

企业知识产权资产证券化的产品结构和风险剖析

——以供应链金融模式和专利许可授权模式为例

潘子路

华东政法大学国际金融法律学院, 上海

收稿日期: 2023年7月17日; 录用日期: 2023年8月24日; 发布日期: 2023年9月4日

摘要

企业知识产权资产证券化是企业借助无形资产融资的重要渠道。在多种证券化形式中, 供应链金融模式和专利许可使用授权模式的交易结构较具创新特点, 前者以供应链核心企业的信用代替上下游中小企业的信用, 帮助中小企业取得低成本融资, 也改善了核心企业的收益状况; 后者通过专利正向授权和反向二次授权, 以许可使用费现金流为基础资产, 在非转让的基础上获取证券化融资。但上述模式也具有底层资产估值困难且不确定性大、风险隔离不彻底以及脱离资产信用、过度依赖主体信用的弊端, 由此增加了资产证券化交易的信用风险。面对估值困难, 需增强持续性信息披露, 适度弱化事前审查; 在风险隔离方面, 则需要在规范层面厘清基础资产在证券化交易中的权属问题, 放宽信托制度的作用空间。

关键词

知识产权资产, 证券化, 供应链, 专利许可, 风险隔离

Product Structure and Risk Analysis of Enterprise Intellectual Property Asset Securitization

—Taking Supply Chain Finance Model and Patent Licensing Model as Examples

Zilu Pan

International School of Law and Finance, East China University of Political Science and Law, Shanghai

Received: Jul. 17th, 2023; accepted: Aug. 24th, 2023; published: Sep. 4th, 2023

Abstract

The securitization of enterprise intellectual property assets is an important channel for enterprises to use intangible assets for financing. Among various forms of securitization, the transaction structure of supply chain finance model and patent licensing authorization model is more innovative. The former replaces the credit of upstream and downstream SMEs with the credit of core enterprises in supply chain, which helps SMEs obtain low-cost financing and improves the income of core enterprises. The latter obtains securitization financing on the basis of non-transfer through patent forward authorization and reverse secondary authorization, based on the cash flow of royalties. However, the above model also has the disadvantages of difficult and uncertain valuation of the underlying assets, incomplete risk isolation, separation from asset credit and excessive dependence on subject credit, thus increasing the credit risk of asset securitization transactions. In the face of valuation difficulties, it is necessary to strengthen continuous information disclosure and moderately weaken prior review; in terms of risk isolation, it is necessary to clarify the ownership of basic assets in securitization transactions at the normative level and relax the role space of trust system.

Keywords

Intellectual Property, Securitization, Supply Chain, Patent Licensing, Risk Isolation

Copyright © 2023 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

资产证券化作为一种帮助盘活企业资产、增强企业资产流动性的重要表外融资渠道，已经被广泛运用于商业地产经营、基础设施建设等以实物资产为核心资产的行业领域。如今随着数字经济的发展，高新技术产业的崛起和发达，无形资产在企业资产中所占的比重大幅上升，似乎势将逐渐取代传统有形资产而成为企业核心竞争力所在¹。这种变化相应地也要求企业将融资的重点从实物资产转向无形资产。而知识产权作为一种重要性日益提升的无形资产，相对于商业秘密、土地使用权等其他常见的无形资产而言，具有更加完善的法律制度体系，而在世界范围内也具备更高和更普遍的价值认可。故以知识产权及其衍生权利作为基础资产予以证券化，可以帮助以知识产权为核心资产的中小企业和高新技术企业取得融资以发展自身，可以舒缓企业初创期和上升期的资金压力，但同时知识产权这种资产本身及其产生现金流的各种模式中所蕴含的诸多不确定性因素，也会带来相应的特定法律风险和信用风险。

如今我国实践中已有的知识产权资产证券化产品的构建模式主要有四种：信贷质押模式，融资租赁模式，专利许可费模式和供应链金融模式[1][2]。这些证券化产品的基础资产大都不是知识产权本身，而是其衍生权利。信贷质押模式和融资租赁模式较为传统，分别以借贷所产生的应收账款债权和融资租赁的租金债权作为基础资产，知识产权本身只是作为借贷的质押权利或融资租赁的租赁标的而出现，换言之都是作为一般的典型担保或非典型担保法律关系中的担保物(权利)，并未体现出知识产权资产相对于一

