

Study on Financial

Asset Securitization:

Legal Issues

and Practical Analysis

金融资产证券化

法律问题与实证分析

张严方/著

法律出版社
LAW PRESS · CHINA

本书系中共中央直属机关事务管理局2007年一般项目
“金融资产证券化与法律问题研究”的成果。

金融资产证券化

法律问题与实证分析

Study on Financial Asset Securitization:
Legal Issues and Practical Analysis

张严方/著

法律出版社
LAW PRESS · CHINA

图书在版编目(CIP)数据

金融资产证券化:法律问题与实证分析/张严方著.
北京:法律出版社,2009.8
ISBN 978-7-5036-9772-2

I. 金… II. 张… III. 金融法—研究 IV. D912.280.4

中国版本图书馆CIP数据核字(2009)第127610号

金融资产证券化:法律问题与实证分析

张严方 著

责任编辑 孙东育
装帧设计 乔智炜

© 法律出版社·中国

开本 A5

印张 12.5 字数 308 千

版本 2009年8月第1版

印次 2009年8月第1次印刷

出版 法律出版社

编辑统筹 独立项目策划部

总发行 中国法律图书有限公司

经销 新华书店

印刷 世纪千禧印刷(北京)有限公司

责任印制 张宇东

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里7号(100073)

电子邮件/info@lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779

网址/www.lawpress.com.cn

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里7号(100073)

全国各地中法图分、子公司电话:

第一法律书店/010-63939781/9782

西安分公司/029-85388843

重庆公司/023-65382816/2908

上海公司/021-62071010/1636

北京分公司/010-62534456

深圳公司/0755-83072995

书号:ISBN 978-7-5036-9772-2

定价:33.00元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

序 言

资产证券化是世界金融领域近三十年来最重大,也是发展最快的金融创新工具。它发端于美国,经过多年的发展,其规模已超过美国联邦政府债券市场的固定收益债券市场,成为美国资本市场最重要的融资工具之一。“只要资产能产生稳定的现金流,将它证券化!”在很长的一段时间里,资产证券化成为了华尔街变现的不二法门。自20世纪70年代初第一笔资产证券化面世,其发展就一直未曾停息、不断扩展,并于随后的几十年里在欧美各国以及亚洲新兴市场经济国家渐成蓬勃发展、星火燎原之势。

相对而言,我国资产证券化的起步较晚,但在监管当局的大力推进和金融机构的积极参与下,我国资产证券化也经历了一场从无到有,从初步确立到不断发展、蔓延乃至创新的过程。2005年之前,这一产品的推进仍然极为迟缓。2005年,随着国开行和建行作为资产证券化试点行地位的确立以及之前一系列配套政策法规的相继出台,各家金融机构积极准备尝试。我国的证券化市场迈开了从理论走向实践的重要一步,2005年也被业界有关人士称为资产证券化

元年。

就在各方认为中国资产证券化的春天即将到来之时,美国次贷危机爆发。此次美国次级房贷市场危机引发的全球资本市场动荡,我国经济也难以全身而退。次贷危机不仅严重阻滞了世界经济的发展,也大大延缓了中国金融衍生品的发展,中国的资产证券化在2009年一季度陷入沉寂,至今无一单产品发行,资产证券化实践呈现出停滞的迹象。正是在这样背景下,人们开始质疑金融资产证券化的价值,甚至将其视为洪水猛兽,敬而远之。但我们需要理性地对待资产证券化及其相关制度的设置,不能因噎废食。芝加哥商业交易所名誉主席,有“金融期货之父”之称的梅拉梅德就曾经指出,美国次级债危机的根源在于信息不透明和政府监管缺位。因此,次贷危机不会对已经成型的资产证券化的结构形成冲击,形成冲击的是对资产证券化结构技术的滥用,而不是资产证券化结构技术本身。况且,资产证券化的引进毕竟有助于我国金融资本市场及与之有关的住房市场、借贷市场、中介机构服务市场的多样化、国际化和规范化,中国应该继续肯定和坚持金融创新的步伐。另外,据了解,中国的资产证券化正在沉寂中酝酿突破和创新。

