

厦门大学法学院经济法学文库

# 资产证券化的 法律规制

金融危机背景下的思考与重构

朱崇实 / 主编 ● 刘志云 / 副主编



厦门大学出版社  
XIAMEN UNIVERSITY PRESS

本书系教育部人文社会科学研究规划  
基金项目“资产证券化的法律保障研究”  
(01JA820012)资助成果

厦门大学法学院经济法学

# 资产证券化的 法律规制

——金融危机背景下的思考与重构

朱崇实 / 主 编

刘志云 / 副主编

撰稿人：

---

朱崇实、张晓凌、缪心豪、阳建勋、  
林建章、杨荣展（台）



厦门大学出版社  
XIAMEN UNIVERSITY PRESS

## 图书在版编目(CIP)数据

资产证券化的法律规制:金融危机背景下的思考与重构/朱崇实主编. —厦门:  
厦门大学出版社, 2009. 12

(厦门大学法学院经济法学文库)

ISBN 978-7-5615-3426-7

I. 资… II. 朱… III. 证券法-研究 IV. D912. 280. 4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 206270 号

厦门大学出版社出版发行

(地址:厦门市软件园二期望海路 39 号 邮编:361008)

<http://www.xmupress.com>

[xmup@public.xm.fj.cn](mailto:xmup@public.xm.fj.cn)

厦门市明亮彩印有限公司印刷

2009 年 12 月第 1 版 2009 年 12 月第 1 次印刷

开本:787×960 1/16 印张:20 插页:2

字数:346 千字 印数:1~2 000 册

定价:40.00 元

本书如有印装质量问题请直接寄承印厂调换

# 前 言

本课题在获得立项后,经过主持人与课题组其他成员的努力,先期成果已相继发表在相关杂志。2007年美国次级债券危机以及随即而来的全球金融危机,给予了本课题研究新的机遇与挑战,课题组花了更多的精力与时间重新审视与修改危机爆发前的研究成果,并紧密跟踪危机的持续以及各国资产证券化方面的法律革新,重新调整了本课题的体例结构与研究内容,对金融危机背景下资产证券化的法律规制问题进行了更有深度的思考。

在金融全球化与自由化迅猛发展,尤其是当前金融危机的背景下,资产证券化以及对其法律规制无疑是一个具有重大的理论意义与实践价值的命题。鉴于此,对资产证券化的基本原理、域外国家对其法律规制状况,尤其是面对金融危机,相关国家作出的法律应对,乃至国际资产证券化的参与及其法律问题,成为本书研究的重点。同时,面对金融危机,中国资产证券化何去何从,法律规制的定位如何,已经成为中国金融业与金融法律制度进一步发展必须考虑的重点之一。由此,对此问题的研究成为本书的核心部分。

本书不仅从经济学和法学视角分析了资产证券化的经济本质、风险特征及其法律关系构造原理,也分析了资产证券化与金融危机的关系,并对金融危机背景下资产证券化的功能定位进行了反思。同时,本书重点考察了域外国家或地区资产证券化法律规制状况,尤其是在美国次贷危机所引发的全球金融危机的背景下,探讨了金融危机背后的法律制度原因,包括资产证券化风险防范法律制度方面的不足,并重点分析了美国、英国及我国台湾地区等应对金融危机的法律对策。而且,国际资产证券化的参与及其法律问题的研究也成为本书的重点之一。最后,研究的落脚点放到金融危机时代中国资产证券化的定位及其法律规制的完善问题方面,并为它们提供了政策与法律方面的建



议,以实现促进金融效率与维护金融安全的动态平衡。

跟其他类似选题的研究成果相比,本书的创新性在于以下几点:其一,研究视角新颖独特,以金融危机为背景反思和重构资产证券化的法律规制,将复杂的金融理论和抽象的法律价值判断融入对金融危机应对之策的具体分析之中,将国内法与国际法相结合进行研究,既有一定的理论深度,又有较强的实践意义。其二,研究内容的创新。本课题的研究内容新,针对性强。从资产证券化风险监管法律制度的视角研究次贷危机针对的是实践中的新问题,既能弥补以往资产证券化理论研究不重视风险监管制度的不足,也能吸取次贷危机的教训,为我国的资产证券化监管立法提供参考意见。其三,研究方法的创新。本课题采用比较研究和实证研究相结合的方法,既比较和借鉴各国以及国际社会有关资产证券化监管的法律或规则,借鉴国际经验,又深入调查我国资产证券化的实际运行情况,努力发掘本土法律资源,以增强资产证券化监管立法的适用性。

