

学校编码：10384

分类号_____密级_____

学号：200308137

UDC_____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

跨国资产证券化法律问题研究

Research on Legal Issues about Cross-border Securitization

吴 凯

指导教师姓名： 孙 珺 副教授

专业名称： 国 际 法 学

论文提交日期： 2006 年 5 月

论文答辩时间： 2006 年 月

学位授予日期： 2006 年 月

答辩委员会主席：_____

评 阅 人：_____

2006 年 5 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹提交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

内 容 摘 要

资产证券化是一种依托能够产生稳定现金流的资产，通过以风险隔离为核心的结构安排，在资产未来风险较为确定的基础上发行证券的融资活动。风险确定性这一特征使它能够给投资者、融资者乃至整个金融体系带来益处。资产证券化是一系列合同组合而成，这一特征使其非常适合跨国开展，并且跨国资产证券化会给参与者带来很多方面的利益。在金融全球化和自由化的背景下，资产证券化的跨国交易在各种市场主体的推动下蓬勃发展起来。交易的复杂性及在利益驱动下对创新的高要求使得该领域的规则统一以法律专家制定的合同规范形式出现。因为政府制定法无法满足交易对标准化和灵活性的要求。中国开展跨国资产证券化有着广阔前景，但存在一些法律障碍。

本文除前言、结论之外，共设五章：第一章从发展、定义、优势和特征等几个方面阐述资产证券化的基本原理，分析其本质特性；第二章介绍资产证券化运作过程中的各个环节，厘清其中的各项的法律关系；第三章围绕经济和法律两方面的因素，对跨国资产证券化的动因加以分析；第四章着重探讨跨国资产证券化法律规范问题，主要剖析了跨国资产证券法律制度产生的条件、特征及对国际金融法的影响；第五章针对中国开展跨国资产证券化的特殊性，分析其必要性和面临的法律问题。

全文遵循理论联系实际的原则，经济和法律并重、兼顾国内与国际发展动向，研究跨国资产证券化这个在国际经济法的分支学科国际金融法领域中的重要论题。

关键词：跨国资产证券化；国际融资；法律规范

ABSTRACT

Securitization is a financing activity which, through a series of transactions whose core is the risk remoteness, relies on the assets that can produce a steady flow of cash and bases on the certainty of the assets' future risk. Certainty of the future risk benefits the investors, financiers and even the whole financial system. The characteristics of securitization make it very suitable for cross-border transaction and cross-border securitization will bring many benefits for the participants. Under the context of financial liberalization and globalization, cross-border securitization is thriving as the impetus of the parties. The complexity of their transactions and the demand of innovation for the profits decide that the norms in this field are developed by lawyers through standardized contracts form. Because the law made by government can not meet the requirements on the standardization and flexibility of the transaction. There are a great potential in Chinese cross-border securitization as well as some legal obstacles.

This article is divided into five chapters except the introduction and the conclusion. Chapter I provides a definition of securitization and analyses its nature. Chapter II introduces the legal relationship in the process of securitization. Chapter III analyses the causes of cross-border securitization from both economical and legal elements. Chapter IV discuss the legal norms of cross-border securitization and the background which cross-border securitization law bases on and the characteristics of the cross-border securitization law and its influence to the international financial law. Chapter V analyses the necessity and related legal issues of Chinese cross-border securitization, based on its particularity.

This article studies the securitization which is an important issue in the international financial law which is a branch of international economic law, the study followed the principle that contact theory with practice, gave attention to both economy and law ,and combined domestic and international perspective.

Key words: cross-border securitization; international financing; legal norm

目 录

前 言	1
第一章 资产证券化基本原理	2
第一节 资产证券化简介	2
一、资产证券化的发展历程	2
二、对资产证券化的通常定义	2
第二节 资产证券化本质分析	3
一、资产证券化的优势	3
二、资产证券化的本质特征	4
第二章 资产证券化过程的法律分析	6
第一节 资产证券化过程解析	6
一、资产证券化的过程	6
二、资产证券化的参与方	8
第二节 资产证券化过程包含的法律关系	8
一、转让拟证券化资产	8
二、信托合同或与SPV运营有关的合同	9
三、与资产管理和证券权益偿付有关的合同	9
四、信用增级合同	9
五、与证券发行和销售有关的合同	9
第三章 跨国资产证券化的动因	11
第一节 跨国资产证券化的经济动因	11
一、利用国外资本市场	11
二、寻找最经济的中介机构	11
三、促进资本市场完善	12
第二节 跨国资产证券化的法律动因	12
一、规避法律障碍	13
二、利用法律便利获取利益	14

