



远东财经

吴晓灵 主编

金融与法一译丛

金融创新与监管前沿文集

[美]史蒂文·西瓦兹 著
高凌云 等译

Collection of Articles Written by Professor Steven L. Schwarcz
on Financial Innovation and Regulation

 上海远东出版社

吴晓灵 主编

金融与法——译丛

金融创新与监管前沿文集

[美]史蒂文·西瓦兹 著
高凌云 等译

Collection of Articles Written by Professor Steven L. Schwarcz
on Financial Innovation and Regulation

 上海远东出版社

图书在版编目(CIP)数据

金融创新与监管前沿文集/(美)西瓦兹著;高凌云等译. —上海:上海远东出版社, 2014

(金融与法丛书/吴晓灵主编)

ISBN 978-7-5476-0937-8

I. ①金… II. ①西…②高… III. ①金融信托—文集②资产证券化—文集③资本市场—市场监管—文集 IV. ①F830-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 281658 号

“Collection of Articles Written by Professor Steven L. Schwarcz on Financial Innovation and Regulation” is published by arrangement with Gao Lingyun.

Copyright © 2014 by Steven L. Schwarcz.

Chinese edition copyright © 2014 by Shanghai Far East Publishers.

All rights reserved.

本书由复旦大学法学院资助出版

图字: 00-2014-651 号

本书由上海文化发展基金会图书出版专项基金资助出版



· 金融与法—译丛 ·

金融创新与监管前沿文集

[美]史蒂文·西瓦兹 著 高凌云 等译

责任编辑/程云琦 特约编辑/余彦焱 装帧设计/张晶灵

出版: 上海世纪出版股份有限公司远东出版社

地址: 中国上海市钦州南路 81 号

邮编: 200235

网址: www.ydbook.com

发行: 新华书店 上海远东出版社

上海世纪出版股份有限公司发行中心

制版: 南京前锦排版服务有限公司

印刷: 昆山亭林印刷有限责任公司

装订: 昆山亭林印刷有限责任公司

开本: 710×1000 1/16 印张: 31.5 插页: 2 字数: 582 千字

2015 年 6 月第 1 版 2015 年 6 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5476-0937-8/F·536

定价: 78.00 元

版权所有 盗版必究(举报电话: 62347733)

如发生质量问题,读者可向工厂调换。

零售、邮购电话: 021-62347733-8538

金融与法丛书

编审委员会（以姓氏笔画为序）

顾 问 江平 吴敬琏

主 编 吴晓灵

编 委 许小年 许成钢 李扬 吴弘 吴志攀 顾功耘

执行主编 吴弘

执行编委 朱小川 吴弘 何海峰 汪其昌 贾希凌 黄少卿 傅蔚冈

丛书总序

研究金融法律问题 促进金融市场发展

明确金融活动的法律关系,有利于维护市场秩序,保护市场主体的正当权利。

首先,金融活动的本质是财产权的实现形式。财产权包括占有、使用、收益、处分等权能,此外还有用益物权、担保物权、信托权、租赁权等。物权与债权冲突时,物权优先。再有,用登记公示对抗善意第三方,等等,都是法律基础问题。金融活动一般是货币财产的处分、收益方式。货币是财产的一种表现形式,作为金融活动,可以是投资、出借、信托,就是让别人来替你管。所以,金融活动也是财产权的实现形式。金融活动的核心是渠道和价格。所谓渠道,包括直接融资和间接融资。究竟是直接出借,或是通过第三方出借,还是把资金委托给第三方全权处理,就是渠道问题。至于价格,就是指以怎么样的收益权来出让现在的使用权。这是金融活动非常重要的几个方面。

其次,金融活动的法律关系。可分为股权、债权债务和信托三类。股权主要是指投资人自行投入经营活动,承担风险享受收益的权益。债权债务主要是出让货币使用权,在约定期限内还本付息的权益。可分为两类:直接债权(债券和衍生品合同)和间接债权。做衍生产品的时候,因为有杠杆的作用,所以在最终清算的时候是轧差

