

我国实行资产证券化的法律制度环境问题研究

王爱君

(厦门大学经济研究所, 福建厦门 361005)

[摘要] 目前我国亟需资产证券化来解决经济社会中的一系列重大问题, 而推行资产证券化的关键是如何使资产证券化与我国现行法律相适应的问题, 来自法律制度环境的阻力将是资产证券化的主要障碍, 这已为亚洲许多国家的经验所证明。剖析我国法律中与资产证券化要求不相适应的方面并提出相关建议是本文宗旨之所在。

[关键词] 资产证券化; 证券化; 法律制度

[中图分类号] F831.5 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1003-4145(2006)06-0064-03

资产证券化是指将缺乏流动性但能够产生可预见的稳定现金流的资产, 通过一定的结构安排, 对资产中风险和收益要素进行分离与重组, 进而转化成为在金融市场上可以出售和流通的证券的过程。实质是对证券化资产的风险与收益要素在原始权益人、发行人、服务商、投资人等参与者之间进行分离与重组, 保证基础资产能够产生出预期的现金流, 按时支付给投资者。表现在法律上, 就是通过证券化, 在各当事人之间进行权利和义务的再分配与组合, 隔离风险, 保证收益, 在投资者和资金需求者之间架起安全可靠的金融通渠道。

资产证券化在亚洲各国的推行过程中, 遇到的最大困难和障碍是法律制度障碍。在我国, 由于资产证券化是一种金融创新, 涉及证券、担保、非银行金融业务等多方面, 如果没有良好的法律制度来调整相关当事人之间复杂的法律关系, 保障各个环节的良性运转, 就可能导致风险失控。为此, 借鉴发达国家经验, 研究我国推行资产证券化可能面临的法律问题, 使资产证券化植根于中国现行的法律制度环境土壤之中, 惟其如此才能为我国资产证券化的顺利推行奠定坚实的制度基础。本节试图从以下环节分析问题并提出解决问题的建议。

一、债权让与的法律制度

债权让与, 就是原始权益人将其资产出售给 SPV, 以获取资金, 并以其资产的未来收益来偿还。资产证券化的资产让与分为出售、信托、担保融资三种方式, 与每一种方式相对应的法律制度各不相同, 表现在:

1. 有关资产出售的法律制度

从我国合同法的观点看, 证券化发起人向 SPV 转让的是资产的所有权, 其法律性质为合同债权的有偿转让, 我

国《合同法》对债权债务的转让问题作出了具体规定, 包括合同权利转让的方式、内容和效力等, 但对于合同的有偿转让等特殊问题却未能作出明确的规定。在允许抗辩权存在的情况下, 债权转让的后果将难以预料, 从而增大资产证券化的法律风险, 在发起人使用超额担保的内部信用增级方式下, SPV 给付的对价与债权的实际价值会有较大的出入^①。在这种情况下, 法院或仲裁机构能否以显失公平为由要求变更或撤销转让合同, 发起人的债权人能否以发起人超低价处置资产为由主张撤销权, 都不可预料。这使发起人和 SPV 之间真实出售的法律效力难以确认, 从而影响资产证券的信用评级和包装出售。

我国《民法通则》第 91 条规定:“合同一方将合同的权利、义务全部或部分转让第三人的, 应当取得合同对方的同意, 并不得牟利, 依照法律规定应当由国家批准的合同, 需经原批准机关批准。”此外《合同法》第 80 条规定:“债权人转让债权的, 应当通知债务人, 未经通知, 该转让对债务人不发生效力。债权人转让权力的通知不得撤销, 但经受让人同意的除外”。依据这些法律条文, 在我国发起人将基础资产上的权利和义务转移到 SPV, 要取得债务人的同意, 但因为资产池中债务人数目非常之大, 如要全部征得同意, 其困难、成本都足以使资产证券化失败。可见我国有关合同权力转让的规定是资产证券化的一个法律障碍。另规定不得牟利是证券化难以逾越的障碍。

在证券化操作实务中, 由于证券化发行媒介一般须委托发起人作为其债权管理人, 负责债权的管理和回收工作, 是否通知债务人对资产证券化的运作并无太大影响。在债务人人数众多、分布广泛、流动频繁的情况下, 为降低成本, 一些国家如泰国等规定, 在发起人担任债权管理人的

