批文。

根据中国证监会的公示，该项行政许可的设立依据包括：（1）《证券公司监督管理条例》第 47 条：证券公司使用多个客户的资产进行稽核投资，或者使用客户资产专项投资于特定目标产品的，应当符合国务院证券监督管理机构的有关规定，并报国务院证券监督管理机构批准。（2）《证券公司客户资产管理业务管理办法》第 16 条：取得客户资产管理业务资格的证券公司，可以办理定向资产管理业务；办理专项资产管理业务的，还须按照本办法的规定，向中国证监会提出逐项申请。（3）《证券公司资产证券化业务管理规定》第 7 条：证券公司通过设立专项计划发行资产支持证券，应当向中国证监会提出申请并获得批准。

根据《管理规定》的规定，中国证监会应当自受理申请之日起 2 个月内，对上述申请做出批准或不予批准的书面决定。与中国证监会其它行政许。根据《中国证券监督管理委员会行政许可实施程序规定》，存在需要申请人对申请材料中存在的问题进行说明、解释的，自书面反馈意见发出之日起到接收申请人书面回复意见的时间，不计算期限内。

目前，中国证监会每周在其网站公布“证券机构行政许可申请受理及审核情

况公示”，其中一项为专项计划，可通过此了解每一项专项计划的受理情况与审核进度。

## 2、申报文件

根据《证券公司资产证券化业务管理规定》，证券公司设立专项计划发行资产支持证券申请文件清单及要求包括：

<p><b>申报文件目录</b></p>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1、申请书；</li> <li>2、计划说明书草案；</li> <li>3、主要交易合同文本草案；</li> <li>4、法律意见书；</li> <li>5、特定原始权益人最近3年（未满3年的自成立之日起）经审计的财务会计报告及融资情况说明；</li> <li>6、中国证监会要求的其他材料。</li> </ol>
<p><b>主要申报文件内容要求</b></p>	<p><b>计划说明书</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1、专项计划的交易结构；</li> <li>2、信用增级方式；</li> <li>3、资产支持证券的发行规模、品种、期限、预期收益率、资信评级状况（如有）、登记、托管、交易场所等基本情况；</li> <li>4、特定原始权益人、管理人等业务参与人情况；</li> <li>5、基础资产情况及其现金流预测或者收益分析；</li> <li>6、专项计划资产的管理安排；</li> <li>7、现金流归集、投资及分配；</li> <li>8、风险揭示与防范措施；</li> <li>9、专项计划的设立、终止等事项；</li> <li>10、专项计划清算程序、清算财产的分配顺序及方式；</li> <li>11、信息披露安排；</li> <li>12、主要交易文件摘要。</li> </ol> <p>计划说明书应当在显著位置说明，资产支持证券仅代表专项计划权益的相应份额，不属于管理人或者任何其他机构的负债，并提示资产支持证券投资风险。</p>
	<p><b>法律意见书</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1、管理人、销售机构、托管人的资质及权限；</li> <li>2、说明书、资产转让协议、托管协议、认购协议等法律文件的合法性；</li> <li>3、基础资产真实性、合法性、有效性、权利归属及其负担情况；</li> <li>4、基础资产转让行为的合法性；</li> <li>5、专项计划信用增级安排的合法性、有效性；</li> <li>6、对可能影响资产支持证券投资者利益的其他重大事项的意见。</li> </ol>
<p><b>其他要求</b></p>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1、证券公司、其他相关业务参与机构及相关人员应当做出承诺，保证申请文件内容真实、准确、完整，不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对其出具的相关文件及申请文件中引用内容的真实性、准确性、完整性承担相应的法律责任。</li> <li>2、证券公司编制申请文件时，应当尽量使用事实描述性语言；报送申请文件时，应当提交原件1份、复印件2份；申请文件一经受</li> </ol>

