

我国资产证券化的制度障碍分析

浙江湖州职业技术学院 陈游

【摘要】 本文介绍了资产证券化的交易结构,并分析了在我国顺利推行资产证券化所需要消除的法律制度和实施环境两大方面的障碍。

【关键词】 资产证券化 特设信托机构 真实出售

根据中国人民银行与银监会联合发布的《信贷资产证券化试点管理办法》,商业银行把住房抵押贷款或者其他信贷资产作为证券化资产形成一个资产池,打包信托给受托机构,由受托机构对该资产进行结构性的安排和内外部的信用增级,向中国人民银行申请发行资产支持证券(ABS)。经中国人民银行同意后,在全国银行间债券市场上发行和交易。

一、资产证券化的交易结构

资产证券化作为一种新兴的金融工具,由于比传统金融方式更为经济,因而近年来发展迅速,被证券化的金融资产种类也越来越多。资产证券化过程的主要参与者为发起人、特设信托机构(SPV)、承销商、投资银行、信用提高机构、信用评级机构、托管人、投资者等。资产证券化过程中,发起人将交易的金融资产组合与发起人完全剥离,过户给SPV进行运作,SPV将金融资产经过信用评级后在资本市场上发行ABS,确保有关资产的现金收入在不太理想的情况下也能对投资者还本付息。资产证券化的基本运作程序主要可以分为以下几个步骤:

1.确定资产证券化目标,汇集形成资产池。发起人一般是发放贷款的金融机构,首先分析自身的资产证券化融资要求,通过清理、估算、信用考核等程序来确定借款人信用、抵押担保贷款的抵押价值等,将应收和可预见现金流资产进行组合,根据资产证券化目标确定资产数,最后将这些资产汇集形成一个资产池。

2.组建SPV,实现真实出售。SPV与发起人签订买卖合同,发起人将资产池中的资产出售给SPV。这一交易过程必须以真实出售的方式进行,即出售后的资产在发起人破产时不作为破产财产参与清算,资产池也不列入清算范围,从而达到“破产隔离”的目的。这使得资产池的质量与发起人自身的信用水平分离开来,投资者就不会再受到发起人信用风险的影响。

3.完善交易结构,进行信用增级。为了吸引更多的投资者,改善发行条件,SPV必须提高ABS的信用等级,使投资者的利益能得到有效的保护和实现。因为资产债务人的违约、拖欠或债务偿延期与SPV安排的资产证券偿付期不相配合都会给投资者带来损失,所以信用提高技术成为资产证券化成功与否的关键因素之一。

4.资产证券化的评级。资产证券化的评级为投资者提供了证券选择依据。资产证券化的信用评级由资产证券发起人或投资银行委托的专门评级机构进行,评级不考虑由利率变动等因素导致的市场风险,而主要考虑资产的信用风险。被评级的资产必须与发起人信用风险相分离。由于出售的资产都经过了信用增级,一般来说,ABS的信用级别会高于发起人的信用级别。

5.安排证券销售,向发起人支付购买价格。在信用增级和向投资者公布评级结果之后,由投资银行负责向投资者销售ABS,销售的方式可采用包销或代销。SPV从投资银行处获取证券发行收入,再按买卖合同中规定的购买价格把发行收入的大部分支付给发起人。

6.证券挂牌上市交易后的资产管理和售后服务。ABS发行完毕后到证券交易所申请挂牌上市交易,发起人要指定一个资产池管理公司或亲自对资产池进行管理,负责收取、记录由资产池产生的现金收入,并将这些现金全部存入托管行的收款专户。托管行按约定建立积累金,交给SPV,由其对积累金进行管理,以便到期对投资者还本付息。若由资产池产生的现金收入在还本付息、支付各项服务费之后有剩余,按协议规定在发起人和SPV之间进行分配,整个资产证券化过程即告结束。

二、资产证券化的障碍

目前我国开展资产证券化还面临着法律制度和实施环境两大方面的障碍,重点应解决以下几个问题:

1.资产转移。

(1)一般债权质押。当前我国应收账款的担保融资是通过一般债权质押的形式来进行的,这就形成了一些障碍。首先,我国《担保法》对一般债权质押并没有明确的规定,当事人无法做出稳定的预期,很大程度上降低了质押行为的稳定性和积极性。其次,对于一般债权来讲,债权证书只是债券的证明,本身并不代表债权,质权人是否具有无上的追索权,法律上并没有定论,因为一般债权只是对权利的质押,如果质押标的是现金债务,就无法形成无上的权利,此时质权人的追索权不过是无担保债权。

(2)让渡担保。让渡担保以转移所有权的形式进行担保融资。由于让渡担保与质押有着本质的区别,所以资产证券

化也是让渡担保的一种形式。我国目前法律还不承认这种担保制度,但是考虑到资产证券化推行后的可能情况,还是有必要做出一个明确的辨析:让渡担保仅仅是一种担保,让与担保权人在设定人破产时拥有的只是别除权,不能完全隔离设定人的破产风险,这正是资产证券化力求避免的。