收稿日期: 2006-04

作者简介: 王爱君, 厦门大学经济研究所博士研究生。

①通常情况下, SPV 给付的对价只有资产实际价值的 25% 左右。

情况下, 债权的转让可不必通知债务人。我国合同法可以考虑采用这一的规定。资产证券化过程的一个关键环节是基础资产的真实出售。只有实现了真实出售, 才能确保证券化的基础资产与原始权益人的破产隔离, 以保障资产支持证券投资者的利益。如果法院判定发起人应收账款组合出售是非真实出售, 则一旦出售人受到破产程序约束, 应收账款组合将被法院认为仍然是原有出售人的财产, 从而为证券的购买者带来风险。为防范资产证券化涉及的发起人破产的风险, 美国对每一笔帐款的出售均要由法院判定其是否为真实出售。我国目前对应收帐款的真实出售还没有法律规定, 也没有相应的会计处理办法。对应收帐款的真实出售做出明确规定, 是我国推行资产证券化必须解决的问题。

2. 担保融资的法律条件

我国《担保法》第 50 条至第 52 条明确规定, 抵押权不得与债权分离而单独转让或者作为其他债权的担保。抵押权与其担保的债权同时存在, 债权消灭的, 抵押权也消灭。在担保融资的情况下, 发起人不是将基础资产出售给 SPV, 而是作为向 SPV 融资提供的担保。我国抵押权从属于债权的法律规定, 使得抵押权本身不得作为交易的客体在市场上流通。但在国际上担保证券一般要求抵押权具有流动性。根据我国的法律, 发起人在实施证券化技术时, 将贷款的债权自发起人转至 SPV, 在转移贷款的同时必须连同抵押权一并转移, 这会造成操作上的困难。在我国未建立起完善的不动产登记制度之前, 实施抵押权的流通是不可行的。

二、破产隔离的法律制度

破产隔离是指与发起人、SPV 及 SPV 母公司的破产隔离, 这些公司的破产不影响证券化的资产, 证券化的资产不作为这些主体的破产财产用于偿还破产主体的债务。破产隔离是资产证券化过程中的一个重要的技术问题, 它直接关系到证券化的成本、效果, 乃至整个方案的成败。破产隔离主要涉及以下几个方面的法律问题。

1. 资产支持证券与发起人的破产隔离

① 在发起人将基础资产出售给 SPV 的情况下, 我国破产法规定, 人民法院在受理破产案件 6 个月前或至破产宣告之日期间内, 破产企业非正常压价出售财产的应予追回并列入破产财产。据此只要发起人出售资产的行为不发生在其破产案受理前 6 个月至宣告破产期间, 且非压价出售, 此资产出售就不受发起人破产的影响, 就做到了与发起人的破产隔离。② 在采用信托方式即发起人将资产信托给 SPV 时, 原始权益人转移给 SPV 的证券化资产成为具有独立法律地位的信托财产, 在名义上归 SPV 所有, 原始权益人的经营风险不会殃及信托财产, 即使破产, 其债权人也没有对信托财产的追求权。可见, 信托方式可以做到破产隔离。③ 在采用担保融资的形式下, 我国破产法规定:

“已作为担保物的财产不属于破产财产”, 可见, 采用担保融资方式让与基础资产可以做到与发起人的破产隔离。

2. 资产支持证券与 SPV 及 SPV 母公司的破产隔离

我国破产法规定, 公司一旦破产, 除了设置担保、抵押的财产和信托财产, 公司其余所有的财产均要用来清偿所欠债务。据此 SPV 在进入破产程序后, 它从发起人处购得的证券化的资产也要列为破产财产, 这会使资产证券化流产。因此在设计资产证券化方案时, 应采取如下几点措施。首先, 将证券化的资产设计为证券偿付的担保、抵押或质押物将可与 SPV 破产相隔离; 其次, 限制 SPV 的经营范围, SPV 不得从事资产证券化以外的业务, 并禁止其进行任何其他经营和投资活动; 最后, 将基础资产设计为信托资产以免于破产清算。