¹近 20 年中，全球无形资产在企业资产价值中的比重大约从 20% 上升到 70% 左右，知识产权逐渐取代传统的实物资产而成为企业核心竞争力之一，这也推动了行业对知识产权证券化的探索。统计数据显示，在 1997 年到 2010 年间，美国通过知识产权证券化进行融资的成交金额就高达 420 亿美元，年均增长幅度超过 12%。中国企业知识产权网(2018)，奇艺世纪知识产权供应链 ABS 获批发行，行业探索融资创新路径。<http://www.cneip.org.cn/html/16/30961.html>, 2023-06-30。

般有形资产的特殊性。而在供应链金融模式中，上游版权供应商和下游核心企业之间的版权转让及其产生的保理债权的证券化过程，体现出著作权和供应链金融模式的某些特点。对于专利许可费模式而言，虽然也非以专利权本身作为基础资产，但是其所采取的专利权人独占使用许可，再二次反向授权的模式，是利用了专利权作为知识产权的特征。本文主要围绕上述后两种模式展开分析。

2. 供应链金融模式下的知识产权资产证券化产品分析

2.1. 交易结构和法律关系

国内首个供应链金融模式下的知识产权资产证券化产品是由北京奇艺世纪科技有限公司(以下简称奇艺世纪)主导并获批于 2018 年 12 月在上海证券交易所发行的“奇艺世纪知识产权供应链金融资产支持专项计划”(以下简称“奇艺世纪 2018”), 发行后成功募得资金 4.7 亿元人民币²。此后, 奇艺世纪的关联企业北京爱奇艺科技有限公司又于 2019 年获批发行了国内首个知识产权供应链储架项目“中信证券-爱奇艺知识产权供应链金融资产支持专项计划”的第一期。该储架项目共有 15 期, 至今在市场共发行 3 单项目, 发行规模共计 13.37 亿元³。

以“奇艺世纪 2018”为例进行分析。其主要的法律结构是以奇艺世纪为核心债务人, 以奇艺世纪的上游版权供应商作为债权人, 由供应商将影视作品等的著作权转让给奇艺世纪, 产生供应商对奇艺世纪的应收账款债权; 接着在奇艺世纪的主导下, 供应商将该应收账款债权以签订(无追索权保理)合同的方式转让给作为原始权益人的资产服务机构(此处为保理公司), 并获得对价。后原始权益人以该应收账款债权为基础资产转让给管理资产支持专项计划的证券公司, 在证券公司的管理和承销下发行资产支持证券。

该证券化产品配备了内外多层次的增信方式。就“奇艺世纪 2018”而言, 内部增信一方面采用现金流超额覆盖措施, 即专项计划中的应收账款金额为专项计划筹集资金的 117%。另一方面, 采取证券分级措施, 将发行的证券分为优先级和次级证券, 通过区分不同的风险程度和收益率, 在一定程度上控制了证券化风险。并由奇艺世纪自身持有次级证券, 起到一定的收益担保作用。此外, 还建立了不同层次的信用触发机制, 主要是设立触发提前还款的事件, 以保护资产支持证券持有人的合法权益。与此同时, 中证信用增进股份有限公司还为证券提供了差额补足承诺。差额补足作为一种常用的外部增信方式, 其法律性质虽然存在争议⁴, 但是其本质上应当是一种以承担差额补足义务的主体的信用来担保债务履行的措施。换言之, 是一种以主体信用补强资产信用的措施。

2.2. 著作权作为底层资产的风险

上述交易的风险首先反映在作为基础资产(保理债权)所依赖的底层资产——著作权。在各类知识产权中, 著作权实行创作保护主义, 其权利的取得无需登记或审查, 这就使得著作权的不确定性极高, 任何人都可对作品是否享有著作权提出怀疑。虽然影视等作品在上线网络视频平台前需要取得网信部门等有关部门的许可或备案, 但由于知识产权登记制度的不健全, 以及互联网信息易于复制和传播的特点, 现今网络中有关影视作品、音乐作品等遭遇抄袭纠纷、盗版纠纷的现象毫不罕见, 因此著作权等知识产权本身即蕴含着潜在的法律风险。除了作品内容以外, 其创作方法或过程中也埋藏着爆发纠纷的风险。一个

² 参见《国内首例! 奇艺世纪知识产权供应链 ABS 获批, 提振行业合作信心》, 资料来源: 搜狐网 http://www.sohu.com/a/283286413_99935850, 最后访问日期 2023 年 6 月 15 日。