第四章 跨国资产证券化法律规范	15
第一节 跨国资产证券化主要法律问题	15
一、资产转让的效力	15
二、SPV税收问题	17
三、汇兑风险和信息披露	18
第二节 跨国资产证券化法律规范产生发展的条件	19
一、法律全球化	19
二、各国资产证券化法律制度存在差异	20
三、资产证券化对跨国交易的适应性	22
第三节 跨国资产证券化法律规范与相类似制度的比较	23
一、跨国资产证券化法律规范和商人习惯法	23
二、跨国资产证券化法律规范与网络法的比较	23
第四节 跨国资产证券化法律规范的特点	25
一、专业化	25
二、标准化	25
三、灵活性	26
四、补充性	27
第五节 对国际金融法发展的影响	28
一、国际金融法的自由化	28
二、跨国资产证券化法律规范推动了金融私法国际统一	29
第五章 中国跨国资产证券化的发展前景和法律分析	30
第一节 中国发展跨国资产证券化的必要性	30
一、资产证券化在中国的发展状况	30
二、跨国资产证券化对中国的重要意义	32
第二节 中国发展跨国资产证券化面临的法律问题	33
一、资产转让方面的障碍	33
二、外汇管制方面的问题	34
结 语	36
参考文献	37

CONTENTS

Introduction	1
Chapter 1 The Basic Theory of Securitization	2
Subchapter 1 The Brief Introduction of Securitization	2
Section 1 The History of Securitization	2
Section 2 The Usual Definition for Securitization	2
Subchapter 2 Analysis of Securitization's Nature	3
Section 1 The Advantages of Securitization	3
Section 2 The Natural Characteristic of Securitization	4
Chapter 2 Legal Relationships in the Process of Securitization	6
Subchapter 1 Analysis of the Process of Securitization	6
Section 1 The Process of Securitization	6
Section 2 Participations of Securitization	8
Subchapter 2 Legal Relationships Contained in the Securitization	8
Section 1 Contracts of Transfer of the Asset which Is Prepared to Securitization	8
Section 2 Trust Contract or Contracts Relating to the Manage SPV	9
Section 3 Contracts about Manage of Asset and Payment of Proceeds of Security	9
Section 4 Contract of Credit Enhancement	9
Section 5 Contracts about Issuing and Selling Security	9
Chapter 3 Causes of Cross-Border Securitization	11
Subchapter 1 Economic Causes of Cross-Border Securitization	11
Section 1 Imbalance in the Capital Market	11
Section 2 Obtaining the Most Economical Agency	11
Section 3 Improving the Capital Market	12
Subchapter 2 Juristic Causes of Cross-Border Securitization	12
Section 1 Evading Juristic Obstacles	13
Section 2 Taking Advantage of the Law	14
Chapter 4 Legal Norms about Cross-Border Securitization	15

Subchapter 1	The Main Legal Issues in Securitization	15
Section 1	The Effect of the Transfer of Asset	15
Section 2	Tax Issue of SPV	17
Section 3	Information Disclosure and Administration of Foreign Exchange ..	18
Subchapter 2	The Conditions of Developing of the Cross-Border Securitization Law	19
Section 1	Globalization of the Law	19
Section 2	Diversity in Securitization Law of Different Countries	20
Section 3	Adaptability of Securitization to Cross-Border Transaction	22
subchapter 3	Comparing the Cross-Border Securitization Law with Analogous Norm	23
Section 1	The Cross-Border Securitization Law and Merchant Unwritten Law.....	23
Section 2	The Cross-Border Securitization Law and Internet Law	23
Subchapter 4	Charactristics of Cross-Border Securitization Law	25
Section 1	Professional	25
Section 2	Standardization	25
Section 3	Flexibility	26
Section 4	Subsidiary	27
Subchapter 5	Influence to the Development of the International Finacial Law	28
Section 1	Liberation of the International Financial Law.....	28
Section 2	Impulse on the Unification of the Private Law in the International Level.....	29
Chapter 5	Foreground and Legal Analyse of Chinese Cross-Border Securitization	30
Subchapter 1	Necessity of Cross-Border Securitization for China	30
Section 1	Status Quo of Chinese Securitization.....	30
Section 2	Importantance of Cross-Border Securitization for China.....	32
Subchape 2	Legal Problems of Cross-Border Securitization for China	33
Section 1	Obstacle of the Transfer of the Asset	33
Section 2	Obstacle from the Administration of the Foreign Currency	34
Conclusion	36

