

我国 SPV 制度改进：证券发行与破产隔离双重能力构造

报告主要内容：

● 由于金融创新，原先金融产品的类别和界限开始模糊，资产证券化打破了原来的分业经营模式，在某种程度上属于混业经营。分业监管与混业经营之间不可避免会产生监管漏洞。实践中，ABS 由各类金融和准金融机构设计发行，在分业监管模式下，各金融监管部门分头监管，监管标准不一，监管重合和空白同时存在，隐含了巨大的金融风险。

SPV 制度产生问题的根源在于多头监管下，资产证券化法律制度供给的不足。资产证券化是金融创新的产物，在发展金融市场的同时，也带来了一定风险。SPV 制度资产证券化制度设计的关键在于发行主体资格和破产隔离机制的设计。应当尽快完善证券法的修订，扩大 SPV 成为资产支持证券发行主体的范围，同时，对资产证券化破产隔离等相关制度的概念及制度设计作出规定等。将资产证券化中的破产隔离机制发展成为我国的本土化产品，适应我国的经济形势，能够推动我国实体经济的迅猛发展，对我国的现代化建设具有重要意义。

专题研究员



唐夕雅

✉: tangxiya_yj@chinastock.com.cn

报告完成日期：2020 年 01 月 23 日

在资产证券化的过程中，特设机构（special purpose vehicle 简称 SPV）的组建与运作无疑是最核心的部分。通过 SPV,一方面能将基础资产从发起人的资产负债表中剥离出来，并以此达到破产隔离的效果；另一方面将发起人与投资者联系起来，使发起人能通过这一渠道达到融资目的，同时为投资者提供了投资途径。此外各类服务商、信用增级机构以及信用评级机构也都通过 SPV 连接在资产证券化这一链条上。可见 SPV 运作的成功与否关系到资产证券化的全局。SPV 应该兼具承接基础资产和发行证券双重能力。以此为目标，将来我国 SPV 规则应围绕破产隔离主体和发行主体两方面的属性构建为目的。

SPV 的构建不能脱离本土的资源。资产证券化从美国向全世界普及的过程中，也是这一金融创新被借鉴的国家根据本国需求进一步吸收、改造的过程。作为资产证券化基本组成部分的 SPV 同样经历了在不同国家的适应性改造。美国独特的法律制度下的 SPV 制度很难为移植资产证券化的国家所复制。特别是大陆法系国家，通常都会采用专门立法的形式构建本国的 SPV 制度。所以，本文立足于我国的资产证券化发展状态，结合国际经验，对我国 SPV 制度构建提出一些建议。

一、改进契机：新《证券法》将资产支持证券纳入调整范围

从业务发展现状看，我国的资产证券化发展的速度十分惊人。尽管目前还处在探索阶段，存在发展方式较为粗放、市场构建并未完善、监管规则仍未统一、法律制度尚待构建等问题。但是可以预见，再经过一定时间的发展，当资产证券化这一新生事物已经为市场所充分接受后。我国资产证券化事业就可以进入一个平稳发展的成熟期。在这种情况下，建立包括特殊目的载体制度在内的公平统一的，适用于整个资产证券化市场（或活动）的专门法律是现实需求的。

从立法层面看，2019 年 12 月 29 日，历时近五年、几经审议的新证券法终于正式出炉。经过修订，证券法覆盖的“证券”定义得到扩大，成为本次修订的一大亮点。证券定义代表了证券法的适用范围，定义过窄不利于对所有证券发行与交易行为做出规范，本次修法虽然没有采取“定义+列举”的方式，但是已经扩大了证券定义的范围，将存托凭证、ABS 和资管产品纳入证券范畴，是《证券法》由“股票法”回归证券本源的一大进步。

修订后的证券法第二条将资产支持证券和资产管理产品作为“准证券”纳入监管范畴，授权国务院按照证券法的原则规定资产支持证券产品发行、交易的管理办法，这意味着此类业务的相关规定须遵守证券法的基本原则，以强信息披露和反欺诈作为投资者保护的基本手段，未来即使两类业务不纳入单一的集中监管体系，也能在监管标准上消除分业监管的套利空间。此外，2014年修订的《资产证券化业务管理规定》已明确以《证券法》、《基金法》为资产证券化业务的上位法，此次证券法的修订，进一步明确了证券法的适用范围。

