

SPV、资产转移与破产隔离

——中国障碍及台湾经验

黄嵩^{*}

(北京大学经济学院, 北京, 100871)

摘要：本文在对SPV两种形式，即SPT和SPC及相对应的资产转移与破产隔离运作原理分析的基础上，对它们在中国¹的应用进行了具体分析，结果表明中国目前发展资产证券化，在设立SPV从而实现资产转移和破产隔离上存在法律障碍，而解决这些障碍的首选方法是专门就资产证券化制定特别法，台湾就是该方面的一个案例，本文最后对此案例进行了介绍。

关键词：资产证券化 SPV 资产转移 破产隔离

资产证券化是指将缺乏流动性但能够产生未来现金流的资产，通过结构性重组，转变为可以在金融市场上销售和流通的证券，并据以融资的过程。在这一过程中，原始权益人将被证券化的基础资产转移给特别目的载体 (special purpose vehicle, SPV)，SPV 以该基础资产所产生的现金流为支撑向投资者发行资产支撑证券，并用发行收入购买基础资产，最终以基础资产所产生的现金流偿还投资者。

资产证券化自 1968 年在美国问世以来，短短三十多年的时间里，获得了迅猛发展。从某种意义上说，证券化已经成为当今全球金融发展的潮流之一。而资产证券化之所以发展如此迅速，其中最根本原因在于通过破产隔离减少了融资成本，从而给证券化各方带来收益。正如黄嵩 (2003) 所言：“资产证券化的设计是以破产隔离为核心的，中国开展资产证券化也必须坚持这一点。”

何小锋、黄嵩 (2002) 在对资产运营和广义资产证券化分析的基础上，指出“一个成功的资产证券化，至少必须满足资产重组原理、风险隔离原理、信用增级原理的要求，而我国在这三方面却都存在障碍”，并认为“风险隔离原理²方面的障碍主要是指我国当前的法律、会计、税收等存在限制真实出售、SPV设立等方面的规定”，但并没有就这一问题进行详细而深入的分析。本文的主要目的就是资产证券化的破产隔离进行详细分析，重点分析中国目前在该方面所遇到的问题。

本文结构如下：第一部分介绍 SPV 的两种类型及对应的资产转移方式和破产隔离的实现，第二部分和第三部分分别分析了 SPT 和 SPC 运作及其在中国大陆的实际应用，第四部分

^{*}黄嵩，男，浙江宁波人，北京大学经济学院 2002 级博士研究生。主要研究方向为资本市场与投资银行学。出版《资产证券化：中国的模式》等著作四部，并在《金融研究》等经济学核心刊物上发表学术论文十余篇。

¹ 为行文方便，如无特殊说明，文中的中国专指中国大陆，不包括港澳台地区。

² 何小锋、黄嵩 (2002) 把资产证券化分为广义和狭义，风险隔离原理是从广义资产证券化的角度提出的，在狭义的资产证券化，即本文所讨论的资产证券化中的运用，即是破产隔离。

是对台湾经验的一个介绍。

一、SPV 的两种类型及对应的资产转移方式

资产证券化的破产隔离是通过设立 SPV，并将资产从原始权益人转移到 SPV 实现的。资产转移的方式具体有两种：信托和真实出售，与之相对应，SPV 可以分为信托型和公司型两种。

信托型 SPV 又称为特殊目的信托（special purpose trust，SPT），在这种形式下，资产转移是通过信托实现，即原始权益人将基础资产信托给作为受托人的 SPT，成立信托关系，由 SPT 作为资产支撑证券的发行人发行代表对基础资产享有权利的信托受益凭证。在这样一个信托关系中，委托人为原始权益人；作为受托人的 SPV 是法律规定的营业受托人，即有资格经营信托业务的信托机构；信托财产为基础资产；受益人则为受益凭证的持有人——投资者。在信托关系的法律构造下，原始权益人将其基础资产信托给 SPT 后，这一资产的所有权就属于 SPV，原始权益人的债权人就不能再对不属于原始权益人的基础资产主张权利，从而实现了基础资产与原始权益人的破产隔离。

公司型 SPV 又称为特殊目的公司（special purpose company，SPC），在这种形式下，资产转移是通过原始权益人将基础资产真实销售给 SPC 实现，即原始权益人将基础资产的所有权完全、真实地转让给 SPC，SPC 向投资者发行资产支撑证券，募集的资金作为购买基础资产的对价。真实销售旨在保证在原始权益人破产时，出售给 SPC 的资产不会被列为破产财产，从而实现破产隔离。³