金融资产证券化是一个经济问题,更是一个法律问题。资产证券化相关制度的有效落实与合理运作,都需要完善的法律制度的支持。我们需要明确,应让制度性的法律体系而不是非制度性的行政支持来确保我国资产证券化市场的逐步形成和健康发展。中国目前虽然有《信贷资产证券化试点管理办法》和《金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法》的出台,但总体的法律环境并不理想,我国目前现有制度与规则对金融资产证券化提供的法律支持尚不完善,对金融资产证券化的运作还设有诸多限制,无论是《合同法》、《公司法》,还是《破产法》、《担保法》、《证券法》、《银行法》等都与资产证券化制度创新和实践运作存在一定程度的冲突。因此,我们应当吸取其他国家开展资产证券化的经验,创制和完善中国金融资产证券化的相关法律制度。

在这种情势下,研究金融资产证券化问题,特别是其法律制度建制,便有了十分重要的意义,尤其是在美国次贷危机的大背景下,研究本专题有利于及时地总结美国次贷危机的经验和教训,为我国的资产证券化立法完善提供理论支持,有利于其宣传和准备工作,供立法者在确定具体规范及相关部门解决问题时进行参考,使我国资产证券化立法与世界同步发展并具有一定的超前性。遗憾的是,在现存的理论文献中,专论金融资产证券化之法律问题的著作可谓十分鲜见。

张严方博士后的专著《金融资产证券化:法律问题与实证分析》可以说适应了当前资产证券化理论研究的迫切需要,是一部对金融资产证券化进行系统考察,结合了基础性研究和前沿性探索的学术专著。本书介绍了资产证券化的基本范畴、金融资产证券化的运作架构、金融资产证券化的历史演变及前景,分析了法律对金融资产证券化的影响、金融资产证券化的法律制度创新,探讨了证券化的资产引发的法律问题以及资产支撑证券的法律问题,对金融资产证券化风险防范机制以及中国的金融资产证券化进行了论述,着重讨论了中国推行金融资产证券化的现行评价、当前中国推行金融资产证券化的法律环境评估、中国推行资产证券化的立法构想与制度创新以及过渡时期的临时安排——政策建议。

总体来看,本书可以说是一部关涉金融资产证券化的创新之作,在一定程度上填补了我国资产证券化研究的空白领域。它的出版,对于推进我国的资产证券化发展将起到积极的作用。

李如

2009年8月7日

目 录

第一章 资产证券化的概述/1

第一节 资产证券化的基本范畴/1

一、资产证券化的概念/1

二、作为金融创新的资产证券化/9

第二节 金融资产证券化的运作架构/13

一、资产证券化过程中的价值创造及市场上 主要的参与者/13

二、金融资产证券化的操作程序/16

三、金融资产证券化的交易模式/19

第三节 金融资产证券化的历史演变及 前景/23

一、金融资产证券化的起源/23

二、金融资产证券化在全球的推广与发展/36

三、影响金融资产证券化发展的因素/40

第二章 金融资产证券化的实践与法律 制度的构架/44

第一节 法律对金融资产证券化的影响/44

- 一、相关法律制度对金融资产证券化的作用/44
- 二、金融资产证券化立法在英美法与大陆法中的勃兴/46
- 三、金融资产证券化在亚洲国家的立法保护实践/52
- 第二节 金融资产证券化的法律制度创新/56
 - 一、金融资产证券化的法律基础与法律制度/56
 - 二、金融资产证券化创新的法律必备文件/65

第三章 证券化的资产引发的法律问题/72

- 第一节 债权证券化/72
 - 一、进行证券化的债权首先是可分之债/72
 - 二、进行证券化的债权是可转让之债/73
 - 三、进行证券化的债权是将来可持续发生之债/74
 - 四、进行证券化的债权是负担担保之债/75
- 第二节 资产转移的法律分析/77
 - 一、资产的法律界定/77
 - 二、资产转移的类型/93
 - 三、资产转移的完善/97
 - 四、附属担保权益完善/107
 - 五、资产转移与银行的保密责任/110
- 第三节 抵押资产证券化由单一型转变为组合型/112
 - 一、超额抵押/115
 - 二、浮动担保/115
- 第四节 资产远离破产的法律要求/119
 - 一、资产远离破产的含义与要素/119
 - 二、破产隔离法律实体——SPV 的法律构造/123
 - 三、真实销售的界定/154
 - 四、破产法中的可撤销交易/177
 - 五、实质性合并问题/182
- 第五节 资产证券化产生的法律权利/192
 - 一、受益权的证券化/192