Bibliography 37

厦门大学博硕士论文摘要库

前 言

从法律角度来看，资产证券化是由许多个相互独立的交易环节构成，资产证券化的安排者可以利用这种特征进行跨国交易安排。这种跨国安排一方面可以克服某些国家国内的法律对资产证券化造成的障碍，另一方面由于各个国家的法律制度对资产证券化各个环节的便利程度存在差异，如果将不同的交易环节分别置于法律制度对这一环节最有利的国家，就能实现最佳的经济效益。

而现实国际社会的状况及资产证券化活动本身的特性，决定了这种交易的跨国安排会遇到复杂的法律问题。为解决这些问题而产生的跨国资产证券化法律规范是一种特殊的，由专业人士制定的规则。它主要是由兼具标准化与灵活性的一系列合同范本构成，而这些合同是在律师主导下制定出来的。在一些领域出现这种类型的法律规范，主要是因为这些领域的活动发展变化很快，传统的法律制定模式无法适应其快速的变动性，而统一的行为规范又是这些活动所必须的。这种类型规范存在的前提是政府制定法在这一领域很宽松。目前中国的资产证券化活动已经正式开展，首支资产证券化证券已经由国家开发银行发起。但国内的环境使得有必要利用跨国资产证券化来使其更好发展。跨国资产证券化在中国有广阔的前景，但也存在一些法律上的障碍，主要是在外汇管理上的限制。

第一章 资产证券化基本原理

第一节 资产证券化简介

一、资产证券化的发展历程

金融行业一直是一个发展变化的领域。变化的目的包括为各种企业创造加速现金循环的灵活机制，运用各种商业资产为加速资金循环提供支撑，创造各种交易结构来满足资金提供者的要求和企业融资目标。从最早的抵押担保融资到后来的各种形式的应收账款转让，这些持续的探索发展到 20 世纪 70 年代产生了资产证券化这一新型的融资方式。

资产证券化发端于 20 世纪 70 年代的美国，在近 40 年的发展过程中显示出了强大的生命力和发展潜力，目前在世界范围内都得到积极的开展。从数量上看，在美国资产证券化的数额已经超过了国债数额及公司债数额，成为第一大市场；^①从发展速度上看，欧洲从 1987 年首次发行住房抵押贷款支持证券（Mortgage-back Securitization, MBS）以来，市场每年平均增长 61%。^②从范围来看，现在除了欧美发达国家，澳大利亚及南非等国资产证券化也有大规模开展。亚洲一些国家和地区也纷纷通过了资产证券化方面的专门立法来促进资产证券化在本国的发展。如台湾地区在 2002 年通过了《金融资产证券化条例》。

二、对资产证券化的通常定义

资产证券化是一种由一系列可选择的交易构成的融资活动。它所具有的灵活性及在各国实践中的差异，再加上它一直处于不断发展变化之中，使得对它进行定义是一件非常困难的事。国内有学者在考察了从各个角度下的不同定义后提出：“可将资产证券化的内涵定义为这样的一个融资制度安排：发起人将缺乏流动性但能在未来产生可预见的稳定现金流的资产集合（法学本质上是债权）出售给特殊目的机构（Special Purpose Vehicle, 简称SPV），由其通过一定的结构安排，

^① 姜建清,主编.商业银行资产证券化-从货币市场走向资本市场[M].北京:中国金融出版社,2004. 7.

