

资产证券化法律制度： 问题与完善建议

丁 丁* 侯凤坤**

摘要:本文从我国资产证券化发展现状入手,通过对分业经营、分业监管模式下资产证券化业务存在的法律问题进行综合分析,检讨我国现行法律制度的不足,提出完善我国资产证券化相关法律制度的建议,以期实现资产证券化业务在我国的发展壮大。

关键词:资产证券化 特定目的机构 分业经营 分业监管

导 言

资产证券化(asset securitization)是指投资者依靠发行人应收账款现金流的信用和预期,使缺乏流动性的债权转化为可流通的资本证券财产权。^[1]资产证券化具有结构化融资的特点,可以将原来不

* 对外经济贸易大学法学院教授,法学博士。

** 对外经济贸易大学法学院博士研究生。

[1] 何小锋:《资产证券化:中国模式》,北京大学出版社 2002 年版,第 220 页。

易流动变现的相关权利,利用“资产证券化”的组织架构,转换为单位化、小额化、易于流通的债券形式。它有利于盘活企业资产,提高资产流动性,帮助企业获得银行贷款、发行股票或债券之外的新的融资渠道,为投资者提供多样化的投资渠道,同时,对于分散风险、降低系统性风险等也具有重要意义。〔2〕作为世界金融领域最为重大和发展最为快捷的金融创新之一,资产证券化在我国的发展却十分缓慢,主要原因在于我国基础法律制度不够完善,而且制度之间的协同性不够。解决这些法律问题并推动资产证券化业务大发展,已经成为国内理论界和实务界共同关心的焦点。

一、我国资产证券化业务的发展情况

资产证券化源于20世纪70年代美国的住房抵押贷款证券化,是为解决住宅抵押贷款中金融机构的财务问题而产生的财务工具,〔3〕随后在英国、德国、法国、日本、韩国以及我国台湾地区等发达市场相继得到较大的发展。目前,资产证券化的基础资产已经从单一抵押贷款发展到信用卡消费、汽车贷款、不良债权、知识产权等多种类型,资产证券化已成为全球金融产品创新的潮流。

我国第一份资产证券化产品始于1992年海南省三亚市建设总公司发行的“三亚地产投资券”,〔4〕随后一直处于小幅摸索阶段。2005年3月,国家开发银行、中国建设银行获准成为试点单位,分别进行信贷资产证券化和住房抵押贷款证券化的试点工作,标志着资产证券化业务的一个分支——信贷资产证券化正式在我国拉开帷幕。〔5〕同年8月,中国联通CDMA网络租赁费收益计划作为首单资产证券化产品在上海证券交易所成功发行。2005年至2008年,我国资产证券化发行数量和规模得到了较快增长。2008年国际金融危机沉重打击了高速

〔2〕 谢永江:“资产证券化特定目的机构研究”,中国政法大学2004年博士学位论文。

〔3〕 吴海峰:“资产证券化理论和实践研究”,南京农业大学2003年博士学位论文。

〔4〕 左涛:“中美资产证券化对比研究”,载《财政研究》2014年第2期。

〔5〕 李翔:“我国信贷资产证券化发展问题研究”,河北大学2014年硕士学位论文。

发展的资产证券化市场，〔6〕出于宏观审慎和控制风险的考虑，我国监管部门停止了对资产证券化产品的审批发行。〔7〕直到2012年，资产证券化业务方陆续重启，政府开始支持资产证券化发展，资产证券化产品发行数量和规模巨幅增加。统计显示，截至2014年8月14日，我国信贷资产证券化债券当年已总计发行2192.95亿元，证券公司专项资产证券化债券当年累计发行规模356.17亿元。〔8〕2013年3月15日中国证监会发布《证券公司资产证券化业务管理规定》，简化审批程序，扩大基础资产的范围，有意将资产证券化由试点业务变为常规业务。但是，紧随而来的中国证监会机关各部门调整，带动证券公司资产证券化业务的具体规则仍在调整中，这些都在客观上造成证券公司资产证券化业务暂时停滞。〔9〕

资产证券化作为一项可以实现多赢局面的金融创新产品，在我国却发展缓慢，这里既有国际金融危机以来决策层对于资产证券化业务的认识尚需逐步深入的原因，更有我国相关法律制度不够完善和分业监管的掣肘问题。

二、资产证券化法律制度存在的问题

资产证券化的法律本质是以对被证券化资产的担保为手段，通过公开发行业券以获取基础资产流动性的金融活动。其基本运行过程为：有资金需求的企业或金融机构（即发起人），将基础资产中能产生现金流、但流动性较低的具有同质性的资产集合组成资产池，设立特定目的机构（special purpose vehicle, SPV），由发起人将基础资产转让给特

