

# 论金融理财产品法律规范的统一适用

季奎明

**内容提要:**信托公司、证券公司、基金公司、保险公司以及商业银行均经营理财业务,虽然产品的名称不一,投资者群体不尽相同,但理财产品的法律构造高度同质化。信托在各个国家会呈现出不同的样貌,但其本质是界定出范围明确的特殊目的财产并在此基础上规范委托人、受托人、受益人及其与第三人的关系,尽管我国的一些理财产品不乏刻意回避“信托”名称的情况,但究其实质并未跳出信托的范畴。目前我国对理财产品的分业而治导致了行业竞争不公平、投资者保护不力、规范漏洞明显、司法依据混乱等困局。而金融监管模式的转变不是一夕之功,且规范市场的有效途径不局限于行政监管,确保金融理财市场适用统一的权威的法律规范,才是消解目前各类弊端的更可行的路径。建议完善《信托法》来统一规范理财业务的当事人,扩张《证券法》的适用范围来统一规范理财产品的公开发行与流通。

**关键词:**理财产品 统一规范 信托法 证券法

季奎明,华东政法大学经济法学院副教授。

随着金融创新的深化,我国分业经营的金融格局正在发生着微妙的变化,尤其是在国民收入水平提高,个人资产保值、增值诉求增加的背景下,新兴的金融理财市场逐步壮大。面对巨大的市场需求,各金融行业先后实施了“资管新政”:证券公司与基金公司资产管理的投资范围和运作方式被放宽,保险公司也可以取得开展资产管理业务的营业牌照,再加上传统的信托公司、商业银行同样大量经营资管业务,各行业、机构“画地为牢”的旧常态被打破,业内人士所称的“大(泛)资产管理时代”来临。然而,探究各种金融理财产品的法律结构,可以发现名目各异的产品有着高度的相似性,却在法律的层面缺乏统一的规范适用,发挥主要影响的大多是各自监管部门制定的规范性文件,“同质不同规”引发了理财市场上的乱象。

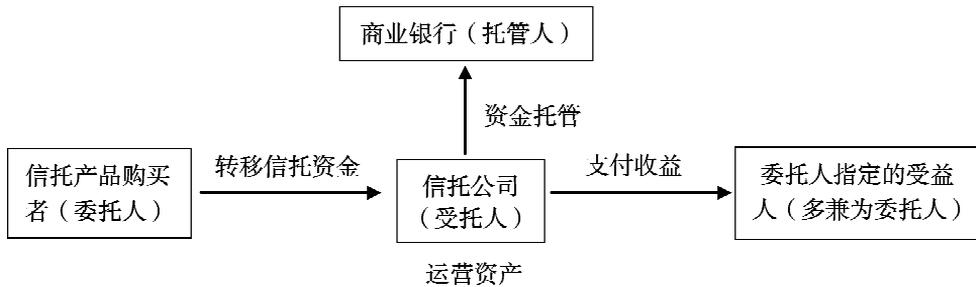
## 一 典型金融理财产品的法律结构比较

目前,我国金融机构向投资者提供的理财服务纷繁多样,大致可分为信托公司的信托

投资计划、证券公司的客户资产管理服务、基金管理公司的证券投资基金与货币市场基金、保险公司附加有投资理财功能的创新险种(如投资连接险、分红险、万能寿险等)以及商业银行的人民币或外币理财产品。尽管发行的金融机构不一、销售的目标群体不同,各类理财产品的法律结构却是高度的同质化。

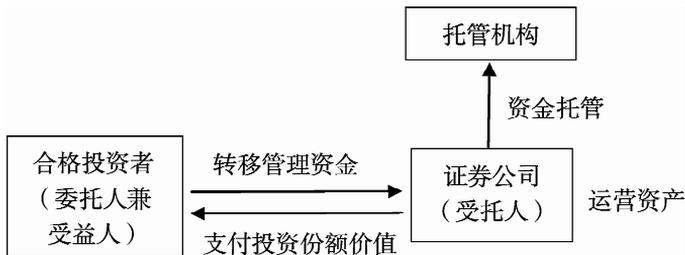
### (一) 信托公司的集合资金信托计划

信托,“信以为托”的称谓已经显示了这种法律关系在理财市场中的重要地位,信托这一肇始于英美衡平法的制度之所以被引入大陆法系,重要原因之一就是适应理财需求、盘活资本市场。作为监管部门的银监会专门颁布了《信托公司集合资金信托计划管理办法》,在这部行政规章的约束下,典型信托产品的法律构造是:两个以上的委托人将其合法拥有的资金转移到受托人为实施信托计划在托管银行开立的专用账号,受托人为受益人的利益以自己的名义将信托资金进行集中管理、运用或处分,在扣除相应的债务、费用、税赋及受托人佣金后,按照约定向受益人给付。而且,大多数的集合资金信托计划均为自益信托,即委托人与受益人为同一人。



### (二) 证券公司资产管理业务

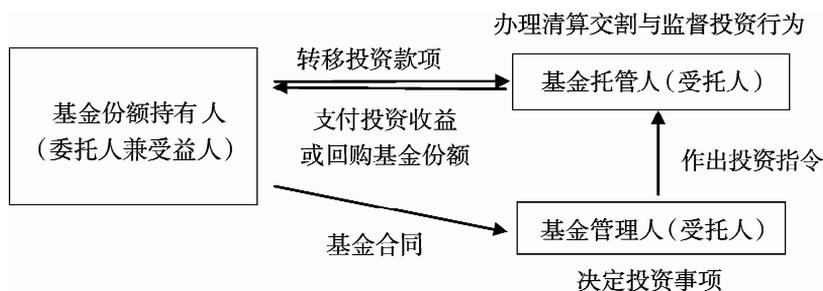
根据《证券公司客户资产管理业务管理办法》,证券公司可以为单一客户办理定向资产管理业务,为多个客户办理集合资产管理业务,为客户办理特定目的的专项资产管理业务,其中以集合资产管理业务最为常见。证券公司应当将集合资产管理计划设定为均等份额,面向具有一定资质的合格投资者发行,将募集的资金交存于托管机构,并设立单独的账户核算、管理,按照资产管理合同的约定向投资者给付投资份额的价值,而相应投资风险由投资者自行承担。