以资产支持纳入新《证券法》调整范畴为契机，在将来的规则设计方面，应参照域外资产证券化市场规制的教训和经验，充分考察我国资产证券化的实情况，制定满足我国本土实践需求的SPV规则。SPV应该兼具承接基础资产和发行证券双重能力。以此为目标，将来我国SPV规则应围绕破产隔离主体和发行主体两方面的属性构建为目的。

二、构建SPV证券的发行主体地位

资产证券化中的SPV始终是作为资产证券化活动的工具存在的。充分发挥其工具价值是特殊目的载体的首要使命。因而，SPV组织形态的选择，以及相关制度的构建都不能脱离其存在的基础和功能。我国SPV形式的完善应围绕证券发行主体资格和税收优惠两个核心方面进行。

（一）承认SPV发行主体资格的必要性

SPV在资产证券化中最主要的功能就是结合“真实出售”来达到破产隔离的效果。因此无论SPV的组织形式是信托型、公司型还是合伙型，从法律上都应具备独立主体资格。换言之，SPV应当作为一个具有权利能力以及行为能力，能够享有权利并且承担义务的独立主体。这样也才能满足法律行为生效的最基本要件。

然而，不仅信托计划在我国不具有独立法律地位，证监会在以券商为核心的证券化业务中专项计划本身也不具有法律主体地位，不能构成资产转让的受让方，不能以自己的名义签署合同，导致很多逻辑上应该由SPV从事的行为无法实施，只能由受托机构实施。发起人以及投资者并不能直

接与专项计划产生任何法律关系，因此只能由信托公司、证券公司作为计划管理人代为专项计划与发起人与投资者形成法律关系。

参考域外国家资产证券化的发展经验，商业信托的法律主体地位也是随着商事活动的发展而逐渐获得的。例如，在信托制度的发源地，传统意义上的信托并不像公司一样成为法律主体，在英国，信托与财产都不被视为法人。但对商业信托而言，随着商事活动的需要而逐渐获得法律主体资格，以资产证券化为例，用于特殊目的载体的设立人信托或所有人信托可以发行信托证书等资产支持证券，是证券法中的证券发行主体；在某些特定情形下，其还可能成为税法上的纳税主体。在我国，对信托的“行为”界定不利于信托成为商事组织的逻辑拖推演，美国《信托法》重述都以“关系”来界定信托，为上市信托与商事组织划定了一个交集。

目前，SPV 缺乏独立性导致法律关系的复杂和经济结构的错位。证券发行是指是指证券发行人以筹集资金为目的，在证券发行市场依法向投资者以同一条件出售证券的行为。根据此定义，发行人与融资人的身份重合。但在资产证券化中，受托人是资产支持证券的发行人，但受托人并无集资之目的，而真正有融资者却不是证券的发起人。那么，受托人作为资产支持证券的发行人是否应当承担证券发行人的法律责任？如果承担责任，受托人却不是实际的融资人；如果不承担责任，受托人却又是资产支持的发行人？

笔者认为，在证券化这一结构金融安排中，发起人把债权转让给特定目的载体，特定目的载体以债权为基础发行证券，投资者购买证券后，不论其证券是何种性质，证券持有人基于证券所享有的权利只能以证券化资产为基础，而不能向借款人主张与行使。否则，直接采用债权转让的技术就可以完成，而不必大费周章采用证券化这种结构金融交易技术了。因此，本文认为，承认 SPV 发行主体的构建有利于理顺资产支持证券的经济逻辑，保障投资者的利益。

（二）SPV 独立发行主体资格构建之建议

在资产支持证券被纳入《证券法》的调整范围后，未来可以在证券发行资格上应作出特别规定。发行资格应避免门槛过高影响证券化活动的开展。另外需要注意的是，SPV 所发行证券应归属与债权凭证、股权凭证还是信托凭证的需要进行进一步研究。因为在立法技术上，不可能将 SPV 证

券发行的所有相关规则都纳入同一部法律中。不但内容过于繁杂，且容易造成与现有证券法律法规和发行管理制度的冲突。在实践中还是需要考虑资产证券化立法和已有证券法规之间的协调性。同时为了保护资产证券化的灵活性，可以允许 SPV 发行具有以上三种属性证券的资格。