清算。既然一般是做对冲,衍生品合同往往是净额清算,最后的表现形式就是债权债务。直接债权(如债券)是投资者和最终使用人的债权债务,间接的债权,并不直接表现为最终使用者的债权债务,间接债权有一个中介,表现为最初投资人和最终使用人对金融机构(银行)的债权债务关系。还有信托关系,包括资金信托和财产信托。至于保险关系,我一直认为这是一种互助关系。保险实际上就是根据大数法则,由大多数不发生风险的人出资救助少数出风险的人。这种经济补偿功能是由投保人出资完成的。最早的保险是海上保险,船东互保,后来衍生为各种由保险公司经营的保险,因为保险精算等方面的需要,出现了各种经营机构,投保人与这些经营机构就有债权债务关系。

第三,按法律关系和市场行为立法有利于维护市场秩序。直接融资的证券市场以信息披露为监管重点,防止信息欺诈、内幕交易、关联交易、价格操纵。直接融资的市场是“愿打愿挨”的市场,但是这有一个前提,就是能够拥有真实全面的信息。真实信息的获取涉及公众利益,应是监管当局的监管重点。

我国证券市场方面的最大问题是对证券的定义比较狭小。在国内,证券一般就是股票和债券。但一些集合投资计划,一些衍生产品,像金融期货期权等,应属于证券,但大家的认识就不一样。美国1933年证券法对证券的定义是:“证券”一词系指任何票据、股票、库存股票、债券、公司信用债券、债务凭证、盈利分享协议下的权益证书或参与证书、以证券作抵押的信用证书,组建前证书或认购书、可转让股票、投资契约、股权信托证,证券存款单、石油、煤气或其他矿产小额利息滚存权,或一般来说,被普遍认为是“证券”的任何权益和票据,或上述任一种证券的权益或参与证书、暂时或临时证书、收据、担保证书、或认股证书或订购权或购买权。在此之前,美国法律没有对证券下过明确的定义,证券市场是比较混乱的。之后美国吸取1929—1933年金融危机的经验教训,出台了证券法。在证券法里,一般体现为权益和收益的东西,基本都被界定为证券。在中国我们可以对“证券”下一个定义。“证券”,顾名思义,“证”是证明,“券”是纸张,证明的内容就是持有人的权益,具体来说就是他的收益。当然,风险和收益相对应。我们可以说证券是代表财产权益的、可均分、可转让或交易的凭证或投资合同。放宽证券的定义,相关的市场活动都可以被纳入到证券法规范的范围内,有利于更好地实现资产证券化。目前,国务院提出“用好增量,盘活存量”。所谓“盘活存量”,就是指将缺乏流动性的资产通过资产证券化的方式增加流动性,加以盘活。

因而,对证券狭义的解释不利于规范金融市场的交易活动,不利于搞活金融,也不利于打击各种名义的非法变相的证券发行和交易行为。

间接融资的信贷市场,以债权保护和风险控制为重点,主要对债权人保护,对出资人风险控制。资产管理的信托市场,立法应以信托财产的独立性和受托人的诚信、忠实责任为重点。过去对诚信、忠实责任关注不够,对权利、责任的描述太少。《信托法》是规范信托市场和相关活动的基础性法律,希望在修改《信托法》的时候,能够对信托财产的登记托管制度予以明确,能够把诚信、忠实责任的问题表述得更好。保险市场具有经济补偿功能,投保人互相帮助、保单形成债务。目前,保险公司对盈利的考虑多于对投保人权益的保护,买单容易退单难,买单容易理赔难。按照法理,应该是用投保人的钱对发生灾害的人进行补偿,保险公司应该是一个服务者,主要的功能不是融资,应强化保险产品的保障功能。

第四,立法应明确金融自由和监管的边界。金融既然是一种财产权,权利人就应当有处置财产的自由。当然,自由也是有边界的。用自己的货币资金进行的金融活动应给予交易自由。直接投资、民间借贷、非公众金融机构投资大多数属于这类情况。对于直接融资,除非是非常重要的行业,否则不应设过高的进入门槛。对于民间借贷,不管是机构之间还是个人之间,根据《合同法》,都应当有一定自由。之所以强调金融是一种财产权,是因为过去一提金融,就是政府管制。但我认为,只有在金融活动涉及公众利益的时候,政府才可介入。具体而言,用合格投资人的资金进行金融活动应该在立法时适度监管,如金融公司、各种私募基金活动。用小投资人的钱进行金融活动具有极强的外部性,要由公权力进行审慎监管以保护投资人利益,包括银行、保险、公开发行的证券交易等,对这些活动在立法时应有严格的审慎监管。通俗地说,就是“玩自己的钱,给他以自由;玩大客户的钱,对他适度监管;玩小客户的钱,对他严格监管”。我们金融立法的理念就应该是这样的。

