

金融创新中的隐性担保

——兼论金融危机的私法根源

王乐兵*

内容摘要:过度的金融创新与日益复杂金融交易,导致了2008年金融危机的爆发。然而,危机之后的一系列金融监管改革,却并未对金融创新的制度缺陷作出有效应对。本文基于对担保融资、资产证券化和金融衍生品法律制度的法经济学分析,研究金融创新发展与其基础法律制度变迁之间的动态关系,深入地揭示了金融危机爆发的制度根源,即隐性担保与错误的破产法立法政策所导致的“立法失灵”。因此,一味强调公共监管改革并非彻底消除金融风险的治本之策。解决隐性担保,应当在立法上确立“实质大于形式原则”的基本原则,并强化担保公示,降低担保融资的破产法律成本,缩小金融创新特殊规则的适用范围,消除金融特权。民法典编纂中相关法律制度的设计应当从控制系统性风险的角度出发,为金融创新的发展奠定坚实制度基础。

关键词:隐性担保 公示 破产安全港 超级优先权 民法典编纂

DOI:10.13415/j.cnki.fxpl.2016.05.006

引言

因为过度金融创新及复杂的结构化金融衍生品,^①美国爆发了史上最大规模的“次贷危机”。为此美国于2010年通过了“多德—弗兰克华尔街金融改革和消费者保护法”(Dodd—Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act),旨在通过强化金融监管、加强消费者保护而保持金融稳定。该法的颁布反映了一个基本逻辑,即:监管不力是造成此次金融危机的根本原因,因此制度改革的方向是强化政府对资本市场的公共监管。这一逻辑也被国内诸多学者所接受。^②然而,这些学者却忽略了一个事实,即:“去监管(deregulation)”不仅发生在公共监管领域,而且更广泛地发生在私法领域,并且更不易为公众和研究者所发觉,但其对整个金融市场的发展和变革却发挥着更加重要和深刻的作用。美国既有的规范金融创新的民商事立法,如各州财产法、《美国统一商法典第九编》(以下简称 Art. 9)和《美国破产法典》等,自上世纪六、七十年代以来一直强调通过放松或取消私法层面的交易障碍而降低融资交易的法律成本,尤其是债务人的破产风险,将经济本质上是担保融资的交易,在法律形式上构造为非担保贷款形式的担保交易,进而规避担保公示制度,形成未经公示的担保物权,或者通过对本质上无须公示的金融交易合同进行特殊的交易制度设计(如保证金、净额结算等),使其具有优先于普通债权人甚至担保债权人的优先受偿效力,^③形成了广泛存在于美国金融市场的隐性担保(secret lien)问题,进而成为美国影子银行体系的制度屏障。隐性担保使得融资提供者

* 意大利博洛尼亚大学法学院法和经济学博士,对外经济贸易大学法学院助理教授。

① 参见杨东:《论金融法的重构》,载《清华法学》2013年第4期。

② 参见周友苏:《金融危机背景下中国金融监管模式的选择与完善》,载《清华法学》2009年第2期;张守文:《金融危机的经济法解析》,载《法学论坛》2009年第3期;廖笑非,韩龙:《美国金融危机的金融法源——以审慎规制和监管为中心》,载《法商研究》2009年第2期。

③ 此处所讨论隐性担保,区别于我国政府对国有经济部门、资本市场、政府债务的隐性担保,若上述领域的债务人发生违约,政府将有义务偿还,为国家财政带来巨大的潜在风险。参见卢文鹏、尹晨:《隐性担保、补偿替代与政府债务——兼论我国的财政风险问题》,载《财贸经济》2004年第1期。本文所论隐性担保,主要指形式上不属于而经济本质上属于担保的融资交易,涉及特别担保中物的担保、金钱担保、所有权保留、让与担保等非典型担保形式,以及金融衍生交易中因交易方式而享有的优先受偿权。

规避了担保公示义务和债务人的破产法律风险,大大降低了融资的法律成本,从而使企业和金融机构纷纷选择资产证券化、金融衍生交易进行融资而摒弃传统的担保融资,催生了自上世纪 90 年代以来资产证券化和金融衍生品市场的空前繁荣。然而,Art. 9 和《美国破产法典》的降低融资法律成本的努力,是以牺牲市场的透明度为代价换取了资产证券化和金融衍生品市场的繁荣,这导致了美国信贷市场、证券化市场和场外衍生品市场风险不断积聚,从而形成系统性风险,并最终爆发金融危机。美国的相关立法和司法实践不应成为我们借鉴的模板,而是反思的标本。

与此同时,我国金融市场正在经历着一场深刻的历史变革,其最根本的特征就是利率市场化和监管套利背景下的企业、金融机构与政府融资模式的变化,迫使其通过银信合作通道业务、^④资产证券化、信托受益权转让、^⑤保理^⑥等形式进行贷款融资活动,以规避既有的贷款监管规定,形成了庞大的“影子银行”体系。从最近几年频频发生的信托“刚性兑付”事件、担保公司倒闭、网络借贷平台跑路事件频发以及 2015 年的股市剧烈震荡等现象来看,其实质上均为“金融脱媒”背景下传统私法制度被无底线规避的必然结果。鉴于 2008 年全球金融危机的巨大破坏性、我国资本市场的诸多乱象,尤其是我国动产担保、破产、信托和资产证券化等法律制度受美国法影响较深,我们必须反思金融危机前后美国资本市场的发展与制度变迁能为我国资产市场健康发展提供哪些经验教训和警示?尤其是:立法者和监管者应当如何正确引导市场发展;金融创新中政府和市场的界限到底在何处?这一系列问题均需从理论上予以澄清。

本文将结合金融危机前后 40 年间美国担保法、破产法所发生的制度变革,探讨金融创新所产生的隐性担保问题,及其与 2007 年美国“次贷危机”的制度关联,分析“立法失灵”对控制金融创新的系统性风险、保持金融稳定的影响,并探讨其对我国金融创新基础法律制度构建的借鉴意义。

一、隐性担保基本理论

担保物权是设定于债务人或担保人财产之上的权利负担,理应进行公示,使物权及其变动为公众所知晓,以保障交易安全,此为物权公示公信原则之必然要求。有效的担保物权的公示是支撑整个动产担保体系的支柱,也因此其被视为美国商法的十大戒律之一。^⑦ 隐性担保问题是物权法中信息不对称问题的表现之一,即如何得知何人对何物具有何种权利?在英美担保法的发展过程中,隐性担保理论对担保物权公示制度的建立发挥了重要作用,或者说担保物权公示制度主要是基于对隐性担保问题的解决发展而来。

(一)普通法上隐性担保理论的发展演变

英美财产法中,因占有而引发的欺诈性转让与隐性担保问题紧密相连。在英国,隐性担保理论最早可追溯到伊丽莎白时期的“欺诈性转让法(1571)”,其规定“所有意欲欺骗债权人的转让行为均无效”。^⑧ 关于公示与商事占有型财产权益关系的最著名的阐释是宾夕法尼亚的 *Clow v. Woods* 一案,该案法官 Gibson 认为,担保权的‘秘密性’将会对其他债权人造成损害,因为后者会根据债务人的表面资产状况做出是否借贷的决策;债权人不能通过损害第三人的方式为自己的债权提供担保……对物的占有必须在让与中进行明确规定,否则即被视为欺诈,而非仅仅是欺诈的证据。法院认定未经披露的担保权益构成“欺诈推定”,尽管其并

^④ 银行为规避存贷比、风险权重计算、准备金、以及存贷款利率等限制,与信托机构合作,采取票据回购、信托受益权回购、信用证代付等途径以信托贷款的形式发放担保贷款,而其所发放的信贷贷款在资产负债表上则表现为来自信托机构的同业资产,这使得传统上属于资金业务的同业业务演变成了类贷款业务,但其在法律形式上摆脱了担保贷款的形式,虽然其在经济本质上却仍然属于担保贷款。

^⑤ 对于信托受益权的性质及其能否设定担保,在理论上和实务上均存巨大争议。参见陈雪萍:《信托受益人权利的性质:对人权抑或物权》,载《法商研究》2011 年第 6 期。同时,根据我国《物权法》第 223 条第(七)项规定的精神,目前并无相关法律或行政法规规定信托受益权可以设定权利质押;法律对如何对以信托受益权设立权利质押进行登记也并不明确。

^⑥ 保理业务在过去几年中得到快速发展,尤其是国内保理业务,2012 年达到 2.24 万亿元人民币,激增的原因之一就是部分商业银行借保理融资之名行担保贷款之实,放松贷款审查。

^⑦ See James J. White, *Reforming Article 9 Priorities in Light of Old Ignorance and New Filing Rules*, 79 Minn. L. Rev. 529, 530 (1995).

