

金融 法苑

2006 总第七十一辑

Financial Law Forum

北京大学金融法研究中心 编

- 试析三亚地产投资券及地产融资模式
- 我国金融业综合经营的现状、问题和法律制度完善
- 浅析美国非自愿解散中“压迫行为”的判断原则
- 论“交子”作为纸币的法律特征



中国金融出版社

总第七十一辑 2006

金融法苑

Financial Law Forum

北京大学金融法研究中心 编

 中国金融出版社

责任编辑：李柏梅

责任校对：李俊英

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

金融法苑. 2006 年. 总第七十一辑/北京大学金融法
研究中心编. —北京：中国金融出版社，2006. 4

ISBN 7 - 5049 - 4022 - 4

I. 金… II. 北… III. 金融法—研究—丛刊

IV. D912. 280. 4 - 55

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 037016 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010)63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 三河市瑞丰印刷有限公司

尺寸 148 毫米×210 毫米

印张 4

字数 108 千

版次 2006 年 4 月第 1 版

印次 2006 年 4 月第 1 次印刷

定价 9.00 元

如出现印装错误本社负责调换

金融法苑

Financial
Law Forum

总第七十一辑 2006

目录

Contents

资产证券化：实践与理论

- | | | |
|----|---|---------|
| 1 | 试析三亚地产投资券及地产融资模式 | 米兴平 龚英姿 |
| 11 | 中国银行业不良贷款证券化
——华融信托项目回顾与展望 | 蔡红艳 傅建武 |
| 25 | 联通计划：证券化、市场化和金融市场的
部门竞争 | 苏 文 |
| 36 | 资产证券化的基础法律关系 | 朱绵茂 |
| 47 | 简析特定目的信托受托机构在资产证券化
中之权利义务
——以国家开发银行 2005 年第一期开元
信贷资产支持证券为例 | 王云川 |
| 57 | 浅析我国离岸资产证券化操作 | 樊振华 |
| 69 | 台湾地区资产证券化经验对中国大陆的启示 | 李 飞 |

金融热点

- 81 我国金融业综合经营的现状、问题和法律制度完善 陶 玲

公司法前沿

- 91 试论国有企业改制与国有企业员工劳动关系的规范调整问题 林 卡
- 98 浅析美国非自愿解散中“压迫行为”的判断原则 包剑虹

金融史话

- 118 论“交子”作为纸币的法律特征 甘 露

资产证券化：实践与理论

试析三亚地产投资券及 地产融资模式

米兴平 龚英姿*

2005 年是中国资产证券化，尤其是银行信贷资产证券化的破冰之年。《信贷资产证券化试点管理办法》及其配套法规的相继出台，已为中国本土的信贷资产证券化铺垫了必要的法律支持。值此之际，回首中国资产证券化最早的探索步伐——1992 年三亚地产投资券的发行，仍可得到不少的启示。本文拟从介绍和分析三亚地产投资券出发，对中国资产证券化发展之路予以思考，并试图结合目前的法律环境和发展趋势对未来的资产证券化（包括房地产投资信托基金）的发展进行探索。

一、三亚地产投资券简介

三亚地产投资券的发行发生在 1992 年的海南省三亚市。当时随着中国经济体制改革的发展，中国沿海各地出现了开发区房地产热，

* 作者单位：米兴平，君合律师事务所；龚英姿，美国霍金豪森律师事务所。

海南省的房地产急剧增值。在房地产开发的浪潮中，三亚从一个镇升格为地级市，成为海南省开发量最大的地区。一方面，房地产开发企业需要充足的资金开发房地产项目；另一方面，中小投资者希望从地产增值中分享利润。因此，如何进一步加速三亚的开发，实现地产的增值，这成为海南省政府当时关注的问题之一。在这种背景下，三亚市开发建设总公司在三亚市政府的大力支持下发行了三亚地产投资券，以投资券的形式，通过预售地产开发后的销售权益，集资开发三亚地产。