二

进入新世纪以来,国际上金融、法律的实践与理论都发生了重大发展变化,相应学术界也较活跃,针对金融市场的改革创新、公司治理与金融监管、金融消费者保护等方面需要,金融或法律专家学者们结合经济学和法学理论,综合运用结构分析、历史分析、比较分析和实证分析等研究方法,认真审视当前全球金融

危机的机理,深入系统地探讨金融改革的方向与路径,努力实现法与金融的良性互动,有很强的借鉴价值。

在国内,在全面深化改革和全面依法治国的背景下,金融体系正向国际潮流与前沿转型发展,需要大量的理论支撑,以揭示金融与法律的内在关系,界定金融市场监管的角色定位,提高金融立法的效能与权威,促进金融市场创新及运行,并在移植的基础上构建本土化的法与金融体系。

为此,我们组织出版了这套“金融与法丛书”。本丛书分为两大系列:一是“金融与法(译丛)”,意在翻译介绍目前全球范围内著名大学或科研机构的金融、法律学的名家名作,涉及金融与金融法发展的理论、法律移植与金融市场发展、立法执法效率与金融创新、企业的融资成本与公司价值、公司治理与法律制度等方面的研究成果;二是“金融与法(文丛)”,重在收录中国本土化的法律与金融研究成果,包括金融法律体系与其构成要素研究、金融运行法治化及具体环节的探讨,以及金融创新的法治促进和金融改革难题的法治对策。

本丛书的作者汇集了来自全国的金融与法的研究专家,他们在相关的研究领域具有很深的造诣,团队阵容强大。有些学者还结合自身长年海外访学的学术经历,或结合长期从事实务的经验,提出了立体系统而颇有裨益的理论框架和操作方案。

丛书中的著作不仅题材新颖、视角独特,而且呈现多元化的思辨维度,旨在为理论和实践提供可参考应用的第一手材料,也便于专家学者深化研究思考先进金融制度的移植、消化和创新,为监管部门和金融机构提供理论支持,助力我国的金融体制的深化改革。相信本丛书能为热爱金融与法、学习或从事金融与法律理论与实务人士提供一个理论扎实和价值更高的学习平台。

吴晓灵

全国人大财经委员会副主任委员

2015年3月

中文版序

本人有关信托法和金融法的部分文章被译成中文，并在中国结集出版，我深感荣幸。尽管其中的一部分写于最近的金融危机发生之前，但我相信，它们因揭示了相关分析的基础而仍然重要。其他大部分则写于危机发生以后，因此得以把最新的事件纳入其中。

我希望本文集作为一个整体，能以一种为中国读者——包括法律与金融界的学者以及实务界人士——所易于理解的方式，阐述美国商事信托、证券化、商业与公司信义责任以及金融市场监管方面的基本原则，当然可能也是普遍的原则。我强调的主题是持续增长的金融复杂性以及金融监管需求所带来的挑战，即不仅要努力防止损害的发生，而且要在损害不可避免时减轻其危害。最终的监管将在经济增长与社会责任之间寻求平衡，并为此作出妥协。

这种平衡对于中国这样一个年轻又充满活力的资本市场的可持续发展至关重要。在前十年间，中国的很多市场监管规则都是为适应市场变化需要——比如商事信托的迅速发展——而新制定的。商事信托甚至已经成为中国影子银行的典型代表。

尽管中国市场没有像美国市场一样在最近的金融危机中遭受重创，但中国并不能假定其市场就能对全球金融压力免疫。随着中国市场的不断成长，它必将会融入全球一体化之中，并因此受到国际化的更大影响。所以，中国急需从这次危机中吸取教训。我希望本文集在这方面能够提供帮助，并有助于中国资本市场能够更加稳健并且减少失误。

衷心感谢高凌云老师及其同事们承担了挑选文章、翻译并安排本文集出版的所有工作,如果读者认为本文集所体现的知识与观点有价值的话,希望大家能同等地认可他们所付出的努力。

