

资产证券化的法律问题分析

李尚公* 沈春晖**

资产证券化 (Asset Securitization) 自本世纪 70 年代在美国诞生以来迅速向全球扩展。目前,美国、欧洲已经形成了相当规模的资产证券化市场,南美、亚洲许多新兴市场国家也开始进行了一些卓有成效的实践。各国高度重视这一项金融创新,纷纷对本国原有法律进行调整甚至颁布专门的资产证券化立法。巴塞尔银行监管委员会也于 1992 年向各国监管当局提供了一份工作文件,从监管角度研究了资产证券化的一些问题。¹资产证券化的理论研究和实践在我国刚刚起步,其作为一项新兴而又复杂的金融工具,在运作过程中涉及大量的法律问题,有许多值得探讨之处。本文拟就资产证券化的交易结构、风险控制以及我国实施资产证券化的法律环境及立法问题加以分析。

一. 资产证券化的基本原理

突出反映战后世界金融领域“直接融资”取代“间接融资”趋势的证券化可以分为“传统证券化”和“资产证券化”两大类。²“传统证券化”是指国家或企业以本身的信用发行证券,从资本市场募集资金。人们所熟悉的股票、国债、公司债、可转换债券等都属于传统证券化产品。另外一类证券化形式就是本文所要讨论的资产证券化。

资产证券化是指“以资产所产生的现金流为支撑,在资本市场上发行证券进行融资,对资产的收益和风险进行分离与重组的过程。”³其基本交易结构可以简单地表述为:资产的原始权益人将资产出售给一个特设机构(一般称为特殊目的载体,Special Purpose Vehicle,SPV),该机构以这项基础资产的未来现金收益为支撑发行证券,以证券发行收入支付购买资产的价款,以资产产生的现金流向证券投资者支付本息。

资产证券化的本质特征体现在两个方面:

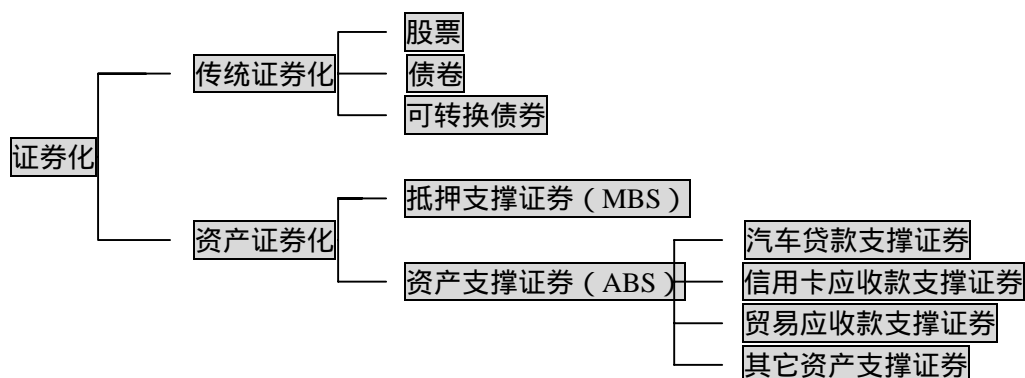
其一,其是以可预见的现金流为支撑而发行证券在资本市场进行融资的过程。可预见的现金流是进行资产证券化的前提,也是证券化产品的投资者投资的依据。而产生现金流的资产可能是各种各样的,既可以是信贷资产(例如住宅抵押贷款),也可以是实物资产(例如可收费的公路)等。因此,证券化的对象虽然是基础资产,但在实质上支撑资产证券化的是基础资产所产生的现金流。正居于此,美国的投资银行家常说,“只要有一个稳定的现金流,就将它证券化。”所以,只要能产生可预见的稳定的现金流的资产都可以作为资产证券化的基础资产(Underlying Assets)。资产证券化最早的基础资产是住房抵押贷款,其后,用以证券化的资产种类越来越多,信用卡应收帐、汽车贷款应收帐甚至租金、版权专利费收入都成为证券化的基础资产。

*北京大学法学院博士研究生,北京尚公律师事务所主任;**北京大学法学院硕士研究生

¹ 该文件名为《资产转移与证券化》,载《巴塞尔银行监管委员会文献汇编》,中国金融出版社 1998 年版。

² 参见王文宇:《资产证券化的意义、基本类型与相关法律问题》,载《月旦法学杂志》,1999 年第 5 期。

根据基础资产的不同可以将资产证券化划分为不同的类型。在资产证券化的发展中,最早用于证券化交易的基础资产是住宅抵押贷款,这类资产的证券化始终构成了资产证券化最重要和一个类别⁴,即抵押支撑证券化(Mortgage-backed Securitization),而所产生的证券也相应称为抵押支撑债券(Mortgage-backed Securities, MBS)。而除此之外其它种类的资产证券化统称为资产支撑证券化(Asset-backed Securitization),相应地证券化投资工具称为资产支撑证券(Asset-Backed Securities, ABS)⁵。另外,根据基础资产是信贷资产还是实物资产也常将资产证券化区分为信贷资产证券化和实物资产证券化。(参见图一)