### (三) 基金管理公司的证券投资基金与特定客户资产管理业务

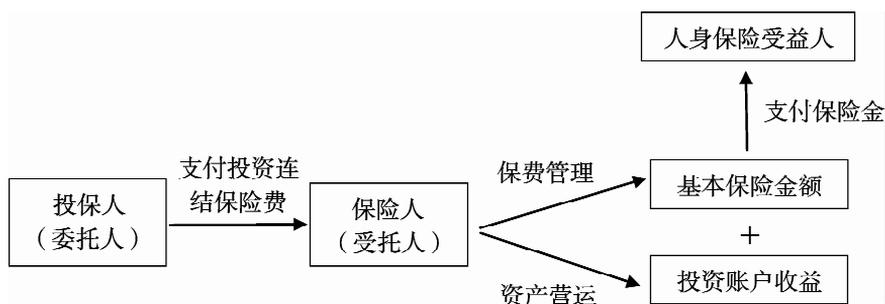
基金管理公司依据《证券投资基金法》可以公开或非公开募集资金设立证券投资基

金,由其充当基金管理人,由商业银行或其他金融机构担任基金托管人,为基金份额持有人的利益进行证券投资活动。在《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》施行后,基金管理公司还被允许向特定客户募集资金或者接受特定客户的财产委托进行投资活动。投资基金与特定客户资管业务的主要区别在于委托人的数量,而法律构造并无差异,都属于最常见的金融理财,且《证券投资基金法》也明确该法未尽之问题适用《信托法》的相关规定,进而基本肯定了投资基金的信托法律结构。为保证受托财产的独立性,在投资基金和特定客户资管业务中不仅要求商业银行出任托管人,还赋予托管人监督基金管理人的权力,因而基金管理人和托管人被认为是共同受托人。



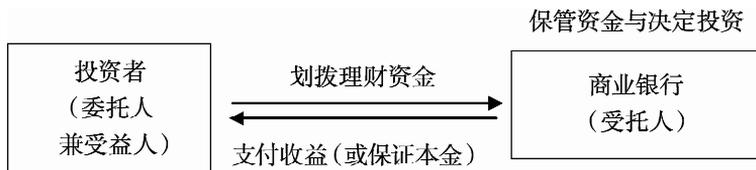
#### (四) 保险公司有投资理财功能的创新险种

随着保监会放宽对保险公司从事资产管理业务的限制,保险业也推出了一系列带有金融理财属性的保险产品,其中又以投资连结保险合同推行时间最久、最具代表性。所谓投资连结保险合同,是指包含保险保障功能并至少在一个投资账户拥有一定资产价值的人身保险产品,其中实际上包含了两种法律关系:一是传统的人身保险合同,投保人支付保费,保险人在保险事由发生时向受益人给付保险金(也被称为基本保险金额),以实现保障功能;二是保险公司实施的资产管理行为,投保人支付的费用除去基本保费之外的大部分资金本质上是投保人交付给保险人代为理财的款项,须设立单独管理的投资账户,划分为等额单位,单位价值由单位数量及投资账户中资产或资产组合的市场价值决定,保险人一般根据投资标的的风险程度将投资账户划分为不同的等级,供投保人选择或转换,以实现投资目标。在保险合同约定的事由发生时,受益人可以从保险人处受领的保险金为基本保险金额加上投资单位价值总额,进而为受益人实现了保险保障与金融投资的双重连结功能。



### (五) 商业银行的综合理财业务

商业银行也是较早被允许开展个人理财业务的金融机构,可以向特定目标客户群销售理财计划,客户授权银行按照合同约定的投资方向和方式,进行投资和资产管理。根据客户获取收益方式的不同,银行发行的理财计划分为保证收益型与不保证收益型,而后者又有保本或不保本的区分。因为商业银行本身就是资金托管机构,在它销售的理财计划中又同时充当资金的管理人,所涉法律结构相比其他理财产品更为简单。而且,商业银行的理财计划还可以作出保证本金甚至是保证收益的承诺,这与其他大部分的金融理财产品(至少在名义上)是不同的。



## 二 金融理财产品共同的信托本质

理财产品是我国各类金融机构竞相争夺的市场,虽然从形式上看,不同机构发行的理财产品名称、参与主体、合同内容均存在差异,然而其最核心的法律关系仍是信托。信托是源起于英美衡平法的一项制度,它的概念甚至至今未形成一致的看法,但通过梳理、比较依旧可以勾勒出信托的本质特征。

英美法系以判例作为主要法律渊源,成文法没有给出信托的明确定义。英国最具影响力的著述认为,只能根据多年的司法实践对信托的特征作一种描述而非定义,<sup>[1]</sup>英美法系对信托的认识普遍强调如下几项规则:第一,信托财产的占有、管理、处分与实际收益是分离的;第二,受托人的义务是强制性的,当事人不能否认或忽视;第三,受益人可以直接强制实现信托所赋予的权益。英美法系对信托的界定依托于衡平法的传统,分别给予受托人、受益人在普通法和衡平法上的相应权利,以此实现信托制度的目标,但这种定义方式难以被大陆法系采纳。

大陆法系移植信托较为成功的日本、韩国以及我国台湾地区对信托的定义基本趋同,所谓信托是将财产权转移或为其他处分,使他人依照一定的目的而管理、处分该财产。<sup>[2]</sup>这样的界定方式不依赖衡平法体系,突出三方面的内涵:首先,信托必须存在信托财产的转移或进行其他处分(如设定用益物权、担保物权等),并确保信托财产的独立性;其次,受托人依信托目的管理或处分信托财产;再者,信托是为了受益人的利益或特定公益目的。<sup>[3]</sup>我国《信托法》第2条则规定:“本法所称信托,是指委托人基于对受托人的信任,