二、投资者享有的受偿权/195

第四章 资产支撑证券的法律问题/203

第一节 资产支撑证券的概述/203

一、资产支撑证券的概念和投资特征/203

二、资产支撑证券的类型/206

三、资产支撑证券的法律性质/214

第二节 资产支撑证券的发行/227

一、资产支撑证券发行主体的法律性质/227

二、资产支撑证券发行的审核模式/233

三、资产支撑证券的私募发行/247

四、银行在资产支撑证券发行中的法律地位/267

第三节 资产支撑证券的信息披露制度/273

一、资产支撑证券发行信息披露制度/275

二、资产支撑证券交易信息披露制度/286

第五章 金融资产证券化风险防范机制/298

第一节 防范破产上的风险/298

第二节 防范虚伪移转上的风险/301

第三节 防范关联交易的风险/304

一、安然案爆发前后美国关联交易信息披露的法律、会计规则/308

二、我国法律应防范在金融资产证券化中的关联交易/312

第四节 防范证券发行、交易的风险/314

一、行政监管体系/314

二、信用增强机制/316

三、信息披露制度/316

第六章 中国的金融资产证券化/319

第一节 中国推行金融资产证券化的现行评价/319

一、中国推行金融资产证券化的实践/319

二、中国有关资产证券化的立法/329

三、中国金融资产证券化的现实意义/331

四、中国推行资产证券化的障碍分析/336

五、总的评价/339

第二节 当前中国推行金融资产证券化的法律环境评估/343

一、关于可证券化的资产的法律环境评估/343

二、关于资产的证券化的法律环境评估/355

第三节 中国推行资产证券化的立法构想与制度创新/363

一、立法模式/363

二、立法体例/368

三、监管立法/370

第四节 过渡时期的临时安排——政策建议/376

一、制定关于金融资产证券化交易标准的民商法规则/376

二、法律制度之完善/379

参考文献/382

第一章 资产证券化的概述

第一节 资产证券化的基本范畴

一、资产证券化的概念

在论述资产证券化概念之前,有必要对证券化的概念作一简单阐述。

证券化 (Securitisation) 连同自由化、国际化是当今时代金融发展的三大趋势。^{〔1〕} 证券化有广义与狭义之分,广义上的证券化包括一级证券化 (primary securitisation) 和二级证券化 (secondary securitisation)。一级证券化又称融资证券化 (Financing Securitisation),它是指在资本市场上和货币市场上发行债券举债或股票筹资。一级证券化的主要金融工具包括商业票据、企业债券和股票。一级证券化动摇了银行作为传统资金提供者的地位。我们通常所说的银行“脱媒”、“非中介化”(disintermediation)危机等,就是针对一级证券化而言的,用来代指一级证券化的竞争发展给银行金融带来生存危机的现象。

二级证券化又称金融资产证券化 (asset

〔1〕 参见〔日〕坪谷二郎:《最新金融读本》,中央经济社1997年第2版,第116页。

securitisation),它是指将已经存在的信贷资产和应收账款资产集中起来,将资产的现金流重新包装组合或者分割后,用以支持一种新的证券——资产证券,^[1]出售给市场投资者。^[2]狭义上的证券化仅指二级证券化,即资产证券化,它特指20世纪70年代产生于美国随后又向世界扩散的一项重大的金融创新,具体来说,它包括“住房抵押贷款支撑的证券化”(mortgage-based securitization, MBS)和“资产支撑的证券化”(asset-based securitization, ABS)。在欧美国家实践中,“证券化”、“资产证券化”及“结构融资”可以替换使用,^[3]均指公司利用其自身资产所产生的现金流来融资。^[4]