³ 数据来源参见司维: 《不同产品构建模式下的知识产权证券化案例分析》, 载微信公众号“建行投行”2022 年 6 月 2 日推文。

⁴ “我国司法实践中关于差额补足、流动性支持等增信措施有保证合同说、无名合同说、债务加入说和对赌协议说四种学说构造。从《民法典担保制度解释》第 36 条的上下文看, 该条文的内容有可能导致司法实践中将增信措施解释为保证合同。但增信措施的运用领域复杂多样, 应根据其交易结构、交易习惯和行为目的进行意思表示解释。”“资产管理业务中的增信措施起到一种合法的保底作用, 融资方或第三方借此确保投资人的本金和收益, 这并非保证合同可以替代。”参见朱晓喆: 《增信措施担保化的反思与重构——基于我国司法裁判的实证研究》, 载《现代法学》2022 年第 2 期, 第 133 页和第 150 页。

典型案例就是, Adobe、Autodesk 等多家软件公司状告《哪吒之魔童降世》电影制片方侵权, 起诉的理由是电影片尾出现的每一家动画影视公司, 都未经授权使用了其制图软件[3]。此外, 由于著作权极其依赖表达和传播的载体, 因此还面临着科技进步、大众品味变更等因素带来的价值贬损。1997年美国 Pullman Group 公司以英国超级摇滚歌星大卫·鲍伊(David Bowie)出版唱片的许可费收益权作为支撑发行证券成功地从资本市场融资 5500 万美元[4]。但“鲍伊债券”在发行 6 年之后, 债项评级被下调, 其主要原因是唱片业的没落[5]。总体而言, 知识产权作为资产其自身的价值与合法性中所天然包含的不确定性和与之伴随的诉讼风险, 都使得知识产权证券化产品的投资者面临更高的信用和法律风险。

就“奇艺世纪 2018”而言, 虽然主债务人奇艺世纪本身具有较为雄厚的资本和行业内较强的营运能力⁵, 但是由于其经营的业务以影视作品著作权等无形资产为基础, 因此对资产的准确估值会比一般的有形资产更加困难, 风险较为不透明。知识产权资产的估值在传统上有市场方法、成本方法和收益方法。收益方法处理的是知识产权产生现金流的能力问题, 基于“收益现值理论”, 将待估资产的价值界定为财产经济生命周期内将实现的预期净收益的现值。其中对于版权更常运用的便是收益方法。理由在于: 对于资产成本的评估, 往往是借助研发一个相同用途资产的必须支出来衡量的, 但这一方法几乎无法适用于版权, 一方面是因为作品本身的原创性和独特性, 另一方面也是因为作品在现实中几乎没有重新创作的可能性。其次, 版权价值的源泉就在于它能为投资人创造经济收益。在一项版权被认可具有合理价值时, 一般都有条件对版权在未来应用过程中可以产生的经济收益做较合理的预测[6]。

但是现实中如何准确估计知识产权产生的现金流及其稳定性是存在困难的, 尤其就“奇艺世纪 2018”而言, 由于核心债务人爱奇艺在美股上市以来其年报数据显示公司始终未实现盈利, 而考虑运用收益法对知识产权进行价值评估时, 需要知识产权资产为公司带来的净利润为正, 否则无法进行评估。因此有的研究是以同行业具有类似格局的数个企业的财务数据为基础, 计算平均值并经过调整后, 来对爱奇艺的版权资产进行收益法下的价值评估的[7]。在具体场景中, 影视内容著作权资产在爱奇艺这样的网络平台上产生现金流的方式, 除了广告投放收入相对稳定以外, 会员收费以及视频播放流量等同样是主要收入来源, 但受到竞争对手、盗版侵权等因素影响, 其不确定性较大。尤其在我国这样的政策和舆论环境下, 作品主要演员的道德不良事件或影视作品本身传递的价值观“不正确”等问题, 都可能会在很大程度上影响作品的收益, 甚至可能导致作品被禁播。如此, 保障证券投资者收益的关键从资产信用又回归到了主体信用上。

为应对上述风险, 一方面是需要加强版权证券化过程中的持续性信息披露, 同时在一定程度上延缓和降低审查的时点和力度, 赋予知识产权运营以更加自由化、多样化和专业化的环境和土壤。而证券化本身作为一种增强知识产权资产流动性的手段, 通过供应链金融这一模式, 可以增强知识产权的资产变现能力, 通过优化供给和需求配置来降低风险。