[1] [英]D. J. 海顿著:《信托法》,周翼、王昊译,法律出版社2004年版,第3-6页。

[2] 参见现行日本《信托法》第3条,韩国《信托法》第2条,我国台湾地区“信托法”第2条。

[3] 何宝玉著:《信托法原理研究》,中国法制出版社2015年版,第5页。

将其财产权委托给受托人,由受托人按委托人的意愿以自己的名义,为受益人的利益或者特定目的,进行管理或者处分的行为。”从其表述看,在我国成立信托的四个要件是委托人信任受托人,委托人将财产权委托给受托人,受托人以自己的名义管理、处分信托财产,受托人为受益人的最大利益管理信托事务。〔4〕

第一项要件“信任”在大部分国家的信托定义中虽未直接提及,但均隐含其意,一方面受托人能占有并管理财产是基于委托人的信任,另一方面受托人又无法摆脱广泛的强制性义务,“信以为托”正是信义义务的法理基础。我国立法在信托的定义中直接揭示了“信任”要件,而这一要件也是投资于各种金融理财产品的投资者与金融机构签订理财合同时普遍具有的主观状态。投资者对金融机构的“信任”有两点重要依据:其一,发行理财产品的机构均受到金融监管并获得了特许资质,投资者因政府信用而信任金融机构,进而因机构信用而信任其雇佣的专业管理人士;其二,金融机构的理财服务是有偿的,投资者支付管理费用的行为已证明其对金融机构最基本的信任态度。〔5〕

第二项要件是财产权的“委托给”,原本属于委托人的信托财产是否必须经由“委托”行为转移“给”受托人,这是我国《信托法》颁行后始终不息的争论。英美法系的受托人是信托财产在普通法上的所有人,或被称为形式上的所有权人;信托制度发达的大陆法系国家、地区亦在法律上规定财产权必须转移或作其他处分。我国立法的措辞是“委托给”,既为委托,似财产不必转移,有学者认为这种一元结构的信托财产所有权是中国信托法的重大特色,〔6〕而“给”字又提供了不小的解释空间,让大部分学者坚持信托财产权应当转移给受托人,以契合信托的本旨。〔7〕讨论“委托给”的意义在于为受托人依信托目的自主地管理财产找到正当基础,需要登记的财产是否转移或作相应处分较易识别,因此真正值得明确的是占有和所有可以分离而又无需登记的财产如何才能实现“委托给”。这一难题在理财产品的场合恰恰争议不大,因为我国理财市场上的标的绝大多数是金融资产,或需要登记公示权属或为货币。通说认为货币之归属一律适用“占有即所有”的原则:“由货币的性质和职能所决定,货币的所有权不得与对货币的占有相分离。凡占有货币者,不分合法、非法,均取得货币所有权;将货币借贷他人或委托他人保管亦由借用人或保管人取得货币所有权。对于货币,不适用《物权法》第34条关于原物返还请求权的规定、第245条关于占有回复请求权的规定;丧失货币所有权的人,只能根据合同关系、不当得利制度或侵权行为制度获得救济。”〔8〕货币“占有即所有”的原因有三:其一,货币的作用在于流通,并在流通的过程中丧失了作为标的物的特殊性,在现实支配(占有)之外另有可能支配(所有),实属无法想象;其二,货币的购买力不在于素材价值,依靠的是国家强制通用力及社会信赖,因而货币的现实占有人可被推定为货币价值的归属人;其三,如果认

〔4〕 何宝玉著:《信托法原理研究》,中国法制出版社2015年版,第7-10页。

〔5〕 黄韬:《我国金融市场从“机构监管”到“功能监管”的法律路径——以金融理财产品监管规则的改进为中心》,《法学》2011年第7期,第106页。

〔6〕 张淳著:《中国信托法特色论》,法律出版社2013年版,第33-34页。

〔7〕 关于“委托给”的解释方法,可参见季奎明:《论信托的本质及其对传统物权体系的解构》,载《商事法论集》第13卷,法律出版社2008年版,第130-131页。

〔8〕 梁慧星著:《民法总论》,法律出版社2011年版,第156-157页。

可货币的占有可与所有分离,那么交易相对人在接受货币时就必须逐一考察交付货币之人是否享有所有权,交易成本过高,客观上限制了货币的流通机能。<sup>[9]</sup> 鉴于此,投资者将货币资产交付于金融机构或转入专门的资金账户后,应当认定财产的所有权被转移给了金融机构,完全符合最严苛的信托财产转移要件。也有部分学者指出,货币“占有即所有”的原则应有例外,<sup>[10]</sup> 例如在委托、信托、行纪中,货币所有权人将货币的实物性财产利益转化为价值性财产利益,并通过专门资金账户予以特定,从而否定货币所有权的移转,对这样的货币占有应当适用动产物权变动的一般规则。<sup>[11]</sup> 即便如此,也无法否认上述商事关系中的货币占有至少也是一种处分行为,依然符合大陆法系国家信托法对设立信托财产的要求,亦属我国《信托法》中“委托给”的应有之义。