三、破产隔离属性之构建

在 SPV 本身具备破产隔离属性方面，关键是用于进行证券化的资产可以隔离受托人的破产风险和投资人的解散风险，其实现路径有二。

（一）路径一：取消经营信托的牌照制度

第一条路径是打破目前监管分割下信贷 ABS 对信托制 SPV 的垄断，这意味着开放商事信托的拍牌照业务。我国《信托法》第 4 条规定，受托人采取信托机构形式从事信托活动，其组织和管理由国务院具体制定。但现实中，信托机构一直是由银监会专管，成为银监会下属的子部门。这一错位导致了信托业畸形发展，并影响了信托功能的充分发挥。尤其是在我国金融行业从机构监管到功能监管转型的大背景下，各部门各自为政，难以达成统一、协调的监管制度和发展模式，甚至出现监管竞争的现象。因此直属于银监会监管的信托机构很难为证监会管辖的金融企业提供服务的现实状况，违背了信托立法的初衷。

受监管证券化市场监管分割的影响，银监会监管的信贷 ABS 以特殊目的信托计划作为 SPV，而证监会监管的企业 ABS 则以资产支持专项计划作为 SPV。在 SPV 的选择上呈现监管分割的局面。我国《信托法》没有定义经营性信托，却在法律适用上要求经营性信托由信托公司持牌经营。这一规定不仅使我国的信托业务与英美国家有很大区别，也使得证券公司或者基金公司子公司因为不具有信托牌照，在设立 SPV 时不能采取信托的法律形式，而只能采取民法上的委托代理制度。

（二）路径二：特殊目的公司作为 SPV

第二条路径是借助我国《公司法》修改的契机，为商事组织形式提供更为多元化的选择，为特殊目的公司的设立创造便利。从表面上看，制约证券公司发展从事信托业务的是《国务院办公厅关

于<中华人民共和国信托法>公布执行后有关问题的通知》。根据该《通知》的内容：人民银行、证监会分别负责对信托投资公司、证券投资基金管理公司等机构从事营业性信托活动的监督管理。未经人民银行、证监会批准，任何法人机构一律不得以各种形式从事营业性信托活动，任何自然人一律不得以任何名义从事各种形式的营业性信托活动。而实际则是我国金融领域存在的体制性问题。信托公司相较于其他的金融机构，多年来一直缺少自己的核心赢利的专属业务。本来可以作为主营业务方向的信托业务又受到证券公司，资产管理公司、保险公司和一些商业银行的排挤，使自己丧失了应有的竞争力。¹因此，取消经营信托牌照在短时间难以实现的情况下，通过制度创新的方式为企业 ABS 构造新的特殊目的载体不失为次优选择。但是从长远看，本文主张应根据证券化的目的，为融资者提供更为丰富的 SPV 形式，而不是受限于监管分割下的强制性要求。

受到双重征税的限制以及《公司法》关于公司内部组织机构的法定要求的限制，目前我国企业资产证券化的 SPV 难以设立为公司形式，其中主要面临设立条件障碍和发行主体资格障碍。

1. 公司法中对组织形式规定的障碍

在资产证券化中，公司型 SPV 大多为专为某项融资而设立的具有空壳性质的特殊目的公司，其基本作用就是使基础资产远离破产风险。为保护投资者合法权益，避免 SPV 本身的破产，其通常是一个没有其他业务的空壳实体，设立某一 SPV 的目的仅限接受原始权益人转让的资产，并以此资产作为基础发行证券，并不涉及其他业务，也不需要像一般的公司那样必须有必要的经营条件和人员。从灵活发行包括优先股在内的多样化资产支持证券的角度考虑，公司型 SPV 的构建采取股份有限公司最为可取。但我国公司立法对股份有限公司的规定过于复杂，如要求股份公司注册资本不低于 500 万元，董事 5 到 19 人，监事不得少于 3 人。这些都是与资产证券化低成本运行的要求相悖的。此外，《公司法》是以公司持续经营为导向的，对于利润的分配也有法定的要求，例如《公司法》第 167 条规定公司应首先弥补上一年度亏损，将利润的 10% 列入公司法定公积金，余下部分才能考虑股东分红。然而，在通常情况下，SPV 需要将其绝大部分收益返还给投资者，自