〔6〕 左涛：“中美资产证券化对比研究”，载《财政研究》2014年第2期。

〔7〕 武昊、陈胤江：“资产证券化在我国的发展、现状及前瞻”，载《中国经贸导刊》2014年第26期。

〔8〕 余吉力、陈沛麒：“资产证券化：影响及风险”，载《中国经济报告》2014年第4期。转引自中国华网，<http://www.huaw.co/channel/sdc/cjy/2014-04-03/955834.html>，2014年9月23日访问。

〔9〕 程丹：“券商资产证券化业务审核体制将调整”，载证券时报网，http://epaper.stcn.com/paper/zqsb/html/2014-03/03/content_549956.htm，2014年9月23日访问。

定目的机构,再由特定目的机构发行各种股票、公司债、商业本票或信托收益凭证等证券,在金融市场上向投资者销售以募集资金。^[10]当前我国资产证券化产品主要有信贷资产证券化产品、企业资产证券化产品和资产支持票据三种类型。其中,由于资产支持票据的产生不必经设立特定目的机构,并不属严格意义上的资产证券化产品,故本文不做具体论述。

信贷资产证券化和企业资产证券化法律关系复杂,各自运行过程中都涉及基础资产转让、登记、公示等环节和银行、税务、信托、公司、破产、证券等领域的众多法律规范,而现有法律规范并不足以诠释资产证券化所需的各个法律关系。同时,我国分业经营、分业监管的模式也导致信贷资产证券化和企业资产证券化的规则基础、交易场所、监管模式互不协调。此外,我国整体税负水平过高和证券化产品交易制度不完善也构成资产证券化健康发展的障碍。下面,笔者针对上述问题详细分而论之:

(一) 分业监管模式下缺少统一规则

我国实行金融行业分业经营、分业管理的监管模式,信贷资产证券化由中国人民银行、银监会监管,发行的证券化产品在银行间市场流通;企业资产证券化由证监会监管,^[11]发行的产品在证券交易所流通。中国人民银行、银监会和证监会对资产证券化的认识过程并不统一,也缺少统一机构牵头推动统一立法。在缺少上位统一立法的情况下,中国人民银行、银监会和证监会针对信贷资产证券化和企业资产证券化两种业务分别出台了系列规定,由此产生的一个问题是,这些规定比较分散,缺乏统一性和系统性。如证券公司资产证券化的会计、税收等处理均需参照适用信贷资产证券化规则,而这种参照适用的办法是无法

[10] Jonathan C. Lipson, *Re: Defining Securitization*, a “true” securitization transaction, 2 ultimately characterizing it as “a purchase of primary payment rights by a special purpose entity that (1) legally isolates such payment rights from a bankruptcy (or similar insolvency) estate of the originator, and (2) results, directly or indirectly, in the issuance of securities whose value is determined by the payment rights so purchased.” 85 S. CAL. L. REV. 1229 (2012).

[11] 由于主要由证券公司担任资本中介,因此,文中又称为“证券公司资产证券化”。

完全满足企业资产证券化未来发展需要的。

我国资产证券化规则一览表

资产证券化类型	发文部门	发文时间 (年-月-日)	文件名称或主要内容
信贷资产证券化	中国人民银行 银监会	2005-4-20	《信贷资产证券化试点管理办法》
	财政部	2005-5-16	《信贷资产证券化试点会计处理规定》
	建设部	2005-6-15	《关于个人住房抵押贷款涉及的抵押权变更登记有关问题的通知》
	中国人民银行	2005-6-15	《关于就资产支持证券在银行间证券市场的登记、托管、交易和结算等有关事项的公告》
	银监会	2005-11-7	《金融机构信贷资产证券化监督管理办法》
	财政部 国税总局	2006-2-20	《关于信贷资产证券化有关税收政策问题的通知》
	银监会	2009-12-23	《关于规范信贷资产转让及信贷资产理财业务有关事项的通知》
	银监会	2009-12-24	《关于进一步规范银信合作有关事项的通知》
	中国人民银行 银监会、财政部	2012-5-17	《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》
	中国人民银行	2005-6-13	《资产支持证券信息披露规则》
	中国人民银行	2007-8-21	《关于信贷资产证券化基础资产池信息披露有关事项的公告》
	中国人民银行 银监会	2013-12-31	《规范信贷资产证券化发起机构风险自留行为》

