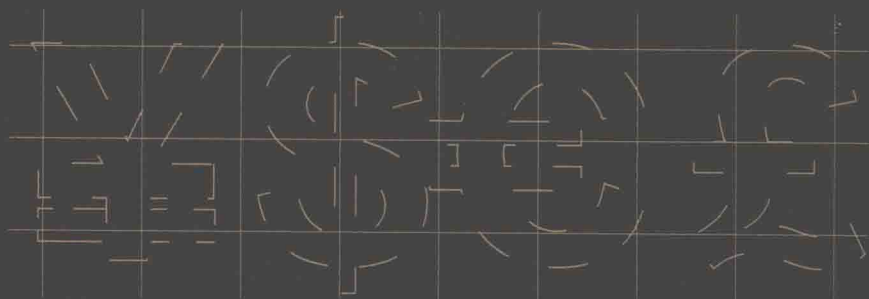


资产证券化基本原则

[美] 斯蒂文·L. 舒瓦茨 / 著 倪受彬 李晓珊 / 译

Structured Finance:
A Guide to Asset Securitization

结构金融



资产证券化基本原则

[美]斯蒂文·L.舒瓦茨 / 著 倪受彬 李晓珊 / 译

Structured Finance:
A Guide to Asset Securitization

结构 金融



中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

北京市版权局出版境外图书合同登记号 图字: 01-2017-JJ22

Copyright © 2017 by Steven L. Schwarcz.

First published by Practising Law Institute.

All rights reserved.

Chinese Language edition published by China Legal Publishing House.

本书中文版享有出版权由 Steven L. Schwarcz 授予中国法制出版社, 版权为中国法制出版社所有。未经出版者允许, 不得以任何方式复制或抄袭本书内容。

图书在版编目 (CIP) 数据

结构金融: 资产证券化基本原则 / (美) 斯蒂文·L. 舒瓦茨 (Steven L. Schwarcz) 著; 倪受彬、李晓珊译. —北京: 中国法制出版社, 2018.11

书名原文: Structured Finance: A Guide to Asset Securitization (3rd Edition)

ISBN 978-7-5093-9076-4

I. ①结… II. ①斯… ②倪… ③李… III. ①资产证券化—研究
IV. ①F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 212798 号

责任编辑: 薛强 (editor_xue@163.com)

封面设计: 周黎明

结构金融: 资产证券化基本原则

JIEGOU JINRONG: ZICHAN ZHENGQUANHUA JIBEN YUANZE

著者 / [美] 斯蒂文·L. 舒瓦茨

译者 / 倪受彬 李晓珊

经销 / 新华书店

印刷 / 北京京华虎彩印刷有限公司

开本 / 880 毫米 × 1230 毫米 32 开

版次 / 2018 年 11 月第 1 版

印张 / 18 字数 / 442 千

2018 年 11 月第 1 次印刷

中国法制出版社出版

书号 ISBN 978-7-5093-9076-4



定价: 78.00 元

值班电话: 010-66026508

北京西单横二条 2 号 邮政编码 100031

传真: 010-66031119

网址: <http://www.zgfs.com>

编辑部电话: 010-66038139

市场营销部电话: 010-66033393

邮购部电话: 010-66033288

(如有印装质量问题, 请与本社印务部联系调换。电话: 010-66032926)

序 言

本书的作者杜克大学法学院的斯蒂文·L. 舒瓦茨教授是我在杜克大学2011—2012年访问期间的合作教授。而在访问之前，因为读他在美国国内发表的若干论文，觉得很喜欢，于是我写电邮给他，问可否授权翻译发表，他很快回邮件给我，表示很高兴能将他的文章介绍给中国资本市场的业者与研究者。于是他的《系统性风险》《商业信托与公司》等文章陆续发表于《比较》《证券法苑》及《经济法论丛》等刊物。译作发表后，编辑告诉我读者反响不错，当然这主要归功于作者具有理论与实务结合的优势，且文章逻辑清晰，文笔简洁，非常易于读者理解。编辑的肯定似乎给了我信心，使我萌生了请舒瓦茨教授作为我赴美访学的合作教授的想法。又一次，教授很快给我发来正式的邀请函，而且建议法学院给予我自由选课福利。