2.3. 供应链金融模式——核心主体信用风险

供应链金融本身的含义是多元的。有观点认为, “以真实交易为背景, 为供应链上下游企业提供金融产品和服务”的都是供应链金融[8]。还有观点认为, 狭义的供应链金融本质上其实就是一种经过改进的反向保理[9]。也即由应收账款债务人而非债权人主导的保理。包括这种反向保理在内的供应链金融的主流模式被称为“1+N”模式, 其中“1”为供应链的核心企业, “N”为供应链上下游的中小企业。“1+N”模式是在一个相对闭环的供应链关系中发展, 基于各方良好稳定的贸易合作关系进行[10]。其实质是将核心企业“1”的信用转移到“N”个上下游企业之上, 从而使得上下游企业获得基于核心企业信用

⁵2018年3月爱奇艺在纳斯达克成功上市。根据其年报中公开的利润表和资产负债表数据, 从2018年至2021年年底公司均为净亏损状态, 资产负债率也从2018年底的59%持续上升到2021年底的87%。但2022年第一季度的财报数据显示爱奇艺首次实现了盈利。

的低成本融资。因而在这种模式下，资产证券化的现金流规模取决于作为债务人的核心企业，而原始权益人的角色更多体现为被动的通道[3]。理想情况下，不仅可以帮助中小企业以更低的成本解决融资问题，也使得核心企业和中小企业建立起更加稳固的供应链战略合作关系。正是因为供应链金融对于链上核心企业的信用依赖，投资者所面临的信用风险也就与核心企业息息相关。

由此看来，有核心企业的主体信用和外部增信措施兜底，投资者的本金和收益尚有一定保障；而供应链上游供应商通过签订无追索权保理合同，依托供应链核心企业的信用，可以一次性获得低成本融资并退出交易；但是核心企业自身在承担上述版权资产高风险的同时，既不能拿到实实在在的融资款，还要面临知识产权资产价值无法兑现，甚至危及自身信誉的违约风险，背后到底有何实在的收益？核心企业主导供应链上的反向保理交易的动机何在？

有研究从博弈论的视角，试图揭示核心企业积极推进反向保理，促进供应商融资的深层次原因。虽然该研究是以实体商品零售行业为对象进行的，但是对于前述问题应当有一定的借鉴意义。研究发现，在上游供应商资金受到约束，而市场上商品供求关系呈现供不应求的状况时，下游零售商(供应链核心企业)主导反向保理能缓解资金不足造成的供不应求时的批发价(零售商从供应商购买商品的价格)上涨；其次能捕捉市场规模增加带来的机会。结果是零售商从反向保理中受益更多。原因在于反向保理不仅增加了供应链整体收益，更重要的是改变了供应链的收益分配，提高了零售商在供应链整体收益中的分配比例，尤其重要的是扭转了市场规模增长时，由于供应链供给不足带来的零售商收益份额缩小的趋势[11]。

在以爱奇艺为核心企业的供应链场景下，上述研究成果是否具有客观的解释作用尚需进一步考察。首先，爱奇艺的主营业务是“电影、电视剧、综艺、纪录片、动漫、旅游等视频的制作与播放”，在该业务范围内市场规模是否呈现增长趋势，是否呈现供不应求的整体状况？其次，爱奇艺与其上游供应商之间谁占有强势地位，是否存在需要应用反向保理来改善供应链利益分配格局的必要？

在过去的十几年中，爱奇艺熬过了优酷退市并入阿里、乐视崩盘、搜狐退出，把市场份额做到了行业第一。但近年来，由于网络视频用户时间被短视频和直播行业大量挤占，以及头部内容阶段性供给不足等因素影响，长视频行业正在经历艰难处境。自去年10月以来，爱奇艺已经把公司目标从追求市场份额转变为追求利润，采取“降本增效”策略。这意味着要减少和停止对很多处于边缘赛道的投资回报率差的项目投入，而更加聚焦于头部内容。因为“行业普遍的规律是——头部内容是引导会员增加、广告收入增加，总收入增加的驱动力，也是提升用户和会员忠诚度的核心。”而财报显示，正是一季度《人世间》《心居》《猎罪图鉴》《对手》《一年一度喜剧大赛》等全民爆款内容的推出，巩固了爱奇艺的市场领先地位⁶。