二、SPT 方式及其在中国的应用

以信托方式实现资产转移，具体的运作思路如下：

第一，原始权益人作为信托财产的委托人，与受托人订立信托契约，将资产证券化的基础资产设定为信托财产，信托给受托人（一般为经营信托业务的信托机构），受托人向原始权益人发放以信托财产的未来现金流为基础的信托受益凭证。即这是一个自益信托。

第二，原始权益人向投资者出售信托受益凭证，信托受益凭证的购买者成为信托财产的受益人，有权获得信托财产产生的现金流。

第三，原始权益人作为信托财产的管理服务人，归集现金流，管理、经营、处置证券化基础资产，所获得的现金收入转入受托人指定的账户。

第四，信托财产产生的现金流按信托受益凭证规定的方式分配给投资者（即优先级受益凭证的持有人）。

³ 彭冰（2001）对通过真实出售实现破产隔离的问题进行了详细而富有见地的分析。

第五，信托受益凭证可以在约定的交易市场进行流通、交易。

通过 SPT 的方式，实现了资产证券化的破产隔离。《中华人民共和国信托法》（以下简称《信托法》）第十五条规定：“信托财产与委托人未设立信托的其他财产相区别。设立信托后，委托人死亡或者依法解散、被依法撤销、被宣告破产时，委托人是唯一受益人的，信托终止，信托财产作为其遗产或者清算财产；委托人不是唯一受益人的，信托存续，信托财产不作为其遗产或者清算财产；但作为共同受益人的委托人死亡或者依法解散、被依法撤销、被宣告破产时，其信托受益权作为其遗产或者清算财产。”据此规定，原始权益人将基础资产以信托财产的方式转移给信托机构后，如果原始权益人破产，信托财产不被作为破产财产，从而实现破产隔离。

同时，信托机构的破产，信托财产也不作为破产财产，《信托法》第十六条规定：“信托财产与属于受托人所有的财产（以下简称固有财产）相区别，不得归入受托人的固有财产或者成为固有财产的一部分。受托人死亡或者依法解散、被依法撤销、被宣告破产而终止，信托财产不属于其遗产或者清算财产。”《信托投资公司管理办法》第五条第二款规定：“信托财产不属于信托投资公司的固有财产，也不属于信托投资公司对受益人的负债。信托投资公司终止时，信托财产不属于其清算财产。”

目前在中国以 SPT 方式实施资产证券化，主要存在如下两个问题。

第一，作为基础资产受托人的信托机构能不能发行信托受益凭证。《信托法》和《信托投资公司管理办法》都未对该问题作出明确规定，而《信托投资公司资金信托管理暂行办法》第四条规定：“信托投资公司办理资金信托业务时应遵守下列规定：……不得发行债券，不得以发行委托投资凭证、代理投资凭证、受益凭证、有价证券代保管单和其他方式筹集资金，办理负债业务……”但是在 SPT 方式中，投资者与信托投资公司之间的关系并非信托关系，更不是资金信托关系，因此，信托投资公司能否以基础资产为支撑发行信托受益凭证并没有可以依据的法律法规。

第二，如果采用财产信托与资金信托相结合的方式，即信托机构并不直接发行信托受益凭证，而是与投资者签订资金信托合同，以资金信托合同代替信托受益凭证，那么根据《信托投资公司资金信托管理暂行办法》第六条规定：“信托投资公司集合管理、运用、处分信托资金时，接受委托人的资金信托合同不得超过 200 份（含 200 份），每份合同金额不得低于人民币 5 万元（含 5 万元）。”而从资产证券化操作成本的考虑，如果一项资产证券化的标的金额低于 10 亿人民币，是不合理的。而 10 亿以上的金额通过 200 份的资金信托合同来融资，几乎没有操作性。

解决问题的方法主要有两种。一是针对 SPT，对信托受益凭证作出专门规定；二是修改《信托投资公司资金信托管理暂行办法》第六条关于“200 份、5 万元”的规定，尽管中国人民银行专门就这个问题发布过《中国人民银行关于信托投资公司资金信托业务有关问题的通知》，但是信托业对放宽此项规定的呼声一直很高，特别是在商业银行大力开展委托贷款业务的背景下，这条规定对于信托的发展起到了极大的限制。

三、SPC 方式及其在中国的应用

SPC 方式实施资产证券化具体又可以分为“独立公司模式”和“子公司模式”。

在独立公司模式下，发起人把基础资产真实出售给跟自己没有控股权关系的 SPC，SPC 购买资产后，重新组合建立资产池，以资产池为支撑发行证券。真实出售意味着资产离开发起人的资产负债表，从而实现破产隔离。

