

资管计划的结构、功能与法律性质

——以券商系资管计划为样本

刘 燕*

摘要:对资管计划法律性质的争议已久,“委托 vs. 信托”难分伯仲。其原因既有分业监管的法律框架对民商法定性的干扰,也有概念层面的辩论与实践脱节的局限。以券商系资管计划为样本,可以发现,在定向资管计划、集合资管计划、优先-劣后的结构化资管计划、专项资管计划的名义下,券商系资管计划覆盖了从结构融资到受托投资管理的各类金融活动,发挥了资产管理、融资借贷、融资担保等不同功能,还通过对接与嵌套参与了我国影子银行的形成。“受人之托、代人理财”背后蕴含的“合同自治”成了资管计划基因突变的民商法基础,而证券监管规则通过设置受托人义务和受托财产安全的底线,维系着资管市场的基本秩序,并曾经在系统性风险出现时以国家信用兜底。“信托 vs. 委托”之争难以触及商业实践的真正痛点,但信托说的历史功绩不容否认。当资管回归本源后,应在构建一个完整的资产管理法律框架的同时,明确受托管理人信义义务的具体内容。

关键词:资管计划 大资管 信托与委托之争 系统性风险

一、问题与研究进路

本文的目的是探讨资管计划的法律性质。“大资管”包括银行理财、信托计划、券商资管、基金专户、期货资管、保险资管等各种业态,既具共性,也有差异。笔者选择以券商系资管计划为样本进行研究,主要有以下几点考量。

* 北京大学法学院教授。

第一,券商系的资管计划是我国资管业态发展的起点,也最早被直接命名为“资产管理”。同时,券实践中商系资管的交易模式最丰富,既涉及投资人端,也涉及融资人端,可谓贯穿了整个投融资业务链条,最具代表性。当然,各金融子行业的资管都各具特色,商业逻辑也略有差异,^①但交易模式与功能基本上都没有超出券商系资管计划的范围。

第二,之所以看重交易模式,是因为它是对资管计划进行法律定性的前提与基础。资管计划法律性质的争议几乎与我国资管业 20 年的发展如影随形,在旷日持久的“委托 vs. 信托”之争中,学界的主流观点旗帜鲜明地持“信托”说。然而,法律上的定性离不开法律概念,但我们所使用的法律概念大多是近二三十年从域外借鉴过来的,不少概念的内涵与外延在学者中并无共识。更关键的是,我国金融市场发展阶段、商业交易模式与域外不完全相同,作为舶来品的法律概念与规则有时很难与之对接。本质上,金融交易是商业操作与法律(合同与监管)规则的一体化,这一理念被国内学者表述为“金融交易的三位一体”,^②域外则称之为“金融的法律理论”。^③因此,相较于从法律概念出发给商业实践贴标签,本文更愿意首先关注资管计划的交易结构和功能。当交易操作细节都明晰了,法律定性或许也就不能成为一个争议问题了。

第三,正如业界人士所指出的,本次“资管新规”更多地是解决中国特色的影子银行问题,核心是银行的违规信贷业务对大资管渠道的充分运用或滥用,它与域外典型的资产管理并非一码事。^④的确,资管新规引发最大反响的是在银行理财领域,但焦点并非银行理财的法律定性问题或“委托 vs. 信托”之争,而是银行业务的影子化带来的系统性风险及其化解。而券商系资管业务在发展的前 10 年中就出现了系统性风险问题。从某种意义上说,近年来“大资管”的快速发展、风险积聚以及当下严厉的监管风暴,都可以在券商系资管计划中找到前车之鉴。

^① 关于银行理财,参见柳灯、杨董:《银行理财十年蝶变》,经济管理出版社 2015 年版,第 57~88 页;关于信托计划,参见谈李荣:《金融信托交易模式演进的法律逻辑》,载《华东政法大学学报》2017 年第 5 期;缪因知:《证券投资信托的法律构造与监管流变》,载《当代法学》2017 年第 2 期。

^② 参见楼建波:《金融商法的逻辑》,中国法制出版社 2017 年版,前言第 1~2 页;刘燕:《打破刚兑需要信托法,更需要监管法》,载微信公众号:InlawweTrust,2017 年 12 月 15 日。

^③ See Katharina Pistor, “A Legal Theory of Finance”, 41 *Journal of Comparative Economics* 315(2013).

^④ 参见官巨:《“大资管”名不符实 何以回归本源?》,载微信公众号:金融混业观察,2017 年 12 月 8 日。从影子银行角度分析,参见孙国峰、刘琼:《资管业治乱,探索目标导向的金融监管模式》,载《财经》2017 年第 29 期;法学角度的最新观察,参见郭雳:《中国式影子银行的风险溯源与监管创新》,载《中国法学》2018 年第 3 期。

二、资产管理及其在金融市场中的位置

资管新政的讨论催生了许多有意思的概念,“大资管”“大信托”“大证券”,然后又 是“影子银行”“金融乱象”等,名头越来越大。如此宏大的词汇,某种程度上意味着概念的 内涵和外延都是不太清晰的,或者不容易清晰化。法律人天生希望把事情搞精确,否则很难 进行法律适用。因此,讨论资管计划的法律问题,首先需要明确资管计划在金融市场中的角色。 此次资管新政给“资产管理”作出了一个明确的定义,^①它确实意味着跨越不同金融子行业的 “大资管”。那么,这种“大资管”与金融市场之间是什么样的关系?

(一)大资管与金融市场

金融传统上被称为资金融通,如今已成为一个资源分配机制,不仅分配资金,还分配 风险,通过重新配置风险进行风险管理,这就形成了银行、证券、保险和期货等金融 子行业。如图 1 所示,金融市场就其最基本的功能而言可被切分成资金融通和保 险或风险管理两大块。“资金融通”包括直接融资与间接融资。银行属于间接融资领 域,由存款人通过银行把钱放给借款人。直接融资领域是投资银行在中间做撮合,然 后由发行人直接发行证券给投资人。这两个金融子行业在真正进行资金输送与重新 分配。在“保险和风险管理”这一块下既有保险公司承担的传统保险,也有新型的风 险管理工具——衍生品,或者叫衍生交易、衍生工具。

此外,金融业还包括信托、基金等传统或典型的资产管理业态。作为营业性行为的 信托,从历史源流看,与银行有非常密切的联系,很多国家都是银行兼营信托业务, 所以在图 1 中把它放在了银行的旁边。^②相反,基金在历史上是与证券市场投资交织 在一起的,故图 1 中把它放在了投资银行旁边。^③可以说,在“大资管”概念登场之 前,金融市场已经形成了这样一个以功能划分的不同子行业组成的基本格局。

^① 参见《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》2018 年第 2 条。

^② See Charles S. Tippetts, “Fiduciary Powers of National Banks”, 15 *The American Economic Review* 417 (1925); 参见廖强:《制度错位与重建:对我国信托业问题的思考》,载《金融研究》2009 年第 2 期。

^③ 参见[美]马修·P. 芬克:《幕内心声:美国共同基金风云》,董华春译,法律出版社 2011 年版,第 7~9 页。

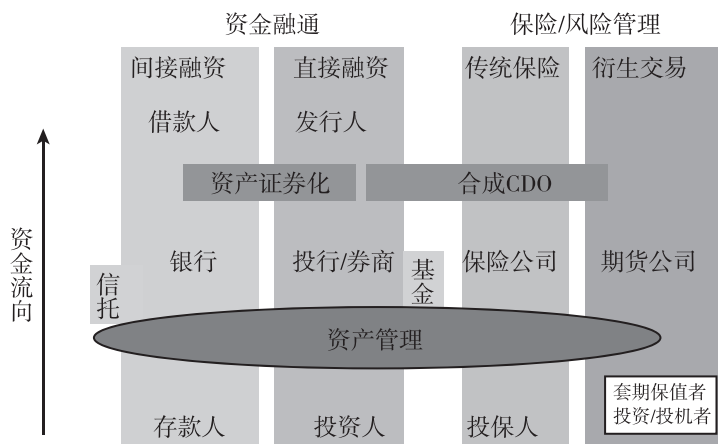


图1 资产管理在金融市场中的位置

在金融市场的版图中,我们也可以以金融中介机构为分界点,把资金融通区分为提供资金的一方和接受资金的一方。“大资管”基本上是嵌在资金的终端提供者与金融中介机构之间,并贯穿各个金融子行业。以功能定义,资管业务是金融中介机构或者金融服务机构接受投资人的委托,为后者进行投资管理的专业服务,由委托人承担投资风险。尽管银行、投行、保险公司、期货公司等金融中介的初始功能是存贷款、承销证券或提供保险,但其专业性带来的客户黏性长期来看必然会推动金融中介走向代客理财或资产管理。普通民众与金融机构(无论是银行还是保险公司,抑或券商)打交道久了,自然会信赖后者的专业性;当个人财富增长到一定程度时就会期待专业金融机构来帮自己理财。这就很自然地原来的存款关系、炒股票的关系或者投保人的关系,走向委托理财的关系。摩根士丹利的总裁早就指出,资产管理在不久的将来会成为单一业态的金融子行业中最大的业态。^① 这一点近年来也为我国学者所认同。^②