由此可见，爱奇艺以反向保理措施帮助上游版权供应商融资，在获得更多版权内容、巩固自身核心业务的同时，也增强和加固了网络长视频内容供应链上的稳定合作关系，确实是符合自身发展策略的有力举措。作为供应链核心企业，虽未从证券化过程中直接获得资金，但获得了支撑会员收入等主要收入来源的头部内容版权(尤其是独家版权)，同时与内容供应商的合作关系加强，也有利于巩固爱奇艺在长视频行业的市场主导地位。其着眼点并非是利用自身在供应链中的强势地位压榨上游供应商、与供应商争利益，而是为了加大对以头部内容为核心的主营业务的投入，增加核心资产收入，从而扭转亏损、走出运营困境和实现合作共赢。

3. 专利许可费模式下的知识产权资产证券化产品分析

3.1. 交易结构和法律关系

2019年9月，兴业圆融——广州开发区专利许可资金支持专项计划(简称“凯得租赁2019”)首次尝

⁶参见《爱奇艺首次盈利背后的逻辑——龚宇谈“爱奇艺拐点”与“战略突围”》，资料来源：新华社《经济参考报》官方网站，http://www.jjckb.cn/2022-05/30/c_1310607895.htm，最后访问时间2022年7月25日。

试了专利许可反授权模式，是国内首只以纯专利为底层资产的知识产权证券化产品。其交易结构如下：第一步，11家民营中小科技型企业将103件发明专利、37件实用新型专利组成专利池。第二步，11家企业与凯得租赁分别签订专利许可合同，将专利池所有知识产权以独占许可方式许可给凯得租赁，凯得租赁一次性向企业支付5年的专利许可费用，并获得这些专利的再许可权。同时，凯得租赁再与11家企业分别签订专利二次许可合同，将专利反向许可给原专利权人，以保证11家企业可以利用原有专利开展正常的生产经营活动。企业按每个季度向凯得租赁支付专利二次许可费用。第三步，凯得租赁以未来每个季度可以收取的专利许可费现金流作为基础资产，设计发行知识产权证券化产品出售给投资者，获得融资[12]。

“凯得租赁 2019”所采取的信用增级措施也比较丰富。除了与前述“奇艺世纪 2018”所采取的措施，如优先级和次级的证券分级，超额现金流覆盖，第三人差额补足承诺，以及不同级别的信用触发机制以外，还增加了原始权益人母公司担保，以及总额为 15,050,000 元的风险金，即一旦在专利许可合同履行期间发生了专利使用权人未能及时支付专利许可使用费等事件，资产服务机构有权在风险金中扣除相应的金额，抵作专利许可使用费。同时，该产品还设置了原始权益人的赎回选择权和优先级资产支持证券持有人的回售选择权等。从另一个角度来说，多层次多种类的增信措施叠加，其实也从侧面反映了“凯得租赁 2019”产品自身的信用风险之高。

可以看出，“凯得租赁 2019”交易模式的特点在于利用专利权的独家许可授权制度来产生现金流，发挥了与专利这类知识产权相配套的制度特点。而这也是“凯得租赁 2019”与前述“奇艺世纪 2018”之间的首要区别。因为其并未转移(专利)知识产权这项资产的所有权，而只是在各主体之间让渡使用权和相应的收益权。放眼域外针对专利权的资产证券化实践，也有采取类似做法的案例。比如耶鲁大学在本世纪初将其研发的抗艾滋病新药 Zerit 的药品专利许可给了某药品生产企业，并将药品专利许可使用费收益权让渡给了一家专门从事购买药品专利许可收益权的业务公司 Royalty Pharma，一次性获得了资产转让的收益。此后 Royalty Pharma 公司以该专利使用费收益权设立信托，并发行债权和股票[13]。虽然该证券化交易最终由于单一专利抗风险性差，以及专利资产估值误差大等因素，在专利使用权被权利人折价拍卖后遭遇了较大幅度的收益下降，进而导致证券违约，最终信托被迫进入提前摊还，交易宣告失败。但是这些原因主要属于资产池设计和资产估值等技术操作上的失误(当然也包含针对相关专利资产的市场定价机制不完善等宏观风险因素)，但与证券化所依托的法律制度结构并无太大关联。而“凯得租赁 2019”在同样面临上述技术层面的风险、市场定价机制不完善和正常商业交易风险的情况下，还会面临我国企业资产证券化法律框架下的风险隔离不完善等制度性问题，从而增加证券的信用风险。