史蒂文·L.西瓦兹

Stanley A. Star 法律与商业教授

杜克大学法学院

电子邮箱: schwarcz@law.duke.edu

2014年5月8日

译者序

一、缘起

我一直排斥翻译当代外国原版法律著作或学术论文,因为我有偏见,认为法学译文的读者非常少,懂外文的,可以直接阅读原文;而看不懂原文的,也大多看不懂晦涩的译文。这与相对比较容易做到“信达雅”的文学著作的翻译完全不同。

所以,2010年起我组织学生翻译西瓦兹老师的论文,最初只是为了督促他们学习金融信托法与资本市场监管的前沿知识,并不以发表或出版为目的——虽然西瓦兹老师早在2006年就已授权我翻译他的著作。2013年春季,上海远东出版社获知此事,认为本系列论文与他们组织的“金融与法”丛书正好契合,于是发出邀请。虽然我对翻译的偏见仍然存在,但想到如能有机会把这些优秀学子的翻译成果印成铅字贡献于世,也让更多国内的同仁读到西瓦兹老师的文章,不失为一件乐事,于是将译文结集出版的想法正式形成。

整个翻译过程从2010年秋季开始,直到2014年年底才完成。而参与翻译的大多数同学都已经毕业,走向了工作岗位。没能在他们毕业之前出版此书,甚感遗憾。更令我惭愧的是,在这四年间,西瓦兹老师多次给我转发国内其他学者请求授权翻译的邮件,让我裁夺。再不动作,也会耽误老师的文章由其他中国学者翻译发表的机会。

只是前几年来我一直教学任务繁重,平均每学期授课4—5门,

然后所有的课余时间都贡献给复旦法学院的外事行政工作与全英文硕士班的组建与教学管理工作,因此,根本无暇完成自己的科研计划,更遑论仔细审核这些译文——而自己对翻译的苛刻要求让我不能容忍随便出版译文集。直到2012年秋季我终于得以卸掉行政杂务,并于2013年下半年到美国的法学院讲授《比较信托法》等课程。虽然美国的法学院给予教师的教学任务也很重,但是相比国内我相对轻松。于是,我终于可以在教学之余整理完成数年来束之高阁的研究与写作任务,其中首先就是这本译文集的审核与统译工作。

二、审译说明

本译文集共收录西瓦兹老师在1990—2012年间先后发表的20篇论文,其中我个人翻译了5篇,特邀上海对外经贸大学倪受彬教授翻译了1篇,另外由我的学生翻译了14篇,译文都由我终审和统译。虽然是网络时代,我却没能找到更聪明的审译方法,只能非常原始地把电脑屏幕一切为二,原文在上,经过初审的译文在下,逐句比对、审核、修改。

由于我对翻译的偏见,我确定这本译文集绝不可能十全十美,因此绝不做“信达雅”之想,我的要求只有两点:第一,译者能看懂原文;第二,读者能看懂译文。第一点要求译者具备专业水平,第二点要求译者具备表达能力。

虽然这是最基本的翻译要求,可是在实践中又最难做到。况且这本译文集不是一本有体系的专著,而是由作者在不同时期写就的、相互之间没有必然逻辑关系的一系列文章组成,难免会有内容重复或者共同引注同一篇文章来源的情况;而翻译者又是十多个人,每人的理解与表达方式都不同,这些都给译文集的统译带来了困难。

我的原则是,学术译文的格式、标号、注释等一定要和原文一一对应,译者对内容的理解一定要准确,表达方式可以有自己的特点,但是不能发挥天马行空的才气,底线是让人看得懂,为此目的一定要坚持白话,不惜牺牲译文的文学性。有些用词用语尽量统一,但在有些情况下也保持不同译者的风格。略举几例:

(1) SPV(Special Purpose Vehicle),有人翻译成“特殊目的载体”,也有人翻译成“特别目的机构”,统稿时决定采用“特定目的机构”。

(2) “Originate-to-distribute”有人翻译成“发起—销售”,有人翻译成“发放—分配”。没有上下文,这个词毫无意义,本书决定统一用描述性的“为证券化