第三项要件为受托人以自己的名义管理、处分财产,大部分理财产品合同与监管机构的行政规章中并未明确金融机构接受财产后是以何种名义实施管理、处分行为,但是都要求金融机构设立理财资金专户,其中汇聚了不同投资者的资产,若金融机构在集中理财时分别以投资者个人的名义为之,实属不合理、不效率之举。但是,也有理财产品存在例外,比如根据《证券公司客户资产管理业务管理办法》(证监会第93号令)第31条的规定,证券公司办理定向资产管理业务,由客户自行行使其所持有证券的权利,履行相应的义务,显然这里的名义人不是受托机构。然而,该规章第32条又明确,证券公司代表客户行使集合资产管理计划所拥有证券的权利,履行相应的义务,所用措辞虽为模棱两可的“代表”,但从体系解释出发,其含义显著区别于前条所述之客户名义,进而推定证券公司以自己的名义行事。相比之下就可以理解,个别理财产品不能以受托金融机构名义实施相应行为的原因主要在于规避混业、自营等禁止性监管规范,而非排斥信托的基本法律结构。事实上,纵观两大法系的代表性信托定义,均未见“受托人名义”的限定。受托人以自己的名义从事管理和处分行为这一条件虽然可以使信托区别于委托—代理关系,但是不能区别管理人以自己的名义行事的行纪关系。<sup>[12]</sup> 我国《信托法》所要求的“受托人名义”,是在信托财产“委托给”受托人的背景之下用以强化受托人的独立地位、限制委托人的指示权,使信托不致混同于委托,真正应当突显的本质是信托财产作为特殊目的财产的独立性,以何人之名行事仅是表象。即便少数理财产品的受托机构无法以自身名义从事管理、处分,只要能保障客户拨付财产之独立,仍无碍其信托属性。

第四项要件即受托人为受益人的最大利益管理信托事务,在各金融机构提供的理财产品中均有多方面体现:投资者理财的目的是藉由专业机构的管理行为获得资产增值,合同或产品说明书中都会明确收益的计算方法或预期,这表明金融机构管理资产的目的是为了受益人的权益;所有的产品销售合同以及法律、规章都要求受托机构设立一个专门的

[9] 郑玉波著:《民法物权》,台北三民书局1986年版,第417-418页。

[10] 李锡鹤:《作为种类物之货币“占有即所有”无例外吗——兼论信托与捐赠财产的法律性质》,《法学》2014年第7期,第37-48页。

[11] 其木提:《货币所有权归属及其流转规则——对“占有即所有”原则的质疑》,《法学》2009年第11期,第65-66页。

[12] 赵廉慧著:《信托法解释论》,中国法制出版社2015年版,第46页。

账户存放、结算委托人交付的资产,不能与机构固有财产或其他理财计划的财产混同,有些产品还聘请专业托管人,使投资人交付的资产成为为受益人利益而独立的特定目的财产;受托金融机构必须对受益人(常兼为委托人)承担诚信、尽职的义务,履行信息披露的职责,且这些要求多为法律或规章中确立的强行性规范,以最大程度地确保信托目的实现。值得注意的是,商业银行及保险公司提供的部分理财产品允许含有保底条款(有保本承诺收益、保本不承诺收益等多种类型),信托公司、基金公司、证券公司则不能作出此类承诺,保底条款的存在使得相应理财产品的法律结构趋近于债权债务关系,因此有人主张约定了保底条款的理财产品不宜被认定为信托。然而,日本、韩国和我国台湾地区在继受并发展信托法制的初期均允许商事信托的受托人保证受益人的最低收益。<sup>[13]</sup> 这种态度一方面是为了实现受托人的自由裁量权同个人责任之间的平衡,另一方面也为信托产品赢得了社会大众的信赖,促进了信托业的发展。<sup>[14]</sup> 尽管从长远来看,保底承诺有可能侵害受托人债权人的利益,但在培育市场的过渡阶段仍有一定的合理性。而且,即便是被明令禁止保底的金融机构如信托公司,“刚性兑付”也是行业的“潜规则”,这种惯例的形成恰恰说明了受托人是为了受益人的最大利益行事。

在各个法域、国家,信托会呈现出不同的样貌,以契合迥异的法律传统与社会经济现实,而信托制度的本质精髓就是界分出范围明确的特殊目的财产并在此基础上规范委托人、受托人、受益人及其与第三人的关系,纵使某些国家立法中的信托定义与信托的原型存在部分差异,只要实践中的法律构造体现了信托的核心功能,仍不宜狭隘、刻板地否定其信托属性。

### 三 金融理财产品法律规范适用的现状与问题

在名目繁多的金融理财产品中,尽管合同形式不尽相同,但就其法律结构而言均属于信托,这种信托关系不会因为受托人的不同而变化。因此,就法理而言,各类金融理财产品均应当适用《信托法》及相关的法律,且这些法律的适用顺序应当优先于各监管部门针对各自行业的理财产品而制定的规范性文件。可是,分业经营在思维上根深蒂固的影响,使得大部分金融机构不愿承认自身销售的理财产品即为信托,否则可能构成越界经营。监管部门为了继续无争议地保有对相关市场活动的监管权,也缺乏将理财产品界定为信托的动力。事实上,金融理财市场不是不存在可以统一适用的高效力层次的法律规范,而是银行、证券公司、保险公司等销售理财产品的机构包括相应的监管部门刻意地规避《信托法》,以凸显其经营或监管行为的正当性。于是,对法律性质高度同质化的产品,银监会、保监会、证监会基于各自部门的工作考量分别颁行适用范围有限的规范性文件,引发了金融理财市场法律规范分散不一的局面。下表是对各种理财产品适用规范及其内容的比较。适用法律规范的差异,引发了一系列值得重视的问题。