3.2. 知识产权证券化下的风险隔离

资产证券化中的风险隔离以真实出售和破产隔离为主要内容。真实出售是为了让原始权益人的债务或破产风险不会波及到基础资产；而破产隔离的功能则是有效地隔绝资产支持证券的投资者的破产风险，以及避免 SPV 本身出现破产等导致它不能有效、持续持有基础资产的风险[14]。而为了满足上述要求，其共同出发点应当是理清基础资产在证券化交易中的权属问题。

我国企业资产证券化所采用的 SPV 组织形式都是“资产支持专项计划”，其本质只是一束合同，并不具有法律人格，不能作为法律上之财产权的权利人。因而在“凯得租赁 2019”以及我国其他采取“资产支持专项计划”的企业资产证券化交易中，基础资产的权属往往是归于专项计划的管理人。由此固然不存在所谓 SPV 的破产风险，但是基础资产作为专项计划管理人名下的财产，很可能受到该管理人自身破产风险的威胁。

虽然根据证监会 2014 年发布的《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》第 5 条

之规定，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。但是有观点认为，在管理人破产的情况下，即便证券持有人依据上述第五条之规定向法院提出抗辩，法官也很可能依据上位法优于下位法的原则，根据民法典物权编、合同编和破产法而不是《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》，判定基础资产为专项计划管理人的破产财产，允许破产管理人对其进行分配以向破产债务人的其他债权人进行清偿^[15]。故而即使基础资产满足真实出售的要求，以“资产支持专项计划”之形式设立的 SPV 也无法发挥破产隔离的功能，或至少具有较大的不确定性。

由此看来，前述“奇艺世纪 2018”产品通过将基于版权交易的应收账款债权转让给资产支持专项计划的管理人，虽然隔绝了原始权益人(保理公司)的债务和破产风险从而完成了真实出售，但却不能与管理人(证券公司)实现破产隔离。而“凯得租赁 2019”的交易过程中则仅仅是流转专利使用权，甚至未能在严格意义上完成基础资产真实出售的要求。因为专利使用权合同是继续性合同，使用权人将来持续地使用专利是产生未来现金流的前提，与版权转让所形成的确定的应收账款债权不同，该种未来产生的现金流至多是一项对专利使用费的请求权，在缺乏信托制度加持的情况下，本身难谓满足法律上之财产权的要求，也就难以实现法律意义上的权利转让以及相应的权属变更的法律效果，因而这种交易不能构成严格意义上的基础资产的真实出售。

退一步讲，即使认为真实出售的条件得到满足，但如前所述的破产隔离功能还是无法实现。尤其对于专利许可合同而言，作为一种继续性合同，其很有可能被认定为我国破产法下的“双方均未履行完毕的合同”。此时破产债务人的管理人有权决定是否继续履行，若管理人决定不再继续履行合同，则以专利使用权为基础的未来可能产生的现金流将不再产生，继而针对专利使用费的债权请求权也就自始不能发生。最终证券投资者的投资利益也就无法得到基础资产的保障。

有观点认为，我国企业资产证券化交易之所以无法搭建满足真实出售和破产隔离要求的稳定法律架构，主要是因为商事组织法层面的制度供给缺失。在美国资产证券化实践中，用以构建 SPV 的通常组织形式如公司、信托等，在我国的制度框架下，无法发挥同样的作用。因为一方面法律对公司组织结构的复杂要求使 SPV 不适宜采取公司制度，另一方面信托被特许机构垄断经营而成为金融牌照业务，使得信托也难以被应用于企业资产证券化的广阔领域^[14]。因此才有“资产支持专项计划”这样一个欲行信托之实却难以如愿的“特色”制度设计。于是企业资产证券化在如此的制度环境下，脱离了资产信用，被迫回归到对主体信用的依赖。