图一 证券化类型示意图

其二,资产证券化是利用资本市场对资产的收益与风险进行分离与重组的过程。现金流是资产带来的收益,为了获得收益,资产的所有者要承担相应的风险。以拥有信贷资产的银行为例,资产的收益是贷款的本息,但这种现金流要在较长的时间内才能实现(特别是住宅抵押贷款这样的长期消费信贷),而用于发放贷款的资金大多是期限相对较短的存款,这种长期资产与短期负债的结构矛盾意味着巨大的风险。资产证券化的出现解决了这一矛盾,银行通过出售信贷资产能尽快地将资产变现,同时将风险转移出去;当然天下没有白吃的午餐,银行也必须把相应的收益权让度给参与证券化的其他主体特别是证券的投资者。这样就实现了收益和风险的分离和重组。而且,在每一个资产证券化项目中,证券化的不是单个资产而是资产组合(通常被称为资产池, Asset-Pool),由于大数定律的作用,整个组合的现金流呈现出一定的规律性。这有利于对资产的收益与风险进行分离与重组,使其定价和重新配置更有效。⁶

二、 资产证券化交易结构的法律分析

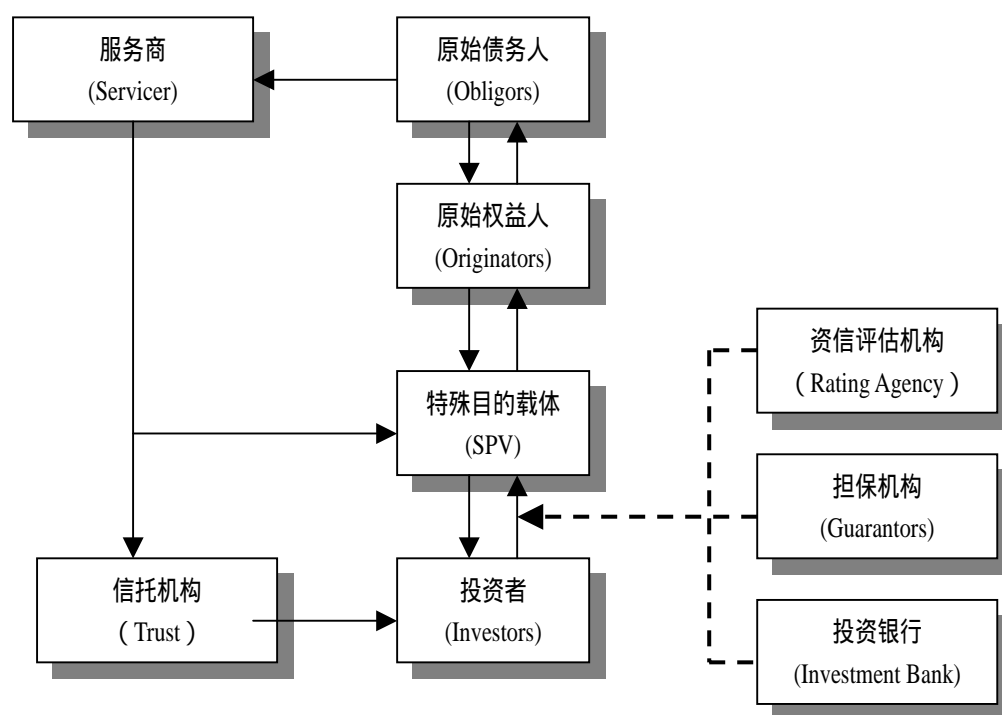
资产证券化的交易流程既是一个经济过程也是一个法律过程。这至少有三方面的原因。其一,从图二可以看出,资产证券化涉及原始债务人(在信贷资产证券化中即为银行的债务人)、原始权益人(通常也是资产证券化的发起人,在信贷资产证券化中即为贷款银行)、服务商、信托机构、信用增级机构、资信评估机构、投资银行等多方主体,特别是还需要一个

³ 张伟:《资产证券化的基本理论》,载《北京大学中国经济研究中心学刊》1999年第2期。

⁴ 参见 Lewis S. Ranieri《Securitization's Role in Housing Finance》,载《A Primer on Securitization》,Cambridge, Mass.: MIT Press, C1996。

⁵ 为了行文的方便,如未特殊说明,本文将资产证券化的产品统称为资产支撑证券。

特殊目的载体 (SPV) 作为交易结构的中心。这些主体的设立、活动、退出都要涉及法律上的规范。其二, 资产证券化的每一个环节都涉及到不同参与者的权利义务问题, 这都是通过契约来维系的, 而契约具有法律所保障的约束力, 也需要法律确认。其三, 资产证券化所内在的“破产隔离”、“真实销售”等要求需要法律标准予以保障。因此, 对资产证券化交易过程的经济分析必然伴随着法律分析, 下面就每一具体步骤展开分析。



说明：——▶ 代表现金流的方向 - - - -▶ 代表中介机构在证券化中的作用

图二 资产证券化的一般结构模式图

1. 组建特殊目的载体 (SPV)