当然,从更为广泛的意义上理解证券化,分为四种业务类型:现金资产证券化、实体资产证券化、信贷资产证券化以及证券资产的证券化,而信贷资产证券化是指狭义的证券化。

由此可见,在多数人的认识中,证券化就是资产证券化。本文对证券化的理解和界定,如无特别说明,是特指狭义的资产证券化,证

〔1〕 资产证券又称资产支撑证券,主要包括抵押支撑证券(mortgage-backed securities, MBS)和资产支撑证券(asset-backed securities, ABS)两类。在资产证券化发展的早期,证券化的资产主要以抵押贷款为主,其证券化后的商品称为抵押支撑证券;进入20世纪80年代后,资产证券化开始广泛应用于非抵押类资产,这些资产证券化后的商品称为资产支撑证券。两者的运作原理基本相似,本文如未作特别说明,将资产证券化后的商品统称为资产支撑证券。

〔2〕 参见李曜:《资产证券化——基本理论与案例分析》,上海财经大学出版社2001年版,第2页。

〔3〕 有学者认为,从法制层面而言,架构式融资(即结构融资)较资产证券化用语更能凸显出此种融资制度的特性。此处之所以称其为架构式融资,是因为:一般而言,架构式融资分为两大部分:第一部分是关于资产分割之组织架构之调整,第二部分则是证券之迅速变现过程,一般金融学者所关注的是如何将不易流通的资产以证券化之方式变现,重视证券化之过程,所以多半采用金融资产证券化之用语来说明描述。然而法律学者所关注的重点应在于资产分割之组织架构调整所涉及的法律争议,以及面对这些法律争议的管制策略。简言之,法律学者重视资产分割的组织调整过程,故多半采用架构式融资这种用语来说明描述。参见王文宇:“浅释金融资产证券化法制”,载《法令月刊》第53卷第3期,第39页。

〔4〕 参见[美]斯蒂文·施瓦茨:“点石成金的资产证券化”,高西庆、蒋基理译,载王志达主编:《复旦民商法学评论》(第一卷),法律出版社2002年版,第310页。

券化和资产证券化可以作为同一语义来使用。

(一) 资产证券化的概念及其理解

依上所述,我们在此文中的资产证券化的定义并非泛指以证券方式的直接融资取代银行等中介机构间接融资的证券化,也不涉及股票或担保债券、商业票据等融资方式的证券化,而是特指作为 20 世纪 70 年代在美国发展的一项新型的金融技术,其从 20 世纪 80 年代起,又在英国以及一些大陆法系国家得到广泛应用的融资创新工具。

资产证券化一词最早出现在 1977 年华尔街日报一篇报道有关抵押贷款证券(mortgage backed security, MBS)的文章上,沿袭至今已成为全球通用之词汇。追溯其历史则可回顾到 20 世纪 70 年代美国为了解决第二次世界大战之后婴儿潮所造成庞大购屋需求的贷款资金问题,经由美国政府不动产贷款协会(GNMA)向投资大众发行 MBS 方式,直接自资本市场筹措资金,所谓资产证券化的概念即应运而生。^{〔1〕}然而,在韩国和日本,人们通常将资产证券化称为资产流动化,与它们相应的立法也称为《资产流动化法》。

给概念作定义的方法可以有所不同,因此常见人们对于同一事物的概念、定义表述不尽一致。^{〔2〕}资产证券化的概念也如此。特别是由于资产证券化出现时间不长,人们对其本质属性的把握准确度不一,这就使得对其所作的定义更是多种多样。

1. 学理说

(1) 过程说。Kenneth N. Elmgren 认为,资产证券化是指把应收账款或其他不易销售的资产转换成可以在资本市场上发行或销售的证券的过程。证券化允许投资者基本上依靠发行人的应收账款