在杜克大学法学院的一年，我贪婪地选了多门课，几乎每天开着在二手车市场上以6000美元的价格买得的三菱车往返于教堂山租住的房子与杜克德姆校区之间。背着书包，拿着厚厚的教材出入教室与图书馆之间，重新做回学生。杜克法学院负责访问学者管理工作的副院长曾说过，我是最

认真的访问学者之一，这挺让我得意了一阵子。

本书就是舒瓦茨教授在杜克课堂上使用的教材。我记得因为他出面与出版社联系，每个选这门课的学生都以极低的价格从出版社买到了这本书的原版，这算是一项激励学生选课的福利。拿到这本书的原本时，发现该书以打孔活页的方式装订，书就是一个 36 开的文件夹，特别方便学生携带，你可以根据课程进度决定携带相应部分。我甚至觉得这种外观设计与书的主题具有“形式与内容”契合的喻义，毕竟资产证券化本身就是资产的转移与拆分。在课堂上，我看到冷静的作者变成一个充满激情的讲者。尤其令人印象深刻的是，由于需要讲解资产证券化的交易结构，他总是在正式讲课之前，早早地来到教室，在黑板上事先画出交易结构图。这样做的一个好处，我的理解是可以为教师自己提前梳理思路，同时也节约了同学们的时间。因为，课中画复杂交易结构图毕竟会耗时很多，且会使课堂处于一个尴尬的“暂停”境地。除了画图之外，令我印象深刻的是，他在课中会抛出很多有意思的问题，然后停下来环绕整个大型 T 教，得意洋洋地挑战着肤色各异的同学。他的讲授就和他的文章一样，完全是以“受众中心主义”来进行情景设计的。课后，我继续通过阅读本教材，并结合杜克大学对学生开放的课堂授课录像回放系统对不清楚的部分再学习，因此，相对于其他几门课我收获较大。

2012 年 8 月回国以后，我与教授依然保持着学术联系。2013 年他接受我的邀请来华访问，分别在上海对外经贸大学、复旦大学、北京大学、清华大学作了四场高质量的学术讲座。2014 年教授还细致协调了上海对外经贸大学法学院与杜克大学法学院，通过双方的同步视频系统，举行双方教授与学生参加的工作坊（workshop），这种实时的跨境知识流动与分享拓宽了课堂的物理边界，知识与金融资本一样在科技进步的背景下可以实时高

效流动。

在他返回美国后，我们共同认为，将他的这本《结构金融：资产证券化基本原则》介绍给中国读者很有必要。其实，细心的读者会发现，清华大学出版社早在2008年就翻译出版了舒瓦茨教授这本书的早期版本。此次再次翻译本书，主要是原著的最新版本增添了诸多新的内容。特别是2008年美国次贷危机后，作为金融炼金术的资产证券化背负了过多的指责，教授也受邀到国会就资产证券化法律问题作证，并对资产证券化的得失进行了新的理论思考。舒瓦茨教授同意这本加入新的思考的书在中国再版，多少有点为资产证券化正名的考虑在。教授在邮件里希望，中国的资本市场可以避免美国的若干错误。而系统地了解美国这一“反面教材”，恰恰是“改良”的第一步。本书作者曾经在著名的律师事务所参与资产证券化业务，然后投身理论研究，本书是作者的代表作品，恰可以作为“反面教材”之教材。

基于上述考虑，我们觉得此一工作很有意义。教授多方协调帮助三个出版社解决了译著的版权问题。我们组成的翻译工作小组的翻译工作也进展顺利，首先由我的同事李晓珊博士和我带领的上海对外经贸大学法学院研究生刘欣、宇文沛、孔雪乙、王乐、徐梦灵、于寒、张琼中、曾瑜琬等8名研究生翻译出全书的初稿，然后我再与李晓珊博士分工负责，在初稿的基础上逐句修改完成二稿。李晓珊博士是法国巴黎二大的法学博士，精通法语与英语，特别是英文的写作与口语远胜于我。因此，能者多劳，正式出版之前，李晓珊博士根据出版社的要求，又再次修改定稿。另外，在译著修改的过程中，就其中的术语、实践中的表述等方面，还请时任光大资产管理公司的郑孝平总经理及其同事提供指导。郑孝平是我上海社会科学院民商法的硕士同门，都师从恩师徐开墅教授研习民商法。郑师兄曾任上海证监局上市公司监管处、稽查处、法制处处长等职。他参与并组织