^⑧ 该法是所有当代欺诈性转让法的先驱。尽管目前其已被英国 1927 年财产法第 207 条所取消,但其所确立的规则却被 1986 年破产法 423 条所吸收;同时,该法的基本规则也被美国“统一欺诈性让与法”(1999)以及各州的普通法所继受。

无欺诈的主观意愿。^⑨

尽管彼时的英国法院名义上还是根据1571年的“欺诈性让与法”作出判决,即“所有意欲欺诈债权人的行为均为无效”,但Clow一案对欺诈让与理论进行了重要发展,即:根据隐性担保理论,重要的不是欺诈,而是缺乏公示和有效的信息披露;只有正确披露了的担保,才能获得优先受偿权,未经正确披露的担保权益,将后于其他债权而受偿。隐性担保理论提供了担保权益披露的正当依据。

(二)登记的早期制度价值:防止欺诈

在英国及其早期殖民地,登记很早就已经成为不动产公示的制度选择,并在近代成为转移占有的一种替代性公示方式。然而,创设登记制度的最初目的并非是适应工业革命的融资需求,而是防止欺诈性转让和秘密担保。如,詹姆斯敦和马萨诸塞州法院1640年规定,在不动产上的非占有型权益,除非经过公开登记,否则即构成欺诈。^⑩由此可见,登记公示是作为占有的替代性信息标识而被发展起来的,从而防止欺诈性让与和隐性担保,因为后者违反了商业共同体的基本规则。

鉴于登记是英国防止在非占有型财产权益上产生欺诈的主要方式,其制度设计主要围绕防止隐性担保问题而进行,因此早期的登记系统要求对担保进行详细的披露,通常要求债权人、债务人提供详细的证明材料,如申请人身份证明、担保物权属证书、甚至包括担保合同和主债权合同自身,有时还需要当事人的宣誓书以及善意,^⑪因此披露的信息非常丰富。欺诈性转让对公示规则的发展具有深远影响。但是,这种严格的登记方式程序严格、成本高昂,与与债务人保护私密交易信息及隐藏自身财务状况信息的需求产生了严重冲突;同时,登记机构的分散、不同类型财产登记公示机构和方法的多样化也对当事人构成极大负担。因此,这就解释了为什么Grant, Gilmore会发现,作为占有的替代性公示方式的登记并不受担保债权人的格外青睐。^⑫

(三)隐性担保理论的部分废弃:由防止欺诈到便利融资

在后工业经济时代,传统的不动产已经无法满足担保融资需求,动产开始获得更多青睐。自上世纪70年代以来,随着市场和监管环境的变化,银行也产生了巨大的资金需求,使整个经济体进入了融资竞争的时代。为便利融资,隐性担保理论被制定法,如Art. 9和《美国破产法典》所吸收,成为一项制定法规则,即普遍的登记规则的确立与破产撤销权制度的设立;在此过程中,登记的功能发生了根本嬗变,即由防止欺诈和隐性担保转向便利融资。

受现实主义思想的影响,Art. 9并不囿于传统的概念化与形式上的物权法定主义,强调起同样功能的交易应当适用同样的法律,而不管其形式为何,即“重实质而忽略形式”。^⑬在这种方法论的指导下,Art. 9以统一的担保权(security interest)概念统摄了整部法典,并构建了统一的动产担保登记公示制度。在公示内容方面,根据§9-502的规定,需要公示的并非担保协议自身,^⑭而是简单的融资声明(financing statement),其所披露的信息非常有限,即债务人、担保债权人或其代表人的姓名,及对担保物的概括描述。^⑮该

^⑨ See *Clow v. Woods*, 5 Serg. & Rawle 275, 1819 WL 1895 (Pa. 1819)。在该案中,制革商Hancock在制革工具上为其债权人Clow and Sharp设定了担保,而债权人既没有占有这些担保物,也没有进行担保登记。之后,债务人Hancock的另外一个商业伙伴起诉要求分割制革企业的资产,获得了法院的判决,并要求县治安法官执行该判决。担保债权人认为其担保权优先于商业伙伴的执行担保权(execution lien),并起诉了治安法官,要求返还所出售资产的孳息。而宾夕法尼亚最高法院拒绝强制执行该项担保权,认为这在法律上构成欺诈,尽管在事实上并非如此。

^⑩ See Mark De Wolfe Howe, *The Recording of Deeds in the Colony of Massachusetts Bay*, 28 B.U. L. Rev. 1, 2 (1948).

^⑪ See Peter F Coogan, *Public notice under the uniform commercial code and other recent chattel security laws, including "Notice Filing"*, 47 Iowa L.Rev.289, 289 (1962).

^⑫ See Grant Gilmore, *Security Interests in Personal Property*, 15.1, Boston: Little Brown (1965), p.462.

^⑬ 高圣平:《美国动产担保交易法与我国动产担保物权立法》,载《法学家》2006年第5期。

^⑭ See UCC § 9-502, Official Comment, 2.

^⑮ See UCC—§ 9-502, (a)。U.C.C. 9的这种做法在存货、应收账款和动产契据的融资中作用非常大。“通知—公示”模式有效地避免了重复公示的繁琐,因为存货、应收账款等担保物在实践中时刻处于变动之中。融资声明的一般性描述(general description)可以涵盖不断变动的各类企业资产,包括将来获得的资产,从而避免对不断变动的担保动产进行重复登记,极大地便利了企业的动产担保融资。

声明仅仅表明,某人在某物之上可能享有担保权,但无法揭示具体的权利状态,故利害关系人须作进一步查询以了解其实际权利状态。^⑮同时,通知—公示制度所确立的公示方法和程序被大大简化,确立公示在先、受偿在前的优先权规则。^⑯这一制度模式对我国动产担保物权制度的改革产生了深远的影响。^⑰

与此同时,隐性担保理论还被美国《破产法典》所吸收,即被称为“强臂权力(strong-arm power)”的破产撤销权,据此破产管理人有权撤销债务人在破产前所为的秘密财产转让行为。^⑱但《美国破产法典》对其行使规定了诸多例外,尤其是由于金融行业的游说而为各类金融创新交易进行了破产豁免(详见下文第四部分论述),阻碍了其防止隐性担保和欺诈性让与的制度功能。因此,不管是 Art. 9 确立的统一的通知—公示体系,还是《美国破产法典》破产撤销权的设立,都没有严格执行其防止隐性担保的制度功能,从而使隐性担保理论被彻底架空。

美国担保法和破产法的上述制度变革使隐性担保理论由一项普通法规则转变为制定法规则,但这一制度变迁却违背了其防止隐性担保的政策目标,使宽泛、灵活的普通法隐性担保理论被正式的、更加刚性却更无效的制定法体系所取代。同时,由于利益集团的游说和立法政策的失误,产生了所谓的“立法者俘获”问题,即制定法的规则并没有统筹市场的效率与稳定之间的关系,而是一味追求效率以满足特定行业的利益需要,其结果是将本质上为担保融资的交易在法律表现形式上被构造为非担保融资交易,从而规避了担保物权必须通过公示获得优先受偿权的基本规则,隐性担保制度所彰显的制度价值被担保法、破产法规则的一系列修改破坏殆尽,导致了隐性担保的泛滥。就此,下文结合资产证券化和金融衍生品等金融创新形式分别论述。