当然,本书的不足也是明显的,存在的最主要问题是:一方面,由美国次级债券引发的全球金融危机尚在继续,也意味着对资产证券化的既有法律规制以及新形势下的法律革新远远没有结束,这既影响到本书对资产证券化法律规制的重新审视,也影响到对资产证券化法律规制的进一步发展的前瞻构想。同时,在另一方面揭示,跟其他金融问题以及相关法律问题的研究一样,对资产证券化的法律规制问题的研究远没有止境,任重而道远。

本书并不是一个人的作品,而是一个团队精诚合作的成果。在这个团队里,既有来自法学院校的优秀教师与博士生,也有来自实务界的专家。其中招商证券的张晓凌博士与西南政法大学国际法学院的缪心豪博士的加盟为本课题的研究增色不少。两位博士都是国内资产证券化方面的资深学者,他们所提供的智力支持为本课题研究的深度拓展以及广度延伸提供了可能,他们的相关研究也成为本书的亮点之一。这里还要特别感谢的是来自招商证券的张晓凌博士,在繁忙的公务中抽出宝贵的时间,以其精辟的理论知识与丰富的实践经验,加班加点地为这个“职务之外”的作品作出了其卓越的贡献。在本课题中,含金量极高的三个章节都由张晓凌博士完成,他也参与了“导论”的部分撰写工作,其撰写的篇幅占到本书的60%以上。这种贡献无疑让这个团队感动不已。

作者信息与分工如下:

朱崇实:经济学博士,厦门大学法学院教授、博士生导师,厦门大学经济法研究中心主任。担任本书主编,撰写第一章第一节、第二节、第四节第二部

分,与阳建勋合撰“导论”第二、第四部分。

刘志云:法学博士,厦门大学法学院教授、博士生导师。担任本书副主编,辅助主编进行全书策划、分工、协调、校对、统稿等工作。

张晓凌:法学博士,深圳证券交易所金融学博士后,招商证券高级经济师。撰写“导论”第一部分、第三部分,第一章第三节、第四节第一部分、第二章、第六章。

缪心豪:法学博士,经济法学博士后,西南政法大学国际法学院讲师,西南政法大学国际投资与金融法律研究中心研究员。撰写第五章。

阳建勋:厦门大学法学院经济法专业博士生,与朱崇实合撰“导论”第二、第四部分。

林建章:厦门大学法学院经济法专业博士生,撰写第三章。

杨荣展:厦门大学法学院经济法专业博士生,撰写第四章。

另外,厦门大学法学院经济法专业博士生李晓辉、许冬琳、谢达梅与硕士生陈剑梅、林欣等为本书的校对作出了各自的贡献,在此一并表示感谢!

# 缩略语表

简称	全称	中文翻译
ABCP	asset backed commercial Paper	资产支持商业票据
ABS	asset backed securities	资产支持证券
BHCA	Bank Holding Company Act of 1956	美国 1956 年银行控股公司法
BIPRU	Prudential Sourcebook for Banks, Building Society and Investment Firms	英国金融服务管理局手册
CEA	Commodity Exchange Act of 1936	美国 1936 年商品交易所法
CFTC	Commodity Futures Trading Commission	美国商品期货交易委员会
CLNs	credit linked notes	信用挂钩票据
CMBS	commercial mortgage backed securities	商业按揭支持证券
CMO	collateralized mortgage obligations	担保按揭债券
COFI	cost of fund index	资金成本指数
CDS	credit default swaps	信用违约互换
CDO	collateralized debt obligation	担保债务证券
CRM	credit risk mitigation	信用风险缓释

续表

简称	全称	中文翻译
CTA	commodity trading advisors	商品交易咨询商
FASB	Financial Accounting Standards Board	美国财务会计准则委员会
FASIT	financial asset securitization investment trust	金融资产证券化投资信托
FDIC	Federal Deposit Insurance Corporation	美国联邦存款保险公司
FRB	Federal Reserve Board	美国联邦储备理事会
FSA	The Financial Services Authority	英国金融服务局
FSF	Financial Stability Forum	金融稳定论坛
FTPA	Futures Trading Practices Act of 1992	美国 1992 年期货交易实践法
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles	美国公认会计准则
HEL	home equity loans	住宅权益贷款
IMF	the International Monetary Fund	国际货币基金组织
ISDA	International Swaps and Derivatives Association	国际互换与衍生工具协会
LIBOR	London Interbank Offered Rate	伦敦银行同业美元拆放利率
MBS	mortgage backed securities	按揭支持证券
MPT	mortgage pass through	按揭贷款过手证券