^② ANDREW,DAVIDSON & ANTHORY,SANDERS & LAN-LING,WOFF&ANNE,CHING. Securitization[M]. John Wiley & Sons,Inc,2003. 449.

分离和重组资产的收益和风险并增强资产的信用,转化成由资产产生的现金流担保的可自由流通的证券,销售给金融市场上的投资者”。^①这一定义全面描述了资产证券化的过程,但似乎未能揭示出资产证券化的本质。

第二节 资产证券化本质分析

一、资产证券化的优势

要了解资产证券化的本质,首先要了解它有哪些能够吸引融资者及投资者的地方也就是与其他融资方式相比,它具有哪些独特的优势。

(一) 对融资者的好处

从融资者的角度来看,资产证券化能提供低成本的资金。证券化融资成本反映在投资者愿意购买的由SPV发行的证券的利率上。对于一家公司来说,如果利率低于它以其他方式直接融资的成本,则证券化对于这家公司则是有吸引力的。而证券化的功能之一就是要把公司的资产(通常表现为应收款)与公司整体风险隔离开来,(再加上信用增级)使这部分资产获得比公司本身更高的信用评级,从而使依托其发行的证券能够以较低的利率被资本市场所接受。这对那些风险评级较低的公司可能好处更为明显。因为这些公司如果不采取资产证券化这种模式,根本就不具备发行证券的资格。此外,资产证券化还能够通过一定的制度安排使得应收款的转让被视为销售,这样一来发起人的债权就从资产负债表上消除,而获得的现金也不体现为负债。这为公司管理资产负债提供了灵活的手段,这一点对于银行业具有非常重大的意义。因为银行的贷款规模受到资本充足率的限制,而资产证券化提供了将有风险的资产变为自有资本的途径,能提高银行的资本充足率,扩大经营规模。资产证券化对于融资者的另一个好处就是扩大了可融资资产的范围,从现有实践来看,包括不良资产及未来发生的应收款都可以成为资产证券化的对象。资产证券化对于融资者在其他方面也有好处,比如增加资产的流动性,分散风险,改善收入来源等等。^②

(二) 对投资者的好处

^① 洪艳蓉.资产证券化法律问题研究[M].北京:北京大学出版社,2004. 6-7.

^② 姜建清,主编.商业银行资产证券化-从货币市场走向资本市场[M].北京:中国金融出版社,2004.8-10.

对于投资者来说,资产证券化提供了低风险、收益稳定的投资产品;随着资产证券化产品的创新,资产证券化还可以满足不同投资者对时限、额度、风险的不同偏好,让不同投资者承担不同风险,从而起到优化资源配置的作用。

(三) 对金融体系的好处

而从整个金融体系的角度来看,资产证券化与衍生金融产品一样“之所以重要并不在于它的规模,而是因为它发展了一种新的理解、测试和管理金融风险的方式。传统上混合在一起的风险能够被梳理并各自单独管理,从而更有效率”。^①而衍生金融产品在具有规避和分散风险功能的同时,由于其自身的虚拟性质及对投机的刺激作用,对现有金融体系的风险监管是一种严重挑战。相比之下,资产证券化则有实际的资产作为依托,衍生金融产品所具有的副作用并不明显。而分散风险对于现代金融具有重要意义。“不同发展阶段的金融,其内核是有差别的,或者说,其核心功能是不同的,现代金融本质的内涵是转移风险。金融是一种分散风险、转移风险的机制,它的核心功能是为整个经济体系创造一种动态的风险传递机能。任何对金融的理解如果离开了转移风险这一点,就没有真正理解现代金融。”^②此外,由于现在金融产品的价格波动很大,使得持有金融产品的风险很大,因此,持有者对金融产品的流动性要求越来越高,而资产证券化正是一种有效增强资产流动性的途径。资产证券化的广泛开展将有利于金融体系的安全稳定。

二、资产证券化的本质特征

作为一种融资方式,资产证券化之所以具有以上独特优势,其根本的原因在于它实现了信用保证的革命性转变:“它把信用保证落实在信用因素最客观的部分,改变了传统信用制度的信用基础”。^③“资产证券化是在债权逐步摆脱身份色彩而实现独立财产化的过程中,把具有流通性的证券与作为信用手段的物的担保较完美的结合的产物”。^④抵押担保、保理等融资手段主要依靠融资者的整体信用基础,包括主观层面和客观层面,信息获取成本及监管成本都很高,变动性因素多,风险难以确定。而资产证券化通过制度安排将部分资产与融资主体的风险隔

① JOSEPH, F & SINKEY, JR. Strategies for Community Bankers[A]. FRANK, J, FABOZZI. Accessing Capital Markets Through Securitization[C]. Frank J. Fabozzi Associates, 2001. 74.