续表

资产证券化类型	发文部门	发文时间 (年-月-日)	文件名称或主要内容
证券公司资产证券化	证监会	2003-12-18	《证券公司客户资产管理业务试行办法》
	证监会	2006-5-14	《关于证券投资基金投资资产支持证券有关事项的通知》
	证监会	2009-5-21	《关于通报证券公司企业资产证券化业务试点情况的函》及其附件《证券公司企业资产证券化业务试点指引(试行)》
	证监会	2012-10-9	《证券公司客户资产管理业务办法》
	证监会	2013-3-15	《证券公司资产证券化业务管理规定》

多头监管、多头立法模式衍生出来的第二个问题是相关规则的法律层级不够高。无论是作为部门规章的《信贷资产证券化试点管理办法》，还是作为规范性文件的《证券公司资产证券化业务管理规定》，法律层级都不够高，一旦出现纠纷，相关主体的基本权利在司法实践中恐怕得不到法律救济。

多头监管、多头立法模式衍生出来的第三个问题是可能导致部门本位主义泛滥，监管效率低下，监管成本上升，责任划分不清等弊端，反而限制了我国资产证券化的发展速度与规模。^[12]

(二) 特定目的机构的法律性质不明

资产证券化的核心是“构造”和“转换”，即通过构造一个特定目的机构，发起人对基础资产重新配置，组合形成资产池，并将资产池真实销售给特定目的机构，从而实现基础资产与发起人的风险隔离和对投资者

[12] 若离：“中国资产证券化井喷 ABS 产品今年规模骤增 777%”，载华尔街见闻，<http://wallstreetcn.com/node/208558>，2014 年 9 月 23 日访问。

的保护。这里,特定目的机构的组织形式是资产证券化中的核心法律问题。^[13]

在当前实践中,特定目的机构的组织形式比较常见的是特定目的信托(special purpose trust, SPT)和特定目的公司(special purpose company, SPC)。我国资产证券化实践中较多适用的是特定目的信托,证监会针对企业资产证券化还创建了专项资产管理计划这一特殊工具。^[14] 特定目的公司则基本没有被采用,主要原因是我国《公司法》关于公司设立法定公积金和法定公益金提取等规则较为烦琐,资产转让环节税费较多。而特定目的信托和专项资产管理计划的类信托模式虽然大多适用,但也存在一定问题。

1. 特定目的信托的登记问题

特定目的信托因其信托财产属独立财产的特点,^[15]可以实现破产隔离,并避免特定目的公司的缴税问题,成为目前我国资产证券化较为可行的模式。银监会《信贷资产证券化试点管理办法》第16条也规定:“受托机构由依法设立的信托投资公司或银监会批准的其他机构担任。”但由于我国信托登记制度尚未建立,导致资产是否属于信托财产的认定标准及证明方式容易发生争议。^[16]

此外,我国现行特定目的信托模式只适用于简单资产证券化,不能满足复杂现金流分拆、合成后再证券化等更高阶段的需求。

2. 专项资产管理计划的法律属性问题

《证券公司资产证券化业务管理规定》第2条规定:“……证券公司通过设立特定目的载体开展资产证券化业务适用本规定。前款所称特

[13] 如果选择特定目的信托作为特定目的机构的组织形式,那么证券化采取的转让方式是信托,依托信托财产的独立性实现真实销售,以达到破产隔离的目的。如果选择特定目的公司作为特定目的机构的组织形式,那么证券化采取的转让方式往往是让与,在转让过程中通常需要对其真实销售加以实质性判断。

[14] 《证券公司资产证券化业务管理规定》第2条第3款规定:“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。”

[15] 我国《信托法》第2条规定:信托是基于对受托人的信任,委托人将其财产委托给受托人,受托人以自己的名义按委托人的意愿管理或处分财产的行为。

[16] 李恩惠:“资产证券化核心法律关系探究”,载《法制与经济·学术争鸣》2014年第7期。

定目的载体,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定目的载体。”这里的专项资产管理计划并非独立的法律主体,本身无法发挥其作为特定目的机构的作用,包括无法签署和履行相关协议。

除此之外,还存在上下位法律规则的统一性问题,国务院《证券公司监督管理条例》第 59 条规定,“证券资产管理客户的委托资产属于客户”,即证券公司与客户之间属于资产委托关系。作为证监会根据《证券公司监督管理条例》制定的规范性文件,《证券公司资产证券化业务管理规定》创设的专项资产管理计划法律属性是什么,到底应认定为委托财产关系还是信托关系,一旦出现争议,将会产生不同理解,使得证券投资者权利行使和保护机制存在不确定性。