〔1〕 参见盖华英、谷湘仪:“资产证券化专题导读——兼谈资产证券化之法制引进”,载《全国律师》2001 年第 11 期。

〔2〕 参见漆多俊:《经济法基础理论》(第三版),武汉大学出版社 2000 年版,第 83 页。

的现金流的信用和预期而不是发起人自身的财政力量。^{〔1〕}王开国先生认为,资产证券化是指将缺乏流动性但能够产生可预见的稳定现金流的资产,通过一定的结构安排,对资产中风险和收益要素进行分离与重组,进而转换成为在金融市场上可以出售和流通的证券的过程。^{〔2〕}

(2)结构融资说。David G. Glennie 等认为,作为与传统的担保融资相区别的资产证券化把它表述成一个结构融资可能更为恰当。在这个结构融资中,可以通过在资本市场公募或私募证券的方式将有着稳定的和预期的现金支付流的资产货币化。这些公募或私募的证券被证券化的资产和相关的现金流所担保或部分依赖于这些被证券化的资产和相关的现金流。实际上,一次证券化的安排是传统的担保融资和证券发行(涉及资产支撑证券的发行)相结合的产物。^{〔3〕}

(3)结果说。这种学说着重于资产证券化的结果即证券的发行与销售。Shenker & Colletta 认为,资产证券化是指股权或债权凭证的出售,该股权或债权凭证代表了一种独立的、有收入流的财产或财产集合中的所有权利益或由其所担保,这种交易被架构为减少或重新分配在拥有或出借这些基本财产时的风险,以及确保这些财产更加市场化,从而比仅仅拥有这些基本财产的所有权利益或债权有更多的流动性。^{〔4〕}

(4)目的说。沈沛等认为,资产证券化是指企业通过资本市场

〔1〕 See Joseph J. Norton, Paul R. Spellman and Mitchell S. Dupler, *International Asset Securitization*, Lloyd's of London Press LTD, 1995, p. 1.

〔2〕 参见王开国:“关于中国推行资产证券化问题的思考”,载《经济研究》1999年第6期。

〔3〕 See David G. Glennie, Eduard C. De Bouter, Randall D. Luke, “Securitization”, in *Kluwer Law International*, 1998, p. xiX.

〔4〕 See Shenker & Colletta, *Asset Securitization, Evolution, Current Issues and New Frontiers*, p. 69, Tex. L. Rev. 1369, 1374 - 1375 (1991). 转引自彭冰:《资产证券化的法律解释》,北京大学出版社2001年版,第14页。

发行由金融资产(如银行的信贷资产、企业的贸易或服务应收账款等)支撑的债券或商业票据,将缺乏流动性的金融资产变现,达到融资、资产与负债结构匹配的目的。^{〔1〕}

2. 法律说

(1)日本《资产流动化法》第2条规定,资产流动化,作为一系列行为,是指特定目的公司用资产对应证券的发行或特定目的借入而获得的金钱来取得资产;或者经营信托公司或信托业务的银行以及其他的金融机关接受资产的信托而发行受益证券,用这些资产的管理及处分得到的金钱来进行下列各项中所记载的行为。

(2)韩国《资产流动化法》第2条规定,“资产流动化”,是指符合以下规定之一的行为:第一,流动化专门公司(包括以资产流动化业务为专业的外国法人),从资产保有者处受让流动化资产并以此为基础发行流动化证券,以及以通过管理、运用、处分该流动化资产所获得的收益或差入金等来支給元利金(指本金和利息的合称)或配当金的一系列行为;第二,依《信托业法》规定的信托公司(包括兼营信托业务的银行,以下称“信托公司”),从资产保有者处受让流动化资产并以此为基础发行流动化证券,以及以通过管理、运用、处分该流动化资产所获得的收益或差入金等支給流动化证券的收益金的一系列行为;第三,信托公司以发行流动化证券而获得信托的资金,从资产保有者处受让流动化资产,并以通用的管理、运用、处分该流动化资产所获得的收益或差入金等来支給流动化证券的收益金的一系列行为;第四,流动化专门公司或信托公司,从其他流动化专门公司或信托公司处受让流动化资产或以此为基础发行的流动化证券,或者接受信托并以此为基础发行流动化证券的,以通过管理、运用、处分当时受让或接受信托的流动化资产或流动化证券所获得的收益或差入金来支给自己所发行的流动化证券的元利金、配