续表

简称	全称	中文翻译
NASD	National Association of Securities Dealers	美国全国证券经纪商协会
NRSRO	Nationally Recognized Statistical Rating Organization	国家认可统计评级机构
NPL	Non-performing loans	不良贷款
OCC	Office of the Comptroller of the Currency	美国通货监理署
OTC	over-the-counter	场外市场
OTS	Office of Thrift Supervision	美国储蓄机构监管署
PMSI	purchase money security interest	价款担保权益
PWG	President's Working Group on Financial Markets	总统金融市场工作组
REMIC	real estate mortgage investment conduit	不动产按揭投资管道
RMBS	residential mortgage-backed securities	住房抵押贷款证券化
SEC	Securities Exchange Commission	美国证券交易委员会
SPV	special purpose vehicle	特设机构
SIV	structured investment vehicle	结构化投资工具
TROR	total rate of return swap	总收益互换

# 目 录

前言

缩略语表

导论：法律视角下的金融危机与资产证券化 .....	(1)
一、资产证券化的基本印象以及与金融危机的关联 .....	(2)
(一)资产证券化的基本印象 .....	(2)
(二)金融危机与次贷资产证券化的关联 .....	(3)
二、从法律视角透视金融危机的起因、本质和特征 .....	(6)
(一)金融危机产生的法律原因 .....	(6)
(二)金融危机的法律本质与特征 .....	(13)
三、金融危机背景下资产证券化功能的重新审视 .....	(16)
四、金融危机背景下的中国资产证券化及其法律规制 .....	(17)
(一)严格把关证券化基础资产的质量,不良资产证券化应当慎行 .....	(17)
(二)量力而行加强资本充足率监管,但不能迷信资本充足率监管 .....	(19)
(三)加强金融监管协调机制,统一资产证券化风险监管立法 .....	(19)
五、本书的结构体例、基本内容以及创新之处 .....	(20)
第一章 资产证券化的基本原理 .....	(24)
第一节 资产证券化的概念与特征 .....	(24)
一、资产证券化的概念 .....	(24)
二、资产证券化的特征 .....	(26)



第二节 资产证券化中的“特设机构”(SPV)、 对象及基本运作模式 .....	(30)
一、资产证券化中的“特设机构”(SPV) .....	(30)
二、资产证券化的对象 .....	(31)
三、资产证券化的基本运作模式 .....	(32)
第三节 资产证券化的结构框架与机理 .....	(35)
一、传统型资产证券化的含义和交易架构 .....	(35)
二、合成型资产证券化的含义和交易架构 .....	(37)
三、典型资产证券化产品的交易结构 .....	(55)
第四节 资产证券化运行中的法律问题 .....	(66)
一、资产证券化产品法律关系的解读 .....	(66)
二、国内资产证券化进程中的主要法律问题 .....	(70)
小 结 .....	(73)
<b>第二章 美国资产证券化的法律规制及金融危机下的革新</b> .....	(75)
第一节 美国资产证券化的发展脉络 .....	(75)
第二节 美国资产证券化的法律规制简述 .....	(77)
一、美国资产证券化以来的主要相关立法 .....	(77)
二、美国证券化实践中 SPV 的组织形式 .....	(79)
三、美国资产证券化交易结构的两条法律“主线” .....	(84)
第三节 商事担保法与破产法视角下的美国资产证券化 .....	(85)
一、U. C. C. 第九章对证券化担保交易制度的发展 .....	(86)
二、破产法下证券化交易的法律风险与应对 .....	(101)
第四节 金融危机下美国资产证券化法律规制的革新 .....	(149)
一、金融监管体制问题及革新 .....	(150)
二、金融机构风险监管的法律问题及革新 .....	(154)
三、信用评级机构监管的法律问题及革新 .....	(156)
四、不活跃市场金融产品估值监管问题及革新 .....	(158)
五、场外衍生品市场监管问题及革新 .....	(165)
<b>第三章 英国资产证券化的法律规制及金融危机下的革新</b> .....	(166)
第一节 英国资产证券化的发展脉络 .....	(166)
一、英国资产证券化的兴起与发展 .....	(166)