二、金融创新中的隐性担保

上世纪 70 年代布雷顿森林体系崩溃之后,固定利率和汇率的金融时代结束,如何应对利率和汇率的波动成为金融机构面临的首要任务,以固定利率放贷的金融机构在浮动利率和通货膨胀背景下很难获得低成本的新融资,从而必须承担利率风险。在此背景下,住房抵押贷款证券化、回购、利率互换(interest swaps)、货币互换(currency swaps)和信用违约互换(credit default swaps)被大量使用,以转移骤增的利率和汇率风险、获取低成本融资并满足资本监管要求。更重要的是,这些金融创新被赋予了一系列法律特权,适用特殊的交易制度,摆脱了传统担保制度和破产制度的束缚。然而,在这些金融机构陷入困境时,却也因这些特殊的法律制度和交易结构设计而无法保有或者追回相关资产以作为破产重整的经济资源,从而加速了其倒闭和破产,助推了危机的扩散。

(一)资产证券化:经济本质与法律形式的背离

资产证券化最早发端于美国住房抵押贷款的证券化,得益于美国金融业的去监管化、破产法和税法的倾向性对待、信息收集和处理效率的提高以及利率波动的加强,^⑲住房抵押贷款证券化已经成为美国房地产业和商业银行最重要的融资途径,截止到“次贷危机”爆发前的 2006 年,住房抵押贷款证券化占全部证券化市场的 80%。但是,由于资产证券化交易结构的法律设计、Art. 9 关于担保公示的缺陷以及市场自发创设的不动产抵押登记系统(即 Mortgage Electronic Recording System,以下简称“MERS”)等原因,致使动产与不动产领域内的担保公示制度对债务人公示担保信息的制度激励功能被弱化,甚至动摇了担保公示的制度基础,导致了严重的隐性担保问题。

^⑮ 在这方面,美国早在 20 世纪初期进行了一些有益的尝试。例如,早在 1933 年颁布的“统一信托收据法”时,很多学者认为对涉及存货和应收账款的交易,没有必要将所有涉及交易的信息公示在公共登记簿中,只要该登记能够提示利害关系人去调查特定类型的担保物之上是否存在担保权益即可。See Peter F Coogan, Public notice under the uniform commercial code and other recent chattel security laws, including “Notice Filing”, 47 Iowa L.Rev.289, 314—15 (1962)。但是,这种做法在危机爆发后却备受指责。参加下文第三部分论述。

^⑯ See § 9—502, Official comment 2.

^⑰ 参见高圣平、秦鑫:《应收账款出质登记制度研究》,载烟台大学学报(哲学社会科学版)2009 年第 2 期。

^⑱ See 11 U.S.C. § 544(a)(1).

^⑲ See Joseph C. Shenker and Anthony J. Colletta, Asset Securitization: Evolution, Current Issues and New Frontiers, 69 Tex. L. Rev. 1369, 1373 (1991).

1. 资产证券化: 真实出售还是担保融资?

在交易结构上, 资产证券化被设计为“真实出售”, 即发起人向特殊目的机构(Special Purpose Vehicle, 以下简称 SPV) 转让资产之后, 发起人与被让与资产不再具有经济和法律上的利害关系, 在发起人破产时, 所转让资产被排除在其破产财产之外, 从而使破产程序不会影响到对资产支持证券投资者的偿付。真实出售使得资产支持证券的投资者仅仅受到资产池风险的影响, 而不受发起人自身风险的影响。^①

但是, 关于该资产转让行为的法律定性却是资产证券化所面临的重大法律风险。因为, Art. 9 确立了“实质重于形式”的基本原则, 将所有在经济本质上是担保融资的交易形式纳入其规范范围。9-109(a)(1) 规定, 无论交易形式为何, 只要其经济功能在于担保债务履行或支付, 皆受其调整。因此, 任何为债务作担保的财产让与均可被视为创设担保权益。据此, 美国法院在一些案件中根据“实质重于形式”原则, 将某些资产出售行为定性为担保融资。^② 但这种做法对证券化行业产生了两类交易成本和风险: 一方面, 作为担保融资, 担保权益必须根据法定的公示方法进行公示方能生效或获得对抗第三人的效力; 其二, 根据美国破产法典的规定, 担保债权人的对担保物的权利的行使将受债务人破产程序规范, 在债务人破产(尤其是重整)时债权人将无法实现其债权, 这将直接影响资产信用评级和证券收益, 这是投资银行与投资者所不希望看到的。

为免于公示, Art. 9 在统一的通知-公示制度体系之外为金融资产的证券化交易创设了一种例外的公示方式, 即自动公示。9-309(3)、(4) 规定, 无形付款权(银行贷款)或本票(美国住房抵押款的债权文件)出售无需进行登记公示, 出售完成时即自动公示(automatic perfection), 从而可以对抗第三人。^③ 9-318(a) 规定应收账款、动产契据、无形付款权及本票的出售人对所出售资产不再保有任何利益, 这四类资产的出售创设“担保权”并不意味着其出售人仍保留任何权益。Art. 9 的这些例外规定, 实际上意味着对资产证券化“真实出售”的公示豁免, 极大便利了银行贷款证券化的开展, 但对电子登记公示的豁免却导致了严重的隐性担保问题, 使得 9-109(a)(1) 关于担保权益的规定沦为—纸空文。此外, 美国部分州通过颁布“资产支持证券促进法”(Asset-backed Securitization Facilitation Act) 直接消除了“真实出售”的法律风险, 此类法律通常直接规定: 不管其目的为出售还是设定担保权, 凡是为证券化目的进行的资产转让行为构成真实出售,^④ 从而直接消除了交易定性的风险和债务人的破产风险, 使破产隔离合法化。特别立法直接排除了公示规则的适用, 同时也剥夺了 Art. 9 赋予法院对融资交易定性的权力。

资产证券化的经济本质仍为担保融资, 即以资产池为担保发行证券。但 Art. 9 的特殊规则和各州的特别立法却在法律形式上将其排除在担保融资之外, 从而使其享受了公示豁免和破产豁免, 降低了法律成本。相比于资产支持证券的投资者, 担保债权人则需参与破产程序, 这使得资产支持证券的投资者(实为担保债权人)获得了优先于担保债权人的“超级优先权”。本质上为担保融资的交易通过法律形式上的刻意构造, 规避了公示及破产监管, 形成一个巨大的隐性担保市场。

2. “MERS”与不动产隐性担保的产生

相比于动产担保领域发生的革命性变革, 美国不动产抵押法律制度的改革相对滞后。其财产法坚持抵

^① See Frank J. Fabozzi, Vinod Kothari, *Securitization: The Tool of Financial Transformation*, Yale ICF Working Paper, p.4, No. 0707 (2007).

^② 例如, 在 *In re Evergreen Valley Resort, Inc.*, 23 B.R. 659 (Bankr. D. Maine 1982) 和 *In re Hurricane Elkhorn Coal Corp.*, 19 B.R. 609 (Bankr. W.D. Ky. 1982) 两案中, 因为债务人仍享有保留利益, 其让与被认为是设立担保权益; 在 *Federated Dept. Stores, Inc. v. Comm'r*, 51 T.C. 500, 511 (1968), *aff'd*, 426 F.2d 417 (6th Cir. 1970) 和 *Fireman's Fund Ins. Cos. v. Grover (In re Woodson Co.)*, 813 F.2d 266, 272 (9th Cir. 1987) 两案中, 因为让与人仍需负担某些风险, 该让与被定性为担保贷款。

^③ 该规定反映了 U.C.C. 9 修改前的实践做法, 因为登记融资声明并不影响无形付款权或本票的购买人的权利。See § 9-309, official comment 2, 4.