[13] 如日本《信托业法》(1923年)第9条、韩国《信托业法》第11条和我国台湾地区修订前的“信托投资公司管理规则”第29条。

[14] 周小明著:《信托制度比较法研究》,法律出版社1996年版,第231-232页。

	信托公司	证券公司	基金公司	保险公司	商业银行
理财产品名称	集合资金信托计划	集合理财计划、定向资产管理业务	证券投资基金、特定客户资产管理业务	投资连结保险	综合理财业务
监管机构	银监会	证监会	证监会	保监会	银监会
适用规范	《信托法》 《信托公司集合资金信托计划管理办法》 《关于加强信托公司结构化信托业务监管有关问题的通知》	《证券法》 《证券公司监督管理条例》 《证券公司客户资产管理业务管理办法》 《证券公司定向资产管理业务实施细则》 《证券公司集合资产管理业务实施细则》	《证券投资基金法》 《证券投资基金管理公司管理办法》 《公开募集证券投资基金运作管理办法》 《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》 《证券投资基金信息披露管理办法》	《保险法》 《关于规范投资连结保险投资账户有关事项的通知》 《关于进一步加强财产保险公司投资型保险业务管理的通知》 《人身保险新型产品信息披露管理办法》 《保险资金运用管理暂行办法》	《商业银行理财产品销售管理办法》 《商业银行个人理财业务管理暂行办法》 《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》 《商业银行个人理财业务风险管理指引》
投资者要求	不低于 100 万元，人数不超过 50 个，机构投资者数量不限	集合资产管理业务：不低于 100 万元；定向资产管理业务：不低于 100 万元	公开募集证券投资基金：无限制；特定客户资产管理业务：不低于 3000 万元	无限制	不低于 5 万元
集合资产规模	无限制	集合资产管理业务：不低于 3000 万元，不高于 50 亿元；定向资产管理业务：不低于 100 万元	公开募集证券投资基金：不低于 2 亿元，不少于 200 人；特定客户资产管理业务：不高于 50 亿元	无限制	无限制
营销方式	不得公开宣传	不得公开宣传	公开募集证券投资基金：可公开宣传；特定客户：不得公开宣传	可公开宣传	可公开宣传
资金托管要求	合格银行托管	合格银行托管	合格银行托管	合格银行托管	无
收益承诺	不得承诺保底	不得承诺保底	不得承诺保底	预定型：可承诺收益；非预定型：不可承诺收益	保证收益型：承诺收益；保本浮动收益：保底但不承诺收益；非保本浮动收益：本金收益均不保证
投资者重要权利	1、受益人大会 2、可转让受益份额	1、无规定 2、不可转让	1、基金份额持有人大会 2、可转让基金份额	1、无规定 2、不可转让	1、无规定 2、无规定
受托机构重要职责	1、信息披露义务 2、可向他人提供贷款，但有限制	1、信息披露义务 2、不可提供贷款	1、信息披露义务 2、不可提供贷款	1、信息披露义务 2、不得向他人贷款，个人保单质押贷款除外	1、信息披露义务 2、无规定
托管人重要职责	1、监督及报告义务 2、无规定 3、出具报告	1、监督及报告义务 2、可拒绝执行 3、出具报告	1、监督及报告义务 2、可拒绝执行 3、出具报告	1、监督义务 2、无规定 3、无规定	无

首先,不同机构销售的相同性质的理财产品适用不同的规范,会形成行业竞争的不公平。例如,信托公司在发行集合资金信托计划时,除了合格投资者以外的投资门槛被定为 100 万人民币,而商业银行销售理财产品的最低要求仅为 5 万元,信托公司还被禁止对其发行的信托计划进行公开的营销宣传,商业银行则无此限制,且因其自身具备资金托管的资质而无需另行聘任并受制于托管人。这两类金融机构经营理财产品业务的规范性文件均由银监会制定,尚且存在如此差异,产品的预期受众、投资者的易接受程度、产品运营的成本与限制显然不可同日而语。不同部门所制定的规范性文件之间的差异更是无法避免,比如证券公司的集合资产管理业务与基金公司的公募证券投资基金均存在集合资产规模的最低要求,而集合资金信托计划、投资连结保险、银行理财产品都未对此作出明确限定,不会发生募集失败的风险。“政出多门”的现状在客观上给某些行业的理财产品带来了不公平的竞争优势,其法律性质都是信托,而信托公司经营理财产品的限制反而较多,阻碍了本行业理财业务的发展。

其次,对投资者的保护不力。部门规范性文件的重心往往不在于投资者的利益保护,

而是维系金融机构的风险可控性以及金融市场的系统安全性。在规范性文件的制定过程中,投资者权益保护不处于优先顺位,尽管制定规范性文件的监管部门从不否认投资者保护的重要意义,但其首要宗旨显然是在金融机构推出理财产品新业务时确保风险管理的有效性。<sup>[15]</sup> 投资者的权利、受托机构的义务并没有在各行业的规范性文件里得到清晰、完备的法律确认:投资者是否有权组成受益人大会之类的机关实施监督、主张权利;受托金融机构可否利用集合资金向第三人提供贷款,有何条件;资金托管人能否拒绝执行受托机构违法、违规的指令,有无必要出具正式的托管报告。这些对投资者利益产生重大影响的问题,或在一些行业的规范性文件中根本未予明确,或在不同部门颁布的文件中作出不相协调的表述。金融机构与投资者尤其是金融消费者之间存在严重的信息不对称,如果不能通过法律规范对金融机构作出严格约束,纵容其不遵守诚信说明、信息披露等义务和适合性原则甚至实施欺诈等行为,投资者便会陷入与其承受能力不相匹配的风险之中,进而影响到整个市场的信心,损害市场的功能。

再者,限于部门规范性文件的视角以及效力范围,难免留下明显的规范“死角”,至少有两个问题是非常突出的。第一,私募的金融理财产品因其发行、管理人不是金融机构而未被写入这些规范性文件。特别是我国私募的委托理财不断发展,近几年已经超过公募基金的规模。由于缺乏法律规范,不少私募理财的资金操纵市场或发放高利贷,造成投资者的巨大损失,部分投资机构甚至从银行获取大量贷款投入私募产品,追求超额回报,加剧了银行资产的风险和资本市场的泡沫,隐藏严重的系统性风险。<sup>[16]</sup> 然而,当私募理财的合法性受到质疑时,最高人民法院的倾向性意见是原则上认可非金融机构法人和自然人受托理财的合同效力。<sup>[17]</sup> 这样一来,私募的理财产品获得了存在、发展的空间,而部门规范性文件因其制定机关的权力所限,显然无法覆盖对私募理财产品的规范。第二,金融行业之间的“通道业务”大行其事,利用某一行业的理财业务作为工具规避另一行业的限制性规定。比如为了区分合格投资者,降低盲目投资的风险,相关的规范性文件要求信托公司、证券公司对理财产品单个投资者设定100万的最低金额要求,投资信托计划的自然人(单笔委托金额在300万元以上的除外)还不得超过50个,明显是想将这类理财产品排除在公开募集的范围之外。但是,只要投资者先行购买商业银行的理财产品(投资门槛仅为5万元,且允许公开推介募集),银行再将集聚的理财资金投向信托公司、证券公司的产品,就可以间接帮助投资者规避信托业、证券业的限制,从门槛较高、管制较严的行业中获利。各行业分散的规范性文件很难有权限完全禁止“通道业务”,进而可能使各行业内部的规范目标落空。