SPV 作为证券化产品的发行人, 是资产证券化交易结构的中心, 是首先需要组建的。在选择设立 SPV 的形式时, 必须考虑两个因素: 一是各国法律关于商事主体形式的规定; 二是各国税法的相关规定。一般而言, SPV 可以采取的形式有公司、信托⁷、有限合伙等形式。在证券化交易过程中, 选择一个税收负担很小或没有纳税义务的主体作为证券化资产的购买者也是非常重要的。

SPV 由设立主体的不同分为政府设立和私营两类, 设立主体的差异会对 SPV 产生不同的影响。在抵押支撑证券化的领域里, 政府扮演着至关重要的角色。美国政府的三大机构—

⁶ 参见沈沛等:《信贷资产证券化》, 中国金融出版社 1998 年版, 第 6 页。

⁷ 以信托的方式设立 SPV 是指原始权益人将基础资产信托与 SPV, 成立信托关系, 由 SPV 作为证券的发行人发行代表对基础资产享有按份权利的信托权益证书。在这样一个信托关系中, 委托人为原始权益人; 作为受托人的 SPV 是法律规定的营业受托人, 即有资格经营信托业务的信托公司、信托银行等经核准设立的营业组织; 信托财产为证券化资产组合; 受益人则为受益证书的持有人。

—联邦国民抵押协会（FNMA）、政府国民抵押协会（GNMA）和联邦住宅抵押贷款公司（FHLMC）都是 SPV 角色的扮演者。香港按揭证券公司也是典型的由政府组建的有限公司形式的 SPV。政府设立的 SPV，享有许多便利条件，历史上第一个资产证券化项目就是由美国的 GNMA 完成的。在美国，政府背景的 SPV 在开拓资产证券化市场、积累操作经验、培养投资者群体方面作出了巨大贡献。在资产证券化市场发展起来后，美国政府一方面向私人投资者开放市场，另一方面也将部分国营企业以上市的方式予以私营化，这种作法也为别的国家所借鉴。

2. 筛选可证券化的资产，组建资产池

资产证券化交易的发起人通过发起程序确定用于证券化的资产并组合成为资产池。这些资产除要求可以产生稳定的可预测的现金流外，还必须具有同质性，以便进行汇集来组建资产池。这种同质性在法律上就体现为要求资产具有标准化的合约文件。以 MBS 为例，这里的资产就是银行享有的相对于购房业主的住房抵押贷款债权。银行发放住房抵押贷款，取得贷款债权，同时借款人将房屋抵押给银行，银行成为抵押权人。住房抵押贷款合同是贷款银行与借款人之间权利义务的依据。为了便利资产证券化的开展，方便发起人将不同银行享有的住宅抵押贷款债权集成资产池，客观上要求贷款合同标准化，因此规范住宅抵押贷款一级市场规范的法律制度是非常必要的。

3. 资产由原始权益人转移给 SPV

原始权益人将资产组合转移给 SPV，这一阶段是证券化过程中的关键。在实践中，一般是采取出售的方式。基础资产（即原始权益人对原始债务人享有的债权）从原始权益人转移到 SPV 手中，在英美法上叫让与，大陆法上叫债权转让，直接体现为一个契约。这样的转移在是否要征得债务人的同意、是否要通知债务人的问题上，各国法律有不同的规定。⁸这些规定会影响证券化的成本甚至其经济上的可行性。

资产出售之后，SPV 要确定一个服务商负责向原始债务人收取贷款。在 MBS 中，为利用贷款银行与借款人之间的业务关系，一般仍由贷款银行作为资产池的服务商，由它代表 SPV 接受借款人的还款再传递给 SPV，并因此可以按服务协议收取服务费。此外，出于税务上的考虑，在 SPV 是非信托形式的情况下，SPV 还会委托一个信托机构来负责对服务商收取的现金进行管理并向证券投资者进行支付。

4. SPV 进行信用增级和证券评级。

SPV 在获得资产组合后，会对资产池中的资产采取信用增级手段，并聘请权威的评级机构对其准备发行的证券给予资信评级。

信用增级（Credit Enhancement）是资产证券化过程中的精彩之处，它使 SPV 准备发行的证券获得更高的资信评级，从而有利于降低筹资成本、吸引投资者，大大便利了无政府背景机构参与资产证券化。信用增级包括内部增级和外部增级两大类。外部信用增级指由外

⁸ 关于债权转让的原则，各国的立法例大致有三种。其一是协议移转原则，即债权的转让必须与债务人达成合意。此例为我国《民法通则》所采用。其二是通知转让原则，即债权的转让虽然无须征得债务人的同意，但应将转让的法律事实通知该当事人。《日本民法典》采用此例。其三是自由转让原则，即债权的转让无须征得债务人的同意。《德国民法典》采用此例。