^④ 这些州包括阿拉巴马、特拉华、路易斯安那、俄亥俄、北卡罗来纳、南达科他及德克萨斯等。See Del. Code Ann. tit. 6, 2703A(a)(1) (2003).

押权的附随性原则,认为基础债务与担保债务履行的抵押权应当集于一人之手,^⑤住房抵押贷款的转让将导致抵押权的附随转让。随着住房抵押贷款证券化市场的繁荣,住房抵押贷款的多次转让和变更登记产生了大量的交易成本,僵化的抵押法对资产证券化发展形成了巨大的制度障碍,但这同时也为金融创新提供了规避财产法规则的动力。

为节省变更登记费用,美国抵押银行业于1995年在特拉华州发起创设了“MERS”。其在节约登记费用方面的角色有两个:一是权利信息提供者(即“MERS” as non-mortgagee),即帮助抵押银行业提供关于抵押权的数据,便利其查询、确认权利归属和状态;二是作为“拟制抵押权人”(即“MERS” as mortgagee),即“MERS”代表其会员被登记为抵押权人,不管该贷款在二级市场上被出售几次,只要受让人是“MERS”的成员,其作为名义抵押权人的地位都不会改变,抵押权在名义上不再被辗转让与,从而节省大量的登记费用。在美国各县不动产登记机构进行抵押登记的费用为25到30美元,而在“MERS”进行登记的费用为11.95美元,会员公司之间进行电子登记和转让的费用则仅不到1美元。“MERS”因此得到了房利美、房地美、吉利美、联邦住房管理局、退役军人住房管理局以及华尔街主要投行和评级机构的认可,2002年约有1000万笔住房抵押贷款将“MERS”登记为抵押权人,而到2014年,则增至8000万笔,其中有3000万笔住房抵押贷款被频繁交易。^⑥到次贷危机爆发前,“MERS”参与了美国大约60%的住房抵押贷款发放。^⑦

“MERS”的创设是市场自发创新的结果,打破了抵押权附随性的限制,实现了抵押权的自由流动。但是,美国各州县的不动产登记簿再也不能揭示住房抵押权的真正权利人,债权人和监管者根本无从查询,使得住房信贷市场变得极为不透明,从而产生了严重的隐性担保问题。

由此,资产证券化经过人为的精心设计,使本质上为担保融资的交易在形式上不再被视作传统的担保融资交易,Art. 9对证券化资产让与公示的豁免以及“MERS”的创设,则彻底破坏了担保公示防止隐性担保的制度功能,使得交易对手方、有利害关系的第三人、以及监管者都无法了解真实的权利人身份以及权利状态,造成证券化市场信息的不透明,甚至影响到了传统信贷市场的信息披露。同时,真实出售与破产隔离则使享有未经公示的担保权的投资者获得了优先于普通债权人、甚至担保债权人的“超级优先权”,这一立法模式为证券化从业者提供了错误的制度激励。

(二)金融衍生合约:来自私法的特殊优待

金融衍生合约并非一项新事物,至少在4000年前的中东地区其已被用以锁定远期的粮食价格或者提供谷物贷款。^⑧然而,场外衍生合约市场真正得到发展却是在1971年布雷顿森林体系崩溃之后:骤增的利率和汇率风险使金融机构、企业和个人投资者面临着的不确定性,促使其纷纷寻找各类避险工具,利率互换、货币互换和信用违约互换成为主要的交易类型。在金融衍生合约市场上,隐性担保主要来源于两方面:首先,由于金融衍生合约的私法属性,其属于当事人之间的私人合约,本质上无须公示,导致债务人的负债和担保信息均不能获得有效披露;其二,金融衍生合约的特殊交易安排也产生了严重的隐性担保问题,如信用支持制度和终止净额结算制度等。在实践中和破产法中,金融衍生合约均被赋予了“超级优先权”,即:不予公示但能优先受偿,且优先于担保债权人。

1. 金融衍生合约的信用支持与隐性担保

由于金融衍生品合约的特殊交易模式,其发展出了独具特色的信用支持制度,以保证金融合约的正常履行,但其在担保对象、担保物的特定性、担保形式等方面均异于传统的担保制度。传统的担保制度,通常以特定担保物担保特定数额债务之履行。而金融衍生合约的信用支持制度,主要担保来自合约的预期收益,且该收益的归属方及数额并不确定,通常取决于当事人之外的、不能控制的市场或非市场因素,并随合约项下基础资产的价格而波动,使当事人面临不确定的风险债务,故又被称之为风险敞口。风险敞口一般不为其他债

^⑤ See *Carpenter v. Longan*, 83 U.S. (16 Wall.) 271, 21 L.Ed. 313 (1872), see also Restatement of the Law, Third, Property (Mortgages) § 5.4 and its official comment.

^⑥ See MERS, Quick Facts.

^⑦ See Kate Berry, *Foreclosures Turn Up Heat on MERS*, *American Banker* July 10, (2007).

^⑧ 参见陈晗:《金融衍生品:演进路径与监管措施》,中国金融出版社2008年版,第12—14页。

权人或者利害关系人所知,^②由此可见,金融衍生合约产生了不确定的风险负债和隐性担保。

以此次危机中备受指责的 CDS 交易为例,违约风险的买方和卖方对基础债务是否违约进行对赌。在发生“信用事件”——第三方违约、重组债务或者申请破产、信用评级下调——时,卖方将支付买方一定的赔偿,通常是卖方支付给买方参照债务的名义价值与信用事件发生后的实际价值之间的差额。^③由此可见,CDS 在经济本质上是一种不受监管的信用担保或者场外债券保险。^④然而,作为由当事人双方协商、缺乏披露的私人担保机制,CDS 缺乏有效的公示手段,这使得债务人看上去信用状况好于其实际状况。以美国国际集团(American International Group,以下简称 AIG)为例,在金融危机之前,几家主要投行均从 AIG 购买保险以保护其免受 CDO 交易中面临的日益增加的风险敞口。截止 2008 年 9 月,AIG 总计售出价值 4400 亿美元的 CDO 保护合约,而且权益资本仅有 1000 亿美元左右。^⑤但是 AIG 的债权人并不了解其承担了如此多的风险债务,甚至高盛等专业投行也对此并不知情。。

同时,金融衍生合约的清算实行强制平仓或终止净额结算制度,即:当风险敞口加大,交易一方不能按照对方要求追加担保物时,交易对方可以强制终止合同,场内交易中通常采取强制平仓、收缴保证金等形式及时清结金融合约的剩余价值,而场外交易通常采取“终止净额结算制度”,即守约方有权要求违约方支付合同项下尚未履行部分以提前终止日的市场价格计算出来的浮动盈利。强制平仓和“终止净额结算制度”实为法定抵销,且不受破产撤销权的影响,从而使当事人获得了优先于担保债权人的超级受偿优先权。如,AIG 在倒闭前夕向高盛提供了几十亿美元的现金担保,但在其倒闭后却没能要求高盛返还这些现金,并且高盛拒绝了欺诈的指控。

2. 融资性金融合约创设的隐性担保

在风险规避和套利功能之外,金融衍生合约还被直接用于提供信贷,但其法律构造却区别于传统的担保贷款,从而在法律形式和经济功能上彻底取代了传统的担保融资,产生了严重的隐性担保问题。美国资本市场利用金融衍生合约创设隐性担保主要发生在利用回购来代替传统的担保贷款。其通常采用如下模式:A 与 B 达成一项远期合约,同意特定时间段之后从 B 处以 105 美元的价格购买某项证券,从而承担该项证券的价格上下波动风险。同时,双方达成另外一项合约:A 当下立即将该证券或同类证券以 100 美元的市价出售给 B。两笔交易同时发生,A 在该证券上并无任何经济利益。其交易实质因此就只剩下 A、B 之间的贷款法律关系,并以归 B 所有的证券作为担保,^⑥即:A 当下收到 100 美元,1 年后偿还 5 美元的利息。虽然两笔交易中均涉及到标的证券,且在两个单独的合同中交易当事人都要承担与该证券相关的风险,但如果将两个合同结合在一起,就会发现源自证券市场变动的风险被巧妙的消除了。但这一交易在法律性质和交易形式上被视为回购合同,而非传统的担保贷款交易,其性质决定了其无须遵守担保公示的相关规定,从而受到金

^② 参见楼建波:《场外衍生品交易担保之信用支持制度研究——以“海升—大摩案”为分析蓝本》,载《法商研究》2011 年第 1 期。

^③ See Patrick D. Fleming, Credit Derivatives Can Create a Financial Incentive For Creditors to Destroy a Chapter 11 Debtor: Section 1126(E) and Section 105(A) Provide a Solution, 17 Am. Bankr. Inst. L. Rev. 189, 194-195 (2009).

