

法学论丛



国际金融法系列

资产证券化的 法律解释

◆ 彭冰 著

北京大学出版社

法学论丛

资产证券化的
法律解释

北京大学出版社

法学论丛

AW

国家金融法律网

D912.28

3

资产证券化的法律解释

彭 冰 著

北京大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

资产证券化的法律解释/彭冰著. —北京:北京大学出版社,
2001. 11

ISBN 7-301-05321-5

I. 资… II. 彭… III. 证券法—研究—中国 IV. D922.287.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2001)第 080473 号

书 名: 资产证券化的法律解释

著作责任者: 彭 冰 著

责任编辑: 王继霞 杨立范

标准书号: ISBN 7-301-05321-5/D · 0554

出版者: 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 话: 出版部 62752015 发行部 62754140 编辑部 62753121

电子信箱: zpup@pup.pku.edu.cn

排版者: 北京天宇盛业文化信息咨询有限公司

印刷者: 北京大学印刷厂

发 行 者: 北京大学出版社

经 销 者: 新华书店

890 毫米×1240 毫米 A5 开本 6.625 印张 190 千字

2001 年 11 月第 1 版 2001 年 11 月第 1 次印刷

定 价: 12.00 元

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”，已有若干部专著被翻译成为中文。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”，不仅仅是一个宏观的口号，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。

记得前年，北大前校长，全国人大常委和人大财经委员会委员吴树青老师问我，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。最近，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,也可能有社会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,他们也可以称为是年轻的“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都在10年以上,司法实际工作2—5年以上了。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。我们的政府和社会都可能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,才拿出来这样厚重的成果来。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,在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非常类似,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,该法案能否在今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。学者们的生活,分为两个阶段,在学习的时候,取之于社会;而做研究的时候,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 谨致

2001年6月28日

内 容 提 要

作为一种融资方式,资产证券化自从 1970 年代在美国出现之后,就得到了迅速发展。抵押贷款支撑证券市场在美国已经成为仅次于美国国债的第二大证券市场。在欧洲和亚洲,资产证券化也正在得到日益广泛的使用。本书对资产证券化进行了法律分析,试图解释资产证券化具有如此旺盛生命力的原因以及会产生的负面效应,并试图提出避免这些负面效应的建议。

本书先在导言中对资产证券化的背景进行了简单介绍:资产证券化首先是一种融资方式;然后,在第一章中对资产证券化的定义和一般流程中的法律问题进行了初步研究。

第二章是本书的重点。该章首先研究了几种具有代表性的美国法律学者对资产证券化的法律分析,包括“炼金术”理论、信息成本减少理论、促进分工理论和破产隔离理论。通过研究、比较和分析,本书认为破产隔离理论对资产证券化的解释更有说服力。因此,本书接下来详细研究了美国破产制度对担保债权的影响,以检验该理论。

实现破产隔离的最主要手段就是风险隔离机制,而风险隔离机制主要涉及资产转移和 SPV 的构造两个方面。在接下来的章节中,我们分别研究了资产转移和构造 SPV 在美国所涉及的法律问题。

资产转移在美国主要涉及到欺诈性转移、重新定性和真实出售等问题。其中重新定性的法律在适用中存在一定的混乱(第三章)。构造一个远离破产的 SPV 对于资产证券化的成功至关重要,主要存在的问题是美国《破产法》中所涉及的实质合并原则。但无论 SPV 离破产有多远,都不能保证 SPV 永远不破产(第四章)。

随着资产证券化在美国的广泛使用,风险隔离机制也受到了实践的挑战。第四章研究了两个失败的资产证券化案例,以说明风险隔离机制中存在的问题。其中一个主要问题是法律在对资产转移重新定性中存在的不确定性,本书就此提出了一个新的建议(第五章)。

第六章主要研究了资产证券化给社会带来消极影响,这种负面效应主要表现在损害了发起人的无担保债权人的利益和侵权制度。本书利用经济学上解决外部性的方法,尝试着提出了一个建议:通过适当扩大发起人公司董事的信义责任,把资产证券化的外部性内部化。

第七章是对本书研究成果的适用。通过适用破产隔离理论,本书认为资产证券化在中国可以适用的理论基础是可以避免中国担保制度中存在的缺陷。接下来本书详细研究了风险隔离机制在中国适用的可能性和会对中国社会产生的影响。结论是因为中国法律的不确定性,资产证券化的风险隔离机制在中国能否成功,也存在着极大的不确定性。

最后是一个简短的结论。

关键词:资产证券化、风险隔离、破产法、担保、SPV、董事责任

Content

Asset Securitization is a new financing technique which come out from U. S. A in 1970s. In just 30 years, it developed very fast. The mortgage-backed securities market is become the second market in U. S. A. This article try to explain why asset securitization developed so fast. The first chapter of this study generally introduced asset securitization, include the definition of it and the general legal matters of it.