部第三方提供的信用增级工具，其常见的形式包括专业金融担保公司提供的担保、专业保险公司提供的保险等形式。在西方国家的实践中，政府往往也充当了担保的角色。美国除三大政府信用企业（GNMA、FNMA、FHLMC）外，“还有三个美国政府赞助的机构为抵押支持证券和资产支持证券提供担保”。⁹ 内部信用增级是用基础资产中所产生的部分现金流来提供的，其常见的方式有建立优先/次级结构¹⁰、超额利差和利差帐户¹¹等。

对证券的资信评级在资产证券化过程中起到非常重要的作用。一方面，只有取得资信等级才能发行证券，而且评级结果影响发行人的筹资成本；另一方面，资产支撑证券的投资风险评估是一项非常复杂的系统工程，一般投资者没有能力进行，其投资决策主要依赖资信评估机构的评级。¹²与普通公司债券的评级相比，对资产证券化交易的信用评级有两个显著特点：首先，对资产支撑证券的信用评级主要围绕交易中证券投资者的应收权益进行评级，而对公司债券的评级则更关注于发行人的综合资信水平，这也正反映了两种“证券化”在交易架构的基本差异；第二，在对资产支撑证券的信用评级中，起决定性作用的是基础资产和交易结构等可变因素，灵活性较大，而公司债券的评级则基于公司的经营状况，评级结果相当固定。证券的评级由资信评估机构进行，该机构作为市场上重要的中介机构，其设立、市场准入、从业人员资格以及业务规程等均需要法律作出规范。

5、资产支撑证券的发行和交易。

SPV 作为发行人向证券监管机构注册或经其核准后，发行资产支撑证券。经与投资银行签定承销协议，由投资银行负责资产支撑证券的承销。各国证券法对其所调整的证券种类有不同的规定；对证券的审核也有注册制和核准制之分。此外，证券的发行方式、承销方式、信息披露等，均受证券法的调整。证券发行后，可以在资本市场上流通。资产支撑证券的持有者可以按期获得证券收益，并可以随时在市场上出售证券提现。证券法也将对证券的交易场所、交易规则，以及参加市场交易的主体进行规定。

值得一提的是，在西方国家的资产证券化市场，投资主体主要是机构投资者，包括保险公司、养老基金、共同基金等。机构投资者成为资产证券化市场的主要参与者，是资产证券化市场发展的客观需要。以机构投资者作为需求主体，不仅能降低证券的发行成本，而且由于其在资金运用上具有的长期性，有助于资产证券化市场的长期稳定及证券化产品期限结构的合理化。¹³

三、 SPV 与 “ 破产隔离 ”：资产证券化风险控制的法律问题

从上述的交易结构模式图可以看出，特殊目的载体作为发起人与投资者之间的中介，是

⁹ 林伟基：《结构融资资信和流动性的强化》，载《资产证券化国际研讨会文件汇编》。

¹⁰ 建立优先/次级结构是指对优先级证券本息的支付先于对次级证券的支付，在付清优先级证券的本息之前对次级证券仅付利息，在优先级证券的本息支付完毕后才开始支付次级证券的本金。通过这样一种结构安排，优先级证券的风险在很大程度上被次级证券吸收，从而达到信用增级的目的。

¹¹ 超额利差是基础资产的加权平均利率超过发行证券的利率及资产管理人的报酬率的部分。利用额外利差来支付债券本金加速了证券本金的偿还从而为损失建立了一个缓冲。

¹² 参见胡旭阳：《我国开展资产证券化面临的问题及对策》，载《证券市场导报》，1998年第12期。

¹³ 参见 Laurence D.Fink 《The Role of Pension Funds and Other Investors in Securitized Debt Markets》，载《A Primer on Securitization》，Cambridge, Mass.: MIT Press, C1996。

资产证券化交易结构的中心，也是资产证券化结构设计中最具典型的妙笔之一。为了确保资产证券化目标的实现，证券化参与者需要构建有效的结构机制，以使证券化的风险和收益同证券化发起人自身的资信相隔离，提高交易的信用等级，吸引更多的投资者。SPV 的设立就是通向这一目标的手段和机制。这是因为，SPV 的本质要求——“破产隔离”（bankruptcy remote）给予了交易安全以极大的保障。破产隔离，简言之，就是使 SPV 能与其自身引起的破产风险以及与其它相关主体的破产风险相隔离。要实现 SPV 的破产隔离，法律上对 SPV 提出了三方面的要求。

（一）SPV 与其自身的破产风险相隔离

由于资产支撑证券是由 SPV 来发行和偿付的，SPV 与其自身的破产风险相隔离直接保障着投资者的投资安全。

从经济上讲，经过合理的计算，SPV 通过其购买的基础资产所产生的现金流足以支付其发行的资产支撑证券的利息和本金，¹⁴而且 SPV 的运作费用在其成立时也可预算出来。因此，SPV 正常运作的风险不大。因此，法律在此主要是要求 SPV 将其业务限于资产证券化这一项，而不能从事其他有风险的业务。一般要求，SPV 在其公司章程、有限合伙的合伙契约、信托的信托契约中有一目标条款对 SPV 的目标和行为能力进行了一定的限制。而且，这一目标条款对外应是公示的。正基于法律上的这一限制，SPV 在实际运作中，近似于一个“空壳公司”，只拥有名义上的资产和权益，实际管理与控制都委托他人（如上文提到的服务商与信托机构）进行。¹⁵ 作为资产支撑证券发行人，SPV 的这一特征再次印证了资产证券化与传统证券化在交易结构上的差异。