SPV 母公司一旦破产, SPV 作为其对外投资也将被列为破产财产用来偿还母公司的债务, 所以证券化的资产还要与 SPV 的母公司破产隔离。如果将证券化的资产作为证券支付的担保、质押或作为信托财产, 就实现了与 SPV 母公司的破产隔离。另外, SPV 还应该遵循有关保持 SPV 分立的契约, 保持簿记及记录同其他任何机构及个人分立; 保持资产不同任何其他机构的资产混合; 只以自己的名义开展业务; 保持分立的财务报表; 遵守公司所有规章制度; 不同其他机构发生关联方关系; 不对任何其他机构提供担保或为其承担债务, 或者用自己的资金为其他机构提供债务保证; 不用自己的资产为其他机构提供债务保证; 不用自己的资产为其他机构提供抵押, 保持完全是一个独立的实体。

三、关于构建 SPV 以及发行资产支持证券的法律问题

SPV 的主要业务是购买基础资产并发行资产支持证券, 这要求其必须具有以证券融资的资格。在我国现行法律制度下, 组建这样的公司有障碍。因为 SPV 是为了便于融资而特别设置的一个空壳公司, 没有或很少有固定的场地、人员, 其经营范围也只限于证券化业务。我国《公司法》第 23 条规定, 有限责任公司的注册资本不得少于法定的最低限额。^① 只有具备法定条件的公司方可发行公司债券。这使 SPV 难以获得公司法人注册和取得法律上的独立人格地位, 也不具备公开发行证券的资格, 这说明 SPV 的合法身份须经对现行《公司法》修改才能加以确认。在《企业债券管理暂行条例》及《贷款通则》等法规中对证券主体的发行资格、条件的规定, 使 SPV 无法成为发行人。另外, 对证券发行规模、种类的限定, 与资产证券化多种类、多级别的性质相矛盾。

我国《公司法》第 177 至 180 条规定, 公司应当提取法定盈余公积金和公益金。公积金用于弥补亏损、扩大公司规模或转增股本, 公益金用于职工的集体福利事业。由于通常 SPV 需将绝大部分收益(一般不低于 95%) 返还给投资者, 自身很少留利, 因此在现行的公司法律制度下, SPV

① 我国《公司法》第 23 条规定, 有限责任公司的注册资本不得少于以下最低限额: 以生产经营为主的公司为人民币 50 万元; 以商品批发为主的公司为人民币 50 万元; 以商品零售为主的公司为人民币 30 万元; 科技开发、咨询、服务性公司为人民币 10 万元; 股份有限公司最低注册资本为人民币 1000 万元。

将因违反了公司财务会计制度而受到《公司法》第 216 条的处罚。

四、信用增级与信用评级的法律制度

资产支持证券的信用增级方式包括内部增级和外部增级。在现行法律环境中，我国可采用由专业保险公司提供保险的外部信用增级方法。而对于国际上采用的内部信用增级方法如直接追索、资产储备，我国都可以在现行法律环境中采用。

在证券化过程中使用超额抵押的做法与《破产法》中的有关规定相冲突，使信用增级的效果降低。超额抵押是发行人在向原始权益人购买证券化资产时不支付全部价款，而是按一定比例的折扣支付给原始权益人，从而产生超额抵押。根据我国《企业破产法》第 28 条的规定：“已作为担保物的财产不属于破产财产，担保物的价款超过其所担保的债务数额的，超过部分属于破产财产。”按照这一规定，SPV 与其他债权人一样，不具备优先追索权，原始权益人的破产将直接影响资产支持证券的持有人。

信用评级是对发行人偿债能力的评定。资产支持证券的评级是投资者进行投资选择的重要依据，因此独立、客观的信用评级是资产证券化成败的关键。证券评级机构必须对被证券化的资产的信用风险进行中立的、科学的、公正的评估，以便投资者能够依据评级机构出具的资信评级结果做出正确的投资决策。而我国的信用评级制度不完善，评级机构的体制和组织形式不符合中立规范的要求，评级机构的运作很不规范，信用评级透明度不高，缺乏中立性及科学的评估标准体系，使其缺乏公正性、权威性，甚至可能肆意美化资产，随意提高其信用级别。因此，完善或重建适应证券市场需要的信用评级机构，制定确定信用评级机构的法律地位的法律及科学的评估体系的法律是资产证券化成败的重要因素。