表 9：证券公司设立专项计划发行资产支持证券申请文件清单及要求

## 六、专项计划的前景展望

### 1、巨大的市场空间

从前文所提及的美国与欧洲数据来看，虽然 ABS 在整个资产证券化市场较小，但其绝对数额仍然是庞大的，这也彰显着中国企业资产证券化可能的巨大市场空间。

值得一提的是《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》（银监发[2013]8 号，市场一般简称“八号文”）在规范非标准化债权资产业务、给银行理财业务带来巨大冲击的同时，也给企业资产证券化业务带来利好。企业资产证券化专项计划的产品“资产支持证券”在交易所市场（包括附属固收平台、协议平台）交易，属于标准化债权，不在八号文所认定的限制范围之列。可以预见，为了遵守八号文所设置的比例设置等要求，会有更多的非标准化债权被通过以资产证券化的方式设计为标准化债权，从而进一步扩展企业资产证券化的市场空间。

### 2、基础资产的扩展

基础资产的扩展分为两个层次。

第一个层次是已经纳入《证券公司资产证券化业务管理规定》但目前还未有产品的领域。《管理规定》列举的基础资产范围包括企业应收款、信贷资产、信托受益权、基础设施收益权等财产权利，商业物业等不动产财产。以上基础资产中，商业物业目前尚没有产品出现。如果出现以商业物业为基础资产的产品，将在债权、收益权类资产之外，新增加一类用于企业资产证券化的基础类型：物权。

如果商业物业能够成为基础资产，将极大拓展基础资产的数量。根据方正证券提供的数据，仅考虑办公楼和商业营业用房，2012 年我国竣工面积分别达到 2315 万平方米和 10226 万平方米，累计竣工面积分别达到 1.84 亿平方米和 7.4 亿。保守估计，假设上述物业 70%用来出租，出租率 80%，办公楼和商业营业用房的租金分别为 3 元/天/平方米、1 元/天/平方米，那么每年的租金收入分别为 1130 亿元/年、1500 亿元/年。若资产证券化的期限为 4 年，按折扣率 80%计算，可提供的融资额分别可达到 3600 亿元和 4800 亿元。

海印股份（000861.SZ）成为这个领域的先行者之一。2013 年 5 月 18 日，公

司公告拟设立海印股份专项资产管理计划融资。该公司 2012 年物业出租及管理收入 7.72 亿元，其拟以全资控股及附属经营管理的商场中的 15 家的经营收益权为基础设计方案。基础资产为“原始权益人因经营管理特定商业物业而享有的商业物业自专项计划成立之次日起五年内的经营收益权。募集资金不超过 16 亿，其中优先级资产支持证券不 15 亿；次级资产支持证券不超 1 亿，由公司代表原始权益人认购。但需要值得注意的是，海润股份该专项计划的基础资产是其拥有的商业物业五年的租金收益权而非商业物业本身。前者是一项财务权利，后者是一项财产。严格来说，这项专项计划尚不能完全等同于《管理规定》所规定的“商业物业等不动产财产”。

第二个层次是曾经计划纳入而最终未能纳入的基础资产范围。《管理规定》的征求意见稿曾经把“商业票据、债券及其衍生产品、股票及其衍生产品等有价证券”列入基础资产范围。虽然，在正式规定中删除了这一类基础资产。但是正式稿增加的“以及中国证监会认可的其他财产或财产权利”这一兜底条款为这一类资产以至更多的其它类型的基础资产预留了空间。

### 3、流动性的提升

中国证监会显然清楚目前资产支持证券流动性不足的状况，在《管理规定》（征求意见稿）的起草说明中明确指出：为了提高产品的流动性，《规定》允许资产支持证券可以在证券交易所、中国证券业协会机构间报价与转让系统、证券公司柜台交易市场以及中国证监会认可的其他交易场所进行转让。此外，还允许证券公司可以为资产支持证券提供双边报价服务，即证券公司可以成为资产支持证券的做市商，按照交易场所的规则为产品提供流动性服务。符合公开发行条件的资产支持证券，还可以公开发行，并可以成为质押回购标的。

这有三层意思：其一，资产支持证券除了在交易所转让，新增中国证券业协会机构间报价与转让系统、证券公司柜台交易市场。但目前中国证券业协会机构间报价与转让系统正在建设之中，而证券公司柜台交易市场处于试点初期，纳入资产支持证券转让尚需时日，但如果实现无疑可以增加交易的流动性。