1.王连洲：《中国信托制度发展的困境与出路》，载《法学研究》2005年第1期。

身并无留利，基本上是一个空壳公司，并没有提取公积金的必要。这种规定也是在我国构建 SPC 的障碍。

2. 发行证券主体资格障碍

现有证券发行制度构建中没有 SPV 的法律地位，根据《证券法》第 16 条规定，“公开发行公司债券，应当符合股份有限公司的净资产不低于人民币三千万元，有限责任公司的净资产不低于人民币六千万元”，由于成本原因，SPV 的净资产通常比较低，无法达到法定标准。此外，《企业债券管理条例》第 20 条规定，“企业发行企业债券所筹资金应当按照审批机关批准的用途，用于本企业的生产经营。企业发行企业债券所筹资金不得用于房地产买卖、股票买卖和期货交易等与本企业生产经营无关的风险性投资。”据此，公司型 SPV 无法将发行收入用于购买原始权益人的基础资产。此外，公司型 SPV 还受发行证券规模、公司盈利等诸多要求限制。

3. 税收、财会制度障碍

根据我国税法相关规定，公司型 SPV 面临双重征税的问题，除必须缴纳公司所得税外，公司股东就起分得红利还需再缴纳一次个人所得税。公司型 SPV 本身的收益空间较小，这将增加交易成本，影响发起人采用公司作为 SPV。此外，《公司法》中财会制度给 SPC 带来操作不便，《公司法》是以公司持续经营为导向的，对于利润的分配也有法定的要求，例如《公司法》第 167 条规定公司应首先弥补上一年度亏损，将利润的 10% 列入公司法定公积金，余下部分才能考虑股东分红。然而，在通常情况下，SPV 需要将其绝大部分收益返还给投资者，自身并无留利，基本上是一个空壳公司，并没有提取公积金的必要。这种规定也是在我国构建 SPC 的障碍。

根据上文分析可知，在现行法律框架下，以公司形式作为证券化特殊目的实体还存在较大困难。目前公司法中有关注册资本、发行证券的资格和规模、治理结构和信息披露等方面的规定都是建立在传统公司理念之上，而对于仅设立用于购买基础资产、收入仅来自基础资产现金流的载体型公司（SPC）并不适用。SPC 在我国证券化实践中有独特的制度价值——由于其它组织形式，如 SPT 和 SPE（专项计划）并不是合格纳税主体，当基础资产为固定资产时，由于折旧产生的税收优惠

并不能由 SPT 或者 SPE 吸收。此时，以 SPC 作为载体发行证券，就具有极大优势。例如，在中信苏宁资产支持专项计划中，就通过项目公司的形式，利用股权+债券的形式，有效地处理了税收问题。需要指出的，是该项目并未以 SPC 作为载体发行证券，而是通过资产支持专项计划发行。但该案体现了以公司作为载体处理不动产为基础资产的证券化业务中的税收优势。

据悉，《公司法》的修改已经列入全国人大法工委重要议题，学界亦提议值此机会对《公司法》进行全盘修正。未来在在修法过程中可以考量借鉴境外对为发行资产支持凭证而设立的公司采取特殊规定的做法来制定出适合我国 SPV 法律制度。例如，美国制定的 3a-7 规则、日本的《资产流动化法》、韩国的《资产证券化法案》以及我国台湾地区的《金融资产证券化条例》都有针对 SPV 的专门内容。

四、结论

由于金融创新，原先金融产品的类别和界限开始模糊，资产证券化打破了原来的分业经营模式，在某种程度上属于混业经营。分业监管与混业经营之间不可避免会产生监管漏洞。实践中，ABS 由各类金融和准金融机构设计发行，在分业监管模式下，各金融监管部门分头监管，监管标准不一，监管重合和空白同时存在，隐含了巨大的金融风险。美国金融危机的发生给我们的启示之一是：资产证券化过程中强有力的监管是重点。一个全方位、多层次、自律监管与行政监管有机结合的监管体系必不可少。作为一项新兴的项目融资工具，资产证券化项目的成功开展依然离不开法律制度环境的土壤。但新事物的发展过程总会出现障碍，由于资产证券化对于中国金融市场和法律体系而言仍旧属于“新生儿”，现行的法律框架下之规定无法契合适用，许多监管体制也不能套用其上，相关个案多是通过审批的途径加以解决。立法的延迟造成的结果就是相关资产项目无法快速发展以适应中国市场的实际需要。由此，完善我国的相关法律环境以“适应国情”十分必要。