其光大同事王哲、肖雨晨、史文杰、黄未晞等通读原书，他们的团队多毕业于清华大学法学院等国内外名校，具有相关理论学习与研究背景，同时从事资产证券化实务工作，对本书的翻译润色提供了宝贵建议。郑师兄本身学术功底深厚，不仅得到导师徐先生的学术真传，也秉承了徐先生内心的法治信仰，对中国资本市场的法治建设期许良多，他为本书的出版还提供了经费支持。

我们希望本书的出版没有辜负舒瓦茨教授的信任，没有辜负编辑的辛劳与资助出版的郑师兄的期待。希望对读者诸君有所助益，我们也希望得到读者诸君的批评指正。我的邮箱 nishoubin@suibe.edu.cn，是我倾听各位高见的耳朵。

CONTENTS 目录

第一章 导 言 / 001

§1.1 什么是证券化 / 002

§1.2 历史介绍 / 007

§1.3 公司怎样在证券化中受益 / 008

§1.4 证券化与保理的区别 / 011

第二章 确定支付来源 / 015

§2.1 债务人及发起人的性质 / 016

§2.1.1 缓付和不付的风险 / 016

§2.1.2 出售应收账款的权利 / 018

§2.2 应收款的性质 / 021

假日旅馆的例子 / 023

§2.3 信用增级 / 027

§2.4 优先 / 次级结构 / 029

第三章 特殊目的机构的“破产隔离” / 031

§3.1 概述 / 032

§3.2 防止特殊目的机构自愿破产 / 033

§3.2.1 公司治理 / 033

§3.2.2 FINCO 或双层结构 / 042

§3.2.3 信托 / 044

§3.2.4 有限责任公司 / 048

§3.3 防止特殊目的机构非自愿破产 / 048

§3.4 防止特殊目的机构的实质合并 / 049

巡回法院关于实质合并的观点分歧 / 050

§3.5 防止特殊目的机构受到政府追索 / 053

第四章 确立应收账款的“真实出售” / 055

§4.1 引论 / 056

§4.2 追索权 / 060

§4.3 保有权利和对剩余享有的权利 / 061

§4.4 定价机制 / 062

§4.5 账款的管理和收集 / 063

§4.6 其他因素 / 064

八角形公司（Octagon）案例 / 066

§4.7 防范欺诈性转让的风险 / 069

§4.8 根据统一商业法为转让提供保护的额外步骤 / 070

§4.8.1 转让优先权益确认 / 070

§4.8.2 转让的优先性问题 / 076

§4.9 资金混合 / 077

§4.10 二元追索理论 / 080

§4.11 2001 年破产改革法案的潜在影响 / 085

§4.12 特拉华州的资产证券化新促进法 / 091

§4.12.1 特拉华法案的内容 / 092

§4.12.2 操作意义 / 093

§4.12.3 进一步考虑 / 096

第五章 税务问题 / 101

§5.1 引论 / 102

§5.2 非金融资产证券化投资信托和非房地产抵押投资渠道交易 / 104

§5.2.1 实质重于形式 / 104

§5.2.2 原始权益人的纳税问题 / 106

§5.2.3 特殊目的机构的纳税问题 / 110

§5.2.4 投资者的纳税问题 / 116

§5.3 金融资产证券化投资信托和房地产抵押投资渠道载体机构 / 118

§5.3.1 金融资产证券化投资信托和房地产抵押投资渠道的适用
资格问题 / 119

§5.3.2 金融资产证券化投资信托和房地产抵押投资渠道的纳税
问题 / 123

§5.3.3 金融资产证券化投资信托和房地产抵押投资渠道的权益
持有人的纳税问题 / 123

§5.3.4 与金融资产证券化投资信托和房地产抵押投资渠道有关
的资产转进和转出的纳税问题 / 129

第六章 监管要求 / 135

§6.1 概述 / 136

§6.1.1 1940 年《投资公司法》/ 136

§6.1.2 3(c) 豁免规则 / 138

§6.1.3 3a-7 规则 / 140

§6.2 1933 年《证券法》和 1934 年《证券交易法》/ 143