其二，允许证券公司可以为资产支持证券提供双边报价服务，即证券公司可以成为资产支持证券的做市商，按照交易场所的规则为产品提供流动性服务。此举如果实现也可以增加交易的流动性。

其三，允许符合条件的资产支持证券公开发行，并成为质押回购标的。《管理规定》正式稿删除了有关公开发行的规定，但关于资产支持证券成为质押回购标的的可能性仍然存在。《管理规定》正式出台之后颁布的交易所规则都为预留了空间。上海证券交易所《关于为资产支持证券提供转让服务的通知》（上证债字

(2013) 162 号) 规定“资产支持证券可以作为相关回购业务标的, 具体规则和实施时间由本所另行规定。”深圳证券交易所《资产证券化业务指引》(深证会〔2013〕38 号规定“资产支持证券回购业务相关规则, 由本所另行规定。”

#### 4、税务与会计等相关配套机制的完善

资产证券化的交易结构决定了税务处理与会计处理的重要性。严格来说, 甚至可能是致命的。而目前中国实践中的资产证券化业务的税务处理与会计处理不确定性都很高。

就税务而言, 例如, 由于资产证券化涉及基础资产转让, 如何对此进行税务处理就非常重要。特别是与美国重所得税不同, 中国重流转税, 使其在中国就更加重要。相对而言, 中国营业税的税务规定比较清晰, 但现在正在进行的“营改增”使这一问题更加复杂。此外, 发票内容的开具也可能影响企业对资产证券化业务的积极性; 部分地区税务机关对证券化交易的看法可能与会计处理相悖; 交易税负的不确定性也将直接影响交易的发行成本, 以及证券持有人的投资收益。

而会计处理也很复杂, 特别是涉及到资产是否“出表”等问题。这也是全世界资产证券化实践共同面临的问题。

信贷资产证券化的实践中, 为了解决税务与会计问题, 曾经由财政部于 2005 年 5 月 16 日颁布了《信贷资产证券化试点会计处理规定》, 财政部与国家税务总局也于 2006 年 2 月 20 日颁布了《关于信贷资产证券化有关税收政策问题的通知》(财税[2006]5 号)。

业界曾经有建议提升企业资产证券化业务的法律层次, 甚至进行专门立法。此等想法无论是从国情还是从立法技术而言均不具有操作性, 现实可行的作法应该是借鉴信贷资产证券化的方式, 争取财政部、国家税务总局出台专门的配套规定甚至以批复、回函的方式解决具体问题更为现实。

#### 5、审核程序的完善

中国证监会正考虑进一步完善审核程序, 拟议中的措施包括:

1) 区分不同产品适用不同程序。对于已经成熟的产品, 适用更加快捷的简易程序; 对于一般性产品, 适用常规审核程序; 对于创新产品, 则先组织有关对专项计划的合法性、可行性以及相关风险的论证, 再进入常规审核程序。

2) 一次批准、额度内分期发行。此等安排适用于标准化的债权资产合同期限不能覆盖产品期限的情况。

3) 在法律环境进一步成熟、完善的情况下, 考虑资产支持证券的公开发发、

非公开发行产品由核准制转为备案制等。

**附录：现行有效的企业资产证券化专项计划相关规范性文件**

时间	发文机关	文件名称
2008年4月23日	国务院（中华人民共和国国务院令 第522号）	《证券公司监督管理条例》
2012年10月18日	中国证监会（证监会令第87号[2012]）	《证券公司客户资产管理业务管理办法》
2013年3月15日	中国证监会（证监会公告[2013]16号）	《证券公司资产证券化业务管理规定》
2013年3月26日	上海证券交易所（上证债字〔2013〕162号）	《关于为资产支持证券提供转让服务的通知》
2013年4月22日	深圳证券交易所（深证会〔2013〕38号）	《深圳证券交易所资产证券化业务指引》

表 10：现行有效的企业资产证券化专项计划相关规范性文件

沈春晖/红塔证券投资银行事业总部总经理、“春晖投行在线”网站创办人

（载于《资本：资产证券化》，何小锋主编，黄嵩执行主编，

中国发展出版社 2013 年 9 月 1 日第 1 版）