

# 资产证券化 法律问题研究

洪艳蓉 ◎ 著



北京大学出版社  
PEKING UNIVERSITY PRESS

# 资产证券化 法律问题研究

洪艳蓉 ◎ 著



北京大学出版社  
PEKING UNIVERSITY PRESS

## 图书在版编目(CIP)数据

资产证券化法律问题研究/洪艳蓉著. —北京:北京大学出版社, 2004.7

(国际金融法论丛)

ISBN 7-301-07465-4

I. 资… II. 洪… III. 证券法-研究-中国 IV. D922.287.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 047652 号

书 名: 资产证券化法律问题研究

著作责任者: 洪艳蓉 著

责任编辑: 邓丽华

标准书号: ISBN 7-301-07465-4/D·0889

出版发行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区中关村 北京大学校内 100871

网 址: <http://cbs.pku.edu.cn> 电子信箱: [zpup@pup.pku.edu.cn](mailto:zpup@pup.pku.edu.cn)

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752027

排 版 者: 北京高新特打字服务社 51736661

印 刷 者: 河北三河新世纪印刷厂

经 销 者: 新华书店

650 毫米×980 毫米 16 开本 19.5 印张 300 千字

2004 年 7 月第 1 版 2004 年 7 月第 1 次印刷

定 价: 32.00 元

---

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,翻版必究

# 总 序

## 一、法律方法与经济问题

本套专著有一个共同的特点,就是作者们不约而同地采用法律方法研究经济问题。过去我们在二十多年的时间内,多看到用经济学的方法分析法律问题。特别是国外法学界开展的轰轰烈烈的“法律的经济分析”,已有若干部专著翻译成为中文。而现在,在中国的大学和研究机构里,法律研究工作者开始进入经济学、公共管理学和工商管理学的领域,用法律的方法来研究这些边缘领域的问题。

在社会科学几个相近的领域,例如经济学、公共管理学、工商管理学和社会学等领域,都有法律研究的论文和著作,这种跨学科的研究成果,也越来越多了。在中国政府将“依法治国”定为基本国策之后,采用法律的思维与方法分析目前的经济改革问题也非常有意义。其意义就在于,我们所说的“依法治国”,不仅仅是表现在一个宏观的口号上,而是要将“依法治国”作为可以实际操作的、用来实际分析经济问题的、作为经济政策设计基础的法律方法。

全国人大常委和人大财经委员会委员、北大前校长吴树青老师曾经问我,依照《宪法》,“债转股”是否应该提交人大财经委讨论?我说需要研究一下法律,才能回答。此后,国务院关于“国有股减持与成立社保基金”的办法出台,又有人问我,这么大的财政支付转移,是否应该经过人大财经委开会讨论?我回答说,需要研究法律。直到我在写这个序的时候,相关的法律研究工作还在进行。我希望从法律制度变迁的角度和我国财经法制程序演进的过程中找出符合法律的答案。

不断遇到类似问题,使我开始研究与思考经济学家们提出的问题:“人大财经委员会的职权范围究竟是什么?”“人大财经委员会对于国家重大财政支付转移是否有权审议?”从法律学的角度来研究这些经济学问题,本身就构成了一个重要的法律制度程序化和司法化的法学课题。

## 二、经济学家敏感,法学家稳重

还记得有一次,一位金融业界人士对我说:“改革十多年来,讨论经济改革的问题,几乎都是经济学者的声音,这不奇怪。目前,讨论《证券法》或公司治理的问题,也几乎都是经济学者的声音,这也不奇怪。奇怪的是,所有这些问题的讨论中,几乎听不到法学家的声音!”说到这里,这位朋友几乎用质问的口气对我说,“你们法学家们关心什么?为什么听不到声音?你们都干什么去了?”