SPV 制度产生问题的根源在于多头监管下，资产证券化法律制度供给的不足。资产证券化是金融创新的产物，在发展金融市场的同时，也带来了一定风险。SPV 制度资产证券化制度设计的关键在于发行主体资格和破产隔离机制的设计。应当尽快完善证券法的修订，扩大 SPV 成为资产

支持证券发行主体的范围,同时,对资产证券化破产隔离等相关制度的概念及制度设计作出规定等。将资产证券化中的破产隔离机制发展成为我国的本土化产品,适应我国的经济形势,能够推动我国实体经济的迅猛发展,对我国的现代化建设具有重要意义。

首先是在金融资产领域扩张,基础资产从房地产抵押贷款扩张至其它信贷资产和债券。其次,基础资产挣脱“金融资产”的束缚,可被证券化的客体从金融资产到稳定“现金流”(未来收益)的变化反映了资产证券化发起人从金融企业向一般工商企业的扩张。资产证券化摆脱了“金融资产”这一形式上的束缚,着眼于更具实质意义的“现金流”,实现了从信贷的“特定人之债”向无特定债务人的“未来收益”的思维转换。

2. 剥离主体信用的放松

标准的 ABS 要求将资产真实出售给特殊目的实体达到破产隔离和剥离主体信用风险的目的,但随着以未来收入和 CDS 等类型的基础资产成为证券化客体之后,存在偿付现金流不能脱离融资方的积极经营与主动管理的情形,例如 WBS。虽然实践中可以通过交易制度设计(双 SPV)实现现金流的稳定偿付,但融资主体的运营状况和主体信用对资产支持证券的影响较大,偏离了传统意义上依靠资产自动变现偿付证券本息的标准型 ABS。

3. 结构化证券种类的扩展:从固定收益、权益型到混合型证券

标准的 ABS 为固定收益类证券,随着商业地产证券化的发展,出现了权益型 REITs、债务型 REITs 以及混合型 REITs。虽然 REITs 产品在严格意义上不属于资产证券化的分支,而是独立的一类投资配置资产,但 REITs 强调入池物业的资产属性而非发起人主体资信,因此具有广义证券化特征,属于结构化的金融产品。REITs 产品不仅可以盘活企业存量资产,还为个人投资者能够参加投资商业地产项目和权益产生的高收益,丰富了投资选择。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司博士后科研工作站向社会公开发布,无意针对或打算违反任何国家或地区的法律法规。

本报告基于本公司博士后科研工作站研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料进行撰写,但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性以及完整性不做任何保证。

本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、论证及判断。本报告所载观点并不代表中国银河证券股份有限公司博士后科研工作站、不代表中国银河证券股份有限公司、也不代表我们的合作院校(清华大学)或任何其附属合作机构的立场,如果本报告出现政治或学术、技术性错误或失实情况由作者本人承担责任,与中国银河证券股份有限公司及其合作院校(清华大学)或任何其附属合作机构无关。

报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间或其他因素的变化而变化,从而导致与事实不完全一致的结论,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本公司、本报告研究人员及其附属机构不对任何因使用本报告或本报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告所载的全部内容只提供给读者做参考之用,并不构成对读者的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接,对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接,银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了阅读者使用方便,链接网站的内容不构成本报告的任何部分,阅读者需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。



中国银河证券股份有限公司博士后科研工作站

简介

中国银河证券股份有限公司博士后科研工作站（以下简称“工作站”），是经国家人力资源和社会保障部及全国博士后管委会批准设立的科研机构。

工作站以中国经济运行与发展中的重大理论问题、资本市场改革发展中的重大理论与实践问题和证券公司发展创新过程中的现实性、前瞻性、战略性问题为研究对象，以吸引、培养和储备高层次研究人才为己任，以提高中国银河证券综合竞争力、促进公司可持续发展、推进中国资本市场的理论建设为目标，力求通过宽视角、深层次、高质量的研究，为把中国银河证券打造成国内一流券商服务，为资本市场的改革发展服务，为发展繁荣中国的经济和金融科学服务。

为吸引高素质的博士毕业生进站从事研究工作，工作站为博士后研究人员提供在业内具有竞争力的、较高水平的工资和福利待遇，以及较为优越的科研条件和工作环境。