(三) 未来债权转让的公示规则缺失

资产证券化是一个物权债权化的过程,^[17]《证券公司资产证券化业务管理规定》第 8 条规定的基础资产包括企业应收款、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产以及中国证监会认可的其他财产或财产权利。这里的受益权、收益权等与实实在在的应收账款不同,基于物权又不是物权,理论界称之为未来债权。^[18]我国《民法通则》、《合同法》中目前都没有关于未来债权的规定,2012 年出台的《最高人民法院关于审理买卖合同纠纷案件适用法律问题的解释》第 3 条第 1 款规定:“当事人一方以出卖人在缔约时对标的物没有所有权或者处分权为由主张合同无效的,人民法院不予支持。”该规定表明我国现行法律实质上已经认可未来债权让与合同的效力。

未来债权可能存在的问题是公示问题。我国《合同法》第 80 条第 1 款笼统规定:“债权人转让权利的应当通知债务人,未经通知的转让对债务人不发生法律效力。”这一规定使得债权转让生效受制于债权人对债务人的通知。《证券公司资产证券化业务管理规定》第 9 条规定:“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

[17] 谢永江:“资产证券化特定目的机构研究”,中国政法大学 2004 年博士学位论文。

[18] 许多奇:“资产证券化中的债权让与法律问题”,载《武汉大学学报》(哲学社会科学版)2004 年第 1 期。

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。”当证券化的基础资产为债权时,可以按照有关法律规定将债权转让事项通知债务人。但是,现实经济社会中还存在着大量未来债务人不确定的情形,如受益权、收益权这样的未来债权,债务人是不能确定的,债权人要全部或部分转让债权时,根本无法逐一通知到每个债务人。对于该种未来债权如何做到通知?不通知的法律后果会怎样?现有规则并没有给出明确答案。这一法律规定的不足使得债权人转让未来债权的效力存在缺陷,基础资产安全性缺失。

(四) 资产转让的真实销售标准欠缺

所谓真实销售是指发起人将合格资产转让给合格实体的行为,^[19]这种行为产生的结果是将已转让的合格资产排除在发起人的财产范围之外。^[20]资产证券化中的真实销售问题直接关系到证券化资产风险能否得到有效隔离。^[21]如果能实现真实销售,即便发起人破产清算,已转给特定目的机构的资产收益权也不会被作为发起人的破产财产遭到追索,这一防火墙设置保护了投资者利益,确保投资者不会因发起人的破产而遭受损失。

信贷资产证券化的资产转让以信托方式实现,无须履行资产买卖中的真实销售程序,依据信托财产独立性原理即可实现与发起人的破产隔离。虽然企业资产证券化主要适用的《证券公司资产证券化业务管理规定》第3条第3款规定:“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。”但是,专项计划实际上不能独立于发起计划的证券公司,其独立性安排只能是资产证券化各参与方之间基于合同产生的义务或承诺,不具有排他性,不能对抗当事人之外的第三人,只是一种“准真实销售”。

关于资产证券化的真实销售,实践中还有一个“中国特色”的问题,

[19] 一般就是专门设立的特定目的机构。

[20] 宋晓燕:“论资产证券化中‘真实出售’的法律问题”,载《上海财经大学学报》2007年第9卷第6期。

[21] 牛松:“我国资产证券化法律冲突与障碍刍议”,载《安徽警官职业学院学报》2014年第1期。

即刚性兑付,在某些特殊情况下,即使基础资产已经在“会计”和“法律”意义上实现了“真实销售”或“破产隔离”,但就其“经济实质”而言,发起人仍然保留了相当数量的风险,形成“监管”意义上的证券化风险暴露。^[22] 当资产出现价格下降或违约时,作为基础资产原始权益所有人的银行或者其他机构迫于声誉和道德压力,仍有可能不得不购买这些证券,以保证投资者不遭受损失。^[23]

(五) 税收法律环境不够宽松

资产证券化涉及一系列资产的转移、经营和处置等环节,每个环节都可能涉及税负问题,可以说,税收优惠是资产证券化实现可操作的前提。如果每个环节与一般经营的企业一样缴纳税费,将缩小证券化各方的利润空间,从而导致资产证券化发行困难。笔者归纳了英国、法国和我国资产证券化中可能面临的税负情况(见下图),可以说明我国的资产证券化税负过重。