具体而言，三亚地产投资券以三亚市丹州小区 800 亩土地为发行标的物，所筹资金用于该片土地的“规划设计、征地拆迁、土地平整、道路建设及供电、供水、排水”等“五通一平”的开发。市政府下属的三亚市开发建设总公司（也就是丹州小区的开发商，简称“三亚开建”）是该投资券的发行人，它负责对土地进行开发建设，负责按时保质完成施工，并承诺对因开发数量不足引致的损失负赔偿责任。投资管理人由海南汇通国际信托投资公司（简称“海南汇通”或“管理人”）担任，在开发期间，它要负责控制向发行人支付发行收入的节奏，以确保与地产的开发节奏大体同步，同时它还要监督三亚开建按规划设计标准及预定时间完成开发；在开发完成后，管理人要组织销售地产，并保证地产售价的公正性、合理性及竞争性。地产销售的方式分两种：若三年之内，年投资净收益率不低于 15%，则管理人代表投资人行使销售权；否则，在三年之后则由拍卖机构按当时市价拍卖。三亚地产投资券于 1992 年 10 月 20 日至 10 月 31 日在三亚、海口两地向持有三亚市身份证的居民（含郊区居民）以及海南的法人团体发行，每张身份证限购一张投资券（面值 1000 元）。在 1993 年 3 月 13 日的上市公告书中公布的个人股为 1912.4 万股，占总发行额的 9.56%，其余皆为法人股。

当时预计 1992 年 12 月动工开发丹州小区，1995 年 8 月 5 日前完成开发，清盘日期为 1995 年 11 月 10 日，清盘时一次兑付。开发后地产销售收入及相应的存款利息在扣除了管理费（按销售收入超出发行基价部分的 5% 计算）、应付税金、手续费、土地过户费以及地产销售或拍卖费（按投资券额的 13% 计算）之后，就是投资人的投资收益。

由于房地产热中对投资券的良好收益预期、三亚市政府的大力支持（包括在 24 小时之内完成审批工作、为证券发行做了大量宣传工作和市领导及时解决发行过程中的诸多问题等）和对特殊问题的恰当处理（主要是平衡有权购买投资券者之间的利益），这次投资券于 1992 年 10 月 20 日至 31 日发售时取得了成功。但随后不久的宏观调控使该地产投资券在二级市场的价格长期低迷。受地产市场低迷影响，三亚开建在申请延期二次清盘的情况下仍无法盘活地产，2000 年 11 月土地被三亚市政府无偿收回。直至 2002 年，三亚市政府给予个人投资者 80% 的现金补偿，但法人股部分的兑现，至今未见相关报道^①。

由上所述以及海南专门为三亚地产投资券制定的《海南地产投资券管理暂行办法》（琼银（1992）市管字第 36 号），三亚地产投资券各方当事人的权利义务如下：

1. 三亚开建

权利：

^① 该案例参考何小峰、刘永强：《资产证券化理论及其在中国的实践——对中国一个早期案例的研究》，载《学术研究》1999 年第 2 期，23～28 页；周尔：《三亚地产投资券——一个似是而非的金融产品》，载《金融法苑》2003 年第 6 辑，51～62 页，法律出版社，2004；洪艳蓉：《国内资产证券化实践述评与未来发展》，载《证券市场导报》，4～11 页，2004（9）。