(二)“大资管”与证券化

图1也展示了嵌入金融机构与借款人之间的金融业务创新,那就是资产证券化及其与衍生品的结合——担保债务凭证(Collateralized Debt Obligation, CDO)与合成型担保债权凭证(Sythetic Collateralized Debt Obligation, Sythetic CDO)。资产证券化

^① 周琼:《对资产管理行业和影子银行的思考》,载《资管研究》(中国财富管理50人论坛内部刊物)2014年第2期。

^② 参见巴曙松、杨惊等:《2016年中国资产管理行业发展报告》,中国人民大学出版社2016年版,第1页。

及其与衍生品的结合又称为“结构融资”，它将传统的企业借款改造为依托于贷款或应收账款等债权类资产来发行证券融资。这种新的交易模式也打破了传统上间接融资与直接融资市场之间的界限。

20世纪70年代之后，“大资管”和“证券化”对金融市场进行了根本性改造，但是这两个改造的定位不一样，金融中介与客户之间的商业逻辑及法律逻辑均不相同：资产证券化是融资模式创新，资产管理是投资模式创新。这也就是我国的资管新政将资产证券化（Asset Backed Securitization, ABS）剔除出去的原因。资产管理是银行、信托、证券、基金、保险、期货等公司接受投资人的委托，对后者的财产进行受托投资和受托管理的金融服务，它不同于资产证券化。后者属于投资银行业务，是主要服务于融资人端的金融创新。

按照一些日本学者的说法，“资产管理”与“证券化”的配合也代表了从以间接融资体系为主向以直接融资体系转型的中间状态。间接融资和直接融资都是亚洲人的概念，英美国家金融界并无此分类。日本与中国一样，以银行为代表的间接融资市场非常发达。我国强调要从间接融资走向直接融资，提高直接融资的比重。日本也是如此，但发现转型很难，因此，日本学者认为可以先从“机构型的间接融资”转向“市场型的间接融资”。以银行为中介的融资属于“机构型的间接融资”，而“市场型的间接融资”引入了投资者来直接承担投资风险，但仍然保留金融中介的主导地位的融资方式，具体体现为大力发展资管产品和证券化产品。在这种情形下，投资者直接购买证券或证券化产品并承担风险，因此，这是一种直接投资行为；但另外，这些投资依托于金融机构提供的专业指导与组织机制，所以叫作市场化的间接金融。^①由此来看，资管的大发展以及与证券化的交织并非我国独有的现象，在以传统的间接融资为主导的国家向直接融资过渡的过程中或许都会有这个过程。

（三）“大资管”与影子银行

影子银行是2007年美国次贷危机中兴起的概念，描述的是以非银行金融中介、证券化、回购等为主要构成要素的信用中介系统，它与作为传统信用中介的银行体系相对立，以证券市场为主要活动领域。有意思的是，我国的“大资管”，特别是银行理财也被称为影子银行，但业务特色与域外并不相同。我国的影子银行实际上是银行的影子，是银行在传统体系之外以理财产品、资管计划等为主要工具，构造了一个本

^① 参见郑蔚：《日本“传统型”向“市场型”间接金融转化的经济分析》，载《现代日本经济》2010年第4期；杨东：《市场型间接金融：集合投资计划统合规制论》，载《中国法学》2013年第2期。

质上仍然从事信贷业务的体系。^①之所以把大资管与影子银行联系在一起,一则是因为国际金融界长期以来把中国的大资管特别是银行理财视为“影子银行”,^②二则也是因为近年来国际层面对资管行业结构脆弱性的关注刚好与中国目前对大资管背后的影子银行乱象的整顿不谋而合。

2008年金融海啸后,西方各国都针对影子银行问题进行了金融体系改革,影子银行的风险得到了明显控制。相较证券化或回购、信用违约互换(Credit Default Swap, CDS)传统高风险领域而言,目前影子银行系统中风险存留且越来越突出的领域正是资产管理。金融稳定委员会(Financial Stability Board, FSB)2017年发布了两份报告——《影子银行的活动、风险以及后危机时代处理金融稳定问题的政策工具之充分性》与《应对资产管理业务结构脆弱性的政策建议》,^③指出须密切关注以货币市场基金(以下简称货基)为代表的资管领域的潜在风险。其实,货基在2008年金融危机中本是一个纯粹的受害者——雷曼破产引起一家持有雷曼短期票据的大型老牌货基——主要储备基金(Primary Reserve Fund)跌破了面值而清盘,从而引发了投资者对货币市场基金的全面挤提,但它同时也展示了货基作为最终的资金供给者对金融体系的重大影响。不仅如此,由于货基是商业票据的主要购买者,货基市场的资金枯竭就波及实体企业发行的商业票据无人认购,企业现金流断裂。这也是美国政府迅速入市救货基的根本原因。而货币市场基金的崩盘也正反映出资管行业一个最大的脆弱之处——流动性错配。

资产管理行业的结构性脆弱(structure vulnerability)基本不涉及合法性的问题,而是指资管行业的运作模式容易暴露在系统性风险下。首先是流动性错配。包括货币市场基金在内的开放式基金都可以每日赎回,但基金投资的证券要变现,却需要市场流动性来承接,它不一定即时可得。其次是加杠杆。高杠杆以对冲基金最为典型,但是也有一些普通的集合投资计划开始加杠杆投资。再次是基金管理人的营运风险。一些基金管理人管理的资产规模甚至可以超过商业银行的资产规模,它们是否

^① 参见王喆、张明、刘士达:《从“通道”到“同业”——中国影子银行体系的演进历程、潜在风险与发展方向》,载中国社会科学院世界经济与政治研究所:《中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室工作报告 No. 201702》,最后访问日期:2018年3月28日。

^② See Dan Awrey(2015),“Law and Finance in the Chinese Shadow Banking System”,*Cornell International Law Journal* Vol. 48, pp. 1-49;参见沈伟:《中国的影子银行风险及规制工具选择》,载《中国法学》2014年第4期。

^③ FSB,*Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*, Jan 12, 2017; FSB,*Assessment of shadow banking activities, risks and the adequacy of post-crisis policy tools to address financial stability concerns*, July 3, 2017.

构成系统性重要机构比较有争议。传统上,基金管理人不构成系统性重要机构,因为它不承担投资风险和损失,用行业术语来说就是基金管理公司属于“不动用自己资产负债表和金融中介”。相反,保险公司和银行都需要动用自己的资产负债表,所以它们会承受资本充足率、流动性指标控制或者偿付能力等监管要求,而传统的基金管理人不受这些限制。最后是借券下的刚兑。金融机构为了维护自身信誉或者为客户提供更好的服务,在自己所主持的借券交易出现风险时为客户来补券,即进行刚兑。

可以看到,流动性错配、高杠杆、刚兑、管理人的营运风险等,也是我国当前整顿金融乱象时出现频率最高的词汇。虽然国际组织文件所针对的场景与我国的情形不完全一样。换言之,域外和国内的影子银行在产生的原因、阶段、形态上都有很大不同,但就资管行业内在的局限性及其与影子银行体系风险的关联而言,中外几乎一模一样。因此,近年来国内外的监管者对资产管理行业的关注都是基于系统性风险的考量,它也体现了2008年后金融监管的新维度——宏观审慎监管。

三、资管计划的前身——委托理财时代的风险与治理

从域外历史来看,资产管理业的兴起与投资,特别是证券投资密切相关。在我国,20世纪90年代初证券市场开张伊始,资产管理就出现了,只不过人们一般称之为“委托理财”或“代客理财”。委托人主要是上市公司和一般股民;^①担任受托人的,除了证券公司外,还包括民间各类炒股高手。1998年出台的《证券法》禁止证券公司接受客户的全权委托后,证券公司的“代客理财”业务逐渐作为一种独立业务形态正式进入证券监管视野。

(一)从“委托理财”到“资产管理”——规范性文件中的语词演变

最早提出“资产管理”概念的,是1996年9月18日深圳人民银行发布的《深圳市证券经营机构管理暂行办法》,它第一次把资产管理明确地列入券商经营范围,并将资产管理业务与自营业务、代理业务区分。不过,该办法对“资产管理业务”的具体形态并无详细规定。此时正值沪深股市开始长达两年的大牛市,为证券公司大规模开展代客理财业务提供了十分有利的条件。资产管理业务在券商中逐渐风行,各家券