^④ 与保险合同不同的是,CDS 并不要求买方拥有“保险利益”或者证明其有实际损失,即 CDS 合约的买方不一定持有参照债务或者具有实际的利害关系。如在违约时对第三人享有债权。因此,CDS 既可被用来对冲风险,也可被用来投机,并且主要被用来参与对 MBS 和主权债务的裸卖空,加剧了市场波动和风险传递。

^⑤ See Mark Joe, The Derivatives Markets Payment Priorities as Financial Crisis Accelerator, 63 Stan. L. Rev. 539,549 (2010-2011).

^⑥ 虽然从经济本质上说相同,但从形式意义上其的确与担保贷款有别,因为 B 已经成为证券的所有人,并且在大多数情形下可以对其进行自由处分。这与在在证券上创设担保权益类似但并不等同,See In re Criimi Mae, Inc., 251 B.R. 796, 801 (Bankr. D. Md. 2000),该判决认为真实出售下的受让人权利与担保中受让人权利的区别在于,前者的受让人享有处分证券的权利,而后者则仅在回购/偿还义务存在期间是受让人的财产。

融机构的欢迎,但也因此产生了严重的隐性担保问题。^④ 回购被华尔街主要金融机构通过买卖证券、商业票据或其他银行同业资产的形式提供信贷,从而规避贷款的监管限制。^⑤ 以贝尔斯登为例,其高度依赖回购获得流动性,其隔夜拆借规模达到 1000 万亿美元,相当于贝尔斯登自有资本的 8 倍。^⑥ 这种负回购义务的证券出售在功能上构成一种短期担保贷款,并随着这种隔夜拆借的不断循环往复,使隔夜拆借回购成为一种长期的融资模式。

至此,我们发现,不管是资产证券化交易,还是场外的金融衍生合约,都在尽可能逃避传统的担保制度,避免被定性为担保融资,并因此产生了严重的隐性担保问题。我们不禁要问,为什么实为担保贷款的融资交易被构造为证券化或衍生合约形式?为什么得到公示制度保障的担保优先权不再受到资本市场债权人的青睐,反倒是未经公示的融资交易安排在资本市场大行其道?而这又与金融危机的爆发存在何种制度关联?

三、隐性担保:金融危机的制度根源

隐性担保广泛存在于金融市场各个领域,并最终导致了 2007 年金融危机的爆发。在此,我们必须思考:金融危机之前的法律制度设计如何导致了隐性担保的泛滥?而后者又如何导致了金融危机的爆发?

(一)“形式重于实质”v.“实质重于形式”:两部法律的战争

从制度变迁的角度看,资产证券化和金融衍生合约市场的繁荣与美国自上世纪七、八十年代以来的法律制度变革密切相关。在这一时期,Art. 9 进行了 4 次修改;而对资本市场更具革命性影响的 1979 年《美国破产法典》也陆续进行了多次修改。通过前述对资产证券化和金融衍生合约中隐性担保的分析,其均指向一个制度目标:规避破产监管。为何破产法对资产市场有如此大的影响?其又与金融危机的爆发有何制度关联?

《美国破产法典》最具革命性的制度变革是,其改变了“债权人保护主义”的传统做法,转向了“债务人保护主义”,通过创设破产重整制度,尽可能保存企业的经营与法律实体。^⑦ 为此目的,其将担保物纳入破产财产,^⑧并对担保债权人权利在破产期间就担保物价值优先受偿进行限制,如破产撤销权、“自动终止”(Automatic stay)等。破产法典的这些限制被学者们形象地称之为“破产税”,^⑨其增加了担保债权人不能获得优先清偿的法律风险,迫使其寻求其他替代性融资方式,以确保优先清偿。为此,以华尔街为代表的美国金融业推动了破产法典的多次修正,尝试使其融资交易逃避“破产税”及破产监管。最为著名的便是资产证券化中的“破产隔离”制度与破产法典为金融衍生品创设的“破产安全港”(Bankruptcy safe harbor)。

资产证券化交易最大的特点就是将被证券化资产与债务人的其他资产相隔离,使其在债务人破产时不受破产程序的限制,确保 SPV 向证券投资者的本息给付不会中断。^⑩ 但“破产隔离”并没有获得美国制定法尤其是破产法的承认,在实践中亦经常受到法官的质疑与批评。但更多的时候,法院迫于整个资产证券化行

^④ 事实上,利用回购协议发放贷款是首先被作为监管者之一的美联储创造使用的,主要被其用来隐藏其发放担保贷款行为。一战期间,美联储利用回购协议向其会员银行提供信贷从而避免向利用本票发放的贷款征收的战争印花税。一战后,美联储利用回购协议向当时的新兴货币市场基金做市商提供信贷,从而规避美联储银行向此类交易商提供信贷的禁止性规定。在“大萧条”和二战期间,回购协议被停止使用,但在上世纪 50 年代重新被美联储用来调整货币供给量。See Edward C. Simmons, Sales of Government Securities to Federal Reserve Banks under Repurchase Agreements, 9 J. Fin. 23, 25 (1954); and Kenneth D. Garbade, The Evolution of Repo Contracting Conventions in the 1980s, Fed. Res. Bank of N.Y. Econ. Pol'y Rev., 27(2006).

^⑤ See Kenneth D. Garbade, The Evolution of Repo Contracting Conventions in the 1980s, Fed. Res. Bank of N.Y. Econ. Pol'y Rev., 27(2006).

^⑥ See The Bear Stearns Cos., Quarterly Report (Form 10-Q), at 5 (Apr. 14, 2008).

^⑦ See Lois R. Lupica, Circumvention of the Bankruptcy Process: The Statutory Institutionalization of Securitization, 33 Conn. L. Rev. 199, 201 (2000).

^⑧ 根据《美国破产法典》541 (a) (1) 的规定,破产财产包括破产案件开始时债权人财产上的所有法定权益和衡平权益。国会将担保物作为破产财产构成部分的目的是鼓励担保债权人将担保物用于帮助债务人恢复偿债能力。但遗憾的是,债权人作为破产重整而做出的这一牺牲并未在法律上获得相应的补偿,从而无法为债权人参加破产重整提供足够的制度激励。

^⑨ See David Gray Carlson, The Rotten Foundations of Securitization, 39 Wm. & Mary L. Rev. 1055, 1065(1998).

^⑩ Kenneth C. Kettering, Securitization and its discontents: The dynamics of financial product development, 29 Cardozo L.Rev.1553, 1559(2008).