我一下子被他的语气盖住了!当时我想不出用什么简单办法向他来解释。尽管我不完全同意他的看法,因为这里可能有他个人信息渠道的问题,也可能有社交媒体关注的偏好问题,但还有可能是更深层的问题,例如,在改革过程中,许多法律制度和程序都尚未定型,如果采用法律的方法,可能会增加改革的成本,特别是时间方面的成本等。

本套专著的作者们都是研究法律的,他们也可以称为年轻的“法学家”了,因为,他们已经发表了相当一批研究成果,从事法学专业研究的时间几乎都在10年以上。他们长期研究的成果,似乎可以部分地回答前面那位朋友的问题了。法学家可能没有经济学家那样敏感,但是,法学家多数比较稳重。法学家的发言将影响经济政策与制度的设计,也影响经济操作与运行。经济发展要考虑效率,但是不能仅仅考虑效率,还要考虑到多数人的公平与程序的正义。我们的政府和社会可能都需要一段时间接受和适应法学家的分析方法和论证方法。

## 三、研究成果的意义

邀我写序的这套专著的作者们,经过三年多时间的专门研究,又经过一段时间的修改,才拿出这样厚重的成果来。我看到这些成果时,就像看到美国最高法院门前的铜铸灯柱底下基座的铜龟,给人以一种稳重、缓慢、深思熟虑的感觉。中国古代在比美国更早几千年的时候,政法合一的朝廷大殿,就有汉白玉雕刻的石龟。龟背上驮着记录历史的石碑,同样给人以庄严、持久、正义的印象。中外司法与法学研究在历史上流传至今,给人的形象方面的印象和感觉是非常类似的,这种感觉在今天还有。

在不太讲究政治经济学基本理念的时光中,又是在变动未定型的过渡时期,经济学家关于对策性的看法是敏捷和回应迅速的。在回应中有许多是充满了智慧的解决方案和温和的中庸选择。相比之下,法学领域的回应还显得少些,也慢一些。有一个可能的答案,也是从本套研究性专著中解读到的:经济学家们谈论的是“物”(商品与交易),法学家谈论的是“人”(权利与义务)。

现实情况也是如此。市场中的“物”,无论是动产,还是不动产,几乎都成为商品,早已流通。现在,更加上升了一个台阶,市场将作为商品的物,进化到了证券化的虚拟资产的形态了。但是,法学这边的情况呢?《物权法》还在起草过程之中,该法案能否在年内通过,目前还是一个未知数。但是,立法的稳重并不影响市场的发展,法学家们在实务性工作方面,特别在市场中的交易契约设计方面,已经在研究具体的问题,在这方面的成果,也已相当可观。

经济学家对问题的讨论,观点可以是多元化的,也有争论。但是,总的方法还是建立在一个统一的理论框架下和一致的假设前提下的。但是,法律则不同。法律天生就是对抗性的,生来就有正方与反方。抗辩是法律运作的方式,法律的逻辑和理念就是在这种对抗之中发展的。对抗性的法学,本身也导致了它的成果在外界人士看起来充满矛盾性和冲突性。甚至让他们感到,这群人搞的不是科学,而是一种抗辩的技术。

#### 四、国际与国内金融法的融合

如果有人要我用一句话来表达什么是国际金融法,我就会说,它是一张没有国界,只有金融中心与边缘关系的地图。如果说,国内金融法与国际金融法还有什么区别的话,只是时间上的区别了,我国加入 WTO 后,区别将越来越缩小。

如果我们承认一美元在美国和在亚洲都等于一美元的话,国际金融的国界就越来越失去意义。而美元市场上中心与边缘的流通关系,就变得越来越有意义。任何国家国界之内的法律制度如果符合金融流通与发展规律的话,这个国家的经济与社会发展就会顺利,否则就曲折。荷兰的人口是俄罗斯人口的 10%,但是,荷兰的金融规模超过俄罗斯的规模。英国人口 6000 万,是印度人口的 6%,但是,伦敦金融市场的规模比印度大若干倍。这就是金融中心与边缘之间的

关系之一。所以,区别国内与国际金融市场,在法律规则方面已经不如以往那样重要,重要的是发展中国家中的大国,如何抵御西方金融中心的垄断,将以美元为基础的金融中心从一极化发展为多极化。