对于上文提到的政府信用企业形式的 SPV，由于其以政府信用为支撑，一般没有破产的风险，因此对其没有经营范围的限制。但各国往往专门对政府信用企业进行立法，对这类企业的经营活动和风险控制进行规范。

（二）SPV 与原始权益人的破产风险相隔离

原始权益人作为经济实体也会遭遇破产的风险。这对于 SPV 的影响主要在于其已转移给 SPV 的资产组合是否会被列入原始权益人的破产财产。如果被列入，其将被清算给原始权益人的所有债权人，将导致 SPV 不能获得足够的现金流来偿还资产支撑证券的投资者，从而使证券化的目标落空。原始权益人将资产转移给 SPV 可以采用两种方式：出售和担保融资，下文分别对之作出分析。

满足各国法律与会计准则关于“真实出售”（True Sale）标准要求的出售使资产组合的所有权彻底转移给 SPV，使该项资产能够从原始权益人的资产负债表中移出，从而没有被归入破产财产之虞，可以实现 SPV 与原始权益人的破产风险相隔离。

另一种方式，即担保融资是指原始权益人以资产组合（即抵押担保债权）为担保向 SPV 融资，在原始债务人履行债务后，原始权益人再向 SPV 偿还借款，SPV 再以此向资产支撑

¹⁴ 主要计算的是原始债务人向 SPV 支付的利率与 SPV 发行的证券的利率之间的利差。原始债务人支付的是银行贷款利率，利率较高；而 SPV 发行的资产支撑证券经信用增级后有较高的信用评级，一般利率较低，仅高于国债。

证券的投资者偿付。在大陆法上，这其实是以债权出质的权利质押。由于各国的破产法都承认别除权即债权人不用破产程序，而就破产人的设定担保的财产单独优先受偿的权利，故在担保融资交易中，作为债的担保出现的资产组合可以在原始权益人破产清算前，不作为破产财产而由 SPV 优先受偿。这样也能保证 SPV 与原始权益人的破产风险相隔离。尽管有别除权的规定，但担保融资也还存在一个法律上的风险，即超额担保的问题。超额担保是内部信用增级方式之一，指 SPV 向原始权益人支付的价款有一定比例的折扣，即证券化组合的价值大于 SPV 给原始权益人的融资。根据破产法和担保法的规定，债权人仅享有优先受偿的权利而并不能完全取得担保物的所有权，这就意味着超额担保的部分不属于 SPV，从而会被列入原始权益人的破产财产之中。在这种情况下，SPV 实际上未能实现与原始权益人的破产风险相隔离。在大陆法国家，使用一种特殊的担保融资方式也可以排除这一风险。这就是大陆法上的一种非典型担保形式——让与担保。与质押担保的不同之处在于，“让与担保以转移担保物的所有权，实现担保的目的”¹⁶。由于让与担保需转移担保物的所有权，在原始权益人破产时，没有将资产组合列入破产财产之虞。“日本、德国、瑞士等国的判例与学说，均承认让与担保的存在。”但是，能否将债权设定为让与担保的标的在学理上需要探讨。

因此，总体上来讲，真实销售比较担保融资而言，不仅能改善原始权益人的资产负债表，而且在破产隔离的实现上也比担保融资更彻底。在绝大多数国家，如英国、法国、德国等，判断资产转移的性质是真实销售还是担保融资比较容易：只要转移资产组合的契约在形式上是资产出售，即可认定。但在美国，问题要复杂得多，因为它的界定标准是重实质而轻形式。其最初界定的标准是看资产的受让方在资产未获偿付时对原始权益人是否有追索权，这体现在美国第 77 号财务会计标准（Financial Accounting Standards No. 77，FAS 77）中。1997 年，FAS125 取代 FAS77 生效，其将着眼点放在资产转移方是否成功地转移了资产的控制权，这有利于对真实销售的认定。¹⁷

（三）SPV 与其母公司的破产风险相隔离

当 SPV 不是由政府设立或有政府背景时，还需考虑的一个法律问题在于其的设立人或者对其拥有控制权的母公司破产对其的影响。为了保障资产证券化项目的运作，要求 SPV 与其设立人的破产风险相隔离，其设立人的破产不能导致 SPV 被清算。

这首先要求 SPV 拥有独立的法律地位，在设立人破产时自己不会被法院判决合并清算。这种独立地位，不仅是形式上的，而且应是实质上的，以免法庭运用“揭开公司面纱”（Piercing the corporate veil）理论等各种实质性合并原则将 SPV 及其资产纳入母公司的破产程序之中。