二、英国资产证券化操作流程 .....	(169)
第二节 英国资产证券化的法律规制 .....	(172)
一、关于特设机构 SPV 的规制 .....	(173)
二、关于向 SPV 转让资产问题 .....	(174)
三、关于 SPV 破产隔离问题 .....	(176)
四、与证券化发行和交易相关的法律问题 .....	(178)
五、对证券化税收规制的问题 .....	(178)
六、银行参与资产证券化活动的金融监管问题 .....	(179)
七、英国金融服务局 BIPRU 标准第九章(BIPRU 9) ——“证券化” .....	(181)
第三节 金融危机下英国资产证券化法律规制的革新 .....	(182)
小 结 .....	(185)
第四章 台湾地区资产证券化的法律规制及金融危机下的革新 .....	(187)
第一节 台湾地区资产证券化的发展脉络 .....	(187)
第二节 台湾地区资产证券化的法律规制 .....	(194)
一、金融资产证券化条例 .....	(194)
二、不动产证券化条例与相关问题 .....	(199)
第三节 金融危机下台湾地区资产证券化法律规制的革新 .....	(203)
小 结 .....	(207)
第五章 国际资产证券化的法律问题 .....	(210)
第一节 国际资产证券化的基本分析 .....	(210)
一、国际资产证券化的概念 .....	(210)
二、国际资产证券化的法律动因 .....	(212)
三、国际资产证券化法律的特征 .....	(213)
第二节 国际资产证券化的冲突法问题 .....	(215)
一、资产国际转让的法律适用问题 .....	(215)
二、资产支撑证券跨国发行和交易的法律适用问题 .....	(223)
第三节 国际资产证券化中的统一实体法问题 .....	(230)
一、公约的适用范围 .....	(231)
二、应收款转让的效力 .....	(234)
三、债务人权益的保护机制 .....	(236)



四、公约对国际资产证券化的意义 .....	(239)
第四节 国际资产证券化的税收法律问题 .....	(240)
一、预提所得税征收的法律问题 .....	(240)
二、发起人被视为国外 SPV 常设机构的所得税征收法律问题 .....	(248)
三、国内 SPV 被视为国外发起人的常设机构的 所得税征收问题 .....	(251)
四、国外 SPV 被视为发起人所在国居民纳税人的 所得税征收问题 .....	(252)
五、SPV 股东的所得税征收问题 .....	(253)
六、其他税收问题 .....	(255)
第六章 中国资产证券化的实践及其法律问题 .....	(256)
第一节 我国资产证券化实践 .....	(256)
一、我国资产证券化实践的历史脉络 .....	(256)
二、我国信贷资产证券化与企业资产证券化试点方案分析 .....	(258)
第二节 我国资产证券化的法律规制及其存在问题 .....	(275)
一、我国传统型资产证券化的法律规制 .....	(275)
二、我国现行资产证券化法律规制的主要问题与应对思路 .....	(288)
第三节 我国资产证券化进一步发展的制度创新 .....	(296)
一、在证券化交易中引入“让与担保”法律制度创新 .....	(296)
二、完善证券化信用评级制度 .....	(300)
三、推进企业资产证券化与信贷资产证券化市场互联互通 .....	(301)
四、在拓展信用增强方式中移植信用互换 .....	(301)
五、在时机成熟时推出合成型资产证券化 .....	(302)

# 导论：

## 法律视角下的 金融危机与资产证券化

2007年7月份以来，美国次贷危机席卷全球，并演化为多国金融危机。美国次贷危机的风起云涌为我国资产证券化的发展平添了诸多障碍。有些人认为：“信贷资产证券化在市场化程度高的国家成功，并不代表在我国目前也可以成功，更何况美国次级债的危机正在影响全球的经济，市场化程度如此高，信用评级系统完备的美国的信贷资产证券都会出现危机。那么可想而知，信用评级系统还在建立之中，市场化程度还不高的我国推动信贷资产证券化是比较困难的，或者说是急不得的。”<sup>①</sup>在这些人眼中，美国次贷危机应该成为中国的前车之鉴，为了国家民族大义，我国需缓行甚至暂停资产证券化。那么，我们该如何客观评价次贷危机中资产证券化的作用与相关法律问题呢？这显然成为一个具有巨大的理论与现实意义的话题。当然，这得从资产证券化的基本印象开始谈起。