笔者认为上述结果与信贷资产证券化领域的双 SPV 结构形成了一种殊途同归的映照。2010 年我国银行信贷收紧之后，银信合作成为银行表外放贷的主要途径和利润来源。为盘活由此产生的信托受益权，以向企业发放贷款的信托作为第一层 SPV，再以信托受益权作为基础资产，设立专项计划这第二层 SPV 来发行证券募集资金，从而形成引入资本市场资金来发放贷款的业务模式。但是该种模式的核心风险在于，“信托受益权的利益分配，主要来源于企业对信托贷款的还本付息，只有企业具备清偿能力并按时履约，信托财产才能产生足够的收益并按时分配，投资者也才能及时取得投资收益，其投融资法律关系仍建立在企业信用之上。”^[16]如此可见，无论是信贷资产证券化还是企业资产证券化领域，似乎都形成了这样一个怪圈：市场中(尤其中小)企业主体信用越是不值钱，越是融资难；而融资反过来又越是依赖主体信用，由此增加投资人风险，之后越是恶化企业主体信用的市场价值，又进一步导致融资难。上述恶性循环反映出了我国资产证券化整个制度的体系性缺陷。

4. 结语

我国企业知识产权资产证券化已有诸多尝试，但仍处于起步阶段。诸如供应链模式和专利许可授权模式等证券化交易模式，本身作为一种在我国方兴未艾的商业模式，具有较高的创新意义；在实用性上，

对于帮助中小企业盘活知识产权等无形资产，以从资本市场获得低成本、高效率的融资也具有较大的推动和促进作用。本文所分析的两例证券化产品也都已经按照发行之初的约定兑现投资者收益，属于在整体操作过程中较为顺利，且在结果上也比较成功的典型案例，取得了不错的实践和示范效果。

但是这些产品设计依托的法律制度中所蕴含的，有关知识产权的基础资产估值困难，有关基础资产权属归依，风险隔离失效等问题仍然有待立法、司法和商业实践的进一步回应。妥善解决这些具体的制度问题，对于纠正我国资产证券化融资方式过度依赖主体信用的体系性缺陷，让资产证券化回归资产信用的本来初衷，以及对于保护资本市场投资者权益和改善中小企业融资环境都具有重要的意义。

参考文献

- [1] 陈柏彤, 马叶琳, 鲍新中. 我国专利资产证券化典型模式比较[J]. 科技管理研究, 2021, 41(24): 151-158.
- [2] 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(2): 1-9.
- [3] 王芳. 知识产权证券化的困境及解决方案——基础资产重组的双 SPV 模型[J]. 金融理论探索, 2020(6): 59-71.
- [4] 谢黎伟. 美国的知识产权融资机制及其启示[J]. 科技进步与对策, 2010, 27(24): 40-44.
- [5] 陈焕. 鲍伊债券——资产证券化界的“摇滚明星”[J]. 债券, 2015(7): 80-82.
- [6] 苏平. 美国知识产权资产评估方法选择及其启示——以我国上市公司的知识产权资产评估为视角[J]. 知识产权, 2010, 20(3): 87-94.
- [7] 周衍平, 徐华杰, 陈会英. 知识产权证券化定价及最优风险概率评估——基于改进的三叉树模型[J]. 金融发展研究, 2022(5): 71-79.
- [8] 宣晓影. 我国供应链金融资产证券化的发展现状[J]. 现代商业银行, 2022(10): 44-47.
- [9] Gelsomino, L.M., Mangiaracina, R., Perego, A. and Tumino, A. (2016) Supply Chain Finance: A Literature Review. *International Journal of Physical Distribution & Logistics Management*, **46**, 348-366. <https://doi.org/10.1108/IJPDLM-08-2014-0173>
- [10] 杨跃云. 供应链金融应收账款资产证券化信用风险研究[J]. 中国注册会计师, 2022(2): 60-63.
- [11] 陈中洁, 于辉. 资金约束背景下反向保理供应链合作[J]. 中国管理科学, 2018, 26(12): 113-123.
- [12] 鲍新中, 陈柏彤. 中国情境下知识产权证券化模式及关键要素设计——基于多案例的比较分析[J]. 经济体制改革, 2021(5): 136-143.
- [13] 邹小芑, 王肖文, 李鹏. 国外专利权证券化案例解析[J]. 知识产权, 2009, 19(1): 91-95.
- [14] 沈朝晖. 企业资产证券化法律结构的脆弱性[J]. 清华法学, 2017, 11(6): 61-74.
- [15] 刘瑛, 刘思海. 中美知识产权证券化的基本情况及特殊目的机构对比——以中国首两例知识产权证券化案例为视角[J]. 河南师范大学学报(哲学社会科学版), 2021, 48(1): 55-66.
- [16] 洪艳蓉. 双层 SPV 资产证券化的法律逻辑与风险规制[J]. 法学评论, 2019, 37(2): 84-98.