在子公司模式下，发起人成立全资或控股子公司作为 SPC，然后把资产“真实出售”给子公司（SPC），同时，子公司不但购买母公司的资产，还可以购买其他的资产。子公司组成资产池并依此为支撑发行证券。因为子公司的利润要上缴给母公司，且报表都要并入母公司资产负债表，子公司（SPV）的资产最终要体现在母公司资产负债表上。但是，由于母公司与子公司是两个法人，因此，母公司的破产并不会直接导致子公司的破产，从而，实现了“破产隔离”。

目前在中国以 SPT 方式实施资产证券化，主要存在如下几个问题。

第一，SPC 作为企业法人的资格问题。因为 SPV 是一个十分特殊的法律实体，它一般是一个“空壳公司”，没有或者很少有固定的经营场所、人员，其经营业务也只限于证券化业务，而根据《公司法》规定，公司的设立必须有发起人人数和资本最低限额的限制，同时还须有固定的经营场所和必要的经营条件，因此如以 SPC 的形式实施资产证券化必然受到限制。

第二，SPC 作为证券发行主体的资格问题。《公司法》对公开发行股票、债券规定了严格的条件。《公司法》第一百三十七条规定公司发行新股必须具备包括“公司在最后三年连续盈利，并可向股东支付股利”等条件，《公司法》第一百六十一条规定发行公司债券必须符合的条件中包括“累计债券总额不超过公司净资产额的 40%”、“最近 3 年平均可分配利润足以支付公司债券 1 年的利息”，并禁止将发行公司筹集的资金用于非生产性支出。而 SPC 在发行证券时根本无盈利可言，而且 SPC 的净资产一般只占发行证券额很少的一部分，因此很难达到《公司法》关于发行证券的要求。

第三，而子公司模式除存在如上两个问题外，还有一个无法在住房抵押贷款证券化（MBS）中操作的问题。在 MBS 中，商业银行是原始权益人，而我国的《商业银行法》规定：“商业银行在中华人民共和国境内不得从事信托投资和股票业务。商业银行在中华人民共和国境内不得向非银行金融机构和企业投资。”也就是说，目前我国商业银行不能投资于非银行金融业务，不能成立以发行住房抵押贷款支撑证券为单一业务的子公司。

由此可见，以 SPC 方式实施资产证券化目前在我国受到了多部法律的限制，而为了发展资产证券化而修改这些法律显然是不现实的，也是不科学的。很多法律规定的放宽对于 SPC 或许是合适的，而如果因此而对所有的公司都放宽，则可能引起金融业甚至整个经济的极大混乱。因此，一个可行的方式还是专门就 SPC 制定专门的法律。

四、台湾经验

通过上面的分析可知，中国目前发展资产证券化，在设立 SPV 从而实现破产隔离这一核心操作上存在法律障碍，而解决这些障碍的方法无疑有两种，一是修改现有法律；二是专门就资产证券化制定特别法。

从成本和可操作性的角度来看，后者无疑是首选。台湾的经验就很好的说明了这一点。为了促进资产证券化的发展，台湾专门制订和颁布了《金融资产证券化条例》(简称《条例》)，《条例》第二条明文规定：“特殊目的信托之成立及法律关系，依本条例之规定；本条例未规定者，依其他法律之规定。特殊目的公司之设立、管理及监督，依本条例之规定；本条例未规定者，依其他法律之规定。”而该条例的主体内容就是对特殊目的信托（SPT）和特殊目的的公司（SPC）进行了专门规定，特别是在其他法律有障碍的操作，专门进行了规定。