业“大而不能倒”的压力,被迫放弃对资产池的破产管辖,由此致使证券化市场迅速发展、风险快速积聚,并最终导致了金融危机发生。美国资产证券化市场从初创到金融危机爆发的过程清晰的表明,对金融创新法律缺陷的姑息只会导致更大危机的爆发。

如果说“破产隔离”在破产法上因受到部分法官批评而具有潜在法律风险的话,金融衍生合约则受到破产法的明确保护,此即《美国破产法典》的“破产安全港”。自1978年《美国破产法典》初创,经过1982年、1984年、1990年三次修改,到2005年“破产滥用防止和消费者保护法”颁布,“破产安全港”的适用范围已扩展至所有的金融合约,使商品合约、远期合约、证券合约、回购协议、金融互换协议^④与净额结算主协议^⑤均享受受到破产豁免。2005年“破产滥用防止和消费者保护法”确立了“形式大于实质”的法律原则,使形式上为衍生合约但经济本质上实为担保融资的交易,不再有被法院重新定性为担保融资的法律风险,从而使其获得了比资产证券化更为有利的法律地位,这也能够从一定程度上解释为什么金融危机前贝尔斯登、雷曼、高盛以及AIG为何热衷于通过回购来进行天文数字的隔夜拆借,并承保巨额的CDS债务。

金融衍生交易者根据“破产安全港”所获得的制度优势包括:不参加破产清算而优先于其他债权人受偿;其合同效力并不因破产申请而终止;不受自动终止条款的影响;不受债务人合同履行选择权的影响;债权人所获得的担保物不列入破产财产、债权人所收清偿不构成欺诈性让与因而免受破产撤销权影响等。^⑥《美国破产法典》设立“破产安全港”的客观原因是保证衍生合约及时清算,避免破产程序的拖延,保证场外衍生市场的流动性,防止因特定投资银行倒闭而引发市场系统性风险。随着破产法典的历次修改,这种特殊保护被逐渐扩展至其他市场参与者,使其保护对象从特定交易和特定当事人转向整个场外衍生市场。^⑦

但是,“破产安全港”对衍生合约的特殊保护,使其逃离了破产法和破产程序的监管、获得了超越传统担保物权的“超级优先权”,使隐性担保扩展到整个衍生品市场。由此可见,《美国破产法典》所确立的“形式大于实质”原则与Art. 9所确立的“实质大于形式”原则形成严重的立法冲突。随着前者在资本市场上逐渐取得主导地位,融资交易当事人都倾向于选择利用资产证券化和某些金融衍生合约的形式提供融资信贷,而不是传统的担保信贷,从而优先于担保债权人受偿。“破产安全港”的创设彻底打破了担保融资在企业融资中的主导地位,也使得担保法在融资实践中的地位大大下降。

(二)隐性担保与金融危机

以动态的视角观察过去40年间美国资产证券化、金融衍生品市场的发展及同时期的法律制度变革,我们发现,隐性担保的泛滥与美国资本市场的繁荣呈现出一种同步性,2005年《美国破产法典》修改后,以资产证券化和金融衍生品为代表的隐性担保发展到了顶峰,而随之则发生了“次贷危机”。由此,我们不禁要问:金融市场的发展与立法中的制度变革到底具有何种制度关联?

首先,法律制度的历次修改为隐性担保的产生和泛滥提供了制度便利。为了适应资本市场融资需求、便利担保融资,美国创设了Art. 9,并一味简化登记公示体系,抛弃了防止隐性担保的传统制度功能,埋下了巨大的风险隐患。此外,不动产抵押制度的僵化(主要体现为对附随性的坚持)则导致资本市场选择直接放弃适用财产法规则,通过创设“MERS”来降低交易成本。这些所谓的制度创新使担保公示的制度功能被破坏殆尽。而《美国破产法典》对金融创新产品的破产豁免,则使得原先为增加市场流动性而设计的法律制度已

^④ 在2005年修正案中,掉期合约的含义被大大扩展了,根据最新的定义,几乎所有的衍生合约都可以被界定为掉期合约,包含了涉及利率、汇率、股指、债指、商品、货币、天气、气体排放、通胀等标的的互换、期权、期货或远期协议;前述协议或交易的任何形式的组合;针对前述提及的任何协议或交易的期权;涉及前述任何协议或交易的主协议、主协议的附件以及任何相关的任何担保安排或者信用支持安排。See U. S. C. 11 § 101 (53B) (A), BAPCPA 9 § 907 (a) (1) (E)。

^⑤ 参见冯果、洪治纲:《论美国破产法之金融合约安全港规则》,载《当代法学》2009年第3期。净额结算主协议是2005年破产改革法新增加的类别,它事实上不是一类单独的交易类型,只是对前五种交易类别的支付结算进行专门处理的一种合约性安排。

^⑥ 关于“破产避风港”的具体制度内容,国内研究参见前注^④,冯果、洪治纲文;廖凡:《美国破产法金融合约例外条款评析》,载《证券市场导报》2007年5月号,第11—13页。

^⑦ See Edward R. Morrison and Joerg Riegel, Financial Contracts and The New Bankruptcy Code: Insulating Markets from Bankrupt Debtors and Bankruptcy Judges, 13 Am. Bankr. Inst. L. Rev. 641, 657 (2005).

经不再适宜流动性泛滥、投机盛行的金融衍生市场,“破产安全港”不仅没有发挥其在防止投资银行倒闭方面的价值,^⑤反而加剧了金融市场的系统性风险,与其初创时的制度目标背道而驰。

其次,市场对法律制度的选择致使担保公示规则被市场彻底抛弃。传统担保信贷融资被取代,其直接后果就是担保物权公示规则被规避,即那些经济本质上实为担保融资、但法律形式上却采取金融衍生合约形式的融资,不再公示相关的交易信息;公示制度被规避直接使得融资市场上的信息不再透明,第三人无从查询债务人的负债和其他债权人的担保权利信息。破产法赋予金融创新的“超级优先权”使得债权人均能够优先于担保债权人在破产程序外受偿,尽管其权益并未经合法公示,其恶果便是破坏了资本市场上金融交易当事人之间的风险控制激励,各债权人不再关注债务人自身的负债状况和偿债能力,而是争夺受偿的“超级优先权”。隐性担保的产生和泛滥破坏了债权人之间的平等竞争,进而导致整个资本市场透明度下降。金融从业者对法律制度进行选择适用,以规避担保法的公示要求与破产法的管辖,实际上是金融创新监管套利的一种体现,使得经济本质上相同的业务承担了不同的信用风险、流动性风险与法律风险,最终导致传统信贷市场的缩小与金融创新市场的急速扩张。由此可见,美国资产证券化市场和衍生品市场之所以在过去40年中得到迅速发展,与立法者在该领域刻意放松管制、降低其法律风险密切相关,其代价便是牺牲了担保债权人的担保优先权,并因此最终混灭了担保公示的制度价值。资产证券化和金融衍生品的迅速扩张,实质上是以“隐性担保”取代传统的“公示担保”,导致了“担保信贷的死亡”。^⑥

其三,隐性担保泛滥的结果是债务人经营杠杆水平的提高,导致了金融体系的脆弱性。隐性担保使得债务人可以对外隐瞒自己的既有负债,提高其表面信用水平或评级,降低其融资成本,但债权人则要面临更大信用风险,因为其收取的利息并不足以弥补其所承担的信用风险;随着隐藏负债的增加,债务人的经营杠杆率也大大提高,且债权人对此无法进行控制,因为其根本不知道负债的存在。同时,从宏观视角来看,在行业基础资产风险水平既定的情况下,金融体系的稳定性将主要取决于债务人的经营杠杆水平。同样的损失水平,在高杠杆金融体系中,会导致公司权益资本完全丧失,迫使企业破产清算。以AIG为例,在2008年9月其宣布破产时,其所负CDS债务为4400亿美元,而其总权益资本仅为1000亿美元。贝尔斯登仅隔夜拆借规模即达1000亿美元,为其自有权益资本的8倍,而这一数据在1990年仅为2倍。^⑦因此,在正常经营状况下可以避免的损失,在高杠杆经营的金融体系中则会引发重大危机。