具体到我国,研究国际金融法与国内金融法是不可分的,而且这个领域范围之广袤,课题之宏大,数据之丰富,关系之复杂,都是非常吸引人的。特别是年轻人。这个天文般宏伟的领域,特别适合青年人研究与学习。因为,在这个领域比其他法学领域出新成果的机会要更大,创新成果也相对较多。这套专著的出版,就是一个例证。

本来这套专著的作者们要我写个小序,他们的书稿引发了上面一些话语,我感到有些喧宾夺主了。我感谢作者们以加速折旧的生活方式,写出了这样多的研究成果。学者们的生活,分为两个阶段,在学习的时候,取之于社会;而做研究的时间,特别是出成果的时候,是学者用之于社会和回馈于人民。

愿这些专业研究对金融业内人士有所帮助,对金融体制改革有所贡献。

吴志攀 谨志  
2004年6月28日

# CONTENTS 目 录

|                              |     |
|------------------------------|-----|
| 引 言                          | 1   |
| 第一章 资产证券化概述                  | 4   |
| 第一节 资产证券化的概念                 | 4   |
| 第二节 资产证券化的法律本质和特征            | 13  |
| 第三节 资产证券化的基本法律原理             | 19  |
| 第四节 国外资产证券化发展状况和相关法制<br>环境概述 | 33  |
| 第二章 与拟证券化资产风险隔离相关的<br>法律问题   | 40  |
| 第一节 资产“真实销售”的主要法律问题          | 40  |
| 第二节 SPV“破产隔离”的主要法律问题         | 59  |
| 第三节 本章小结                     | 76  |
| 第三章 与资产担保证券发行和交易相关的<br>法律问题  | 79  |
| 第一节 资产担保证券性质的判断              | 80  |
| 第二节 对 SPV 的证券法监管要求           | 85  |
| 第三节 对资产担保证券发行和交易活动的<br>监管要求  | 93  |
| 第四节 两大法系调整经验的比较              | 110 |



## CONTENTS 目 录

---

|                              |            |
|------------------------------|------------|
| <b>第四章 与资产证券化税收处理相关的法律问题</b> | <b>118</b> |
| 第一节 资产证券化操作中涉及的主要税收种类        | 119        |
| 第二节 资产证券化主要税收法律问题的国别考察       | 121        |
| 第三节 关于 SPV 所得的税收处理——美国经验     | 126        |
| 第四节 本章小结                     | 138        |

---

|                                |            |
|--------------------------------|------------|
| <b>第五章 与银行参与资产证券化活动相关的法律问题</b> | <b>142</b> |
| 第一节 资产证券化对银行及金融体系的影响           | 143        |
| 第二节 对银行参与资产证券化活动的金融监管          | 151        |
| 第三节 银行资产证券化业务中的主要法律问题          | 166        |
| 第四节 本章小结                       | 182        |

---

|                              |            |
|------------------------------|------------|
| <b>第六章 与资产证券化国际运作相关的法律问题</b> | <b>186</b> |
| 第一节 资产证券化国际运作概述              | 186        |
| 第二节 资产证券化国际运作的法律框架组合         | 193        |
| 第三节 本章小结                     | 208        |

---

|                               |            |
|-------------------------------|------------|
| <b>第七章 中国开展资产证券化活动的法律框架构想</b> | <b>211</b> |
| 第一节 中国资产证券化推行与金融安全            | 212        |
| 第二节 中国资产证券化既有实践操作和理论探讨述评      | 229        |
| 第三节 中国开展资产证券化活动的法制环境述评        | 239        |
| 第四节 对中国开展资产证券化活动的立法建议         | 268        |

# CONTENTS 目 录

---

|           |     |
|-----------|-----|
| 结 语       | 277 |
| 主要缩略语索引   | 281 |
| 主要规范性文件索引 | 286 |
| 主要参考文献    | 291 |
| 后 记       | 299 |
| 补 记       | 302 |

# 引 言

经济生活的深化,不断推动着融资方式的创新:从最初向银行借贷的间接融资到企业独自发行证券筹款的直接融资;从面向国内资本市场的融资到走出国门,面向国际资本市场的融资;从倚重企业信用进行的融资到以项目资产为基础进行的融资。形式多样、各有所长的融资方式从不同方面满足了筹资者和投资者多样化的需求。