获得发行三亚地产投资券筹集的资金，以对土地进行开发建设。

义务：

- (1) 对土地进行开发建设；
- (2) 按时保质完成施工；
- (3) 对因开发数量不足引致的损失负赔偿责任。

2. 海南汇通

权利：

(1) 设立专户监管发行地产券筹集的资金，并根据地产开发的施工进度需要，分期向三亚开建拨付资金；

(2) 在投资券规定的期限内销售标的地产，并收取管理费；

(3) 设立专户管理标的地产的财务，并定期公布经过会计师验证的财务报表。

义务：

(1) 认购不低于发行总额 15% 的投资券，并在期满前任何时点所持投资券余额不低于上述比例；

(2) 如发行期届满而有未售出的投资券，须全部予以认购；

(3) 对于因三亚开建的行为导致标的地产不能按期销售或其他使投资人遭受损失的情况，须负赔偿责任。

3. 投资者

权利：

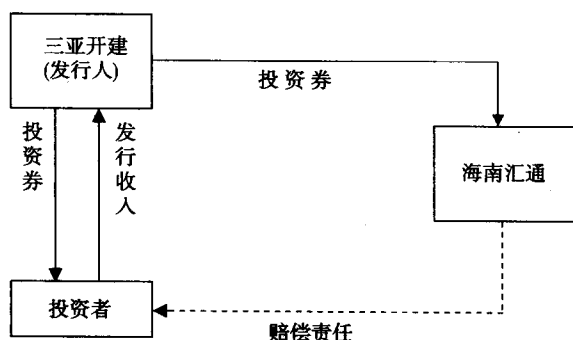
取得投资券的收益。

义务：

(1) 承担因不可抗力或地产市场风险导致的标的地产投资损失；

(2) 无权参与标的地产的经营管理。

各方在交易中的地位可简单用图表表述如下。



二、三亚地产投资券再思考

(一) 三亚地产投资券的定性

十几年后，当我们回首三亚地产投资券时，首先面对的是如何定性三亚地产投资券的烦恼。在《公司法》、《证券法》均未颁行的1992年，海南省政府和专业顾问前所未有的创造性设计，即使在已被种种复杂的结构和术语搅得眼花缭乱的今天，依然很难为其找到准确的定位。

许多人都将三亚地产投资券当做是资产证券化的一次早期尝试。三亚地产投资券的确也具备资产证券化特征，如以未来的地产销售收入为收益来源；投资管理人海南汇通负有担保责任，起到了信用增级的作用。但是，经典的资产证券化的第一步骤，就是真实出售（true sale）以实现破产隔离，三亚地产投资券的结构中显然缺少这一环节。另外，用于证券化的资产，应当具有稳定的预期现金流。而丹州小区尚未建成，三亚地产投资券的未来收益亦存在很大的不确定性。因此，三亚地产投资券应为借鉴资产证券化的融资，而非真正的资产证券化。

三亚地产投资券以丹州小区自身的预期收入为收益来源，三亚

开建基本上不承担责任,亦具有项目融资下以项目自身的预期收入和资产对外承担债务偿还责任的特征。但是,项目融资一般是向银行贷款或者私募融资。而三亚地产投资券是向广大公众融资;而且,项目融资中通常设立项目公司,集中项目的风险和收益,而三亚地产投资券未有此种设计。因此,三亚地产投资券应为对丹州小区地产开发项目的融资,而非通常意义上的项目融资。

学者因此总结道,三亚地产投资券在设计上借鉴了资产证券化的做法,但并不是一次资产证券化,也不是一次规范的项目融资,由于发起人主体的特殊性以及政府的支持,其省略了资产证券化的必备要件,在内容上体现了政策与市场的结合,如有政府的绿色通道和大力宣传,以及为其度身定做的管理办法,在其安排上呈现了“四不像”的设计,三亚地产投资券可以说是在早期的中国资本市场,以地融资的一次创新和尝试。笔者亦同意此种看法。三亚地产投资券只不过是无法可依的1992年的一次金融创新,无论现在以何种金融产品去套用,都难以取得令我们满意的结果,因为十多年前的设计者无法预知现在的法律法规,亦无法设计出中规中矩的金融产品。

(二) 三亚地产投资券下的利益平衡

尽管三亚开建顺利募集到所需的资金,但从技术角度上讲,三亚地产投资券未能体现证券化应有的完善结构和利益平衡,这种金融产品的成功,更多地建立在地产泡沫和政府信用上,不具有可复制性,因而是失败的。三亚地产投资券的主要意义,除为中国提供了第一个资产证券化案例外,还在于警醒后来者关注交易结构的完善和利益的平衡以及保护,从这个角度讲,三亚地产投资券的失败比一次侥幸的成功更有意义。

首先,在三亚地产投资券发行时,立法严重缺位,《信托法》、

《公司法》、《证券法》都未出台。其法律依据仅是海南省为此次发行量身定做的《海南地产投资券管理暂行办法》（琼银（1992）市管字第36号）。而海南省是否有权制定这样的法规，尚存疑问。所以，尽管三亚地产投资券体现了“中国早期投资银行家们的创造性和应变力”，但三亚地产投资券的发行并无明确法律依据，又缺乏足够权威的审批，在“法无明文规定即为禁止”的约束下，各方当事人均面临巨大的法律和政策风险。