各国资产证券化税负情况比较表

国家	营业税	印花税	所得税
英国	—	1%,对抵押贷款资产的转让已在1971年取消 ^[24]	税收当局不仅考虑未清偿的资产本金价值与转让价格的关系,还评估资产的市场价值与转让价关系,如果资产的利率实质上超过了当前该项资产的市场利率,那么即使发起人按资产的面值进行转让,也要确认发起人存在着应税收益,从而要缴纳资本利得税
法国	—	不要求缴纳,如当事人愿意达成书面协议,也只要按税法规定,缴纳数量微不足道的固定的印花税	—

[22] 李瑞红:“金融危机背景下重新审视资产证券化的法律问题”,载《华北金融》2009年第8期。

[23] 巴曙松、曾智、朱元倩:“资产证券化与银行风险控制——巴塞尔协议Ⅲ下资产证券化的度量框架及其对我国的启示”,载《价格理论与实践》2013年第11期。

[24] 王春峰、曲万成:“资产证券化的税收问题与税收政策”,载《西安电子科技大学学报》(社会科学版)2009年第7期。

续表

国家	营业税	印花税	所得税
中国	真实销售需缴纳 5% 的营业税 ^[25]	如属借款合同, 缴纳 0.05%; 如属产权转让合同, 缴纳 0.5% 等 ^[26]	特定目的公司面临几重征税的问题: 一方面, 如实现真实销售, 转让财产的收入在扣除相应的成本费用之后, 发起人要缴纳 25% 的所得税; 另一方面, 公司本身在资产证券化中的操作所得也应缴纳所得税; 最后, 公司的股东对于其得到的红利也要缴纳个人所得税

除了总体税负水平过高之外, 还存在资产证券化专门税收规则适用范围较窄的问题, 财政部、国家税务总局颁布的《关于信贷资产证券化有关税收政策问题的通知》表现出四方面的问题:^[27]

1. 该政策仅限于信贷资产证券化, 没有对企业资产证券化或者其他资产证券化项目给出明确的支持政策;
2. 仅适用于信贷资产证券化项目所采取的特定目的信托, 对于采用特定目的公司或者特定目的合伙的情形并未作出规定;
3. 除了在印花税、所得税方面给予税收支持外, 在营业税方面并没有给出税收优惠;
4. 该通知很多条款使用“暂免”字眼, 有浓厚的过渡性质。

(六) 产品交易制度有待完善

当前, 我国证券公司资产证券化产品主要在上海证券交易所固定收益平台或者深圳证券交易所综合协议平台进行交易。由于挂牌产品规模小, 几乎没有什么流动性, 侧面反映出我国资产证券化产品交易制度仍有待完善:

1. 上海证券交易所目前只开放了一对一式的质押式回购服务, 这对资产证券化产品流动性改善作用不足;
2. 资产证券化做市商制度尚不完善, 无法进行标准券质押回购, 导

[25] 朱大旗、王伟:“资产证券化涉税问题的法律分析”, 载《美中法律评论》2007 年第 4 期。

[26] 朱大旗、王伟:“资产证券化涉税问题的法律分析”, 载《美中法律评论》2007 年第 4 期。

[27] 董静:“资产证券化 SPV 的税收法律问题探究”, 载《商场现代化》2009 年第 12 期。

致资产证券化产品发行后,没有流动性;

3. 受限于分业经营模式,证券公司主导的企业资产证券化产品还不能在银行间市场挂牌交易,产品投资收益率不高。

上述问题一定程度上影响了资产证券化产品的发行和定价。

三、资产证券化法律制度构建与完善建议

李克强总理在2013年8月28日国务院常务会议上提出要进一步扩大信贷资产证券化试点,^[28]而法律制度的完善和有效的监管机制是资产证券化在我国大力发展的基础所在。我国证券监管机构应进一步推动理论界和实务界加强研究,强化和立法机关、其他金融监管机构的沟通,推动制定统一资产证券化立法,就特定目的机构、未来债权转让、真实销售认定标准、税收优惠以及完善资产证券化交易制度等,制定明确而可操作的法律制度,以大力推动资产证券化在我国的发展。

(一) 统一资产证券化专门立法

综观国际成熟资本市场,无论是遵循英美法传统的美国,还是遵循大陆法传统的日本,都有一个共通之处,即制定专门的法律来规制资产证券化。美国早年间并没有系统对资产证券化专门立法,资产证券化的发展属于“市场自发型”,市场主体在“法无禁止即可为”的前提下,自主创新、自主发展。同时根据市场实践情况,通过对相关法律的修补和修改,以促进发展或加强监管。美国1970年推出全世界第一单资产证券化产品,但直到颁布《1984年二级抵押市场促进法》和《1986年税收改革法》,解决了资产支持证券的法律地位和证券化双重税负问题后,资产证券化才进入快速发展期。而大陆法系国家资产证券化的发展则是“制度引导型”,受“法无允许不可为”的约束,立法在资产证券化的发展中起到了重要作用。以日本为例,日本资产证券化的法律规范始于1992年的《特债法》,其后逐步形成了目前的法律规范体系。其中,1998年的