作为融资方式家族成员之一的资产证券化,自从20世纪70年代初在美国资本市场诞生并获得蓬勃发展以来,凭借其资产信用融资、结构性融资和表外融资的竞争优势,迅速冲出美国国门,在短短的三十几年时间内风靡欧洲资本市场,并点燃了亚洲资本市场、美洲资本市场等世界各地资本市场的燎原之火,一时之间成为颇受欢迎的融资工具。这一金融现象引起了各界的关注。

所谓的“资产证券化”,是指发起人<sup>①</sup>将缺乏流动性但能在未来产生可预见的稳定现金流的资产或资产集合(在法学本质上是债权)出售给SPV,由其通过一定的结构安排,分离和重组资产的收益和风险并增强资产的信用,转化成由资产产生的现金流担保的可自由流通的证券,销售给金融市场上的投资者。在这一过程中,SPV以证券销售收入偿付发起人资产出售价款,以资产产生的现金流偿付投资者所持证券的权益。

资产证券化既是高度发达的市场经济条件下追求利益最大化的必然产物,也是日益完善的法制环境下体现制度组合优势的金融创新。从本质上看,资产证券化以担保制度和证券制度为左右翼,将原本存在于特定主体之间不具有流动性的债权资产,转化成资本市场上具有良好流通性的证券。这一过程带来了诸多方面良好的经济效应。

从发起人的角度看,资产证券化的益处表现为:

1. 给发起人提供了除传统融资方式以外的又一融资方式,有利

---

<sup>①</sup> 指出售资产用于证券化的人,包括资产的原始权益人(originator,或可称为原始债权人)和从资产原始权益人处购买资产汇集成一个资产池,并再次出售的人(sponsor)。

于其形成多样化的融资渠道。对于那些无法借助传统融资方式而又拥有优质债权资产的企业而言,无疑为其开辟了进入资本市场的通途。

2. 给发起人提供了转化资产形态、转移资产流动性风险的途径,使其在及时取得资产销售收入的同时又改善了自身的资产负债比例结构,提高了资产的收益率。

3. 给发起人提供了在股权不受影响、保留完整的经营管理权和不增加企业债务负担的条件下,以资产信用进入资本市场,筹集低成本长期资金的途径。

4. 给发起人提供了在不公开企业秘密信息和破坏与客户原有关系的条件下,通过为资产证券化提供资产管理、权益偿付等服务,增加收入来源的途径。

从投资者的角度看,资产证券化的益处表现为:

1. 资产信用的确定性和信用增级的保障,给投资者提供了一种高质量、低风险的投资工具;

2. 规范的证券信用评级,既减少了投资者分析评估投资对象成本的支出,又有利于对投资对象的风险进行及时监控;

3. 形式多样、品种繁多的资产担保证券,既提供给投资者多样化的选择空间,满足了不同的投资需求,又使投资者获得了较高的资产流动性;

4. 信用等级高且具有稳定回报的资产担保证券,既提供了突破投资限制、拓宽投资对象的途径,又有利于投资者获得较高的资产回报,提高自身资产质量。

具有上述优势的资产证券化,不仅备受发起人和投资者的青睐,更因在宏观上能促进经济资源的优化配置,深化金融市场的分工,提高整个金融体系的运作效率而得到政府的重视和扶持。从创始国美国和继受国英国、法国、意大利及日本等国的资产证券化历程来看,这一金融创新已成为拓宽企业融资渠道,盘活存量债权资产,解决商业银行资本充足率难题,优化其资产负债比例结构,繁荣资本市场,刺激储蓄与投资相互转化的最为行之有效的金融工具之一。不过,带给传统资本市场前所未有冲击的资产证券化,既可能因为运作流程复杂、参与主体众多而产生始料未及的金融风险,也可能因为现存法律规范的欠缺、针对这一金融创新监管经验的不足而危及金融安