Then the second chapter is the important of this article. It analysis some theories about asset securitization, and emphasizes bankruptcy-remote theory. The bankruptcy-risk theory is the general theory and can explain most things. The chapter then introduced some legal matters of security in bankruptcy program. In the U. S. A. , bankruptcy program hander creditor's right. This is the most important reason the people like asset securitization.

The third chapter analysis legal matters of asset transfer in risk-remote institution. The matter is of how to structure a true sale and recharacterization. The fourth chapter analysis how to structure a bankruptcy-risk SPV. The most important thing is substantive consolidation. The fifth chapter is about the shortages of asset securitization structure.

The sixth chapter introduced some negative influence of asset securitization. That is the social cost of asset securitization. This negative of asset securitization is about asset securitization to unsecured creditor. Also asset securitization injures tort system. I then introduced a new theory to include this negative influence: the fiduciary duty of directors is expanded to creditors.

The seventh chapter is about the asset securitization in china. The china law in respective is too uncertain. So there will many difficulties in asset securitization in china.

Key words: asset securitization, risk-remote, bankruptcy, security, SPV, fiduciary duty of director

目 录

导 言	(1)
第一章 资产证券化的一般法律问题	(7)
第一节 问题的提出	(7)
第二节 资产证券化的含义	(10)
第三节 资产证券化的一般流程和法律问题	(17)
第二章 资产证券化的理论解释	(40)
第一节 概述	(40)
第二节 代表性理论与其解释	(45)
第三节 理论的验证	(60)
第三章 风险隔离机制中的资产转移	(75)
第一节 破产申请前的资产转移	(76)
第二节 资产转移的重新定性	(81)
第三节 真实出售	(91)
第四章 风险隔离机制中的 SPV 构造	(99)
第一节 概述	(99)
第二节 构造远离破产的 SPV	(100)
第三节 破产财产的实质性合并	(104)
第五章 风险隔离机制中存在的问题	(115)
第一节 风险隔离机制面临的实践挑战	(115)
第二节 寻求确定性的努力和建议	(123)
第六章 风险隔离机制的社会成本	(129)
第一节 资产证券化的社会成本分析	(129)
第二节 一个新理论的构建	(141)
第七章 资产证券化与中国	(155)
第一节 中国担保和破产制度的完善	(156)
第二节 风险隔离机制在中国的法律适用	(168)

第三节	风险隔离机制对中国的影响·····	(183)
结 语	·····	(195)
后 记	·····	(198)

导 言

企业在发展壮大过程中,除了股东最初提供的注册资本外,还需要额外资金扩大再生产。这些资金的主要来源有两种,一种是企业在生产过程中的利润留成。企业的利润除了用于支付职工的福利待遇外,不向股东分红,而是作为企业的公积金,为企业扩大再生产服务。这种融资方式被称为企业的内部融资。

另一种来源主要是来自企业外部,被称为外部融资。根据外部融资是否通过金融中介机构,可以分为直接融资和间接融资两种。^① 直接融资方式是指企业的融资不通过金融中介机构来进行,而是由需要资金的企业从资金富余方直接获取资金。例如原始股东可以对企业追加投资,也可以吸收新的股东加入。采取直接融资方式的企业可以发行证券(股本性或者债权性),在资本市场上销售,购买证券的投资者也就等于把资金提供给了发行企业。采取这种方式的好处在于证券的流通性比较强,可以为资金供给方提供及时退出的途径。在债权性融资中,投资者购买企业的债券,按照企业的承诺到期收回本息。在股本性融资中,资金供给方成为企业的股东,参与企业经营,与企业共同承担经营风险:只有在企业盈利的情况下,股东才能分取红利——也就是俗话所说的“下不保底,上不封顶”。

间接融资是指企业通过金融中介机构进行融资。在这种融资方式下,银行等金融机构作为企业融资的中介,从社会上吸收资金,然后发放给需要资金的企业。为了减少金融机构的风险,这种融资方式往往采取债权债务的方式。金融机构作为资金的发放人不承担企业的经营风险,不参与企业的经营活动,而只要求企业在规定的期限