[28] “国务院决定进一步扩大信贷资产证券化试点”,载中新网,<http://www.chinanews.com/gn/2013/08-28/5218361.shtml>,2014年9月23日访问。

《特定目的公司法》以及之后的《资产流动化法》是日本资产证券化法律规范体系的重要基石。^[29]

我国资产证券化的发展路径类似于日本的政府主导模式,但我国资产证券化方面并未制定专门统一规范,正如本文前述分析指出,导致资产证券化部分实践过程与现有法律相冲突,存在法律性质模糊,法律程序不明,企业资产证券化和信贷资产证券化的基础资产不同,审批部门、发行场所、^[30]投资者、^[31]信息披露^[32]差异,以及多头监管等问题。建议借鉴其他国家和地区立法经验,尽快研究制定统一专门的资产证券化规范,以满足我国资产证券化实践的需要。

在法律层级方面,建议制定一部可以和《信托法》、《公司法》等法律相匹配的《资产证券化法》,对现有法律条款与资产证券化操作过程中的矛盾部分作出特别规定,以适应资产证券化业务的规范化发展需要。从监管体制的长远发展来看,也有必要指定单一机构负责资产证券化的监管工作。

(二) 加强资产证券化的监管协调

考虑到制定单一法律的进程比较长,短期内仍将维持分业经营、分业监管的局面。笔者建议分步走,在统一立法的长期目标实现之前,继续健全完善资产证券化监管协调机制,由中国人民银行、银监会、证监会

[29] 高蓓、张明、邹晓梅：“资产证券化的国际经验”，载《中国金融》2014年第10期。

[30] 证券公司资产证券化发行对象限定在200人以内,其交易只能在证券交易所进行,信贷资产证券化则在银行间市场发行和交易。

[31] 由于《商业银行法》限制银行投资于非银行金融业务,也不允许商业银行成为以发行抵押证券支持的单一机构,《保险法》对保险资金的运用也有严格的限制。受制于法律的限制性规定,这些大的机构投资者几乎不可能投资于企业资产证券化项目中的担保证券。

[32] 银监会专门制定了信贷资产证券化的披露规则,区分不同服务机构的职责,着力从资产池的信息、各相关机构参与证券化的有关信息以及各相关机构本身的信息三个方面构建信息披露制度体系,并通过中国货币网、中国债券信息网等途径对外披露。而针对企业资产证券化,目前尚没有完整系统的证券公司专项资产管理计划信息披露规则,实践中多是根据证券公司和客户签订的资产管理合同,按一定周期对资产由于特定目的机构发行的证券通常是以债券的形式,因此,特定目的机构与投资者形成了债权债务关系,投资者为债权人,特定目的机构为债务人。基于债的民事法律关系,投资者享有按期收回债券本金利息、转让债券、了解特定目的机构运作情况等权利,特定目的机构负有支付债券本金利息以及信息披露等义务。

等部委协调合作,进一步扩大基础资产范围,丰富证券化载体,打破部门分割,统一资产证券化产品标准和监管规则,统一发行、上市和交易规则,真正实现监管协调机制的畅通。同时,明确责任分工和合作方式,防止监管真空、重复监管和监管套利行为的产生。

(三) 构建完善特定目的机构制度

如何保证基础资产的独立性并实现基础资产的隔离是资产证券化实践中的难题,尤其以企业资产证券化最显迫切。鉴于此,笔者建议构建完善的特定目的机构制度。

1. 特定目的机构的立法层次

日本、我国台湾地区通过资产证券化单独立法对特定目的机构作出制度安排,规定更加全面和完善,值得我国借鉴。^[33] 考虑到我国的现实情况,笔者建议按照长短期目标分两个立法层次构建资产证券化中的特定目的机构制度。