图 1 概括了《条例》规定的特殊目的信托制度下资产证券化流程。

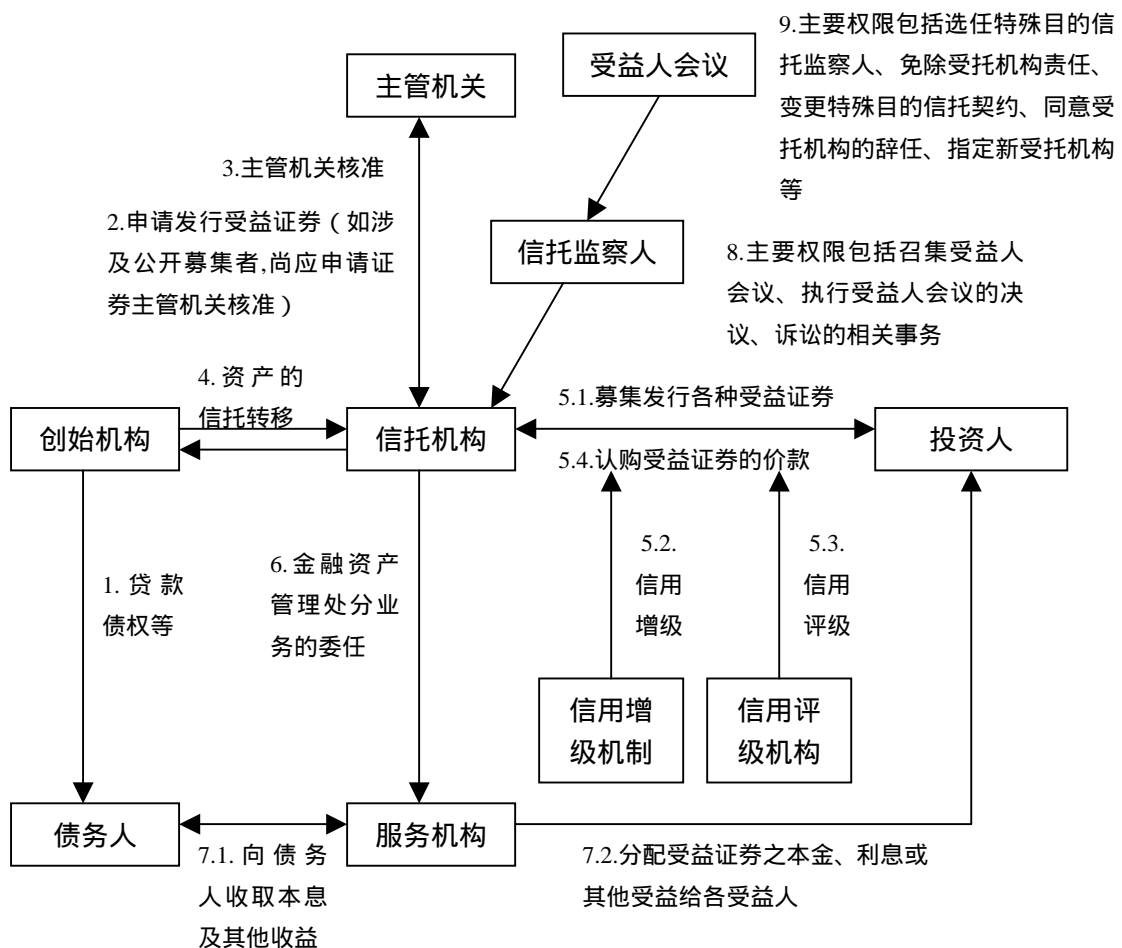


图 1：特殊目的信托制度流程

特殊目的信托在资产证券化中主要起到破产隔离、管理处分信托财产、发行受益证券、

简化法律关系和业务等作用。

第一，破产隔离作用。这主要通过如下三方面实现：第一，创始机构与信托机构不得为关联企业；第二，信托财产有其独立性，名义上任何人对信托财产不得强制执行；第三，台湾信托法第 6 条第 3 项的排除，避免投资人于信托成立六个月内仍须面临创始机构的破产风险。

第二，管理处分信托财产。信托机构代表投资人持有信托财产，可自行或委托他人管理处分信托财产，包括向债务人收取本息、追讨诉讼等，并分配受益给证券投资人。

第三，发行受益证券。信托受益证券原则上为台湾证券交易法规定的有价证券，受益证券选择公开招募或私募其中一种方式进行。

第四，简化法律关系和业务。受托机构从事资产证券化业务，应向主管机关申请核准或申报生效。受托机构原则上不得以信托财产为抵押借款，其闲置资金的运用方式也有限制，受托机构要将资产委托创始机构或其他金融机构管理处分。另外《条例》还排除了信托法中部分规定。