另外,未将金融理财产品明确认定为信托的后果之一就是大量的事实信托游离于相应法律的规范之外,效力层次不高、稳定性不强的部门规范性文件被作为解决纠纷的主要依据,据此作出司法判决经常会与上位法形成冲突。比如,理财产品保底条款的效力问

[15] 黄韬:《我国金融市场从“机构监管”到“功能监管”的法律路径——以金融理财产品监管规则的改进为中心》,《法学》2011年第7期,第112页。

[16] 杨东:《市场型间接金融:集合投资计划统合规制论》,《中国法学》2013年第2期,第61页。

[17] 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》,《人民司法》2006年第6期,第31页。

题,严格来讲,保底约定因违反行政规章的禁止性规定可能要受到行政处罚,但不能依据行政规章直接判定其无效。对一个日益发展、样态多元的市场,仅用规范性文件(而且是分散、割裂的)加以规范,效果是难以想象的。

## 四 统一适用于金融理财产品的法律及其完善

出现金融理财市场乱象的根本原因是同一法律性质的金融产品缺乏统一的法律规范,经营机构因此有套利的倾向,投资者面对复杂、多样的名目显得无所适从。对金融理财产品应当要做到“同质同规”,而且规范的效力层级要高,不局限于行业,能够为司法裁判提供权威的依据。

### (一) 统一法律规范的适用是超越监管模式之争的现实选择

监管模式的改革在一定程度上有助于金融理财市场“同质同规”的实现,但既不是解决问题的必要条件,也不是充分条件。理财产品处于一个混业特征明显的创新市场,传统的“机构监管”确实呈现出比较大的弊端,因而出现了将我国金融监管模式转为“功能监管”的呼声,即依据金融体系的基本功能和金融产品的性质来配置监管权。可是“功能监管”不等同于设立金融市场的单一监管机构,各国的做法中既有英、日的单一模式,也有澳、荷的双峰模式,以及美国的伞型模式。被认为奠定了“功能监管”发展趋势的“GLB法案”(即 The Gramm-Leach-Bliley Act,又称“金融服务现代化法案”)也未能改变美国长期以来形成的监管割据局面,只是既有的机构监管者相互争斗和妥协的结果。这与中国目前的权力格局十分相似,虽然金融理财市场的发展冲击了传统的理念,但尚未能颠覆固有的金融体系,分业而治的路径依赖很难因此被打破。金融监管模式的转变不是一夕之功,也无法完全实现规范理财产品市场的使命,即便相同功能、同样性质的金融产品归由一个行政机关监管,同样不能克服监管自身的缺陷。要规范一个新兴市场,不只有监管的途径,不能仅依靠监管的方式,更不必陷入监管模式之争。

诺贝尔经济学奖得主默顿教授(Robert C. Merton)在其代表性成果中指出,金融体系的功能相对于金融机构来说更具稳定性,随着现代融资技术的进步,金融机构的业务种类界限将会变得越来越模糊,应该放弃以“机构类别”的概念区别金融市场,而改从“功能层面”来划分各种金融活动的类型,并以此作为相关规范的基础。<sup>[18]</sup>这一思想的内核是相同功能的金融活动应当在相同法律规范的关照之下开展,核心意义在于将规范金融市场的支点从机构转向行为,与监管机构的设置、分权并无必然联系,且规范的途径不局限于行政监管,效力更具强制性的司法裁判<sup>[19]</sup>以及更贴近市场主体的行业自律都是规范金融行为的重要手段。确保金融理财市场适用统一的权威的法律规范,是消解目前各类弊端的更可行的路径。

[18] Robert C. Merton, A Functional Perspective of Financial Intermediation, 24 *Financial Management* 23, 1995.

[19] 关于司法与监管在金融市场规范过程中的关系可参见席月民:《我国信托业监管改革的重要问题》,《上海财经大学学报》2011年第1期,第38-39页。

## (二)完善《信托法》使其成为统一规范理财产品当事人的基本法

金融理财产品的法律本质是信托,《信托法》自然应当是规范理财产品的基本法。值得注意的是,信托在英美起源时的主要形态是用于家族财产传承、管理的无偿的私人信托,其后才有在商事乃至金融领域的发展;而中国至今没有多少私人信托,财产上的“信以为托”缺乏社会文化基础,所以信托制度一开始就被当成了“金融百货公司”,在《信托法》实施后,国务院明令禁止未经监管部门批准的法人机构和任何自然人从事营业信托,<sup>[20]</sup>在缺少私人信托的背景下,持有信托牌照的金融机构才被界定为信托业,适用《信托法》。然而,现今的理财产品市场早已突破这样的限制,保险业、证券业的监管部门批准非信托机构经营实质上的信托业务,信托业的边界不能再依靠金融牌照的种类来识别,《信托法》的适用标准也应当从形式主义转变为实质主义。

依信托关系构建的各行业理财产品,如能统一地适用《信托法》,废止割裂的部门规范性文件,行业竞争的不公平现象自然会逐步消失,通道业务将大幅减少,私募理财管理人的行为也将受到信义义务的约束,还能克服规范性文件效力层级低带来的司法困扰。但是,这种理想结果发生的前提是《信托法》对包括理财产品在内的相关市场具有很强的适用性,法律规范较为全面,规则内容具体明确。实践中,现行《信托法》却是一部在适用上被“束之高阁”的法律,<sup>[21]</sup>个中缘由除了法官对信托的理念与规范不甚熟悉之外,还有《信托法》的内容未能充分应对金融现实中的重点问题。可喜的是,在全国人大财经委的推动下,我国的信托业协会已开展数年的《信托法》修订调研,进而释放出适时完善《信托法》的信号。<sup>[22]</sup>