在过去40年中,担保与破产法律领域内的制度变迁与金融创新相互作用,发展出了繁荣的证券化与金融衍生市场。然而,其制度改革并未为当事人提供正确的制度激励。在受偿优先权的竞争方面,立法不是通过促使债权人公示其担保权来获得优先清偿,而是通过所谓的金融创新规避破产管辖、降低法律风险;为金融创新所创设的特殊交易规则,如“破产安全港”及因此而产生的“超级优先权”,违背了传统民法关于债权平等、担保物权公示等基本市场规则,导致了违背公平原则的制度竞争,在根本上动摇了金融市场稳定、健康发展的私法制度基础,其结果是金融过度创新和风险在整个金融市场积聚,从而形成了系统性风险,直至酿成全面的金融危机。从这个意义上讲,2008年金融危机注定要发生,且注定发生在美国而非世界其他地区。因此,错误的立法改革以及因此导致的“立法失灵”是此次危机爆发的根本制度原因。

五、民法典编纂与金融创新

隐性担保对金融市场的重要性在于,其不仅对单个债权人的权利实现构成威胁,且对整个金融体系的安全也构成了致命威胁。鉴于立法政策的失误是隐性担保泛滥的制度根源,立法层面的制度变革势在必行。但从美国金融危机以来的制度改革实践来看,其立法与监管改革并没有认识到隐性担保的危害性及隐性担保理论对建立市场自我监管机制的重要性,2010年颁布的《多德-弗兰克法案》仅仅强化了对金融市场的公共监管与金融消费者保护,并未触及金融危机爆发的根本制度根源,即美国自上世纪70年代以来在动产担

^⑤ See Michael Simkovic, Secret Liens and the Financial Crisis of 2008, *American Bankruptcy Law Journal*, Vol. 83, 255 (2009).

^⑥ See Edward J. Janger, The Death of Secured Lending, 25 *Cardozo L. Rev.* 1759, (2004).

^⑦ See Mark J. Roe, The Derivatives Markets Payment Priorities as Financial Crisis Accelerator, 63 *Stan. L. Rev.* 539, 553 (2011).

保法、破产法领域所实行的“去监管”改革而导致的隐性担保。更重要的是,其立法改革并未随着市场状况的发展变化而及时作出调整,尤其是市场发展成熟后仍采取市场发展初期的鼓励培育政策,一味地去监管,而忽略了控制金融风险、保持金融稳定的政策目标;同时,其立法者过分迷信市场机制的作用,认为金融创新市场可以自动实现自我监管,忽视了对金融创新基础交易制度的构建,堪称美国立法者过去40年中最大的立法失误。既有的改革并未对金融创新背景下担保法、破产法所发生的制度嬗变进行系统反思,亦未改变现行金融创新市场运行的制度框架与基础,其监管改革思路甚至有南辕北辙之嫌。在此情况下,美国未来发生类似危机的制度诱因仍然存在。美国的这一经验教训对于志在编纂民法典的中国立法者来讲至关重要,即良好的基础制度设计是金融市场健康稳定发展的前提,立法者的制度理性应当有效地克服市场的非理性。

首先,我国的民法典立法应当在民商合一的立法体例下对金融市场基础制度的构建予以系统性地关注和规范,从民事基本法的角度构建整个金融市场交易的私法制度基础,确立金融交易法律适用的基本原则。美国金融市场基础制度构建失败的一个教训是缺乏一个统一的上位法协调各部法律之间的冲突,从而产生了奉行“实质大于形式”的 Art.9 与奉行“形式大于实质”的《破产法典》之间的冲突。

在我国既往的立法实践中,金融交易的规范更多地交给专门的“金融法”去调整,民商法在事实上放弃了对金融交易的私法监管,而这对于我国巨大的金融市场和巨额的金融交易构成了巨大的法律风险。^④如对于不良金融债权的转让,我国并未遵守传统的“债权让与”规则,一方面,其通过“批复”的形式确立了“金融资产管理公司接受国有商业银行的不良资产是国家根据有关政策实施的,具有政府指令划转国有资产的性质。金融资产管理公司与国有商业银行就政策性金融资产转让协议发生纠纷起诉到人民法院的,人民法院不予受理”^⑤的一般原则,并且对不予受理的范围予以不断扩张,^⑥因为这种特殊的带有诸多行政因素的债权转让是由有关行政部门和金融管理部门协调解决为宜;另一方面,最高人民法院的审判实践中关于金融债权转让的司法解释关于债权让与通知对债务人的对抗效力、所附随担保物权的变更、诉讼时效等规定却又在事实上遵守着传统的债权让与规则;^⑦同时,我国债权让与的规则并不统一,《合同法》第80条规定的要件是当事人同意,债权让与通知均具有对抗债务人的效力,而央行征信中心稍后制定的《应收账款质押登记操作规则》则规定应收账款转让亦适用登记,从而导致应收账款让与的民事规则也面临着不一致的窘况。^⑧而在因债权让与所导致的担保物权变更方面,我国《物权法》的相关规定更显僵硬、滞后。一方面,我国《物权法》严格坚守担保物权的附随性原则,仅在最高额担保的情况下予以有条件放松,致使我国抵押权无法独立于被担保债权而独立流通;另一方面,在司法实践中,却存在大量基础债权转让而担保物权不转让并得到法院保护的情形,如最高人民法院《关于审理涉及金融资产管理公司收购、管理、处置国有银行不良贷款形成的资产案件的案件适用法律若干问题的规定》第9条规定“金融资产管理公司受让有抵押担保的债权后,可以依法取得对债权的抵押权,原抵押权登记继续有效”。虽然该规则的确立有便利国有金融机构加速处分不良资产之合理目的,但却对既有的私法制度框架形成了冲击,人为地创造了两套债权让与、抵押权转让登记规则,不利于金融市场规则的统一。

未来的民法典立法应当积极主动地对金融交易进行调整规范,确立金融市场发展的一般原则和私法制度基础,协调好各个部门法的适用,体现民法典市场经济基本法的制度功能。应当建立基于隐性担保理论的现代公示担保体系,系统性地构建中国金融市场未来发展的私法基础设施,在便利金融交易开展的同时,改善金融市场的信息披露、提高透明度,从而防范系统性风险的发生。就我国目前的金融创新实践来看,应当

^④ 2014年我国金融服务业GDP超过4.7万亿人民币,占国内经济GDP比重已达7.38%,并且在2015年实现了持续增长。来源:2015中国统计年鉴。

^⑤ 最高人民法院《关于人民法院是否受理金融资产管理公司与国有商业银行就政策性金融资产转让协议发生的纠纷问题的答复》,[2004]民二他字第25号。

^⑥ 最高人民法院印发《关于审理涉及金融不良债权转让案件工作座谈会纪要》的通知,(法发[2009]19号)。

^⑦ 最高人民法院《关于审理涉及金融资产管理公司收购、管理、处置国有银行不良贷款形成的资产案件的案件适用法律若干问题的规定》,法释[2001]12号。

^⑧ 中国人民银行征信中心《应收账款质押登记操作规则》第25条规定“登记系统为保理业务中的应收账款转让提供权利公示服务。应收账款转让登记适用本规则的规定”。

加快对担保登记制度的改革,强化担保公示的制度功能,防范隐性担保的泛滥:在不动产担保方面,改革现行抵押权制度,设立流通性抵押权或简化变更登记程序、降低登记费用,在此基础上重构资产证券化的交易结构;^③在动产抵押登记和应收账款质押登记^④方面,应当构建统一的债权让与规则,强化信息披露的准确性,使担保权益及其标的在法律上可识别,使交易过程更加透明,强化对债权人的保护;在发展金融衍生合约市场方面,应当突破合同相对性的限制,借鉴国际监管经验推行金融衍生合约登记和集中清算制度,强化对衍生合约市场的监管。^⑤