^① 早期一些上市公司对募来的钱不知道该做什么,就交给证券公司委托理财。证券公司先基于投行业务为客户募集资金,接着又替客户进行理财。参见刘任俭:《我国券商委托理财业务的现状、问题和规范发展的举措》,载《新金融》2002年第3期。

商开始设立专门的部门。^①

中国证监会统一行使证券监管权后,1999年3月发布了《关于进一步加强证券公司监管的若干意见》,将“资产管理”正式纳入综合类券商的业务范围:综合类券商除可以从事经纪业务、证券承销和上市推荐外,“还可以从事证券的自营买卖,资产管理,发起设立证券投资基金和基金管理公司等”。不过,等到2001年证监会正式就资产管理业务出台规范性文件时,相关表述变成了“受托投资管理”,此后的集合资管则被称为“集合性受托投资管理业务”。^②经历了2002~2003年行业阵痛后,2003年12月18日证监会发布了《证券公司客户资产管理业务试行办法》(以下简称《03版试行办法》),回归“客户资产管理业务”的提法,并第一次明确界定了证券公司资产管理业务的三个基本类型:定向资产管理、专项资产管理与集合资产管理。2005年修订《证券法》时,资产管理业务正式被纳入证券公司的业务范围,但名称略有变化,变为“证券资产管理业务”。

尽管规范性文件中的语词一直在变化,但自证监会正式规范券商系资管业务以来,“资产管理”的含义就是明确且确定的。比较2001年《关于规范证券公司受托投资管理业务的通知》(以下简称《01通知》)与2018年《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(以下简称《资管新规》)的表述可以发现,二者均典型地体现了“受托投资管理”这个核心,只是受托资金的投资范围在扩大:

“受托投资管理业务,是指证券公司作为受托投资管理人,依据有关法律、法规和投资委托人的投资意愿,与委托人签订受托投资管理合同,把委托人委托的资产在证券市场上从事股票、债券等金融工具的组合投资,以实现委托资产收益最优化的行为。”——《01通知》

“资产管理业务是指银行、信托、证券、基金、期货、保险资产管理机构等金融机构接受投资者委托,对受托的投资者财产进行投资和管理的金融服务。金融机构为委托人利益履行勤勉尽责义务并收取相应的管理费用,委托人自担投资风险并获得收益。”——《资管新规》

(二) 证券监管对委托理财业务规则体系的构建

受托投资管理意味着由委托人而非受托人承担投资风险,因而对受托人的义务

^① 参见杨光:《我国证券公司资产管理业务的历史发展及监管理论》,载《上海政法学院学报(法治论丛)》2017年第4期。

^② 参见2001年11月28日《关于规范证券公司受托投资管理业务的通知》、2003年4月29日《关于证券公司从事集合性受托投资管理业务有关问题的通知》。

与责任提出了更高的要求。《01 通知》规定:受托人在从事受托投资管理业务过程中应当遵循诚实信用原则,以专业技能管理受托投资,保护委托人的利益,不从事任何有损委托人利益的活动。该通知明确禁止诸多可能涉及利益冲突、利益输送或损害委托人利益的行为。例如,受托人必须在自营业务、经纪业务与受托投资管理业务之间设立防火墙,不得混合操作。这也是为了与《证券法》禁止的“全权委托”区分开来。法律禁止全权委托是为了防止经纪人基于多赚佣金的目的而频繁利用客户账户买入卖出,即所谓“翻炒股票”,导致客户资产因大额手续费支出而受损。资管业务与此不同,受托人收取的是管理费,后者与客户资产规模相关,因此,做大客户资产价值(而非翻炒股票)对客户与受托人都有好处。

券商系的资产受托管理在证券市场上操作,涉及账户开设、投资决策、资金与证券托管、与被投资公司的关系等一系列重要的技术事项,需要监管规范从一开始就加以明确。例如,《01 通知》规定:(1)受托人与委托人签订受托投资管理合同,以委托人的名义设置股票账户和资金账户,并通过委托人的账户进行受托投资管理;(2)受托人可以选择银行托管其受托投资管理的证券经营资产;(3)受托人不得向委托人承诺收益或者分担损失;(4)受托人管理的全部受托投资持有一家公司发行的证券,不得超过该证券(总股本)的10%;(5)当委托人持有一家上市公司已发行的总股份接近5%时,受托人应当提前通知委托人,并督促其履行国家有关法律、法规规定的义务;如果委托人拒不履行有关义务,受托人应当向证券交易所报告,等等。

梳理《01 通知》的上述规则,可以发现若干对法律上界定受托投资管理的性质有重要影响的因素。

第一,账户主体。证券公司作为受托投资管理人与委托人签订受托投资管理合同,以委托人的名义设置股票账户和资金账户,并通过委托人的账户进行受托投资管理。这一点也反映了证券市场委托理财(不限于证券公司作为受托人)的基本操作模式,即受托人进入委托人账户操作,对外仍然是委托人自己的投资。同时,这种操作模式也便于委托人对受托人的行为进行监督,包括及时止损或要求受托人及时平仓。

第二,受托财产的独立托管。受托人可以选择银行托管其受托投资管理的证券经营资产。关于受托财产是否独立存管,2001年的规则没有强制独立存管,但要求受托人将受托投资资产与其自有资产及不同委托人的资产相互独立,对不同的受托投资资产分别设立账户、独立核算、分账管理,确保不同委托人之间在名册登记、账户设置、资金划拨、账册记录等方面相互独立。2003年集合受托管理开闸后,新的监管规

则提出了集合资管必须交由银行托管的要求。此后,独立第三方存管的规则成为证券市场中受托管理财产状态的标配。

第三,受托人不得刚兑。《01 通知》第 11 条规定,受托人应根据在与委托人签订的受托投资管理合同中约定的方式为委托人管理受托投资,但不得向委托人承诺收益或者分担损失。

第四,对外投资限制与产融关系的处理。证券市场中的投资活动必然会触及被投资的上市公司和金融业之间的关系问题,即产融关系问题。《01 通知》要求受托人管理的全部受托投资持有一家公司发行的证券,不得超过该证券(总股本)的 10%。相较基金业的双向 10% 限制——“任何一个基金或者一个基金管理人管理的基金持有一家上市公司的股份不能超过 10%,同时持有任何一家公司的股份不能超过基金资产的 10%”,受托投资管理少了资产集中度的要求,这也体现了对单一委托理财情形下委托人投资意愿的尊重。但是,在处理受托资金与被投资企业的关系时,资产管理领域与基金业的规则是一致的,均要避免基金或者受托管理的这种金融力量控制产业公司。这也是在资产管理领域的任何投资渠道下都必然要处理的问题。

(三) 委托理财的异化

每一个行业的资管业务都会受制于该行业自身的最强基因。中国券商业的独特发展路径也使它身上带着一些所谓的“原罪”,如挪用客户保证金、挪用客户的证券、挪用客户的国债等。在受托理财业务中,它也意味着受托财产的独立性并未得到维护。产生这种局面的原因有多方面。

一是我国金融子行业,如证券、信托、保险等最初都是从银行业分离出来的。银行业务模式的特点是,老百姓把钱存到银行后,银行可以自由使用存款来放贷。因此,证券公司从业人员最开始也有一种思维惯性,认为对于客户存放在证券公司营业部的交易资金或证券等可以统一周转、使用、调配,只要客户提取资金或证券时再支付给后者就行。^①

二是证券市场承担着为国企改制融资的任务。券商承销,特别是包销上市公司的股份发行,若卖不出去只能压在自己手上,占用资金。但证券公司恰恰天然存在资金不足的问题——银、证、保三家金融中介,银行和保险都是资金池(吸收存款与保费),只有券商不是资金池,因为传统的证券承销或经纪业务都属于代理人业务,不动

^① 彭冰:《客户交易结算资金的法律问题》,载吴志攀、白建军主编:《证券市场与法律》,中国政法大学出版社 2000 年版,第 274 页。

用券商自己的资产负债表。但是,我国资本市场的证券发行多为包销,券商的资金压力非常大,有时不得不挪用客户的资金来支持承销业务。

三是券商开始做自营业务后,对资金的需求更大。客户存放在营业部的资金和证券俨然成了券商的资金池,挪用情况也就更厉害了。

委托理财业务异化的另一个特征是刚兑的兴起,其方式就是券商提供“保底收益”。相较承销、经纪业务,受托理财是证券公司迅速扩大资产规模的便捷途径。^①因此,为吸引客户、最大限度地争夺客户的理财资金,券商不仅要展示自己的专业能力,还要为客户提供保底收益。这也意味着,当股票市场下行时,券商面临很大的偿付压力。因此,一旦开始提供保底理财,券商和客户之间就不再是委托理财关系,而更像是一种借贷关系。1999年9月允许“三类企业”入市后,保险资金、住房公积金以及铁路、农垦等系统的资金相继涌入市,采取的手法均是直接或变相地委托理财。证券公司大量吸收资金、承诺回报,吸新还旧维持发展,积蓄了大量风险。^②