全。这些金融负效应,同样值得关注并需要深入研究,加强防范。

资产证券化在世界资本市场波澜壮阔的发展催生了我国对这一金融创新工具的探索。<sup>①</sup>从20世纪90年代初至今,我国已陆续有了三亚市地产销售收入、珠海市交通管理费、中国远洋运输总公司航运收入和中国国际海运集装箱(集团)股份有限公司应收款证券化等零星的资产证券化操作个案。近来,中国建设银行和华融资产管理公司更是根据自身的资产状况向主管部门提出了证券化方案;华融资产管理公司也借用资产证券化的某些原理,在2003年6月推出了10亿元的信托优先受益权项目。与实践操作同步进行的理论探讨,在经历了1998年两次大型研讨会之后,势不可挡地演化成全国范围内一波又一波的证券化研讨热潮。理论探讨的重点在经历了“为什么进行证券化”的论证之后,已日益集中在“如何进行证券化”上,并提出了种种设想。其目标在于借助资产证券化方式,推进我国投融资体制的改革,改善商业银行的经营状况,促进经济结构的调整,在既不增加外债,又不影响经营管理、损失市场份额的条件下利用国际资本和民间资本。

资产证券化不仅是一种经济现象,更是一个法律过程。不论是普通法系的美国和英国,还是大陆法系的法国、意大利和日本等国,都是通过国内的法律制度来设定相关环节的操作标准,规范各个参与方的权利和义务,明确收益归属,锁定风险,提供必要的安全和流动性保障。资产证券化有别于传统融资方式的金融创新特色,可能使我国同样面临着作为证券化继受国,国内法制既无法满足这一金融工具操作要求又无法防范相应金融风险的难题。值得注意的是,资产证券化纯粹市场经济行为的本色,使得各国在对它的法律调整上不约而同地呈现出了许多共性,这就开启了我们通过考察其他资产证券化实践国法制状况,提炼相关法制规范下证券化操作的要点形成参照系,为我国的相关法律制度调整服务的思路。本书正是基于这样的逻辑推演,拟通过对美国、英国分散式资产证券化法律调整模式和法国、意大利及日本综合式资产证券化法律调整模式的考察,归纳总结资产证券化操作中各个环节的法律要点,对比我国现存的法制环境,提出我国资产证券化法律框架模式的构想。

<sup>①</sup> 有关中国资产证券化的实践操作和理论探讨,详见本书第七章第二节的分析。

# 第一章 资产证券化概述<sup>①</sup>

## 第一节 资产证券化的概念

### 一、资产证券化的内涵

资产证券化(asset securitisation or asset securitization)的浪潮发端于美国政府支持并积极参与的住房抵押贷款二级市场。1970年,隶属于美国政府的政府国民抵押协会(Government National Mortgage Association,以下简称GNMA或Ginnie Mae)首次发行了以住房抵押贷款为担保的抵押担保证券(mortgage-backed securities,以下简称MBS)<sup>②</sup>,开创了证券化的先河。有学者认为,“证券化”这个术语,最初见于1977年《华尔街日报》(the Wall Street Journal)的“街头巷议”专栏(“Heard on the Street”column)中。<sup>③</sup>作为20世纪70年代以来一项重要的金融创新,证券化改变了传统的投融资体制,带来了金融领域的巨大变革。短短的三十几年间,它不仅风靡美国资本市场,还越出国界,渐渐地为欧洲、亚洲和拉丁美洲国家的金融市场参与者们所认识和运用,成为备受瞩目的新型融资工具。

新生的资产证券化,其品种、结构正日趋多样化、复杂化,运行流程正日趋精专高效。在这个日渐深化和完善的进程中,证券化、资产证券化和结构性融资(structured finance)三个术语常被交替使用<sup>④</sup>,但

① 资产证券化种类繁多,结构复杂,加上强大的金融创新能力,实在难有统一的界定。本章尽力展示资产证券化的概貌,但为把握基本原理以利借鉴,本章和书中各章,如无特别说明,仍主要以最为基础的标准证券化或传统证券化(standard securitization or traditional securitization)作为探讨对象。

② Joseph Hu, *Basics of Mortgage-backed Securities*, Frank J. Fabozzi Associates, 1997, pp.15—16.