就内容而言,《信托法》规范的核心是信托当事人围绕信托财产而发生的法律关系,从维持市场秩序、保护投资者利益的目标出发,该法的修订就必须突出几项重点。第一,清晰地概括信托的要件,修改信托的定义条款,便于包括理财在内的金融创新业务的当事人了解自身参与的法律关系类型并明确其权利义务,便于行政机关识别监管对象,便于法院适用相应的裁判规范。建议在修法时将信托界定为“委托人将信托财产的所有权转移给受托人或对信托财产实施其他处分,受托人根据信托的目的管理、处分信托财产,受益人有权根据信托文件的约定请求获得信托收益的法律关系”。第二,强化信托财产相对于各方当事人的独立性,尤其是确保信托财产不得与受托人的其他财产发生混同。现行《信托法》已经较为全面地从积极行为的角度要求当事人保证信托财产的独立性,但是善尽独立管理义务的行为标准如何确定,是否需要专设账户、独立核算甚至聘请托管人在各类理财业务的实践中并无一致说法,需要《信托法》给出一个最低的要求。在受托人违反独立管理义务时,如果信托财产与其他财产混同且不足以偿付信托债务,应当采用优先原则还是比例原则来析分出信托财产,这类救济损害结果的规则也有待《信托法》补充。第

[20] 参见国务院办公厅《关于〈中华人民共和国信托法〉公布执行后有关问题的通知》(国办发[2001]101号),2001年12月29日。

[21] 参见张淳著:《中国信托法特色论》,法律出版社2013年版,第293-304页。

[22] 冀欣:《〈信托法〉修订实地摸底低调启动,调研报告有望七月底出炉》,《21世纪经济报道》2013年7月11日第11版。

三,彰显信托受托人与委托代理人权责的不同。由于受托人管理、处分信托财产的行为是凭借其专业能力自主决定的,而委托行为中的代理人必须接受委托人的指示,故而学理上一般将受托人的义务称为“信义义务”。因受托人的独立权力更大,“信义义务”所要求的注意程度显然也高于《合同法》对代理人的要求。更重要的是,“信义义务”是法律的强制性规范,不能通过当事人之间的约定免除。<sup>[23]</sup>但是,信托之外的其他行业都在有意地回避理财产品的信托属性,使得纠纷产生时对受托金融机构履职标准的判定游走在受托人与代理人之间。为更好地保护投资者权益,避免受托人怠于履行“信义义务”甚至故意侵权,《信托法》有必要对受托人“信义义务”的内涵作出更细致、全面的解释,并在内容上显著地区别于《合同法》中关于委托合同的相关规定。为监督受托人践行“信义义务”,《信托法》中也可以增加受益人大会、共同受托人的相互监督等制度。

### (三)将理财产品纳入《证券法》的调整范围以统一规范其公开发行与流通

《信托法》作为基本法对于理财产品市场最重要的意义是约束信托当事人尤其是受托金融机构的行为,而理财产品的销售劝诱、募集条件、信息披露、转让规则等对于市场的安全与稳定同样举足轻重,却超出了《信托法》所能调整的范围。理财产品的交易实质上是信托受益权证的发行、流通,各部门制定的规范性文件对此规定差异较大,为信托受益权证的交易确定统一的法律规范实属必要。根据现行《证券法》第2条之规定,“证券”主要包括股票、公司债券、政府债券、证券投资基金份额和国务院依法认定的其他衍生产品(实际上从未认定过)。据此,各种金融机构发行的理财产品不属于“证券”的范畴,因而理财产品也就无法适用《证券法》中的发行和交易规则。事实上,我国目前主流的片面观点是只把由证券公司提供中介服务的融资载体才当作证券,许多在境外被广泛认定为证券发行的金融活动竟然通过非法集资、非法经营等公法手段来规范。<sup>[24]</sup>金融创新工具的发行、交易无疑被搁置在一个十分尴尬的位置上:不管不足以保护投资者,一管又很容易“上纲上线”成刑事犯罪,缺乏市场化的法律规范手段。

近年来,国际资本市场的“统合法运动”方兴未艾,对金融商品实施横向规范的趋势明显。<sup>[25]</sup>英、澳、德、日、韩等国都在一定程度上整合了与证券相关的法律体系,实现了概念的统一与适用范围的扩张。<sup>[26]</sup>不少学者建议我国借鉴日本《金融商品交易法》的经验,创立“集合投资计划”的概念统摄各种金融交易的客体,最终制定中国式的统一的金融商品交易法律。<sup>[27]</sup>但是,在我国分业格局不变、金融创新不足的背景下,创造一个新的总括概念要解决复杂的技术性问题,需经历循序渐进的曲折过程。当前最可行的立法策略是利用《证券法》修改的契机,对“证券”的概念做扩张性解释,将理财产品为代表的金融创新工具纳入其中。这种做法最早被美国1933年的《证券法》所采用,该法在列举了各种

[23] 卞耀武著:《中华人民共和国信托法释义》,法律出版社2002年版,第96页。

[24] 彭冰著:《中国证券法学》,高等教育出版社2007年版,第15页。

[25] 许凌艳:《金融监管模式的变革及资本市场统合法的诞生——以金融衍生产品监管为视角》,《社会科学》2008年第1期,第89-92页。

[26] 陈洁著:《证券法的变革与走向》,法律出版社2011年版,第33-36页。

[27] 参见杨东:《市场间间接金融:集合投资计划统合规制论》,《中国法学》2013年第2期,第66页;杨志春:《集合投资计划的统合规制与分类监管》,《上海金融》2014年第9期,第58页。