在美国资产证券化实践中，往往还要求 SPV 至少拥有一名独立董事。在执行破产程序、实质性地改变 SPV 的目标和修改其组织文件时，应征得独立董事的同意，独立董事在决策中应以 SPV 债权人的利益为出发点。在 SPV 的母公司已经资不抵债而 SPV 正常运行的情况下，母公司可能会通过其在 SPV 中的董事呈交 SPV 的自愿破产申请，并合并 SPV 的资产。但如果 SPV 至少拥有一位独立于母公司的董事，并且该董事的投票会给 SPV 提供破产保护，那

¹⁵ 参见余坚、王剑铭：《资产证券化的法规监管》，载《金融研究》1999 年第 2 期。

¹⁶ 梁慧星：《中国物权法研究》，法律出版社 1998 年 6 月版，第 1060 页。

¹⁷ 美国的标准主要体现为会计上的问题，具体可参见龚英资：《住房抵押贷款证券化之法律问题研究》（硕士论文）

么 SPV 就不可能提交自愿破产申请。因此美国法律一般要求 SPV 的组建文件规定，独立董事在对破产事项进行表决时必须考虑已评级证券的持有人及股东的利益。这个方法提供了深一层的保护措施，使 SPV 与其母公司的破产风险隔离。

四、 中国推行资产证券化的法律环境分析

经济学家分析，从我国市场经济发展现状看，“中国已基本具备了实施资产证券化的条件”，¹⁸那么显然有必要关注我国现行法律制度为资产证券化这一金融创新创造了什么样的法律环境：

1. 设立 SPV 的法律环境。

我国《公司法》对有限责任公司的立法较为完善，SPV 可以采用此形式。有限合伙形式尚无法律上的依据，《民法通则》、《合伙企业法》（1997）均不承认有限合伙。

信托则更为复杂。在中国，尽管信托并不是一个新鲜的名词，大量的信托投资公司也在现实生活中存在，但却并没有出现英美法抑或大陆法意义上真正的信托制度。¹⁹我国现行与信托有关的最高级别的法律规范是 1986 年中国人民银行发布的《金融信托投资机构管理暂行规定》。该行政规章并没有对信托的概念、信托关系人的权利义务、信托的设立、变更和终止加以规定；而其规定的我国信托机构的业务范围也几乎和信托业务无关。而从现实看，我国信托业的业务方向和定位一直模糊至今，信托业从来就没有成为信托投资公司的主业。中国人民银行于 1999 年 1 月发出《整顿信托投资公司方案》，确定了“信托业务为本”、“信托业与证券业分业经营、分别设立、分业管理”、“规模经营”和“分类处置”四项整顿工作原则，开始了对信托业的整顿。由于信托业正处于整顿状态，特别是《信托法》尚未出台，以信托的方式设立 SPV 还不具备现实可能性。但是，如果国家允许，即使选择现有的信托投资公司加以改造成为 SPV，也没有实质性的障碍。《金融信托投资机构管理暂行规定》对信托投资机构的业务范围有一授权性条款，即“中国人民银行批准的其他业务”，因此只要经央行批准，现有的信托投资公司完全可以经营资产证券化业务。

从国外经验看，由原始权益人（商业银行）作为发起人设立一个附属子公司担任 SPV 的角色是很常见的。但我国《商业银行法》规定：“商业银行在中华人民共和国境内不得从事信托投资和股票业务，不得投资于非自用不动产。商业银行在中华人民共和国境内不得向非银行金融机构和企业投资。”《证券法》规定：“证券业和银行业、信托业、保险业分业经营、分业管理。”也就是说，目前我国商业银行只能从事银行业务，不能投资非银行金融机构，不能成为 SPV 的控股公司。

但是，正如前文所言，在一个国家开展资产证券化的初期，常常由政府设立 SPV，这在中国也完全可以借鉴。例如可以借鉴香港按揭证券公司的模式，设立一家国有独资公司，其经营业务为购买商业银行发放的住房抵押贷款，发行抵押支撑证券。这种模式有《公司法》

¹⁸ 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。

¹⁹ 在英美普通法和衡平法“二元所有权”观念下，信托实现了“信托财产权与利益相分离”和“信托财产独立性”等法理念，成为了一种具有灵活性的转移和管理财产的制度。由于大陆法坚持的是“一元所有权”观念，故对信托作了既保持其本质又符合大陆法传统的处理：将信托作为民法特别法单行立法，通过权利

中有关国有独资公司的规定为依据,具备现实性和可操作性,基本上不存在法律障碍。另外新成立的信达等四家资产管理公司也是国有独资公司,它们虽然不是专为资产证券化而设立的,但其业务范围包括资产证券化的内容。显然“信达”模式将为我国国有独资的 SPV 开辟道路和积累经验。

2. 与基础资产有关的法律规范。

前文已经分析,证券化的基础资产来源于原始权益人对原始债务人享有的债权。这样一个债权债务合同应该法律关系明晰且标准化、具有同质性。我国在信贷法律关系方面,已经颁布了《商业银行法》(1995)、《贷款通则(试行)》(1995)、《个人住房贷款管理办法》(1998)、《银行卡业务管理办法》(1999)等法规可以作为依据。