③ Arshad A. Ahmed, *Introducing Asset Securitization to Indonesia: a Method in Madness*, *University of Pennsylvania Journal of International Economic Law*, Vol. 19, Fall, 1998, p.826, n11.

④ Steven L. Schwarcz, *the Alchemy of Asset Securitization*, *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, Vol.1, Fall, 1994, p.134.

由于证券化的产生背景和发展阶段的不同以及观察者角度的各异,形成了在资产证券化内涵上众说纷纭、莫衷一是的局面。无论是实务界还是学术界,都没有对资产证券化形成统一的认识和得出一致的结论。明确对象的范围是进行研究的前提。为更好地展开下文相关法律问题的探讨,有必要考察各具特色的资产证券化概念,从中提炼出资产证券化的本质内涵。

对资产证券化的内涵,有的从融资过程和最终产品效果的角度定义。例如,John Henderson 和 Jonathan P. Scott 认为:“证券化指贷款机构的资产被以一种或他种方式移出其资产负债表并为投资者的融资所代替的过程,投资者购买了证明这一负债的可流通的金融工具,对原始的贷款人没有追索权(或者在一定情况下有有限的追索权)”<sup>①</sup>;美国证券交易委员会(Securities and Exchange Commission,以下简称 SEC)认为资产证券化是“创立主要由一组不连续的应收款或者其他金融资产集合产生的现金流担保的证券,它可以是固定的或是循环的,并可根据条款在一定时期内变现,同时附加一些权利或其他资产来保证上述担保或按时地向持券人分配收益”<sup>②</sup>。

有的从金融本质的角度定义。例如,Gardener 认为:“它是使储蓄者与借款者通过金融市场得以部分或全部地匹配的一个过程或工具。在这里,开放的市场信用(通过金融市场)取代了由银行或其他金融机构提供的封闭的市场信用”<sup>③</sup>。Jason H. P. Kravitt 认为:“更好的证券化定义即它包括了相对于有关资产的发起人可预期的财务表现的知识,运用更高级的有关特定资产的预期财务表现的知识,并借助一个结构的帮助来使资产融资更有效率。”<sup>④</sup>

还有的从证券化运作流程和融资本质相结合的角度定义。例如,Joseph C. Shenker 和 Anthony J. Colletta 在考察了种种定义的不足之后,提出证券化是“销售代表对一个隔离的、能产生收入的资产或资

① John Henderson & Jonathan P. Scott, *Securitization*, Woodhead-Faulkner Ltd., 1988, p. 2.

② John Henderson ed., *Asset Securitization: Current Techniques and Emerging Market Applications*, Euromoney Books, 1997, p. 1.

③ Paul W. Feeney, *Securitization: Redefining the Bank*, St. Martin's Press, 1995, p. 1.

④ Jason H. P. Kravitt, Introduction, in Theodor Baums & Eddy Wymeersch ed., *Asset-backed Securitization in Europe*, Kluwer Law International Ltd., 1996, p. 1.

产集合的所有者权益的股票或由这一资产担保的债券工具,通过一个架构的交易减少或重新分配内在于所有的或贷予的资产上的特定风险并确保这样的利益更具有适销性,从而获得比对资产的所有者权益或贷款更好的流动性”<sup>①</sup>;John Deason 则认为:“证券化是将产生于资产或发起人(产生应收款的实体)所有的应收款的现金流转化成平稳的偿付流的过程,这样使得发起人可以通过一笔贷款或债券的发行实现资产担保融资,这些债券本质上对应收款的信用而不是对发起人整体的信用有有限的追索权,并且在融资本质上是自我清偿的。”<sup>②</sup>

分析上述三类定义,可以看出:前者描述的证券化内涵是指将一定的资产转化成金融市场上可以自由流通的证券的过程,在没有说明资产特性的同时也未揭露证券化的本质,无法使资产证券化与其他传统的融资方式相区别;中者虽然揭示了资产证券化是一种直接融资和资产信用融资,表明了其给金融机构带来的“脱媒”(disintermediation)<sup>③</sup>冲击,却没有描述资产证券化的结构及其运作流程,太过于抽象而不利于从法律关系的角度把握其内涵;后者克服前两者的不足,不仅较详尽地描述了资产证券化几个必备的基本要素和运作步骤,也揭示了资产证券化分离与重组资产的收益和风险并进行有效配置的金融本质,但在对相关当事人及现金流走向的描述上显得不够详尽。