② 吴晓求. 现代金融的核心功能是配置风险[J]. 经济经纬, 2003, (6): 125.

③ 李传全. 结构金融-资产证券化原理指南[M]. 北京: 清华大学出版社, 2003, 译者序.

④ 洪艳蓉. 资产证券化法律问题研究[M]. 北京: 北京大学出版社, 2004. 15.

离开来,在这种情况下,该项资产的收益情况与融资者的信用状况无关。此时债权的实现就只是与资产本身的性质相关。这样一来,信用保证就建立在风险确定更为容易的客观资产之上,从而具有其他融资方式所不具备的优势。需要指出的是,这种转变的实现是建立在现代信息技术基础上的。计算机技术的发展使得大规模信息的收集、存储及分析成为可能,对资产池中的资产在未来的风险确定,通常是通过对历史资料收集分析做出的预测。这在银行住房贷款资产证券化过程中作用非常明显。正是这种风险的确定性使得投资者愿意以较低的利率去购买资产证券化产品,从而使得融资者能够以较低的成本获得资金。正是这种风险的客观确定性,降低了对投机冲动的刺激,从而使得资金真正在生产领域发挥作用,优化了资源配置。

基于以上分析,对资产证券化可以做如下定义:资产证券化是一种依托能够产生稳定现金流的资产,通过以风险隔离为核心的结构安排,在资产未来风险较为确定的基础上发行证券的融资活动。

第二章 资产证券化过程的法律分析

资产证券化不仅是一种经济现象，更是一个法律过程。资产证券化相对于其他融资方式具有更为优越的分散风险、配置资源的功能，很重要的原因是其精巧的结构安排。从法学角度来看这是由一系列以合同为主的法律行为来完成的，因此证券化过程体现为一个复杂的法律关系组合。

第一节 资产证券化过程解析

一、资产证券化的过程

一个典型的资产证券化过程分以下几个步骤：

（一）发起人选择拟证券化的基础资产，通过组合构建资产池

用于资产证券化的资产最初是住房抵押贷款，发展到今天在许多国家住房抵押贷款仍是最主要的用于资产证券化的资产。但在资产证券化比较发达的国家，可资产证券化的资产已经扩展到包括商业财产抵押和租赁、信用卡应收款、汽车贷款、公共事业应收款、贸易应收款、各种其他形式的贷款。在资产证券化最为发达的美国，还包括医疗应收款、专营权收入、自然资源开发合同、学生贷款。在英国和法国，还出现了整体商业项目利用资产证券化手段进行融资的操作。^①实际上，任何能够产生稳定现金流的资产都可以被资产证券化。^②此外，资产池的组建还有一项重要的工作就是将资产标准化。一般说来资产证券化的发起人会选择那些具有同质性的资产组建资产池。但随着资产证券化技术的发展，发起人也可以将不同类型和期限的资产纳入到一个共同的架构中，以形成稳定的现金流。当然，还要有关于这些资产情况的历史记录，也就是相关的统计资料，这些数据是确定资产未来风险的重要根据。

（二）设立法律上具有独立地位的 SPV

SPV是资产证券化设计中最为关键的主体。从各国的实践来看，SPV的形式

^① ANDREW,DAVIDSON & ANTHORY,SANDERS & LAN-LING,WOFF & ANNE,CHING. Securitization[M]. John Wiley&Sons,Inc,2003.459.

^② DVID,G,GLENNIE & EDUARD,C & DE,BOUTER & RANDALL,D,LUKE,ed. Securitization[M] ,Kluwer Law International,1998.143.

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库