理财向融资的蜕变不仅体现在证券公司的受托理财业务中,还体现在证券公司作为监管人的第三方监管合同中,即炒股大户与有富余资金的企业或金融机构之间签订理财合同,由开户券商作为第三方监管人。这种理财合同通常也是证券公司为客户间融资提供居间服务的方式。第三方监管合同通常会约定监管人的职责包括监督受托资产移转和处置、监督投资方向、通知重要事项、强行平仓、资产移交和收益清算等监管义务。^③但是,由于证券公司与融资客户之间的利益关联,监督条款常常沦为一纸空文。

2001~2004年的长达数年的大熊市,令证券公司违规操作的风险全面爆发。国债回购危机、委托理财危机、三方监管理财危机、保证金挪用危机,最终发展为行业性的系统性风险。券商从事理财业务,为客户保本保收益,或者从事自营业务,挪用客户资金与证券在股市坐庄,有些则投入实业或房产上,大多都被套牢。此外,德隆系等民营金融大鳄通过自己控制的证券公司和信托公司发行大量理财产品或信托计划募集资金,除收购整合实业外,主要投入到证券市场维持新疆屯河、湘火炬等三只股票的价格,最终随着股价的崩盘而灰飞烟灭。2005年收拾残局,整个证券行业中几乎一半的证券公司被关闭,全行业亏损220亿元,平均每家证券公

① 参见刘任俭:《我国券商委托理财的现状、问题和规范发展的举措》,载《新金融》2002年第3期。

② 参见陈英:《17家券商被证监会关闭 挪用客户保证金是主因》,载《证券时报》2006年2月18日,A02版。

③ 高民尚:《审理证券、期货、国债市场中委托理财案件的若干法律问题》,载《人民司法》2006年第6期。

司亏损 20 亿元。^①

(四) 危机应对与制度重建

券商系统性风险的化解对法治是一个严峻挑战。理论上,由于券商缺乏资金池,除非股东能够增资,否则无法自救。金融体系中最终能够提供资金的只有中央银行,即央行的“最后贷款人”角色,但央行依法只能对商业银行提供贷款。这个问题在美国 2008 年金融危机中也充分展现出来,影子银行体系的核心中介——独立投行——面临流动性危机或破产风险,要靠美联储来救助,但这样做就必须修改联邦储备法。若不修法,独立投行就只能卖给商业银行(如大通曼哈顿就收购贝尔斯登,美国银行收购美林),或者紧急转型成银行控股公司(如大摩和高盛),以得到美联储的救助。

我国的中央银行法(《中国人民银行法》)也规定,央行作为最后贷款人可以向商业银行提供再贷款,但并未规定向证券公司或者证券登记结算公司提供最后贷款人服务。因此,为化解证券市场系统性风险,国务院作出特别决议,指示中国人民银行向证券市场提供资金,以国家财政来兜底解决系统性风险问题。2004 年 11 月 9 日中国人民银行、财政部、银监会、证监会联合发布了《个人债权及客户证券交易结算资金收购意见》,个人委托理财或购买集合信托产品而损失的投资本金,作为对证券公司、信托公司的债权而由国家收购。其中本金部分在 10 万元以内的,予以全额收购;累计在 10 万元以上部分,按九折价格收购。机构(如上市公司、信用社、住房公积金中心等)参与委托理财的,政府不提供兜底,而是要求机构参加相关证券公司的破产清算。

机构投资者的失落引发了一轮起诉中国证券登记结算公司(以下简称中证登)的浪潮。这是因为机构委托券商理财往往采取了“委托国债理财,获得固定回报”的形式。但券商买入国债后转手投入回购交易获得资金,然后入市炒股坐庄等,或者出借给第三方炒股大户。熊市消灭了庄家,也消灭了融资坐庄的券商。当国债回购到期时,券商无法还款赎券。在场内封闭式质押回购模式中,中证登作为中央对手清算(Central Counter Party, CCP)有担保交收的职责,必须向国债的首期买入方(资金出借方)付款。因此,中证登只能将作为质押品的回购标的国债卖出,导致委托国债理财的机构投资者的损失。当相关证券公司破产后,中证登也就成为机构委托人的追

^① 参见李中东:《券商祭》,载《证券市场周刊》2005 年第 3 期。

索目标。委托理财下复杂的交易模式与多重主体的交易,使纠纷的处理颇为棘手。^① 2003年最高人民法院曾草拟了《关于审理金融市场上委托理财类合同纠纷案件的若干规定(征求意见稿)》,但由于关于保底理财合同到底是委托、信托还是无名合同,保底理财业务属于特许金融业务还是一般民商事交易等问题始终存在很大争议,因此,司法解释也一直未出台。

2004~2005年证券市场系统性风险的化解以财政兜底告终,也促使时任央行副行长后担任全国人大财经委副主任的吴晓灵女士强烈呼吁加强对理财这一高风险业务的监管。一般来说,券商的投行业务不会亏损,替客户承销股票不会破产,经纪业务基本上是早涝保收,破产或被关闭的主要原因是理财业务,因为理财实际上已经蜕变成借贷融资,变成了对第三人的负债。^② 此前,中国人民银行内部已经成立了金融稳定局,对理财这种交叉金融产品的风险传染问题进行研究,并起草了征求意见稿。不过,随着2005年股权分置改革与股市回升,这个稿子也没有了下文。不过,草灰蛇线,十年不绝,终成今日之大资管新政——《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》。^③

回顾10多年前券商委托理财危机,也可以发现,从民商法角度去定性一个金融交易可能很重要,也可能并非那么重要。委托理财的法律性质虽然在司法层面始终未得出结论,但核心的危机已经靠国家兜底被化解掉了。这恐怕也是监管部门始终觉得自身的责任难以放弃的原因。当然,行政监管措施的整齐划一有时看来太过于粗暴专断,也容易助长道德风险。此后的制度建设仍然是由监管部门来主导的,它包括两个方面:一是2005年修订《证券法》对证券市场基础设施建设的完善,包括资金独立第三方存管以及证券的透明持有和集中登记;二是对证券公司的资产管理业务的重构,体现为中国证监会2003年12月颁布的《证券公司客户资产管理业务试行办法》(以下简称2003年《试行办法》)。这个办法经历2008年的补充、^④2012年的修订和2013年的微调(以下简称2013年《管理办法》),奠定了今天券商系资管计划的基本范式。在这个过程中,从资管计划的基本形式到资管计划的

① 对此过程的细致分析,参见范中超:《国债回购危机:回顾与反思》,载《太平洋学报》2007年第4期;王咏:《中国交易所回购市场法律分析》,载《环球法律评论》2010年第6期;牛文婕、张松涛:《证券登记结算业务中司法介入的实践与建议》,载应勇主编:《金融法治前沿》(2010年卷),法律出版社2010年版,第92~100页。

② 此外,还有自营业务,特别是坐庄。但若非保底理财下获得的资金支持,券商的自营业务也难以做大。

③ 参见“资管新政”的前世今生,载微信公众号:群贤沙龙第51期,2018年1月7日。

④ 中国证监会2008年5月31日针对定向资管和集合资管分别颁布了实施细则——《证券公司定向资产管理业务实施细则(试行)》和《证券公司集合资产管理业务实施细则(试行)》。

功能,都没有太大变化。

下面,笔者将针对这些资管计划的具体形式和实践运用来观察其功能以及对法律定性造成的困扰。

四、资管计划的形态与功能

2004年之后,券商资管计划有了正式的名称和分类,包括定向资管计划、集合资管计划和专项资产管理计划,后者又称专项资产支持计划。定向资管计划是接受单一委托人的理财委托,而集合资管计划则有两个或两个以上的委托人。两者大致可以对应国际上对资管业务的一组基本分类:全权委托 vs. 集合投资计划或基金(Collective Investment Scheme, CIS)。实践中,从集合资管计划发展出结构化资管计划,成为加杠杆炒股和杠杆收购的工具。此外,专项资产支持计划虽然也被叫作资管计划,但本质上是资产证券化业务。如前所述,在“大资管”和金融市场的定位中,资产证券化业务并不属于资产管理,而是属于融资类业务。从这个角度来看,券商资管计划的大发展是在投融资链条的两个方向同时进行的,借用日本学者的概念,就是构造了中国式的“市场型间接金融”框架。