^① 参见方晓霞:《中国企业融资:制度变迁与行为分析》,北京:北京大学出版社1999年版,第22—28页。

内还本付息。^① 所以与直接融资相比,这种融资方式风险比较小,相应地收入也比较稳定。

虽然金融中介机构不承担企业的经营风险,但是如果企业经营失败,无法清偿债务,面临清算或者破产,金融机构实现债权也会非常困难,甚至无法全额收回。所以,在许多情况下,金融机构为了保证自己债权的实现,会采取许多保护措施,例如在国外贷款契约中经常会有“消极保证”(negative pledge)条款。^② 在这些措施中,国内外最为通行的做法是采取法律所规定的担保形式,使债权人取得对担保物的优先偿还权。例如,《中华人民共和国商业银行法》第36条就规定:“商业银行贷款,借款人应当提供担保”。

直接融资和间接融资并没有优劣之分,无论哪一种融资方式都有自己的优缺点。某个企业会分析自己的具体情况,选择最适合自己的融资方式。这种选择总是在一定的社会、法律和经济环境下做出的,受制于制度、动机和利益的约束。而为了更大程度上利用不同融资方式的优势,在实践中还发展出了一些综合这些方式的金融创新,例如可转换公司债券就结合了股票与债券两者的优点,为许多投资者所喜爱。

资产证券化系这些金融创新中的一种,主要目的是减少借款人破产风险对投资者投资安全的影响。在美国,由于担保权的实现要受制于破产程序的约束^③,所以许多投资者即使是在采取担保形式的间接融资方式中,也无法对贷款的安全高枕无忧。在这种情况下,资产证券化作为一种创新的融资手段就应运而生。

1968年,由美国政府支持成立的政府国民抵押贷款协会(Government National Mortgage Association,简称 Ginnie Mae)首次发

^① 但是,如果企业一直无法归还贷款的话,银行也会采取一些措施,包括对企业行使一定的权力。例如,现在我国成立资产管理公司对银行不良资产进行债转股试点。

^② 所谓“消极保证”条款的主要内容就是借款人在贷款契约中保证,在贷款还清之前,借款人不得为其他债权人在其资产上设定任何担保。该条款的主要目的是限制借款人的融资能力,以保护贷款人的请求权。具体参见沈达明、冯大同(编):《国际资金融通的法律与实务》,北京,对外经济贸易大学出版社1998年版,第14—19页。

^③ 参见潘琪《美国破产法》,北京,法律出版社1999年版。也请参见本书在后面的详细研究。

行过手证券(pass-through securities),开资产证券化的先河。^①此后,在短短的 30 年里,这种融资技术得到了迅速发展。1997 年,公开发行的住房按揭贷款支撑证券(residential mortgage-backed securities)达到 2550 亿美元,资产支撑证券(asset-backed securities)达到 1850 亿美元,商业按揭贷款支撑证券(commercial mortgage backed securities)达到 430 亿美元。此外,还存在一个积极的私募市场,由银行或者其他储贷机构发起的机构发行的资产支撑商业票据(asset-backed commercial paper)大约达到 2500 亿美元。^②整个资产证券化证券的市场规模已经接近 5 万亿美元。^③而其中按揭贷款支撑证券市场已经成为仅次于美国国债(Treasury securities)的第二大证券市场。

资产证券化在美国出现并得到迅速发展,是为了弥补美国破产和重整程序对行使担保债权的种种限制。^④传统上,无论是直接融资还是间接融资,都会产生投资者对借款人全部财产的债权(股权类证券除外)。在传统融资形式下,投资者估计其投资风险,必须不能仅仅注意到某一特定的或者某一组财产的风险,而要时刻注意到整个公司运营失败的风险。这种估计必须不仅考虑到某些分散财产的收益变化,还要注意到公司的财务结构,以及这种结构在公司经营失败时对预期收益的影响。担保制度的出现是对这种整体性融资方法的一种反动。通过允许债权人对某些特定财产获得优先权,担保制度使得债权人可以把对风险的估计紧密地联系到特定财产的价值上。然而在美国,破产制度对于担保债权人的保护并不完善,担保财产还属于债务人的总财产,在债务人破产时,该财产仍被认为是破产

① 关于抵押贷款证券化的发展历史,请参见 Frank J. Fabozzi, Franco Modigliani, *Mortgage and Mortgage backed Securities Markets*, Boston: Harvard Business School Press, 1992

② 这些数据来自“Securitization Yearbook 1998 United States”, Special Supplement of *International Financial Law Review*, June 1998, p. 72

③ 还没有获得这方面的准确数字。但据介绍,1996 年美国资产证券化市场的规模已超过 4 万亿美元,王开国等(编著)《资产证券化论》,上海 上海财经大学出版社 1999 年版,第 29 页。

④ 参见本书第二章的研究。