---

<sup>①</sup> 珠玑子(财经评论员):《从美国次债危机反观中国资产证券化》，载《证券时报》2007年9月4日A3版。



## 一、资产证券化的基本印象以及与金融危机的关联

### (一) 资产证券化的基本印象

资产证券化是一种独特的结构性融资(structured financing)方式<sup>①</sup>,完全不同于传统的融资方式。后者一般由资金需求者以发行所有权或债权证券的方式从金融市场筹集资金,投资人的投资风险与收益受制于融资者的整体信用状况。而资产证券化融资则是对这种整体性融资方法的一种反动,使投资人的风险与收益只是依赖于融资者的部分资产之信用状况。即真正的融资者将可以产生预期收入流的资产“移转”给特设机构(special purpose vehicle, SPV),再由 SPV 作为名义上的融资者向投资人发行以资产作为“支持”(backed)的证券,筹集资金后偿付受让资产的对价或转贷给资产转让人。金融业界通常将资产转让人——真正的融资者称作证券化交易的发起人或原始权益人(originator)。而以资产“支持”证券的通常含义在于使投资人的所有权或债权投资之风险与收益完全依赖于被移转资产的经济表现能力(即信用能力与收益创造能力)。为了实现这一资产“支持”的功能,资产证券化交易结构既要设计“资产分割”(asset partition)之方法将资产的信用与发起人的信用相隔离,又要设计“信用增级”(credit enhancement)之方法提升资产的信用并使资产远离破产的风险,其中“信用增级”只是交易结构的辅助方法,而“资产分割”及与“资产分割”相关联的资产移转方式则是结构性融资的基本方法。究其缘由,一方面,真正融资者与名义融资者之间合理的组织结构关系是整个证券化交易架构的本质,那么,由合理的组织结构关系所决定的“资产分割”方式可以轻易地将“支持”证券之资产阻隔于真正融资者的破产风险之外(bankruptcy isolation)。另一方面,“资产分割”在使资产隔离发起人的信用风险与破产风险的同时亦可使资产可能产生的风险不致影响到发起人,这也是发起人热衷于经由“资产分割”降低自身经营风险的旨趣。此外,“资产分割”还使证券投资人较 SPV 的发起人股东拥有优先受偿之法律地位,投资人在与 SPV 交易过程中将无须过分顾及发起人股东的资力恶化而危及 SPV 的清偿

<sup>①</sup> 结构性融资主要包括资产证券化和项目融资(project finance)两类。两者皆以收入流为支持获得融资,因此两者的界限是模糊的。简言之,若是项目融资采用证券化的交易架构,即可归入资产证券化范畴;若是项目融资直接采用传统的发行项目债券(project bonds)方式获得融资,则不归入资产证券化范畴。

能力,从而极大地降低了交易成本。

在美国资产证券化的语境中,最初证券化的基础资产(或标的资产, underlying asset)只包括债权资产。以债权为基础的证券化产品可分为两种类型:按揭支持证券(mortgage backed securities, MBS)和资产支持证券(asset backed securities, ABS),两者的区别仅在于前者以住宅按揭贷款作为证券化的基础资产,而后者则是以除住宅按揭贷款以外的其他债权资产作为证券化的基础资产。在美国资产证券化的历史演进中, MBS 的成功经验首先被复制到车贷和信用卡债权的证券化,其后则是商业按揭支持证券(commercial mortgage backed securities, CMBS)结构、租赁(leases)、不良贷款(non-performing loans, NPL)、住宅权益贷款(home equity loans, HEL)、学生贷款、应收款(account receivables)等的证券化,业界将这些非住宅按揭贷款债权的证券化统称为 ABS。随着资产证券化金融技术的发展,可被证券化的资产已从最初可以产生稳定的预期收入流的债权资产扩展到任何可以产生预期收入流的资产。在 2005 年发布的银行业新“神圣公约”《资本计量与资本标准的国际协议——修订框架》(*International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards—A Revised Framework*, 以下简称《新巴塞尔资本协议》或《新资本协议》)中,证券化的资产涵盖了(包括但不限于)贷款、承诺、资产支持证券和按揭支持证券、公司债券、权益证券以及非公开发行权益投资,而且证券化资产池中的资产可以是一种或数种。可以发现,承诺、权益证券等较难预测将来收入流的资产也赫赫在目,甚至资产支持证券和按揭支持证券等资产证券化产品也成为证券化的资产,可谓证券化的证券化。此外,资产证券化的交易结构也从传统型证券化衍生出合成型证券化,甚至是传统型证券化与合成型证券化的混合(hybrid)证券化。