其次，三亚地产投资券的性质亦难以确定。从前述对于三亚地产投资券的介绍看，三亚地产投资券不应该是债权，因其对发行人三亚开建似乎并无请求权，也不应该是股权，因投资人并未成为三亚开建的股东。由于其收益完全来源于丹州小区的销售收入，将其视为对丹州小区的信托受益凭证似乎更有说服力，但又不存在信托的设立。因此，三亚地产投资券性质是不确定的。这种不确定性，直接导致了投资人请求权的不确定性和风险。

最后，制度设计上未能重视对投资人的保护。一个好的金融产品应该是发行者和投资者双赢的结果。为此，向公众披露充分的信息是保证投资者利益的必要前提，以便一般投资公众在作决定时能够充分权衡各种因素的利弊。但在三亚地产投资券下，几乎不存在信息披露，投资者只是基于对地产的良好预期作出购买决策，冲动的投资必然隐藏着巨大的风险。

另外，投资人赖以求偿的地产尚未开发，存在着一系列的风险，需要采取相应的担保措施。但是在三亚地产投资券下，仅由本来就应承担完工风险的发行人来提供担保，而未能取得其他担保手段，完工风险事实上被转嫁给投资人。另外，对于地产的收益，投资人几乎完全依赖于海南汇通的善意行事，对于有关的收益未能通过担保或合同取得优先权利。可以说，投资人尽管享有地产投资券的收

益权利，但对收益的现实交付却没有什么控制力。

三、地产融资的未来模式

三亚地产投资券虽然是失败的，但经济人以地融资或者以项目融资的需求却会持续存在。如果三亚开建在今天提出需求，要求为一个特定的待开发地产项目通过吸纳社会资金筹集资金，我们又该如何面对？

或许资金信托计划是一个不错的选择。海南汇通作为信托公司，可以发行资金信托计划，用发行募集的资金借贷给三亚开建或者购买三亚开建的股权，通过地产销售的所得，海南汇通管理的信托获得利息或者股息，投资者作为信托受益人间接享受利益。但是由于资金信托计划销售份额的限制（不超过 200 份，尽管实践中已产生种种规避的方法），资金信托计划不能适应于大型项目；同时，由于信托受益权的转让缺乏公开的市场，其变现难以保证，而且受让人的权利要受到前手的制约，这一方面影响投资者的收益，一方面也给资金信托计划的发行带来困难。

如果能够忍受交易成本，设计为房地产投资信托基金（REIT）也可以考虑。可以在境外设立一个信托，购买三亚开建或者三亚开建专门为丹州小区开发而成立的项目公司的股权。信托在境外发售信托计划并上市。此种模式适用于大型的房产项目。由于 REIT 的一系列特别规定（税负较轻，收益大部分用于分红），投资者可以从享有地产的收益，从而有较强的投资动机。但是，成熟国家的 REIT 的投资对象一般限于已经开发的地产，对尚未开发的地产，由于风

险太大，特别是对于公募的 REIT，基本上采取限制的态度^①。

如上述两种模式都不能接受，则我们只能期待《房地产信托业务管理暂行办法》的出台。根据银监会于 2004 年末公布的征求意见稿，对于净资产超过 5 亿元和信托业务收入占公司总收入 60% 以上的信托投资公司，经银监会许可，可开办不受信托合同份数限制的房地产信托业务。房地产信托资金可用于地产的前期开发和整理。如果该规定能够出台，三亚开建将可通过不限份额的房地产信托获得开发资金。

但在房地产信托下的投资人会取得何种权利？由于房地产信托业是资金信托的一种，投资人不过是信托的受益人，取得的是收益不确定的信托受益权，某种程度来讲，其权利还次于三亚地产投资券下的投资人。管理者似乎过于信任作为受托人的信托公司的操守。在中国这样没有信托法传统的国家，在过于粗疏的《信托法》下，在对于受托人的诚信义务没有明确规定和判例的情况下，保证受托人全心全意为受益人的利益行事似乎不能单凭银监会的管理。如果说，在私募（不超过 200 份）的情况下，受托人怠于履行诚信义务的破坏力可能被控制在一定范围内，对于不限份额，甚至可能形成公募的信托计划，其负面影响难以估计。