(一)定向资管计划

定向资管计划只有一个委托人,其可以对受托券商提出理财的具体要求,集中体现在双方签订的定向资产管理合同中。因此,定向资管计划是有最大自由度的资产管理模式。

在对外关系上,2003年《试行办法》要求委托理财通过该客户的账户办理,但2013年的《管理办法》要求通过专门账户来办理。调整的缘故,据说是通过委托人账户进行资产管理导致受托人的管理行为与《证券法》禁止的“全权委托”难以区分,专门账户则避免了这种尴尬。尽管定向资管仍然意味着受托人行使主动管理职责,但委托人也并非消极的受益人。例如,委托人须自行行使其所持有证券的权利,履行相应的义务;若投资于上市公司的股票达到公告、报告或要约收购的标准,也由委托人履行信息披露以及其他证券法下的义务。此外,自2008年实施细则到2013年《管理办法》,要求受托证券公司将委托人的财产交由第三方独立托管,但《资管新规》不再强制独立托管,而是由定向资管合同当事人约定是否托管。

实践中,在2012~2016年,定向资管计划主要为银行大客户服务,而不是像域外

那样接受保险资金、退休基金、社保基金或其他机构投资者的投资委托。券商为银行服务有以下几种场景,其管理决策的权限大小相差悬殊。一是银行的委外业务,即银行全权委托券商负责其一笔资金的投资业务,券商进行主动管理,享有投资决策权。二是为银行办理部分投资事务。比如,投资标的由银行确定,券商主要做一些服务性工作,包括寻找询价对手、跟对方协商定价、最后报告给银行成交等。三是通道类业务。如银行的理财资金要投结构化证券投资信托的优先级,但银信合作的额度已满,就借助券商定向资管计划作为通道,实现对信托的放款;再如,银行想给自己的客户发放一笔贷款,但受制于银行的贷款规模或者客户所处的限制性行业而无法放贷。因此,银行用理财产品作为券商定向资管计划的单一委托人,将定向资管下的资金投向单一信托计划,最后由信托计划放款给相关借款人客户。可以说,2012年以后定向资管计划的大发展基本摆脱了原来代客炒股票角色,而是成为银行投资顾问、事务办理者或者通道。前两种功能还有资产管理的属性,通道功能则与资产管理毫不相干。

(二) 集合资管计划

集合资管计划是资产管理业务的常态,指专业的投资管理人接受多个委托人的委托,将其委托资金汇集在一起进行共同投资。因此,集合资管计划在域外通常也称为“基金”(fund)或“集合投资计划”(Collective Investment Schemes, CIS)。

在我国,“基金”通常被视为“证券投资基金”的简称,但这里还隐含了一个“公募”与“私募”的区分,即我国的证券投资基金都是投资于证券市场品种的公募基金,由专门的基金管理公司发起并管理。对于私募的证券投资基金,目前有两种形态:一种是券商的集合资管计划,另一种是基金公司的专户。证券监管规则对于私募(无论是券商资管计划还是基金专户)都有投资门槛、投资者人数以及营销方式限制。由此产生的一个问题是,证券公司是否可以做公募的集合投资计划?理论上(功能的角度),证券公司、基金管理公司等各位金融市场中介若有资产管理能力,完全可以发起公募或者私募的资管产品。不过,我国公募基金在20世纪90年代中期产生时,定位于由券商之外的专门基金管理公司来经营。由此也造成券商系的委托理财处于“禁止全权委托”与“基金公司独立化”的双重夹击之下。不过,2012年后的金融创新和金融混业改革抛弃了这种将特定金融机构与产品绑定的思路,证券公司、保险公司、

私募基金管理人等都可以发起设立公募的证券投资基金。^①因此,目前证券公司可以设立公募证券投资基金,但集合资管计划仍属于私募范畴。

与定向资管计划不同,证券监管规则明确要求集合资管计划不能做通道,受托管理人必须履行主动管理的职责。这是因为,集合资管计划存在不同的委托人,若受托人将管理权限出让给某一委托人,其决策可能会损害其他委托人的利益。因此,集合资管计划的受托管理人应主动管理,谨慎平衡不同委托人的利益,消除潜在的利益冲突。此外,集合资管计划按监管要求一直实行计划资产的第三方独立存管。由于集合资管计划主要在证券市场投资,需要依托专门的账户(包括证券账户和资金账户)进行,为此中证登为券商集合资管计划设定了联名账户,其名称中包含计划管理人、托管人以及资管计划的名称。如宝万之争中披露的万科的某一个券商集合资管计划,其联名账户为“国信证券-工商银行-国信金鹏分级1号集合资产管理计划”。由此我们可以了解,这是券商设立的集合资管计划,由国信证券作为管理人,工商银行是计划资产的托管人,集合资管计划的名称为“国信金鹏分级1号集合资产管理计划”。

(三)集合资管计划的变形:优先-劣后的结构化资管计划

实践中,券商系集合资管计划近年来最引人注目的,并非普通的两个或多个委托人出资设立的资管计划,而是只有两个委托人,但二者之间形成优先-劣后安排的特殊的集合资管计划。在2015年股灾中充当场外配资工具的结构化资管计划以及宝万之争中钜盛华和万科设立的资管计划,皆为此类,它们充当了加杠杆炒股和加杠杆收购的金融工具。

在这种集合资管计划中,两个委托人的权利和义务、法律地位、收益、风险等均不同。一个被称为优先级委托人,另一个被称为劣后级委托人。以钜盛华的资管计划为例(见图2),银行理财作为优先级委托人,钜盛华作为劣后级委托人,设立券商集合资管计划或者基金(子)公司专户计划,在二级市场购买万科股票。按照资管合同,资管计划的托管人为资管计划在中证登开立证券交易账户,在相关银行开设资金账户,以便进行证券交易的清算交收。

^① 参见中国证监会《资产管理机构开展公募证券投资基金管理业务暂行规定》((2013)10号)。

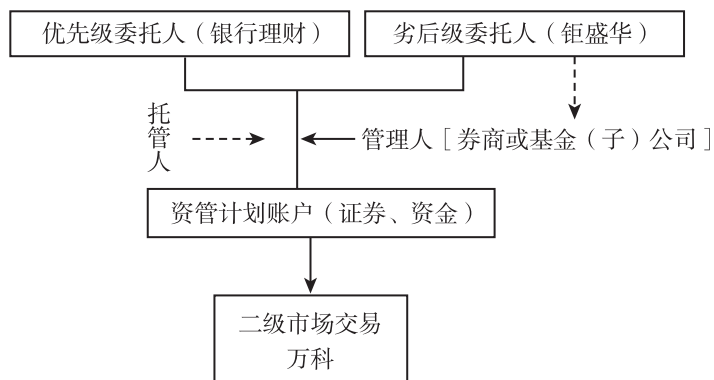


图 2

这种优先-劣后安排的交易实质,是劣后级委托人借入优先级委托人的资金来炒股。整个计划下购入的股票作为担保品,计划管理人则作为担保品的受托人。若股票价格下跌,计划管理人强制平仓以保证优先级委托人的安全。资管计划通常约定,优先级委托人获得固定回报,剩余权益则为劣后级享有;若计划资产变现后未能实现优先级委托人的固定回报,劣后级委托人须补足差额。因此,这种资管计划属于典型的担保融资交易的安排,与场内的融资融券下的担保安排并无本质区别,只是结构上更复杂,参与主体更多。

结构化资管计划之所以在宝能收购万科中大放异彩(或臭名昭著),主要是因为它相对于其他杠杆收购工具更方便好用。目前,我国金融体系能够提供的杠杆收购工具,如并购贷款、并购债及结构化证券投资信托等,都存在一定的局限性。(1)银行并购贷款。2008年后出现的并购贷款主要提供给大型国企进行跨境收购,很少发放给民营企业的境内收购,而且审批程序严格,限制条件较多。(2)并购债。证券市场也有并购债,但品种少,发行门槛高。(3)结构化证券投资信托。信托公司提供的结构化证券投资信托是2015年股灾中场外配资的主要通道,但它对于杠杆收购则不好用,因为原银监会(现为中国银行保险监督管理委员会)对结构化证券投资信托有投资单票不超过20%的限制,以防范风险。换言之,一个结构化证券投资信托至少要买5只股票,每只股票不得超过信托资产的20%。对于杠杆收购来说,这几乎是不现实的。

相比之下,结构化资管计划的优势突出:它是一个成熟的金融产品,有标准化的合同,设立非常方便,且没有单票投资上限。此外,资管计划的对接和嵌套也很方便。配一个银行理财资金或信托计划作优先级时,后者只需直接购买资管计划的优先级