既有的重要证券种类的基础上,创造了一个“投资合同”的兜底性概念,然后美国联邦最高法院又通过 SEC v. W. J. Howey Co. 案确立了“投资合同”的四个构成要件:(1)金钱投资;(2)存在共同事业;(3)投资人依赖他人的履职行为;(4)有收益的期待。<sup>[28]</sup>对“投资合同”的界定实际上也就是美国法对“证券”特征的抽象概括,通过“投资合同”的承载,将证券法规范的对象由“形式证券”扩大到“实质证券”。我国《证券法》中也存在一个“证券衍生品种”的兜底性概念,可以用来发挥“投资合同”那样的功能。如果将金融理财产品认定为“证券衍生品种”进而纳入“证券”的范畴,就可以利用《证券法》的规定统一划定理财产品公开募集、交易的条件与规则。事实上,也只有公募的理财产品才有适用《证券法》之必要。面向不具备足够风险辨识能力和承担能力的普通投资者进行理财产品的公开销售劝诱,极易导致投资者利益受损,甚至引发系统性风险。产生纠纷时,金融机构往往以“买者自负”为由开脱,而投资者以“卖方有责”反驳。其实,在“公募”与“私募”的不同情况下,投资者与受托金融机构的责任分担是有所差异的。依据一般法理,“公募”接受《证券法》较为充分的规范,金融机构需要履行严格的信息披露义务,违之则“卖方有责”;“私募”被禁止向不特定的社会公众募集资金,不允许进行公开的销售劝诱,既不是《证券法》也不是相关监管规章的主要调整对象,主要通过合同等私法途径予以规范,故而原则上“买者有责”。<sup>[29]</sup>

鉴于上述逻辑,区分“公募”与“私募”对构建理财产品差异化的交易规则与责任机制具有重大的意义。但是,现行《证券法》上“公开募集”的单一性标准纵容了一些名不符实的“私募”。所谓单一性标准,即不论“证券”的具体类型如何,只有向不特定对象发行或者向特定对象发行人数累计超过二百人才属于“公开募集”,否则即归入“私募”。这样的标准是不尽合理的,不同“证券”对市场秩序及投资者权益的影响是差别很大的:有些私募“证券”的投资者可以获得商事组织法上的保障,享有参与、知情、分配等权利,如封闭式公司股票私募;另外一些私募“证券”的投资者的主要权利则只能依靠基本的信义义务来保障,大部分的理财产品即是如此。对后者应该根据市场的实际情况降低“公开募集”的人数要求,将那些以“私募”之名行“公募”之实的发行、交易也置于《证券法》的严格规范之下。<sup>[30]</sup>可以借鉴英美判例所确立的“需要标准”,在《证券法》中重新订立一个划分“公募”与“私募”的原则性条款:如果“证券”发行的对象是不需要借助证券备案、公示等制度来实施自我保护的投资者,该次发行可被认定为“私募”,反之则为“公募”。<sup>[31]</sup>授权国务院或通过监管机构之间的协调机制,根据受要约人的数量、劝诱方式、资产状况、投资经验等因素对《证券法》中的“需要标准”作出灵活的解释,动态地确立包括金融理财产品在内的“证券衍生品种”的“公开募集”标准,更切实地维护投资者权益。

理财产品拥有广阔的市场空间,是各行业金融机构必争的业务领域,事实上也构成了

[28] SEC v. W. J. Howey Co., 328 U. S. 293 (1946).

[29] 黄韬:《我国金融市场从“机构监管”到“功能监管”的法律路径——以金融理财产品监管规则的改进为中心》,《法学》2011年第7期,第114-115页。

[30] 陈甦、陈洁:《证券法的功效分析与重构思路》,《环球法律评论》2012年第5期,第13页。

[31] SEC v. Ralston Purina Co., 346 U. S. 119 (1953).

金融混业经营的“试验田”。从法律特征与基本构造来看,绝大部分的理财产品都有明显的信托属性,却由于金融分业的要求刻意回避“信托”的称谓,在一种心照不宣的氛围中开展同质化的竞争。然而,不同行业在理财业务制度供给上的差异直接导致了竞争的不公,过分依赖行政监管的规范模式也没能提高对于投资者的保护水平。这种现象早已引起了理论与实务界的关注,开出的“药方”是从“机构监管”转为“功能监管”。然而,监管模式之争无力打破我国多年分业格局下形成的路径依赖,一味强调监管也容易让人忽略在行政监管之外存在的司法裁判、行业自律对市场规范的重要作用。要克服分散的金融理财市场的种种弊端,应当做到相同法律属性的产品统一适用《信托法》、《证券法》这样的基本法律规范,而不论其由哪种金融机构发行。为了提高基本法律对市场的实际适用度,要利用当下修改《信托法》、《证券法》的契机进行有针对性的完善。

[本文为司法部 2014 年国家法治与法学理论研究项目“从‘名义信托’到‘功能信托’——我国信托业法制促进的实证研究”(14SFB30037)的研究成果。]

---

[**Abstract**] Trust companies, securities companies, fund companies, insurance companies and commercial banks all provide financial planning services. Although the names of their products and the groups of their investors vary, the legal structures of their products are highly homogeneous. Trust takes different forms in different countries of the world. Its purpose, however, is always the same, namely to clearly identify properties with special objectives and to adjust the relationships between the settlor, the trustee, the beneficiary and the third party. In China, some financial planning products deliberately avoid using the word “trust”, but in essence they all fall within the scope of trust. At present, China implements different regulatory mechanisms for financial products in different industries, which lead to such problems as unfair industrial competitions, poor protection for investors, obvious loopholes in legal norms, and confusion about judicial basis. As we all know, the transformation of the mode of financial regulation can not be achieved overnight and administrative regulation is not the only effective means of market regulation. The more feasible approach to solving these problems is to establish a unified set of legal norms for financial planning market. Therefore, China should improve its trust law to establish a unified mechanism for regulating financial planning services and expand the scope of application of the security law to realize unified regulation of the public offering and circulation of financial planning products.

---

(责任编辑:姚 佳)