说到底，还是投资者和资金需求人孰先的问题。资金信托也罢，房地产信托也罢，更多地是为资金需求人提供一个可靠的资金来源，而投资人希望的利益保护相对被忽略。我们总是担心巨大的居民存

^① 如在美国，REIT 不属于应税财产，而且免除公司税。在投资方向上，一般仅允许投向房地产二级市场。香港法律也规定房地产信托投资计划禁止投资于空置土地或参与物业发展活动，参见《房地产金融创新可借鉴美国 REIT》，[www. ce. cn/ztpd/hqmt/gnmt/xcf/more/t20031204_235036. shtml](http://www.ce.cn/ztpd/hqmt/gnmt/xcf/more/t20031204_235036.shtml)，2006 年 1 月 20 日访问；香港证监会《房地产投资信托基金守则》。

款何处去，却很少为居民存款指出流动的方向。就笔者的个人意见，房地产信托应该借鉴的，不是资金信托计划，而是 REIT，通过制度上保证（如免交所得税，90% 利润分配），使得投资人能够实际享受到地产的收益。毕竟，连 14 年前的三亚地产投资券，其初衷之一都是使三亚居民、外来干部和部队能够参与回报丰厚的地产投资。现在的投资者，没有权利比 10 多年前要求更低。

中国银行业不良贷款证券化

——华融信托项目回顾与展望

蔡红艳 傅建武*

银行业不良资产证券化在 20 世纪 80 年代兴起，至今已有 20 多年的发展历程。在国际范围内，美国、意大利、日本和韩国的不良资产证券化最为活跃，这些国家的共同特点是都曾经深受银行体系坏账的困扰。各国的银行危机发展史表明：不良资产证券化以其现金流包装和风险分割特性，可以有效地吸引包括中小投资者在内的全部市场力量，这使得证券化与其他资产处置方式相比具有明显的优势，证券化的大规模推广将有效提升不良资产的处置效率，从而为银行的重组赢得更多可以回旋的余地。随着我国国有商业银行改制、上市进度的加快与资本市场改革的深化，不良资产证券化已经势在必行。2003 年 7 月，中国华融资产管理公司推出了华融信托分层项目，这是依据资产证券化和信托的基本原理，在我国现行法律、政策框架下推出的一项全新的资产处置项目。这也是国内首次将资本市场中金融工具应用于解决银行不良资产，开创了我国不良资产证券化的先河。

* 作者单位：蔡红艳，对外经济贸易大学金融学院；傅建武：中诚信托投资公司。

一、华融信托分层项目的交易结构

华融信托分层项目通过信托原理，将金融不良资产的价值与使用价值的权利主体分离，资产的价值出售于价值型投资者，投资者因此获得投资收益和收回投资本金。资产的使用价值由资产使用人享有，使用人支付资产使用的费用。这样流动性较低的不良贷款被创造出额外的流通性。在华融信托分层项目中，华融公司作为委托人将其拥有的账面价值为 132.6 亿元（截至 2003 年 4 月 30 日，含本金、利息）的债权资产作为标的资产，以中信信托公司为受托人设立三年期财产信托。其中，信托受益权分为 10 亿元的优先级受益权和次级受益权。依据信托合同，华融公司拥有包括优先级和次级在内的全部信托受益权。

本信托的目的是通过信托受益权的转让，为购买受益权的投资人创造以信托财产处置收益为利益来源的投资品种，同时提高委托人即华融公司处置金融不良资产的效率。这样，华融公司委托中信公司将该信托项下的全部优先级受益权向投资者出售，华融公司保留次级受益权。为保证信托财产处置回收中现金的安全性，对信托风险进行管理，本项目参照国际惯例，安排了资金托管银行监管资金使用。中信还设有受益权账户登记管理系统，对投资者及其受益权进行有效管理。项目的交易结构如图 1 所示。

银行或金融资产管理公司作为证券化交易的发起人，之所以需要将不良贷款进行证券化，是因为需要提高自身资产的流动性。但是如果证券化产品本身不具有更高的流动性，则银行和资产管理公司的流动性就成了无源之水、无本之木。信用增级是增强资产证券化产品流动性的有力手段。一般而言，资产证券化往往要按照不同主体对信用风险的偏好和吸收能力进行拆分和重新组合，从而确定