份额就可以了。对于收购方而言,结构化资管计划的便利性尤其适合渐进式收购,可以随着收购标的数量的增加而不断设立新的资管计划来快速融资。^①

此外,在证券市场中购买股票或者作为收购工具的资管计划还面临一个特殊的问题,就是作为持有股票的主体或者投资人的身份。实践中,中证登的三联名账户为资管计划提供了资本市场的身份证。如果从商业逻辑角度来更清晰地观察,可以将上面的结构化资管计划的图示顺时针旋转 90 度(见图 3),这样,结构化资管计划就非常像一个公司,而其购入的万科股票就是公司的资产。当然,法律上不会将资管计划定位为法人,最多可以称之为一种“特殊目的载体”(Special Purpose Vehicle, SPV),对此我们可以借用“会计主体”的概念来理解,用一张资产负债表来反映。会计主体的范围比法律主体更广,除法人外,也可以是法人下设的不具有法人地位的分支机构,或者是多层控股关系组成的企业集团。在金融业务中,大到银行,小到某个金融产品,它们作为资金中介都可以用资产负债表来反映,构成一个会计主体以及特殊目的载体(SPV)。

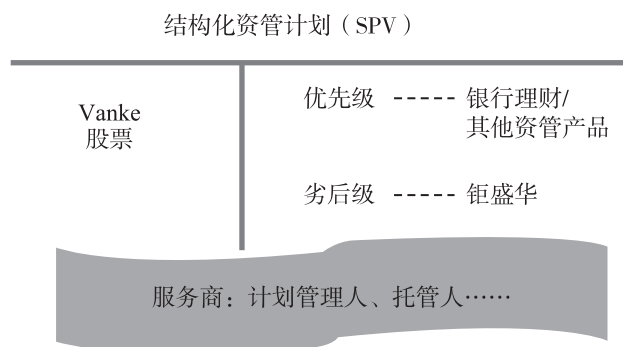


图 3

将图 3 与公司的资产负债表对照,就可以对优先级、劣后级委托人的法律地位获得一种直观的认知,即类比为公司资产负债表中的债权人与股东。SPV 将得到的全部资金(来自股东以及债权人)用来购买万科的股票,作为 SPV 的资产。为这个 SPV 服务的机构,包括了资管计划的管理人、托管人以及接受委托下单买股票的券商经纪人等。此外,为了保证优先级委托人的固定回报,结构化资管计划通常还会约定保证人或其他信用增级、流动性提供者。将结构化资管计划类比为公司,也就很容易理

^① 对于结构化资管计划的一个完整的分析,参见刘燕、楼建波:《资管计划与企业并购》,载《清华金融评论》(增刊)2016 年 12 月。

解,为什么在这种结构化计划中由劣后级委托人而非计划管理人进行投资决策,因为劣后级委托人是公司的股东,计划管理人更像是股东们聘用的经理。

从一个更大的视角来看,图3中的结构化资管计划也与域外杠杆收购中的壳公司收购模式非常类似。例如,全球知名的私募股权投资机构——科尔伯格·克拉维斯(Kohlberg Kravis Roberts & Co. L. P.,KKR)所做的第一单针对美国证券市场中型规模以上的上市公司的杠杆收购交易,其基本架构就是在壳公司中搭建多层优先级和劣后级资金安排,保险公司、退休基金、对冲基金等分别认购不同层次的债务凭证,再由壳公司去收购目标公司。^① 宝能的结构化资管计划与之异曲同工。但问题在于,宝能并未将所有的融入资金都安排在一个计划中,而是设立了太多的资管计划,以至于为这些计划提供优先级资金的机构投资者(如银行理财、信托计划等)也无法判断自己究竟与谁绑在了同一个战车上。特别是当优先级投资者想要变现退出或者管理人强制平仓的时候,可能存在法律障碍,因为各家资管计划作为劣后级委托人的一致行动人,其卖出股票可能会受到证券法下对大股东或收购人处置股票的限制。因此,在信息披露不充分的情形下,这种结构化资管计划确实会给资管计划的优先级委托人带来风险。^②

(四)特定目的的专项资管计划

特定目的的专项资管计划即资产证券化。按照通说,资产证券化属于结构融资,融资人将其持有的未来可带来现金流的资产转让到一个SPV中,再以SPV为核心发行优先级和劣后级证券给投资者。因此,资产证券化是一个典型的融资工具和融资渠道。然而,从2003年《试行办法》到2013年《管理办法》,证监会一直将专项资产支持计划置于资管计划体系中,直到此次《资管新规》将资产支持型证券(Asset Backed Securitization,ABS)剔除。这不禁令人好奇,作为一项融资业务和投资银行业务的资产证券化,证监会在资管计划体系中究竟是设置为受托投资还是受托融资?

2003年《试行办法》基本上是从受托资产管理业务的角度描述的,“证券公司为客户办理特定目的的专项资产管理业务,应当签订专项资产管理合同,针对客户的特殊要求和资产的具体情况,设定特定投资目标,通过专门账户为客户提供资产管理服务。证券公司可以通过设立综合性的集合资产管理计划办理专项资产管理业务”

^① 参见George P. Baker, George David Smith:《新金融资本家》,张爱玲、孙经纬译,上海财经大学出版社2000年版,第80~89页。

^② 参见刘燕、楼建波:《企业并购中的资管计划——以SPV为中心的法律分析框架》,载《清华法学》2016年第6期。

(2003年《试行办法》第15条)。2013年《管理办法》维持了上述角度,只是在中间增加了一句关于融资人的信息,即“……证券公司应该充分了解并向客户披露资产所有人或融资主体诚信合规状况、基础资产的权属情况、有无担保安排及具体情况,投资目标的风险收益特征等相关重大事项。……”(2013年《管理办法》第14条)。

从某种意义上说,监管规则之所以能够从投资人角度描述资产证券化,是因为在“市场型间接金融”中的任何一项资金融通交易,都可以被看作投资端与融资端的对接。如图4所示,从投资人端启动的交易是资产管理业务,即投资人委托金融机构作为管理人办理对外投资;而从融资端启动的业务是投行业务,即融资人委托金融机构作为管理人设计结构融资的架构,以基础资产作为担保进行融资或者进行资产证券化,后者也就是专项资管计划的业务流程。

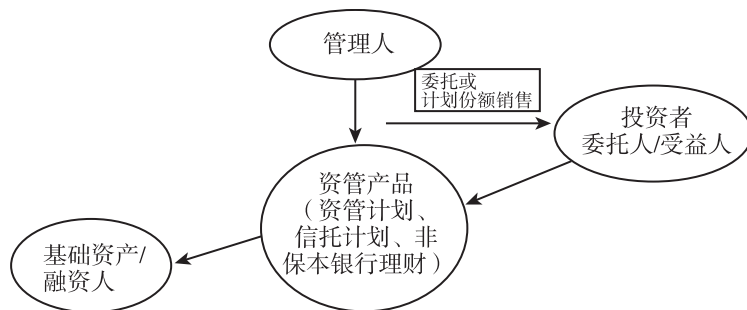


图4

当然,监管规则的含糊其辞无法掩盖两个棘手的问题。第一,从理论上说,资产支持证券一定会有多个投资者(即使是私募),通常还会分为优先级与劣后级,以劣后级作为资产支持证券的增信措施。那么,这种专项资产管理计划与集合资管计划、特别是结构化资管计划有何区别?第二,从实践层面来看,不同时期的监管规则都强调“证券公司从事客户资产管理业务,应当建立健全风险控制制度,将客户资产管理业务与公司的其他业务严格分开”。^①那么,证券公司究竟应如何安置专项资产管理业务?