## (二)金融危机与次贷资产证券化的关联

美国“新经济时代”创造的“一高三低”经济增长奇迹在“9·11”之后随着“网络经济”泡沫破灭而终结,2002—2007 年间资产证券化驱动的房地产泡沫遂顶替科网泡沫成为支撑美国经济增长的重要资金源泉。根据经济学家 Shiller 的计算,经通胀调整后,1997—2006 年间美国房屋价格上升约 85%,出现较大的泡沫。<sup>①</sup>

房地产信贷衍生出来的资产证券化产品可谓房地产泡沫的“助推器”。

<sup>①</sup> 黎向东:《耶鲁经济学家 Shiller:美国房市下滑幅度可能超过“大萧条”时期》, <http://content.caixun.com/NE/00/p4/NE00p4g1.shtm>, 2008-04-23.



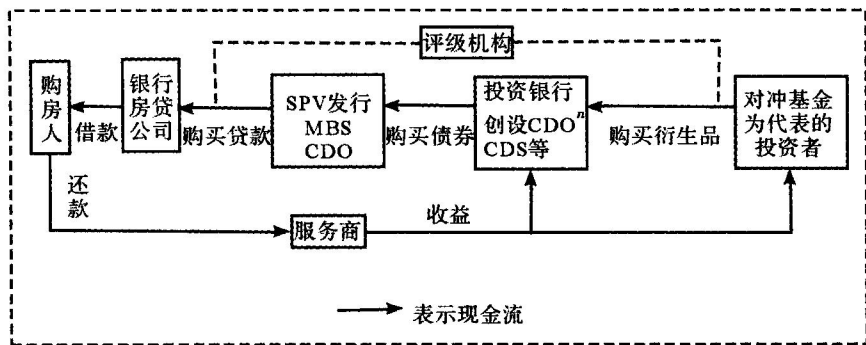


图 1 次贷及其衍生品的产生流转过程

图 1 显示了美国次贷及其衍生品的产生及流转过程。其中银行或房贷公司贷款给购房者，再通过证券化工具将住房按揭贷款的风险与收益转移到投资者身上，投资银行等又可以 ABS、MBS、CDO(collateralized debt obligation, 担保债务证券)等为基础证券创设出 CDO<sup>n</sup>、CDS(credit default swap, 信用违约互换)等衍生品。再如图 2 所示，在次贷危机爆发前的美国债券市场上，资产证券化债券俨然已成为超越美国国债的第一大债券品种。这一轮金融资产泡沫是如何形成的呢？在美联储连续 13 次降息应对科网泡沫破灭冲击的过程中，银行改变过去谨慎放贷的传统，开始对没有还款能力的人发放次级房屋按揭贷款，不仅放款额由 2000 年的 2000 亿美元，迅速增加到 2006 年的 1.5 万亿美元左右，并且如图 3 所示，次贷占比飞速攀升。发放次级贷款的银行以这些贷款作为担保，打包发行 MBS(mortgage backed securities)，进一步筹资发放按揭贷款。在此基础上，华尔街一些机构又对不同的 MBS 进行信用评估，分等级后再发行 CDO 来筹资，也就是再一次进行担保融资。至此，华尔街还不罢休，又创设了各种 CDS(credit default swap, 信用违约互换)，对债务可能的违约进行保险，理论上是再一次转移风险与控制风险，实质上却是借助透明度极低、信用链复杂的 OTC(over-the-counter, 场外市场)交易进行大规模投机。2006 年 CDS 膨胀到 60 多万亿美元，而构成这些衍生品的最基础的次级贷款只有 1.5 万亿美元。<sup>①</sup>

显然，美联储过度宽松的货币政策诱发了银行等金融机构扩大放贷的冲

<sup>①</sup> 夏斌：《从全球通胀到美国金融危机——本轮世界经济周期的发展逻辑及中国对策》，<http://www.gjmy.com/html/JJLW/JRLW/2009/05/20786.html>, 2009-07-27.