其次,民法典的立法既要强调对个体权利的尊重和保护,更应当关注新型交易及其带来的系统性风险,从系统性风险控制的视角思考未来私法制度的构建。一方面,对于金融交易的性质及其所适用的法律规则,应当在立法上应确立“实质大于形式”原则。在确定交易性质时,不应片面强调对契约自由的尊重,而忽视对市场交易秩序的维护。以目前“以房抵债”协议为例,其经济本质实为抵押融资,其不仅违反了关于“流押”的禁止性规定,而且违反了担保公示的规则,破坏了信贷市场以及房屋抵押贷款证券化交易的透明性,有诱发系统性风险的可能;此外,在P2P网络借贷中存在的网络借贷平台代替真正的债权人代持抵押权的情况,也容易诱发类似美国的“MERS”所导致的担保物权信息失真的情形,对此应当坚决予以规范和纠正;^⑥值得注意的是,交易形式与实质不符的现象已经引起了金融监管者的重视,并陆续颁布了一系列规章和监管规定予以规范,防范可能发生的金融风险。^⑦未来民法典的编纂应当充分吸收既有的司法解释和和金融监管经验,完善民法典的相关制度设计,充分体现金融经济的时代特征。

另一方面,对确有必要适用不同于传统担保法规则的金融创新交易,如资产证券化和金融衍生交易,应当格外慎重。对于“破产重整”、“破产安全港”以及“终止净额结算”等制度,应当通过考察其在此次金融危机中的表现而重新评估其在控制金融市场系统性风险方面的作用,在清晰划分普通担保融资交易与金融衍生交易界限的基础上,对其适用的交易和范围予以严格控制,即使是金融衍生交易,也要充分区分其风险对冲与投机营利,^⑧进而对后者予以一定程度限制。通过限缩特殊交易规则的适用,消除各种优先于担保物权的隐形“超级优先权”,创造各种融资交易形式平等竞争的制度环境,有效破除市场的监管套利,使金融市场的

^③ 对此,德国早已于1895年制定“Pfanbriedf Act”并于2005年重新修订,使抵押权可在资本市场上自由流通,发展出了与美国证券化市场相媲美的欧洲Covered Bond市场。金融危机爆发之后,其成功经验引起了美国立法者的关注,并尝试将其引入美国资本市场。See ‘A bill to establish standards for covered bond programs and a covered bond regulatory oversight program, and for other Purposes’, and also Jay Surti, Can Covered Bonds Resuscitate Residential Mortgage Finance in the United States? IMF Working Paper, WP/10/277, (2010). 同时,资产证券化交易之所以在法律上备受诟病,并非因为其投资者享有的超级优先权,而是这种优先权未经有效公示。

^④ 参见王乐兵:《法典化背景下的应收账款质押:现实困境与未来改革》,载《法学杂志》2016年第4期。应收账款质押登记系统事实上也涵盖了应收账款转让登记,从而使得商事债权的转让不再适用债权让与通知制度,债权让与登记真正起到了公示作用,也是我国资本市场基础设施建设取得的为数不多的成就之一。

^⑤ 参见王乐兵、周杰:《债务危机背景下的欧洲场外衍生品监管改革》,载《欧洲研究》2014年第3期。

^⑥ 参见杨立新:《后让与担保:一个正在形成的习惯法担保物权》,载《中国法学》2013年第3期;董学立:《也论“后让与担保”——与杨立新教授商榷》,载《中国法学》2014年第3期。值得注意的是,《最高人民法院关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》(法释[2015]18号)第24条似乎也采取了此种解释路径,即当事人以签订买卖合同作为民间借贷合同的担保,借款到期后借款人不能还款,出借人请求履行买卖合同的,人民法院应当按照民间借贷法律关系审理,并向当事人释明变更诉讼请求;并且很含蓄的承认了此种担保的优先性,允许出借人可以申请拍卖买卖合同标的物,以偿还债务,并返还差额。这与担保物权实现的逻辑基本相同。

^⑦ 近几年来,我国金融监管者愈发重视贯彻“实质大于形式”的金融监管思路,要求实行“穿透”监管,如中国银监会办公厅《关于进一步加强信托公司风险监管工作的意见》(银监办发〔2016〕58号)要求按“实质重于形式”原则,检查非信贷资产和表外业务资本计量的准确性;中国银监会于2013年3月25日下发了《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》,对理财业务中产生的隐性担保问题进行了限制;中国证监会在2015年10月28日的窗口指导意见中,要求资管计划、理财产品等在公告预案时穿透披露至最终出资人所有出资人合计不能超200人;在中国证监会颁布的《私募投资基金监督管理暂行办法》中,其第13条规定“以合伙企业、契约等非法人形式,通过汇集多数投资者的资金直接或者间接投资于私募基金的,私募基金管理人或者私募基金销售机构应当穿透核查最终投资者是否为合格投资者。

^⑧ See Lynn A. Stout, Derivatives And The Legal Origin of The 2008 Credit Crisis, 1 Harv. Bus. L. Rev. 1, 7 (2011).

发展回归正常轨道,实现金融市场的良好自我监管。同时,应当基于民法的平等原则重新审视金融交易参与者所享有的法律特权,即这种特权是否具有合理的正当性?更进一步,应当重新思考诱发此种特权的《担保法》与《破产法》对债权人权利限制的正当性。奉行“债务人保护主义”的美国破产法典对债权人权利形成了极大威胁,迫使资本的提供者不得不规避破产程序带来的额外法律风险和成本,资产证券化与融资性的衍生品合约之所以被创设且在资本市场大行其道的原因正在于此。因此,应当对“债务人保护主义”的破产法立法政策进行反思和调整,因为这种对债权人权利的漠视已经从根本上动摇了资本市场稳定的制度基础。同时,作为帮助债权人逃避破产监管的“破产安全港”制度又被无限制的扩大,这充分反映了美国破产法立法政策与理念的混乱,进一步加剧了融资中的投机性法律选择行为。

随着利率市场化等金融改革逐步深入,金融创新的步伐将继续加快。因此,如何统筹构建我国金融创新基础交易制度、防范系统性风险将是我们未来面临的巨大挑战。目前正在进行的民法典编纂为我国系统构建金融创新的基础法律制度提供了千载难逢的历史机遇,立法者的智慧将在很大程度上决定我国金融市场未来发展的前景。民法典相关制度的设计,尤其是关于金融创新的基础法律制度构建,应当在尊重市场基础地位的基础上,要加强顶层制度设计,做好金融市场法律体系建设的总体规划设计,提高资本市场法律制度的系统性和科学性,通过立法界定市场和政府之间的界限,打破对市场理性的迷信,建立基于隐性担保理论的金融创新基础法律框架与市场自我监管机制,建立科学的担保物权公示体系和金融衍生合约集中清算系统,审慎对待并适当限制金融创新特殊规则的创设和适用,构建控制系统性风险的制度基础,以立法者的制度理性克服市场的非理性,有效避免“立法失灵”,从而有效防范因制度设计缺陷而引发的金融危机。

Abstract: The excessive financial innovation and the increasing complicated financial transactions had led to the burst of the 2008 global financial crisis. However, the post-crisis financial regulation did not make a correct response to the fundamental drawbacks of financial innovation in the governing laws. Based on an interdisciplinary research on the law on secured transaction, securitization and financial derivative contracts from the point of view of law and economics, the current research try to explore the dynamic interplay between financial innovation and the insitutional changes in its governing laws, and thus reveal the fundamental origin of the 2008 financial crisis, namely the the secret lien and the "legislation failure" represented by the wrongful bankruptcy legislative policy. In order to confront the secret lien, it is necessary to adopt the principle of "Substance dominates over form", strenthen the perfection of security interests, lower the bankrupt costs of secured lending and narrow the application of the "safe harbor" rules, in order to the eliminate the misused financial priviliges. For China, it is necessary to make the Civil Code from the point of view of the systemic risk control, so as to lay down the robust foundation for the development of financial innovation in China.

Key Words: Secret Lien; Perfection; Safe Harbor; Super-priority; Civil Codification

(责任编辑:冯 果)