目前,法学界对专项资产管理计划的诟病,主要集中在证监会因受制于分业经营与分业监管而未能为专项支持计划引入信托结构,将专项计划建立在委托合同的基础上,导致破产隔离风险。^②其实,相较专项资管计划定位的错乱,信托与破产隔离问

① 参见2003年《试行办法》第7条、2013年《管理办法》第7条。

② 参见沈朝晖:《企业资产证券化法律结构的脆弱性》,载《清华法学》2017年第6期。

题的严重性恐怕还居其次。这是因为,我国目前的企业资产证券业务多是以工商企业未来的营业收入(如特许权收费、公园门票、学费收入等)进行证券化。^① 此类未来应收账款既非会计报表上的资产,也就无真实出售、出表或破产隔离之说,实际交易中基础资产所有人或借款人往往需要提供多重担保。因此,大多数企业资产证券化本质上仍然是借款人的信用融资,而非资产融资。此时,投资者控制风险的方式是以复杂而有效的账户安排来锁定未来的现金流路径,^②基础法律关系是信托还是委托的问题似乎湮灭于错综复杂的合同安排中。

更何况,在我国,信托尚未被很好地用以解释资产证券化。由央行主导的信贷资产证券化虽然是用信托来架构的,但其中的信托逻辑并不清晰。按照《信贷资产证券化试点管理办法》(2005年)的描述,委托人(银行)将资产交给受托人设立信托,受托人发行资产支持证券,投资者购买资产支持证券(信托受益凭证)并将现金交给受托人,由后者转交给委托人。其交易结构如图5所示。这种信托初看起来像一个他益信托,因为有委托人、受托人、受益人三方。但在他益信托下,受益人并不需要花钱购买信托收益凭证,而是坐享其成。另一方面,商事信托交易通常都是自益信托,但若是自益信托,为什么这里的委托人与受益人不是同一人呢?显然,《信贷资产证券化试点管理办法》描述的交易模式并非信托逻辑在资产证券化领域的直观运用。^③

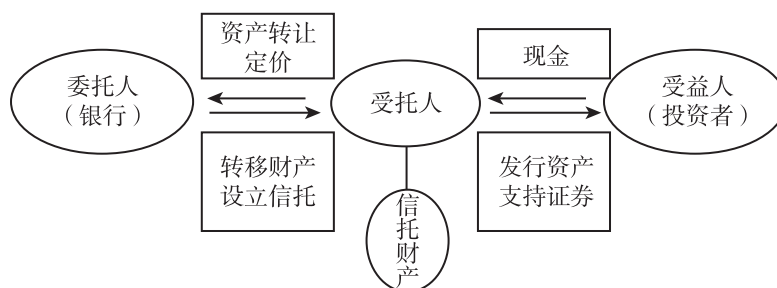


图5 信贷资产证券化试点办法下的信托结构

^① 这是从基础资产类型来看的。若着眼于融资数量,则蚂蚁小贷、融资租赁公司等金融类机构融资人占绝对优势。参见中国证券投资基金业协会:《资产证券化业务备案情况综述(2017年度)》,载中国证券投资基金业协会网:<http://www.amac.org.cn/tjsj/xysj/zczqhywsj/392845.shtml>,最后访问日期:2018年8月1日。

^② 参见[美]弗兰克·J.法博齐、维诺德·科赛瑞:《资产证券化导论》,宋光辉、刘璟、朱开峙译,机械工业出版社2017年版,第148~158页;冯光华等:《中国资产证券化市场发展报告2016》,中国金融出版社2016年版,第127页。

^③ 更完整的分析,参见楼建波、刘燕:《论信托型资产证券化的基本法律逻辑》,载《北京大学学报》(哲学社会科学版)2006年第4期。

因此,我们需要回归投融资链条的起点,基于资产证券化的结构融资属性将其改造成融资人信托,即从融资人端启动的自益信托。在这个自益信托中,作为基础资产持有人的融资人(信托下的委托人与受益人)将其资产交给受托人设立资产支持计划(信托),同时,融资人取得信托受益权份额作为对价。然后,融资人将信托受益权凭证转让给其他的投资者以募集资金,投资者日后可基于信托受益权而从信托财产的现金流中获得补偿。当然,融资人自己也可保留一部分信托受益权凭证,作为劣后级受益人,将优先级信托受益权凭证转给投资者。因此,当信托应用于资产证券化,其操作流程应当是“融资人信托 + 转让信托收益权凭证”(见图6)。

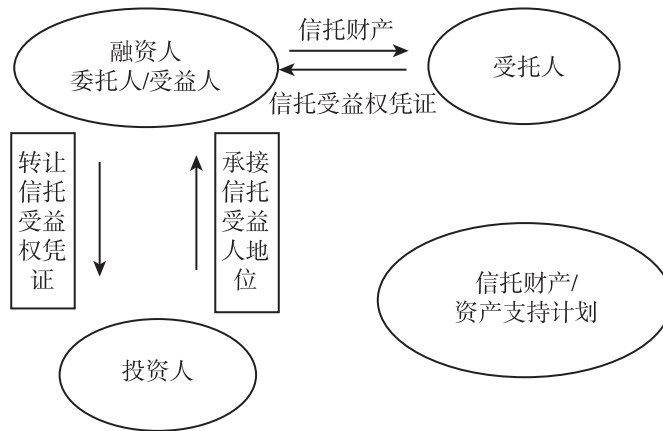


图6

从图6来看,当证监会错用了资产管理的逻辑来描绘资产证券化时,可能掩盖了一个最核心的理论问题:如果这里确实存在一个信托,那么受托人的信义义务到底指向谁?换言之,受托人到底应该全心全意地为融资人服务,还是全心全意地为投资人服务?

五、资管计划的法律定性:方法 vs. 结果

对我国证券公司资产管理业务发展过程的梳理,展现了一幅奇妙的图景:定向、集合、专项、结构化四类资管计划,覆盖了从结构融资到受托投资管理的各类活动,发挥了资产管理、融资借贷、融资担保等不同功能,连接起不同市场板块下的资金提供者与资金需求者,在某种意义上搭建了日本学者所描述的“市场型间接金融”的完整框架。不仅如此,它们还通过买入份额或对外投资的方式,与其他金融子行业中的资

管产品进行对接和嵌套,帮助商业银行绕开贷款规模、资本充足率等管制。

所有这一切,都是在“受人之托、代人理财”这一神奇的术语下发生的。在某种意义上,“受人之托、代人理财”更像是“合同自由”的代名词,它是否属于真正意义上的“资产管理”反而不那么重要了;而监管规则则通过对交易基本流程的描述、对受托人义务和受托财产安全等设置的底线,维系着资管市场的基本秩序。现实中资管计划呈现的多样性,无非是金融市场中的主体在合同自由、意思自治的基础上,在监管框架允许的范围内(或者通过绕开监管障碍),自主设计了满足其特定需求的投融资交易。每一项交易都是一个合同,借用卢梭的名言“人生而自由,但无往不在枷锁之中”,或许可以说,“金融如水,但无往不在合同与监管中”。

那么,对于这样一个复杂而灵动的交易体系,传统的法律定性之争——“信托 vs. 委托”是否过于简单了?

(一) 法律定性需关注的事实前提

法律定性体现了对法律概念的应用,是从民商法角度对金融交易的事实过程所作的抽象。目前,学界与实务界对于对资管计划的法律定性已有大量的讨论,在信托与委托区别的各个方面都进行了详细的辨析。不过,这种争论往往更多地从抽象的概念或原理出发,对实践中资管计划的一些重要细节关注不够。它们尤其集中于资管计划功能、计划管理人或受托人的角色以及受托财产的地位等方面。

1. 计划管理人/受托人

在不同的资管计划中,计划管理人/受托人扮演的角色并不相同,相应的权利义务关系也各有特点。

(1) 在定向资管计划中,受托管理人的角色取决于委托人的具体要求或相关合同的具体约定,可能是主动管理(如银行委外),可能是事务性处理,也可能是纯粹的通道,即所有事务都由委托人或委托人指定的第三人决定并实施。

(2) 在集合资管计划,特别是全体委托人的法律地位一致的“平层型集合资管”中,受托管理人负有主动管理的职责,与公募证券投资基金的管理人类似。此外,受托管理人也可能用自己的资金跟投一部分资管计划的份额,此时它与委托人组成一个有限合伙并充当普通合伙人(General Partner, GP)。

(3) 在分级型集合资管,即结构化资管计划中,由于劣后级委托人承担投资风险,优先级委托人仅仅是提供资金并取得固定回报,因而资管计划的投资决策权也属于劣后级委托人。券商作为受托管理人的作用是持有资管计划下的财产作为担保品,在

财产价值波动或贬值时强制平仓以保护优先级委托人的资金安全。此外,资管计划的受托管理人还需要承担受托管理财产的估值、清算交收、记账等事务管理性的工作。

(4)在专项资管计划中,受托管理人基本上扮演的也是一个担保品持有人的角色,监督 SPV 现金流向投资人。当然,券商系的专项资产支持计划与银行系的信贷资产证券化略有不同,券商作为管理人还会设计交易架构、监督原始权益人的运作等。即便如此,恐怕也很难说券商在专项资管计划中的职责属于主动管理。典型的资产证券化的资产都是自变现(self-liquidating)的,现金流源于基础资产下的借款人到期还钱,并不需要受托管理人进行主动管理。从这个角度来看,将资产证券化下的受托管理人定位于事务管理型更为合适。^①

尽管不同资管计划下的角色不同,但由于监管的介入,受托管理人在以下两个方面的职责是一致的:第一,不得对委托人提供保证收益或弥补亏损的承诺,即不得刚兑;第二,不得存在利益冲突或其他损害委托人利益的行为(如挪用受托资产,将不同的委托人的受托投资资产混合管理等)。监管规则在这些方面的描述与信托法下受托人的忠实及勤勉要求颇为相似,有些地方甚至更为详细。