第一个层次,在现行法律体系不变的前提下,修改《证券公司资产证券化业务管理规定》,将“特定目的信托”纳入该规定。正如专家所言,任何资产管理的核心法律关系都认定为信托关系。^[34] 《证券公司资产证券化业务管理规定》第2条第3款规定的“前款所述的特定目的载体,是指……专项资产管理计划或者中国证监会认可的特定目的载体”已为修改预留了空间,意味着如果中国证监会认可,可以采取其他形式的特定目的载体,比如特定目的公司、特定目的信托。考虑到有《信贷资产证券化试点管理办法》对“特定目的信托”试点在前,建议首选特定目的信托模式。在具体规则的设计上,仍须增加特定目的信托的独立性,加强其与发起人、证券公司之间的风险隔离。

第二个层次,从长远来讲,不妨参照日本和我国台湾地区的做法,制

[33] 如日本于1998年颁布的《特定目的公司法》中创设了不同于一般商法上公司的一种特殊法人制度来解决资产证券化问题,因为后来限制较多,不利于资产证券化的发展,又于2000年对该法进行了修订,并将名称改为《资产流动化法》,增设了特定目的信托制度。转引自王绍凯:“关于我国建立公司型SPV若干法律问题的思考”,载《经济师》2007年第12期。

[34] 吴晓灵:“财富管理市场与资本市场发展——兼谈证券投资基金法修改”,载新浪财经, <http://finance.sina.com.cn/money/fund/20130403/211115047341.shtml>, 2014年9月23日访问。

定专门的“资产证券化法”，针对特定目的机构采取特定目的信托、特定目的公司双轨制。^[35]这样做的好处是可以避开《证券法》和《公司法》的限制，从而制定专门适于资产证券化的规定，推进资产证券化发展。

2. 完善特定目的信托制度

无论是将特定目的信托纳入《证券公司资产证券化业务管理规定》，还是就特定目的信托单独立法，为更好地保护投资者利益，需要进一步完善特定目的信托制度。

(1) 建立受益人会议制度

信托受益人的权益应由受益人会议行使，^[36]以利于特定目的信托有效运作和保护投资者利益。建议参照我国台湾地区“金融资产证券化条例”第54条的相关规定，建立受益人会议制度。^[37]其中应包括受益人权利、受益人会议的召集、表决、决议的确认和执行等。同时，在特定目的契约的变更和终止等重大事项上，^[38]细化受益人会议决议的程序性规则。

(2) 建立信托监察人制度

信托监察人是为信托受益人的利益而设立的保护其权益的人。我国《信托法》第64条确立了信托监察人制度，但仅适用于公益信托，而日本、我国台湾地区的“信托法”均将信托监察人扩展到私益信托领域。建议借鉴日本和我国台湾地区做法，将信托监察人制度扩大到资产证券化领域，从而更全面保护投资者利益。同时，参照我国台湾地区“金融资

[35] 我国台湾地区“行政院”的“金融资产证券化条例草案”仅规定特定目的信托，但是在“立法院”审议中考虑到信托和公司形态各有利弊，应给予市场主体自由选择权，所以正式立法规定了特定目的信托和特定目的公司双轨制的证券化结构。

[36] 比如，日本《资产流动化法》第240条规定，特定目的信托受益人及委托人的权利，原则上除按照特定目的信托契约所约定的受托机构债务清偿外，权利人以集会及决议方式行使。我国台湾地区的“金融资产证券化条例”第23条规定，特定目的信托受益人及委托人权利的行使，应经受益人会议决议或由信托监察人行使，但下列受益人权利除外：受领受托机构基于特定目的契约所负责债务的清偿；其他仅为受益人自身利益的行为。

[37] 闫海：“台湾金融资产证券化立法及借鉴”，载中国民商法律网，<http://www.civillaw.com.cn/article/default.asp?id=25295>，2014年9月23日访问。

[38] 日本《资产流动化法》第276条、我国台湾地区“金融资产证券化条例”第51条均将受益人决议列入特定目的契约终止的事由。

产证券化条例”做法,明确信托监察人的职责定位,受益人会议召集,执行受益人会议决定,代表受益人行使权利等规则。^[39]

3. 构建特定目的公司制度

考虑到我国现行特定目的信托模式只适用于简单资产证券化,不能满足复杂现金流分拆、合成后再证券化等更高阶段的需求,我国仍有必要增设公司型特定目的机构制度。在特定目的公司制度的构建中,最重要的理念在于简化《公司法》和《证券法》一般规定,在设立人、资本额、公司章程等方面,作出差异化安排。比如,允许特定目的公司由一个发起人设立,^[40]资本额应设置相对较低标准,^[41]允许特定目的公司不设股东会,设置较少董事和监事等。其业务范围应限于基础资产管理处分及利益分配管理等,不得对外负债,不得将资产出质、让与或作出其他处分,对外投资也应受严格限制。^[42]