而发起贷款”来翻译,因为这种模式是指贷款发放人发放贷款的唯一目的就是为将其证券化后销售给他人,所以借用证券化中的“发起”。

(3) “Trench conflict”有人翻译成“创奇冲突”,或者“分层冲突”,主要指不同类别的证券持有人之间的利益冲突,本书统一用“类别间冲突”。

(4) “Failure”一词,有时是失效,有时是失灵,还有时是失败。在不同语境下,可以翻译成不同的词,因此没有强行统一。

(5) 最容易混淆的是“debt securities”。“Debt”本身是“债”,很多人喜欢用“债务”来翻译,因此把“debt securities”翻译成“债务证券”,把“debt market”翻译成“债务市场”。但究其实质,这是指发起人把自己针对其他债务人所享有的债权进行分割出售,所出售的其实是债权证券。而投资人购买这些证券就是投资于债权市场。因此本书决定用“债权证券”一词。

(6) 在信托法与公司法中还有一个重要的词汇“fiduciary”有多种翻译方法,本书决定译成“受信人”,以与“受托人(trustee)”区分。

西瓦兹老师的文章与其他美国学者的学术论文一样,注释经常比正文的篇幅还长,并且很多注释都有实体内容。虽然译文集出版后读者不大会细读注释,但是在翻译时一点儿也不能马虎。我对译者的要求是把原文注释中的说明性文字翻译成中文,其他部分可以不翻译,也可以翻译。

为了让读者看懂,翻译仅仅做到严格符合原文并不够,有时需要把长句子拆散,把短句子扩充,但又不能信马由缰地演绎,因此,本书用括号把必要的内容填补进去。还有一些词语没有对应的中文词汇,或者中文词汇有可能引起误解,此时就在括号内注明原文。在逐字逐句与原文对比时,我也遇到过几处理解障碍,曾亲自写信向西瓦兹老师求教,确保理解的准确性。

本译文集中有的文章经过了初译、初审、审译和终审才进入统译,还有的只经过翻译与审译,就进入统译,这主要根据译、审的情况来决定。为反映出文章的翻译情况,每篇译文都注明了参与文章翻译的译者与审译者。

从初审到终审,每位译者都对自己的译文审核了不止一遍,而审译者也针对自己审译过的译文审核了不止一遍。每一遍审译都留有修订格式的文本,以作将来追踪之用。我作为终审与统译人,把50多万字的20篇译文从头到尾看过至少五遍,其中两遍是对着原文逐句审核。虽然如此,在审核最后一稿时,每看一遍,总能找到新的需要修改的地方,简直停不下来。但是,出版时间已经逼近,

没有更多时间可以尽情地修改，只能遗憾地止笔。

三、本书作者

我一直佩服那些要么不做，要做就什么都能做好的人。西瓦兹老师就是这样一种人。

任教于杜克大学法学院的史蒂文·西瓦兹老师是美国商事信托与资产证券化领域的著名学者与律师，曾在两家著名国际律师事务所担任合伙人，代理过金融创新与资本市场融资交易中的国际顶尖银行及其他金融机构。他写的有关结构性融资与资产证券化的书籍和论文在业界颇受欢迎。他曾受邀就系统性风险、证券化、信用评级机构以及金融监管等问题在美国国会听证会上发言，还曾为美国与外国政府机构就有关金融危机与影子银行等问题提出过咨询意见。

然而，大家可能不一定知道，西瓦兹老师在高中时曾与他人共同创立“业余火箭协会”，并制造和发射了第一颗非政府发射的卫星，该事迹被收藏于位于华盛顿哥伦比亚特区的史密森尼学会国家航空航天博物馆内。由于他成绩优异，高中没毕业就直接被纽约大学工程学院航空航天工程系提前一年录取，授予全额奖学金，后来获得优秀本科毕业生称号。

从火箭发射、航空航天工程，到金融、资产证券化、资本市场，从工程师，到律师，再到法学院教授，西瓦兹老师创造了一个又一个传奇。也正因此，他的法学论文中充满了令人信服的经济学与工程学的理念与逻辑。他对金融危机的经验教训的总结和对资本市场监管的观点不仅对美国，对我国资本市场的发展也是重要的一家之言。

也正因此，我决定翻译西瓦兹老师的论文，把他介绍给更多的中国读者。

同时，我也退想，或许我也能以他为榜样，在将来的某一天华丽转身，离开法学界，挑战中国当下老而不学的风气，重新回学校学习另一个专业。虽然我自知此生没有能力去研究卫星和火箭，但是完全可能在另一个或雅或俗的行业做自己喜欢做的事情。