但就各国普遍最先推行的抵押支撑证券化来说,中国在银行住房抵押贷款业务中存在着有争议的法律问题。目前各大商业银行普遍开展的住房抵押贷款业务中,抵押物大多是期房,这在《担保法》中是找不到法律依据的。在大陆法上,期房或者说楼花不是现实存在的所有权的客体,是不能作为抵押物的。那么这种担保在法律上是什么性质?在香港,以期房为担保的住房贷款称为“按揭”,其在法律上利用了英美法上的“衡平法所有权”制度的。²⁰ 因此,在实践中,各银行将期房认可为抵押物,不能说没有法律上的风险。

3. 与资产转让有关的法律规范

我国的《合同法》对债权转让作出了完整的法律规范,可适用于基础资产的出售。该法第 80 条第 1 款明确规定:“债权人转让权利的,应当通知债务人。未经通知的,该转让对债务人不发生效力。”可见《合同法》在此采用的是通知转让原则。这降低了资产证券化的运作成本,有助于其在中国的开展。

债权的转让必须以债权的可让与性为前提条件。我国《商业银行法》限制性地规定了商业银行的业务范围,其中并没有允许商业银行转让信贷资产。而且,《金融违法行为处罚办法》(1999)规定,金融机构不得超出中国人民银行批准的业务范围从事金融业务活动,否则要依法受到处罚。当然,《商业银行法》也留下了余地,对商业银行的业务规定了一个授权性条款,即可经营“人民银行批准的其它业务”。因此,建议人民银行对此作出解释,允许商业银行出售信贷资产。否则就有可能存在法律上的风险。虽然在实践中已有商业银行转让贷款债权的案例²¹,但如果没有一个具普遍效力的解释,而采取个案批准的办法,也会加大资产证券化的运作成本。由于信达等四家资产管理公司的宗旨即为收购商业银行的不良资产,标志着我国将出现大批银行信贷资产的转让,因而商业银行转让信贷资产必将正式获得法律上的支持。

4. 信用增级与证券资信评级的法律环境。

国外实践中,最简单有效的信用增级方式是由第三人提供保证或保险。我国已有了《担

义务上的设计使受益人拥有一种特殊的受益权来取代英美衡平法所有权。

²⁰ 参见许明月:《英国法上的不动产按揭(Mortgage)》,载《民商法论丛》第十一卷,法律出版社 1999 年版;徐宏兆、石雪梅《香港房地产按揭法律制度及其对内地的启示》,载《上海法学研究》1997 年第 2 期。

²¹ 1998 年 7 月,中国银行上海市分行与广东发展银行上海分行签定了转让银行贷款债权的协议,这是我国

保法》，但在实践中，专业的金融担保公司刚刚出现，对其尚没有专门的法律规范。此外，我国的《担保法》限制了政府的担保行为，其明确规定：“国家机关不能为保证人”。可见在我国，要向美国那样由政府机构为资产支撑证券提供担保是现行法律所不允许的。

我国的资信评估萌芽于 80 年代，但直到 1998 年 4 月颁布的《企业债券发行与转让管理办法》才第一次明确规定，企业债券的发行必须进行评级。由于中国的资信评估业刚刚起步，目前的资信评估业与资信评估机构存在诸多不规范之处，体现为：其一，许多信用评级机构由金融机构筹建或管理，其体制和组织形式不符合中立、规范的要求，受行政影响大，缺乏权威性、独立性；其二，评级市场地方分割严重，统一的评估市场尚未形成；其三，评级机构的评级标准不够科学，评级程序不够规范；其四，法律规范缺乏，对信用评级、信用评级机构、信用评级从业人员都没有法律规范。

由于资信评估业生存与发展的基础是市场经济规则，信用评级机构的性质、机构的组建和运作应该符合市场经济的要求。有关主管部门应以此为标准来规范整顿现有的信用评级机构，同时制定有关信用评级机构的法律法规，对信用评级机构的组建、审批、业务活动等进行规范，并建立资信评估从业人员的职业准入体系。

5 证券发行与交易的法律环境

调控我国资本市场的基本法——《证券法》将股票、公司债券纳入了自己的调整范围，并表现出了高度的灵活性，规定：国务院认定的其他证券的发行和交易，适用本法。因此，只要国务院同意将资产支撑证券纳入证券法的调整范围，资产支撑证券就可以适用这部法律。需要说明的是，虽然资产支撑证券直接体现的是 SPV 与投资者的债权关系，并以债券形式存在，但在性质上并不能等同于传统的债券，因此我国调整企业债券、公司债券的法律规范如《公司法》、《企业债券管理条例》等并不能对之直接适用²²。