图 2 概括了《条例》规定的特殊目的公司制度下资产证券化流程。

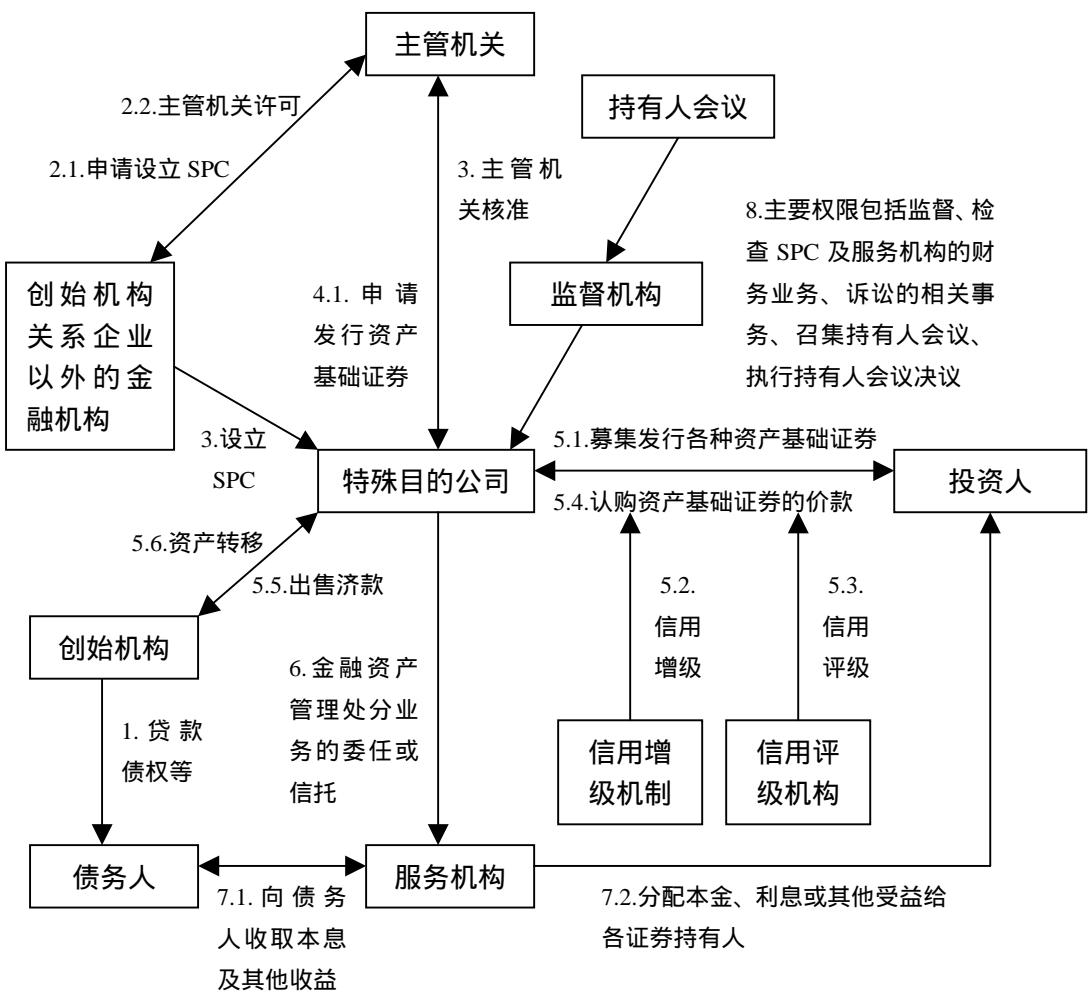


图 2：特殊目的公司制度流程

特殊目的公司在资产证券化中主要起到破产隔离、担任金融资产名义权利人、发行资产基础证券、业务的许可和简单化等作用。

第一，破产隔离。《条例》规定创始机构与设立特殊目的公司的金融机构不得为关联企业，资产转让给特殊目的公司后，就与创始机构的风险隔离。

第二，担任金融资产名义权利人。特殊目的公司是金融资产名义权利人，但其资产之管理与处分应委托或信托给服务机构办理。监督机构代表投资人监督特殊目的公司及服务机构。

第三，发行资产基础证券。基础资产证券原则上为台湾证券交易法规定的有价证券，受益证券选择公开招募或私募其中一种方式进行。

第四，业务的许可及简单化。通过对业务的许可和简单化，从而降低 SPC 除基础资产以外的其他风险。《条例》简化了 SPC 的设立程序、股东的权利义务、组织等，并排除了公司法的部分规定，并规定 SPC 不得从事资产证券化以外的其他业务，且原则上不得借款。

参考文献：

[1]何小锋，《资产证券化：中国的模式》[M]，北京大学出版社，2002 年。

[2]何小锋、黄嵩，《从资产证券化的基本原理看中国突破模式的选择》[J]，《学习与探索》2002 年第 1 期。

[3]黄嵩，《SPV 与资产证券化的破产隔离》[J]，《中国第三产业》2003 年第 6 期。

[4]黄嵩、何小锋，《关于资产运营的一般模式建构》[J]，《学术研究》2002 年第 2 期。

[5]刘柏荣，《以信托方式开展资产证券化》[J]，《中国律师》2002 年第 3 期。

[6]彭冰，《资产证券化的法律解释》[M]，北京大学出版社，2001 年。