2.SPv构建。合理的SPV既要隔离来自发起人的破产风险,同时也要保证SPV不受自身破产的威胁。在国外SPV的模式有公司制和信托制,但在我国,《公司法》规定,发行公司债券必须满足下列条件:①股份有限公司的净资产额不低于人民币3 000万元,有限责任公司的净资产额不低于人民币6 000万元;②累计债券总额不超过公司净资产额的40%;③最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息。这三条基本上否定了SPV采取公司制的可能性,所以只有信托制才是可行的SPV模式。这就涉及到以下几个问题:首先是SPV的资信问题。国外SPV组建之初会在公司章程中阐述SPV的业务范围,以减少SPV自身破产的风险。其次是SPV的专业化问题。资产证券化专业性较强,以目前我国的形势看,不仅优良资产要证券化,而且商业银行的不良资产也要证券化。那么,如果不同的发起人都找不同的SPV,其中的资源浪费会非常严重。

3.真实出售的判定。为了达到“真实出售”的目的,财产转移必须在法律以及会计上都被认定为“真实出售”,而不是以转移财产为担保的融资。美国财务会计准则委员会发布的第125号公告给我国资产证券化业务的开展提供了一个很好的标准,即对于真实出售的判定,并不一定拘泥于所有权的归属,而应该注重实质,即以控制权的归属来确定。对于控制权的转让必须满足三个条件:①将被转让的资产与转让方隔离——推定即使在转让方破产或者清算时,转让方和其债权人也不能追及已出让的资产。②资产受让方享有将该资产处置或再转让的权利,且不受任何限制。③资产转让方没有通过以下方式保留对转让资产的有效控制:签订回购协议,约定资产转让方有权或有义务在到期之前回购该资产;签订回购协议,约定资产转让方在尚未取得转让资产的情况下将来未转让的资产回购。

4.金融资产的会计处理。资产证券化不同于一般的商品交易,从会计要素定义来看,资产证券化操作对象不是一般的资产,而是预期在未来能够产生稳定现金流量的金融资产。国际会计准则委员会和美国财务会计准则委员会均提出了金融资产和金融负债两个会计要素,为金融资产和金融负债的确认和披露奠定了基础。遗憾的是,迄今为止,在我国的企业会计准则中虽然已经有一些对金融资产的终止确认标准及初始确认标准的表述,但还不是很详实。因而,应进一步充实有关金融资产初始确认标准和终止确认标准方面的规定。

从会计要素计量来看,目前我国金融工具的基本计量属性仍然是历史成本或修正的历史成本。虽然传统会计准则利用稳健性原则来弥补历史成本的缺陷,但仍不能反映金融资产和金融负债的现行价值,也不利于管理者根据融资环境的变化管理金融资产和金融负债。

从收入确认方面来看,现行会计准则虽对特殊行业的收

入确定做了规定,但资产证券化业务的销售收入确认问题还是一片空白。

5.资产证券化中的税收。实践中,一般是以财产转移的收益扣除财产转移的成本、费用、税金、损失后的余额计算财产转让的应纳税所得额。从税收公平的角度来看,对于计提的资产减值准备应当从取得成本中扣除,也即不能在税前重复扣除;而如果资产转移发生损失,也应允许在税前予以扣除。因此有必要做出详细说明,才可能进一步细化纳税义务发生的有关规定。

SPV的取得资产支出面临着纳税扣除的问题。依据我国税法,在进行纳税扣除时,有关支出应当先区分为收益性支出和资本性支出。发起人与SPV之间约定的资产转移方式及转让金额支付方式都可能影响对支出性质的判断,从而适用的纳税扣除方法也将有所不同。比如,一次性支付资产转移的标的金额,应当视为资本性支出,并依据规定的摊销年限对该资产进行摊销,这类支出通常不允许在税前一次性扣除。如果是按债务的偿还进度分期支付转让的金额,依据权责发生制和实质重于形式原则,将其视为收益性支出较为合理。如果涉及国家公共基础设施等的资产证券化,可以采取一定的税收鼓励措施,在资产转移的纳税扣除上予以一定的扶持。

6.证券化产品的价格评估和信用增级。目前,在国内缺乏被投资者普遍认可的信用评级机构,已构成资产证券化的障碍。资产证券化过程中极其重要的资产评估、信用评级、会计处理等方面,均需要资产评估机构、信用评级机构、会计师事务所等社会中介机构的参与。然而,目前我国社会中介机构尤其是评估机构存在着不规范的情况,如资信评估机构独立性不强、有的机构挂靠政府有关部门、资产评估人与证券发行人之间存在利益关系、不真实出具评估报告、弄虚作假、乱收费等,这不仅会加大资产证券化的成本,阻碍资产证券化的运行,甚至会影响投资者的信心。

7.证券化产品的流动性。在资产证券化发展过程中,主要有三方面可能成为其发展的障碍。首先,证券化产品的成功发行,除了能获得稳定的现金流量外,银行也乐意为其提供担保,以保证本金和利息的按时偿还。如果发行人和作为委托人的券商资质不佳,证券化产品销售和上市后,收益能否得到保障的问题就不可忽视。其次,愿意通过资产证券化融资的企业需求比较大。发行人面临的问题是,除了寻找资质较好的企业外,还要寻找企业中能产生比较稳定现金流量的项目,而这在我国是较缺乏的。最后,在交易所流通的证券化产品的流动性尚存疑虑。与银行间债券市场相比,证券化产品在交易所流通可能存在投资群体较弱的问题,交易所市场的不足如不能加以改进,必将影响证券化产品的发展。

主要参考文献

- ①李传忠.资产证券化会计问题研究.南京财经大学学报,2005;3
- ②罗进.券商资产证券化业务面临三大瓶颈.证券时报,2005-12-28
- ③牛彩萍,陈文君.资产证券化如何运作.上海证券报,2005-09-29