正如前文所言，国外资本市场包括资产证券化市场的投资主体是机构投资者。我国证券市场不成熟的一个典型表现就是市场投资者结构与市场的要求相距甚远。《证券投资基金管理暂行办法》（1997）的颁布，使投资基金成为我国证券市场上活跃的一分子，有利于我国机构投资者的培育。但是，国外资本市场机构投资者的主力养老基金和保险基金在我国却过于沉默。这与法律的限制有关，例如，《保险法》（1995）规定，保险公司的资金运用限于银行存款、买卖政府债券、金融债券和国务院规定的其他资金运用形式，而不能进行其他投资。近年来，保险资金进入资本市场的限制逐渐松动，继 1998 年保险公司获准进入银行间债券市场后，1999 年国务院又陆续批准保险公司购买 AA + 级别以上的中央企业债券、通过证券投资基金参与二级市场、在一级市场购买证券投资基金等。这些举措有极为积极的意义，当然法律的适时修订也应跟上。相信随着中国证券市场的成熟，机构投资者将成为市场主力。由于资产支撑证券有收益稳定、风险小的特点，²³很适合于机构投资者，法律应创造积极的条件，鼓励机构投资者进入资产支撑证券市场。

国内第一笔贷款出售。

²² 例如它们规定的发行债券的条件，资产支撑证券就不可能也没有必要满足。

²³ 例如住宅抵押贷款支撑证券在美国被称为“银边债券”，风险仅高于被称为“金边债券”的国债。

从上面的分析可以发现，虽然我国现有法律并没有为资产证券化的开展作好准备，但现存的障碍也并非实质性的。资产证券化完全可以在中国开展起来，关键是切入点的选择。根据国外资产证券化市场的经验和我国现实的法律环境，笔者认为成立一个国有独资的 SPV 专门从事住房抵押贷款的证券化业务是最可行的。

五、 建立我国调整资产证券化的法律制度

一般说来，原有法律制度往往对金融创新有一种阻碍作用，但法律也会承认已经改变了的经济现实，使之合法化进而推进其的发展。资产证券化市场最为发达的美国就通过积极制订法律推进了资产证券化的发展。1984 年美国通过了《加强二级抵押贷款市场法案》，为所有已评级的抵押支撑证券提供了法律上的支持。紧接着，证券交易委员会（SEC）据此同意所有抵押支撑证券均可以通过“暂搁登记”（Shelf Registration）²⁴方式承销，降低了抵押支撑证券的发行成本。1986 年，国会又通过《税收改革法案》，为抵押支撑证券提供了合理的税收结构体系，并规定了相应的会计、税收和法律条件，清除了以前严重影响交易的税收障碍。1997 年，美国财务会计标准委员会（FASB）又以 FAS125 规则代替 FAS77 规则，放宽了对“真实出售”的认定，进一步鼓励资产证券化的发展。²⁵

其它西方发达国家在发展资产证券化市场的同时，也积极为其创造法律条件。例如法国在 1988 年颁布了第一个资产证券化的专门立法，此后历经 1989 年、1997 年、1998 年三次修改，使法国走在了欧洲资产证券化市场的前列。新兴市场国家也积极引入资产证券化这种金融创新，并为之专门立法。例如菲律宾在 1991 年通过了名为《资产支撑证券注册和销售规则》的专门立法。

我国应当吸取这些国家开展资产证券化的经验，建立调整资产证券化的法律制度。在准备推行资产证券化的初期，可以由国务院制订一部专门的资产证券化暂行条例。这部新法规的框架大体上应包括：

- 第一，我国实施资产证券化总的指导原则；
- 第二，我国允许进行资产证券化的基础资产的范围。被许可的基础资产的范围既要符合我国经济现实，又要留有余地；
- 第三，我国对资产证券化项目的审批机关和资产证券化市场的监管机构，特别是要协调国家计委、经贸委、中国人民银行与证监会之间的权限划分；
- 第四，对特殊目的载体（SPV）的规范。规定 SPV 的设立主体、设立条件、设立程序、业务范围、经营活动等内容。
- 第五，对原始权益人转让基础资产的规范。主要是规定商业银行转让信贷资产的程序、信贷资产转让合同的主要条款、形式要求等。
- 第六，对信用增级方式的法律规范。允许政府机构在一定条件下依法为资产支撑证券的偿还提供担保，规定专业金融担保公司和保险公司开展资产支撑证券担保或

²⁴ 暂搁登记指发行人将其两年内计划出售的证券总额向 SEC 申请注册。随后，发行人可选择最佳时机发行其证券，在发行前只需更新最新的财务资料而不必再经 SEC 审查。

²⁵ 参见龚英资：《住房抵押贷款证券化之法律问题研究》（硕士论文）

保险业务的要求。

第七，对抵押支撑证券的评级作出规范。规定评级标准、评级内容、评级程序等。

第八，对发行资产支撑证券的程序作出规范。规定发行资产支撑证券的条件，注册审批程序等，特别是对资产支撑证券如何适用《证券法》作出说明。

第九，对涉外资产证券化作出规范，如对境外设立 SPV 的管理，是否允许 SPV 向境外投资者发行证券，以及相关的外汇管理等问题。

第十，与资产证券化有关的会计处理和税收问题的说明。

在致力于新法规的制定之时，我们必须明确：资产证券化市场的顺利成长更依赖于整个社会主义市场经济的法律体系的成熟完善，依赖于《信托法》和其它民商事基本法的制定、适时修订和实施。