〔1〕 参见沈沛主编:《资产证券化的国际运作》,中国金融出版社2000年版,第1页。

当金或收益金的一系列行为。

(3)泰国《关于证券化中特别目的法人的皇家法令》第3条规定,“证券化”指收到转移资产之后,发行证券并将证券出售给投资者的行为。其中,证券持有者的收益取决于转移资产所产生的现金流。

(4)中国台湾地区“资产证券化条例”第4条规定,证券化指创始机构依本条例之规定,将资产信托与受托机构或让与特殊目的公司,由受托机构或特殊目的公司以该资产为基础,发行受益证券或资产基础证券,以获取资金之行为。

(5)新加坡《银行资产证券化规则》第2.1条规定,证券化的基本形式是一个过程,通过这个过程,资产或资产中的利益出售或以其他方式转让给一个SPV,SPV通过发行通常由这些资产担保的证券来筹资。

(6)印度《证券化法》第2条规定,证券化是指任何人转让或授权转让金融资产或一组金融资产给予任何特殊目的载体并由这个特殊目的载体发行可转让收据的行为。

(7)《国际清算银行巴塞尔银行监管委员会“资产转让与证券化”报告》认为,资产证券化的基本形式是汇集同一类型的贷款,并将这些资产出售给具有某一特别目的的公司或信托公司,由该公司以该资产组合为后备而发行上市证券。

(8)美国证券交易委员会(SEC)对资产证券化的定义是通过对金融工具——“资产证券”(asset-backed securitization)的界定来进行的,“资产证券是指这样一种证券,它们主要是由一个特定的应收款资产池或者其他金融资产池来支持,保证偿付。这些金融资产的期限可以是固定的,也可以是循环周转的。根据资产的条款,在特定的时期内可以产生现金流和其他权利,或者资产证券也可以由其他资产来保证服务或保证按期向证券持有人分配收益”。^[1]

[1] 李曜:《资产证券化——基本理论与案例分析》,上海财经大学出版社2001年版,第1页。

3. 对资产证券化概念的理解

从上述几种大同小异的资产证券化的定义中,我们可以得出以下几点对资产证券化的基本认识:第一,作为一种具体金融创新的资产证券化与战后世界金融领域的证券化发展趋势不同,后者的含义更为广泛,前者是后者的具体表现之一。第二,资产证券化的最终目的是发行证券筹集资金,但这种证券并非以发起人的整体信用为担保,它代表了特定资产组合(资产池),即证券的背后有具体的资产作为支撑。支撑的含义是指证券由这些资产所担保或证券代表了这些资产的部分利益,这是资产证券化最显著的一个特征。第三,由于把原来不易流动资产转换为证券,这期间就可以实施许多精巧的现金流的分割与重组技术,原始资产的风险和收益亦相应地得以分割和重组,从而实现将风险分散给那些最能深刻理解也最适于吸收这些风险的市场参与者,相应地收益则分配给出价最高的市场参与者,金融市场的效率由此得以大大提高。^{〔1〕}所以,资产证券化必须设计资产转移的制度设计,以使支撑证券的资产与这些资产的持有者相隔离。第四,资产证券化本质上可以理解作为一种新型的资产变现方式,交易发起人通过把资产(贷款或者其他应收账款等)转换为证券并将其出售给投资者,实现资产的变现。

就上述对资产证券化的工具化描述来看,所有资产证券化必须具备两种基本技术,即资产支撑和风险隔离。通过对这两种基本技术(或说是结构化设计)的组合运用,资产证券化可以发展出许多新的变形的金融创新产品。例如,用于支撑证券的可以不是一个资产集合,而是某项单一的资产;证券化成本可由基础资产的配置来支付,而不是由基础资产的债务人来偿付。此外,支撑资产的担保贷款债权可转变为未来的现金收入,即现金流形式,甚至是待履行合同等。在最近的一个案例中,美国把一个摇滚歌星的未来收入也证

〔1〕 参见成之德主编:《资产证券化理论与实务全书》,中国言实出版社2000年版,第1页。