§6.2.1 公开发售 / 143

§6.2.2 4(2) 私募发行豁免 / 144

§6.2.3 3(a)(3) 豁免规定 / 145

§6.2.4 10b-5 规则 / 147

§6.3 美国证券交易委员会关于表外交易及特殊目的机构的报告 / 148

§6.4 其他监管要求 / 152

第七章 会计问题 / 153

§7.1 概述 / 154

§7.2 过渡阶段 / 155

§7.3 FAS 140 规定 / 156

§7.3.1 放弃应收账款的控制权 / 156

§7.3.2 “合格特殊目的机构”的要求 / 159

§7.4 会计合并 / 162

第八章 跨境证券化问题 / 165

§8.1 引言 / 166

§8.2 初始分析：管辖问题和融资来源 / 168

§8.3 构建交易结构 / 170

§8.4 商业融资问题 / 171

§8.4.1 优先权益确认和优先权 / 171

§8.4.2 混同存款风险 / 174

§8.4.3 优先转让和欺诈转让 / 175

§8.5 契约限制和法律限制 / 176

- §8.6 执行问题 / 177
- §8.7 货币兑换、互换和套期交易 / 180
- §8.8 税收问题 / 183
 - §8.8.1 预扣利息税问题 / 183
 - §8.8.2 特殊目的机构及其股东的纳税问题 / 184
 - §8.8.3 “盈余剥离” / 187
 - §8.8.4 其他的跨国税收问题 / 188
- §8.9 评级机构的相关问题 / 189

第九章 整体业务证券化 / 193

- §9.1 介绍 / 194
- §9.2 整体业务证券化的优势 / 196
- §9.3 哪些业务适合进行整体业务证券化? / 197
- §9.4 整体业务证券化的法律结构 / 199
 - §9.4.1 建立特殊目的机构 / 199
 - §9.4.2 特殊目的机构提供给原始权益人的抵押贷款 / 200
 - §9.4.3 担保受托人和债券受托人 / 201
 - §9.4.4 概括担保: 全企业担保物权 / 201
 - §9.4.5 “一揽子”担保: 补充性担保物权和重新定性的风险 / 206
 - §9.4.6 备用服务人 / 210
 - §9.4.7 美国式的全业务证券化 / 211

第十章 合成型资产证券化 / 213

- §10.1 合成型资产证券化 / 214
 - §10.1.1 信贷衍生品 / 215

- §10.1.2 合成型资产证券市场 / 218
- §10.2 公司怎样从合成型资产证券中得益 / 219
 - §10.2.1 真实销售与信用风险转移 / 219
 - §10.2.2 可预测支付流 / 220
 - §10.2.3 募集资金及其他资金来源 / 222
 - §10.2.4 灵活性 / 223
 - §10.2.5 其他考虑 / 224
- §10.3 合成型资产证券化的法律结构 / 225
 - §10.3.1 信用违约互换 / 226
 - §10.3.2 信贷挂钩票据 / 227
 - §10.3.3 超高层级互换 / 229
 - §10.3.4 特殊目的机构 / 230
 - §10.3.5 抵押物 / 230
 - §10.3.6 投资者方面的事项 / 231
- §10.4 监管要求和法律考量 / 233
 - §10.4.1 再定性 / 234
 - §10.4.2 保密性 / 236
- §10.5 合成型资产证券化的多样性 / 237
 - §10.5.1 合成型资产证券化的概述 / 237
 - §10.5.2 被管理的合成型抵押债务契约 / 238
 - §10.5.3 零售合成型抵押债务契约 / 240
 - §10.5.4 合成型住房抵押贷款支持证券 / 241
 - §10.5.5 担保互换凭证 / 241
 - §10.5.6 二次合成资产证券 (Securitization Square) / 244
- §10.6 结论 / 245