四、本书译者

翻译小组组长：

高凌云（复旦大学法学院副教授，美国凯斯西储大学法学院客座教授、纽约

大学法学院访问学者)

翻译小组副组长:

赵予慈(复旦大学法学院 2008 届法学学士,上海市嘉定区人民法院书记员)

劳业彬(复旦大学法学院 2012 届法律(法学)硕士,玄本投资(上海)有限公司法律顾问)

特邀翻译人员:

倪受彬(上海对外经济贸易大学法学院院长、教授)

其他翻译小组成员:

徐凤(复旦大学法学院 2013 届国际法硕士,上海市静安区人民法院书记员)

李维佳(复旦大学法学院 2014 届国际法硕士,日本森·滨田松本律师事务所上海代表处律师)

石奇迹(复旦大学法学院 2012 级国际法硕士生,上海市环球律师事务所律师助理)

潘金涛(复旦大学 2013 届法律硕士,上海闵行联合发展有限公司经理)

崔伟(复旦大学 2012 级法律硕士生在读,竞天公诚律师事务所律师助理)

解文君(复旦大学 2012 届法律(法学)硕士)

胡汉鹏(复旦大学 2014 届国际法硕士,北京达辉律师事务所律师)

王晓廷(复旦大学 2014 届国际法硕士,北京市世泽律师事务所上海分所律师)

李昭(复旦大学 2014 届国际法硕士,北京市中伦律师事务所上海分所律师)

王文心(美国东北大学文学、传媒与设计学院学生)

五、最后

本译文集的初衷是为了师生共同研习金融信托法,它的翻译与出版对每一位译者都没有私利,因为大部分译者已经毕业,无法用本书中的译文满足他们毕业发表论文的要求,而在我所任教的法学院,译文也不计入教师的学术成果。因此,这是一本不计功利、全靠兴趣而完成的译文集。

同时,由于本译文集选取了西瓦兹老师在二十多年间先后写就的二十篇论文,不是同一本著作的不同篇章,因此有几篇论文的部分内容不免有重复,但是由于每篇论文着重点不同,因此仍被选录。读者在使用本书时请量用而入。

另外,由于本译文集的文章主要基于美国的实践,因此对我国的资本市场只有借鉴意义,未必有指导意义。在学习西瓦兹老师的文章时,请读者时刻记住,文中的分析完全基于美国法律制度,其中的信托、金融创新与资本市场均有美国配套法律制度支持,而这些配套法律制度在我国尚付阙如,因此万万不可生搬硬套。

囿于时间与能力,再加上多人翻译文集的特有困难,译文之间仍然有用词不统一的问题,和一个人从头到尾翻译的结果不可能一样。不过,不同的翻译风格也给大家带来不一样的清新感觉,并且这些微小的差异之处并不影响翻译质量。

然而,错误在所难免。有些可能是译者在准确理解内容之后用词用语的不当,有些可能是读者与译者对文章内容的理解有 honest disputes,还有些可能是译者对文章内容有理解上的偏差。有心研究本领域且可以读懂英文原文的同仁,可以找到本译文集所对应的原文阅读。如果发现译文有任何实质性的错误与问题,敬请随时指出,以便我们一起讨论学习,并在将来重印中改正。

谨以此译文集作为对 2015 年的贺礼。

高凌云

lygao@fudan.edu.cn

2014 年 12 月 30 日于纽约曼哈顿

目 录

丛书总序/吴晓灵	i
中文版序	vii
译者序	ix

PART I 商事信托、资产证券化与结构性融资 1

作为商业组织形式的商事信托：揭开奥秘	3
资产证券化的新方法——结构性融资	29
证券化与结构性融资	54
安然及其在公司架构中对特定目的机构的利用与滥用	67
安然事件后的证券化	76
资产证券化的未来	107
欧洲债券的难题	118

PART II 利益冲突与受信人义务 143

公司对债权人所负义务之反思	145
对复杂交易中信息披露模式的再思考	181
以时间为视角：解决当前投资者与未来投资者之间的利益冲突	214
受信人义务的冲突	248