五、税收与会计制度

能否妥善解决资产证券化过程所涉及的会计、税收问题，是证券化成败攸关的问题。资产证券化过程涉及到许多会计处理问题，牵涉到被证券化的资产和相关债务是否应该被分离出资产负债表，即是表外处理还是表内处理的问题，牵涉到特设信托机构是否需要和证券化发起人合并财务报表的问题以及证券化资产的定价、资产证券发行的会计处理问题等。不同的会计处理方式会导致不同的证券化成本和收益。在资产证券化过程中传统财务会计的要素定义、确认标准和计量基础已经无法很好地解释和规范资产证券化业务，在理论和实践中都产生了混乱。目前我国相应的资产证券化的会计处理制度基本上是一片空白，主管部门很难根据统一的会计准则对证券化业务实行有效的监控。因此迫切需要制定一套完善的关于资产证券化的会计制度。

税收问题直接影响资产支持证券的融资成本，如何控制成本是资产支持证券的相关当事人的目标。资产证券化过程中涉及的税务问题主要包括：资产证券化融资收益是否征收所得税，资产转让是否征收营业税和印花税；是否征收预提税。在流转税方面，如果原始权益人以资产转

让的方式出售资产，那么任何收益都被记入损益表内，要缴纳所得税，然而如果证券化产生了损失，税务机关可能会认为该资产的出售不在发起人的正常经营范围以内，因而所产生的损失不能扣税。这种处理欠妥当，从税收中性化的原则出发，证券化所带来的任何收益或损失都应当作为计税依据。所以损失是否可以扣税需要在法律上明确。如果资产证券化融资作为表外融资处理，资产的转让被认定为真实销售，就需要缴纳营业税，这使资产证券化融资的成本大大高于其它融资方式的成本，甚至于无法推行。根据印花税法例及其实施细则，买卖合同和资产转让合同均需缴纳印花税。由于资产证券化交易额十分巨大，即使以交易额的很小的比例来征收，都是一个庞大的数字，从而极大地增加了融资成本。如果特设机构设在海外，且资产证券化为内部融资，外汇的汇出要缴纳预提税。

鉴于以上分析，笔者认为目前我国推行资产证券化的当务之急是构筑适宜的法律制度环境。建议如下：

1. 完善资产证券化的法律法规体系。

我国应该尽快完善与资产证券化推行相关的法律法规体系，一方面应尽快制定有关 SPV 的市场进入、经营和退出等方面的法律法规，另一方面需要对相关法律条文进行适当的修改，但应该看到，如果就证券化业务的需要而对相关法律条文进行修改，其复杂性和难度都很大，可以考虑制定一项有关证券化业务的整个流程的临时立法。

2. 采取法律措施促进和规范中介服务机构的发展。

资产证券化涉及的中介机构主要有担保和评级机构。担保机构由于自身利益的约束，必然使被证券化资产的定价与其实际价值相符从而保护了投资者的利益，评级机构可以利用其专业知识技术给投资者提供所需要的信息以降低交易成本，应该借鉴国外先进的资产评级经验，建立一个适合我国国情的资产评估标准体系，培养一批在国内具有权威性，在国际上具有影响力的资信评级机构。鉴于我国信用评级机构发展的现状，目前可以考虑由国家财政提供信用担保，以提高投资者的信心。同时建议引进国际著名评级机构进行评级，引进先进的资信评级经验，以利于提高自身的水平。

3. 修改现行的会计和税收法规，促进资产证券化的发展。

根据我国现行的会计和税收法规及现实情况，制定与资产证券化相适应的会计处理制度，对表外处理、合并报表和收益及损失的确认等方面的会计处理做出明确规定。另外为推动其发展，建议在试行阶段免征或减征营业税和印花税，以降低资产证券化的融资成本。

参考书目：

- [1] 王平.《资产证券化后的法律问题探析》，[C]《上市公司》（2000 年第十二期）。
- [2] 王开国.《资产证券化》，[M] 1999, 12.
- [3] 沈沛、许均华、刘敏.《资产证券化的实务与操作》，[J].《中国证券报》，1998 年 7 月 2 日。

（责任编辑：云帆）