第十一章 证券化的经济学分析 / 247

§11.1 介绍 / 248

§11.2 证券化是有效率的吗? / 248

§11.2.1 没有过度投资, 无担保债权人就不会有损失 / 251

§11.2.2 过度投资造成损失可以被弥补 / 253

§11.2.3 无担保债权人自己认为证券化产生了净值 / 261

§11.2.4 证券化是有效率的, 尽管其对不可调节的债权人有影响 / 266

§11.3 证券化是公平的吗? / 268

第十二章 风险证券化 / 273

§12.1 引言 / 274

§12.2 将风险证券化置于一定的背景下 / 276

§12.2.1 “真实销售”或“现金”证券化 / 277

§12.2.2 业务整体证券化 / 277

§12.2.3 合成证券化与风险证券化 / 278

§12.3 风险证券化之优势 / 281

§12.3.1 传统保险的替代 / 281

§12.3.2 风险证券化的投资者需求 / 283

§12.4 一般风险证券化的法律架构 / 285

§12.4.1 风险转移工具 / 287

§12.4.2 担保物 / 288

§12.4.3 证券 / 289

§12.5 对风险证券化重新认定的风险 / 290

第 12A 章 美欧之间重要风险保留方式的比较 / 293

§12A.1 概述 / 294

§12A.2 欧洲的方式 / 295

§12A.2.1 与美国方式的不同之处 / 295

§12A.2.2 欧洲框架内的矛盾 / 296

§12A.3 美国的其他方法 / 297

§12A.3.1 美国证券交易委员会和美国联邦存款保险公司的方法 / 297

§12A.3.2 美国方法不确定的框架 / 298

第十三章 结构性金融律师的公共责任 / 307

§13.1 概述 / 308

§13.2 结构性金融交易中律师的角色 / 309

§13.2.1 结构性金融概况 / 309

§13.2.2 担任交易法律顾问的律师 / 310

§13.3 历史观点 / 312

§13.4 结构性金融律师的公共责任应是什么? / 313

§13.4.1 概论 / 313

§13.4.2 防止外部性 / 315

§13.5 框架 / 324

§13.6 框架的应用 / 326

§13.7 结论 / 329

附录 13A 律师在全球金融危机中的角色 / 331

第十四章 保护金融市场：次贷危机之教训 / 349

§14.1 引言 / 350

§14.1.1 识别异常和失败 / 352

§14.1.2 术语 / 353

§14.2 在披露投资评估的情况下依然糟糕的投资者决定 / 356

§14.2.1 由于未能预料市场崩溃深度造成的披露不充分 / 356

§14.2.2 投资者未能理解充分披露 / 358

§14.2.3 交易复杂性本身所导致的披露不充分 / 361

§14.2.4 信息披露不足，无法解决金融市场的系统性风险 / 364

§14.2.5 小结 / 365

§14.3 结构性金融在抵押贷款方面的结构缺陷 / 366

§14.3.1 缺乏自律的按揭贷款业 / 366

§14.3.2 广泛散布的次级抵押贷款风险 / 370

§14.3.3 识别义务主体的复杂性 / 370

§14.3.4 小结 / 373

§14.4 蔓延的次级抵押贷款担保证券市场问题 / 374

§14.4.1 抵押贷款担保证券、资产担保证券、担保债务凭证和 ABS CDO 证券的紧密耦合性 / 374

§14.4.2 计量模型 / 377

§14.4.3 小结 / 378

§14.5 市场自律条款不足 / 379

§14.5.1 市场自律条款的基础过时 / 380

§14.5.2 作为防止系统性金融风险保护者的市场规范 / 381

§14.5.3 小结 / 381

§14.6 评级机构未能预料降级 / 382

§14.6.1 利益补偿冲突 / 382

§14.6.2 未能预料住房市场垮台的深度 / 383

§14.6.3 未能看到次级按揭贷款和债务抵押债券的相关性 / 384

§14.6.4 小结 / 385

§14.7 结论 / 386

附录 14A 次贷危机中的信息披露失败 / 390

第十五章 结论和未利用的机遇 / 407

§15.1 概述和观点 / 408

§15.2 区分证券化与安然事件中的滥用 / 410

附录 15A 对复杂世界中的披露范式的再思考 / 419

第十六章 证券化的未来 / 459

§16.1 概述 / 460

§16.2 错误何在，什么是需要被修复的？ / 462

§16.2.1 有缺陷的资产类型 / 462

§16.2.2 贷款并证券化的道德危机 / 465

§16.2.3 服务矛盾 / 468

§16.2.4 对于数学模型的过度依赖 / 470

§16.3 结论 / 472

附录 A 国际公示制度 / 475

附录 B 债务人持有资产证券化 / 491

附录 C 金融市场中对复杂性的调控 / 497