2. 受托管理财产的地位

自 2001 年立规开始,券商系资管计划就倾向于受托财产的独立托管。2003 年《试行办法》强制要求集合资管计划的财产由第三方托管。2008 年后各类资管计划下的财产均被要求独立托管。此次《资管新规》后,证监会始放松对定向资管的强制第三方托管要求,允许委托人与受托人自主约定,同时要求充分揭示风险。

当然,对于部门规章下独立托管的法律意义,学界尚存争议。有观点认为,证监会的规章不具有破产隔离的效果,因为《立法法》明确规定基本民事制度须由法律设定。相反,也有学者基于我国最高人民法院的相关实践,认同资管计划的独立性。^②在 20 世纪 90 年代末,最高人民法院针对交易所、证券登记结算机构、证券经营机构名下证券与资金的冻结、划拨问题先后两次作出指示,明确区分客户的账户与券商的账户,禁止司法机关划拨证券公司管理下的客户交易结算资金和证券。^③此举表明,

^① 当然,我国现在大多数的企业资产证券化是将未来应收账款证券化,需要依赖原始权益人未来的经营,远称不上是自变现资产。

^② 参见刘正峰、张晓萍:《论自益信托与委托合同在中国证券业的竞合与法律适用》,载《经济体制改革》2007 年第 2 期。

^③ 《关于冻结、划拨证券或期货交易所证券登记结算机构、证券经营或期货经纪机构清算账户资金等问题的通知》(法发[1997]27 号)、《关于贯彻最高人民法院法发[1997]27 号通知应注意的几个问题的紧急通知》(法明传[1998]213 号)。

证监会规章通过合同约定及账户分设方式实现的财产隔离在司法上是被承认的。对此的一个佐证是2005年修订后的《证券法》第139条对此前司法确认的客户证券交易账户的独立地位以及破产隔离效果予以追认。尽管上述法律与司法文件都未直接针对资管计划,但基本上可以推定,资管计划下的财产独立托管的账户安排恐怕也会具有同样的司法效果。

(二) 法律定性的意义与局限

现实中丰富多彩(或混乱芜杂)、蓬勃发展(或畸形繁荣)的资管计划,也折射出法律定性的理论争议与现实痛点之间的游离。我国金融市场中间接融资的绝对主导使“大资管”始终笼罩在“融资通道”的阴影下,券商系资管计划也不例外。在此种交易中,借贷关系或保底刚兑成为市场机构与大众投资者(委托人)心照不宣的共识,政府在系统性危机爆发时的入场兜底,在某种意义上也助长了市场参与者的道德风险和预期。面对中国特色的大资管,学界的委托、信托之争在市场,特别是大众投资者普遍的“类存款”认知面前俨然皆不得其门而入。

当然,姑且不论学理上的优劣或差异,“信托说”在实践中的积极意义还是值得充分肯定,主要体现在两方面。第一,在分业监管的背景下,用“信托关系”来统率各金融子行业下的资管业务的法律基础,有助于打破分业框架的束缚,推动人们理解不同金融机构所从事的其实是同类业务,因此需要统一监管标准,消除不公平竞争与监管套利。事实上,这也是业界最早提出“大资管与信托法”关系的有识之士的主要出发点。^① 第二,信托作为衡平法的产物,与道德昭示密切相关。由此带来的受人之托、忠人之事、恪尽职守等观念与文化,被誉为商业合作与社会发展的黏合剂。^② 因此,强调信托的理念也有助于我国金融服务业培育信义义务的观念,树立忠实、勤勉的职业操守与责任感,更好地保护委托人或投资人的利益。

不过,如今《资管新规》已开始统一各资管子行业的监管标准,上述“信托说”的第一重目的已经达到。就第二重目的而言,《资管新规》强调回归“资产管理的本源”,而从域外资管行业发展的历程来看,受托管理人信义义务的建立并非一定要通过统一适用信托法来实现代理法(合同法)、公司法、合伙法等都属于存在信义关系(fiduciary relationship)的法域,皆有信义义务的适用空间,只要通过个案或者监管规

^① 参见夏斌、张承惠:《委托理财出多门可以休矣》,载《银行家》2003年第6期。

^② 参见[英]D.J.海顿:《信托法》(第4版),中英文本,周翼、王昊译,法律出版社2004年版,第38(中)、37(英)页。

则逐步明确受托管理人的行为标准,同样可以彰显信托文化或者信托观念。这样,也能够尊重现实中资产管理基础法律关系的多样性,同时兼顾金融监管的角色,令资产管理的法律框架和法律关系的层级与细节更加清晰。

从这个意义上说,“回归大信托”之类的提法恐怕更多的是一种政策宣言而非法律立场。一方面,“大资管”并不都是信托;另一方面,“大信托”也不能解决所有的问题。传统的信托法是在相对简单的民事信托场景下处理信托内外的法律关系的。一旦移步至复杂的商事信托交易中,这些原理与规则难免捉襟见肘。例如,结构化资管下不同利益主体之间的关系用公司来类比就更为适宜。此外,信托法理也基本不关注信托财产对外投资时对被投资对象的干扰,遑论基于产融关系的考量对信托资产作为一股金融力量而施加限制。换言之,信托法作为民商法并非专为金融而设计,它是金融市场很重要的一部基础性法律,但并非全部。没有一个国家的资管行业是完全靠信托法(以及信托业法)来解决问题的,而是出台专门的监管法,如美国《投资公司法》和《投资顾问法》、英国《金融服务与市场法》等,并由监管部门制定一系列配套的规章制度。这些监管规则或突破或补充或丰富了信托法的一些最原始的规则,甚至对“信义义务”进行了扩展。从这个角度来看,现代资管行业的法律框架是一个立体而丰富的法律集群(见图7),且还在不断扩展中,如当前基于宏观审慎角度对资管行业系统性风险的监管。^①

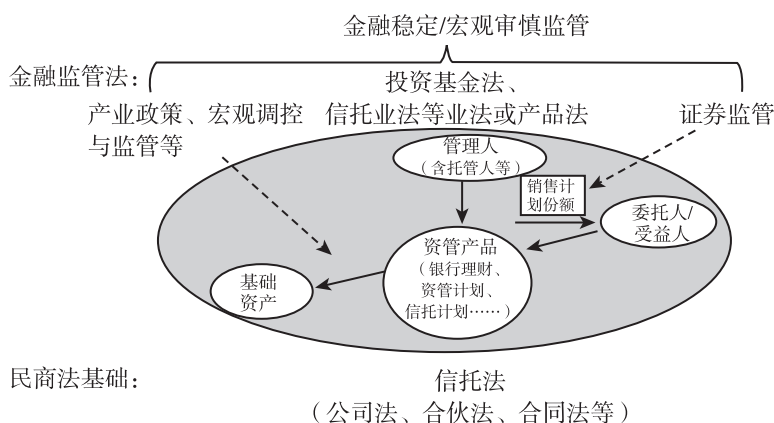


图7

^① 对此一法律框架的解释,参见刘燕:《大资管“上位法”之究问》,载《清华金融评论》2018年第4期。

(三) 路径比结论更重要

行文至此本已可收笔,但对“信托 vs. 委托”之争不给出一个说法似乎有负标题中的承诺。其实,对于资管计划的法律定性,已有学者基于实践中资管计划的特点提出了新的解释路径,如刘正峰博士的“自益信托与间接代理的竞合”,^①缪因知博士的“委托与信托之中间状态”。^②在此,信托与委托之争已然消逝,取而代之的是一种尊重市场中真实形成的资管关系的法律谦抑。

笔者也认同这种法律现实主义立场。在金融市场快速变化的当下,与其执着于概念之争,莫如针对具体问题具体分析。特定的结论可能时过境迁,重要的是切入的角度与处置的方式,以便法律的干预最有利于金融市场的健康发展。它不仅适用于对资管计划的历史回顾,也适用于对现实的观照。例如,以此来看《资管新规》,可能也会发现,在“回归资管本源”背后或许抑制了金融市场中一些必要的工具发挥效用,如结构化资管计划作为杠杆收购工具的意义。忌惮于宝万之争中杠杆收购工具的滥用,目前的监管规则禁止优先-劣后的结构化资管计划,在相当程度上消灭了杠杆收购。然而,杠杆收购是否有原罪?对于优先-劣后的结构化资管计划到底应该如何监管?对此,法律人尽可追问下去,不管答案是否在前方。

① 刘正峰:《论证券资产管理关系的法律适用》,载《上海财经大学学报》2008年第3期。

② 缪因知:《资产管理内部法律关系之定性:回顾与前瞻》,载《法学家》2018年第3期。