整合以上种种定义的利弊,笔者认为可将资产证券化的内涵定义为这样的一个融资制度安排:发起人将缺乏流动性但能在未来产生可预见的稳定现金流的资产或资产集合(在法学本质上是债权)出售给 SPV,由其通过一定的结构安排,分离和重组资产的收益和风险并增强资产的信用,转化成由资产产生的现金流担保的可自由流通

<sup>①</sup> Joseph C. Shenker & Anthony J. Colletta, *Asset Securitization: Evolution, Current Issues and New Frontiers*, *Texas Law Review*, Vol. 69, May 1991, pp. 1374—1375.

<sup>②</sup> John Deason, *Securitization: Principles, Markets and Terms*, 1st ed., Asia Law Practice Publishing Ltd., 1998, p. 2.

<sup>③</sup> 又称“非中介化”,是指金融中介机构,例如经纪人和银行,从借款人和贷款人之间的交易或金融市场上买方和卖方之间的交易中消失。See: Butler, B., *Oxford Dictionary of Finance and Banking*, 影印本,上海外语教育出版社 2001 年版, p. 106。“脱媒”使得筹资者更多地背离银行而直接在资本市场上发行证券进行融资,不仅金融界而且法律界都对此予以了关注。参见刘丰名:《金融创新与新世纪金融法》,载于陈安主编:《国际经济法论丛》第 1 卷,法律出版社 1998 年版,第 316 页。资产证券化到底是加剧了银行受到的“脱媒”冲击,还是提供了银行开创新金融业务的契机,本书将在第五章第一节中进行探讨。



的证券,销售给金融市场上的投资者。在这一过程中,SPV以证券销售收入偿付发起人的资产出售价款,以资产产生的现金流偿付投资者所持证券的权益。除作为一种融资过程外,资产证券化也可用来形容运用如上过程融资的融资方式、金融工具和金融发展趋势。

## 二、资产证券化的外延

明确的概念内涵实际上也决定了资产证券化的外延,但作为一种新兴的金融工具,证券化因其本身的优越性而获得了迅猛发展,不仅基础品种种类繁多,还衍生出了不少派生品种。因此,下文只能借助不同的分类方法,介绍主要的证券化种类,以把握基本的资产证券化外延体系。

### (一) 按被证券化的资产类型划分

被证券化的资产类型走过了“住房抵押贷款→其他贷款和应收款→金融资产→可产生稳定现金流的资产”的历程。根据已有的证券化交易实例,介绍如下:

住房抵押贷款的证券化源于美国政府设立相关的机构来推动抵押贷款二级市场的流动性。目前已形成了由GNMA、FNMA、FHLMC<sup>①</sup>三者分别担保发行的机构型MBS和由私人实体发行的非机构型MBS。

住房抵押贷款证券化的成功刺激了其他贷款和应收款的证券化,常见的有商业和工业贷款(包含商业不动产抵押贷款),汽车销售贷款等消费贷款,计算机、办公楼、机器等设备租赁应收款,信用卡、转账卡应收款和贸易(制造商和销售商)应收款等的证券化。

日趋成熟的证券化技巧随着经济生活的深化逐步扩展到范围广泛的金融资产上,其中引人注目的是:其一,保险的证券化(其实是风险的证券化),例如隶属保险公司的SPV发行证券筹资,为母公司提供再保险,而投资者的收益则来源于母公司付给SPV的保费和SPV

<sup>①</sup> FNMA,或称 Fannie Mae,即 Federal National Mortgage Association,是美国政府在1938年设立的一个机构,后于1968年一分为二:一为GNMA,一为继续沿用其名称的、由私人所有但与政府有关联的一个机构(FNMA),本书所指的是1968年以后的FNMA。FHLMC,或称 Freddie Mac,即 Federal Home Loan Mortgage Corporation,是美国政府在1970年设立的具有半官方性质的一个机构。