(四) 完善未来债权转让公示规则

债权的转让公示有通知、登记和公告三种方式。考虑到受益权等未来债权模式下,债务人是确定的,较之通知和登记,通过公告更利于实现债权受让人对抗第三人的优先权,笔者建议我国选择公告方式进行公示。

考虑到基础资产的多样性,一个可行的路径是,在专门的资产证券化立法中设置通用条款,规定未来债权转让的公示基本原则。然后,由各个基础资产相关规则制定具体的公示制度,以完善未来债权公示法律制度体系。

(五) 明确资产转让真实销售标准

正如笔者前文所述,在特定目的信托模式下,设定信托即可实现真实销售。因此,对于企业资产证券化业务而言,当务之急是将真正意义上的“特定目的信托”纳入《证券公司资产证券化业务管理规定》,建立真正的信托转让模式。

[39] 详见我国台湾地区“金融资产证券化条例”第23~33条。

[40] 我国台湾地区“金融资产证券化条例”第54条作了类似的规定。

[41] 比如,日本特定目的公司的最低资本额之要求为10万日元。

[42] 《日本资产流动化法》第195、200、213条以及我国台湾地区“金融资产证券化条例”第85~89条也分别作了类似的规定。

在特定目的公司模式下,可以借鉴美国“实质重于形式”原则确定真实销售标准:(1)当事人具有转让资产的真实意思表示;(2)出售的资产权利、收益和风险完全转移给特定目的公司;(3)资产转让的价格必须公平合理。^[43] 在价格公平合理方面,如果发起人以过高和过低的价格进行转让,都可能被看作内部交易而非“真实销售”。如果根据资产转让合同,转让人对于资产仍能够予以控制或要承担义务的话,就有可能影响到“真实销售”的认定。比如转让双方约定当基础资产收益无法达到某个百分比时,发起人向特定目的机构支付款项,向特定目的机构回购准转让资产,或者在基础资产转让后,发起人仍充当转让资产的管理服务人,导致资金混合的风险,等等。^[44] 考虑到我国资产证券化配套会计制度的不完善,建议在有关规则中明确上述认定标准。

(六) 减少基础资产转让税负负担

税负成本是决定资产证券化成本的重要因素。解决资产证券化业务中特定目的公司的双重征税问题,最好和最直接的办法莫过于出台一个专门针对证券化的税收准则。资产证券化立法发达的国家一贯坚持“税收中立原则”,^[45] 即被证券化资产所产生的现金流在返还给发起人之前,不应向特定目的公司征税。考虑到我国资产证券化的成本,税收准则宜对特定目的公司受让资产行为免征营业税,同时在印花税、所得税方面尽量给予优惠,并将资产转让的损失从应税收入中扣除,以切实减少资产证券化相关主体的税负负担。

(七) 完善证券化产品交易安排

流动性是资产证券化区别于其他类型融资的区别,为增加资产证券化产品的流动性,吸引投资者参与投资,建议设计合适的回购、做市商制度,以活跃市场,提高流动性。同时,建议继续推动银行间市场与证券交

[43] 周围:“专利资产证券化法律问题研究”,北京大学2013年硕士学位论文。

[44] 周围:“专利资产证券化法律问题研究”,北京大学2013年硕士学位论文。

[45] 朱大旗、王玮:“资产证券化涉税问题的法律分析”,载《美中法律评论》2007年第4期。

易所市场互联互通,^[46]从实质意义上推动银监会和证监会实现金融监管协作,增加资产证券化产品的发行与交易便利。

四、结论

资产证券化作为“优化金融资源配置、用好增量、盘活存量”^[47]的重要手段,对促进经济结构调整、支持实体经济发展具有重要作用。要利用好资产证券化这一工具,推动虚拟经济服务实体经济,作为资产证券化业务发展基础的法律制度必须跟上。相信随着决策层对资产证券化业务认识的逐步深入,基础规则的进一步完善,基础资产扩容,交易平台统一整合,试点业务常规化等一系列改革的进一步深化,资产证券化这一金融创新业务将在我国迎来全新的快速发展。

[46] 2014年6月25日,平安银行1号小额消费贷款资产支持证券在上海证券交易所成功上市,标志着信贷资产证券化产品正式登陆交易所市场,虽然中间曾有为央行叫停的曲折经历,但这一事件也意味着我国债券市场向互联互通迈出关键性一步。

[47] 2013年6月19日,李克强总理在主持召开国务院常务会议中提出,要优化金融资源配置,用好增量、盘活存量,更有力地支持经济转型升级。