

信托产品“刚性兑付”的正当性分析

戴博文

摘要：“刚性兑付”作为金融领域中一条“默认”规定，业界对于“刚性兑付”大有口诛笔伐之势。但笔者认为，并非所有的刚性兑付行为都缺乏正当性，有必要对其进行分类和辨析。鉴于“刚性兑付”这一热点问题在信托领域最为突出，故本文以信托产品为切入点，力求还刚性兑付一个“公道”。

关键词：信托产品；刚性兑付；正当性

一、“刚性兑付”规则的概念

所谓“刚性兑付”，一般是指在理财产品到期之时，作为发行方的信托公司、商业银行等金融机构在经营管理理财资金的过程中未能如期取得收益，出于维护声誉等目的，通过以其固有财产先行垫付等方式将事先约定的本金和收益进行兑付的一种经济现象。^①

但是从法律层面进行分析，上述说法并不具有周延性。一般而言，“兑付”是指一方当事人对另一方基于债的原因或法律责任而承担的给付行为。如果当事人依照法律的规定或合同的约定负有给付责任或给付义务，那么这种兑付行为理所当然是“刚性”的。所以笔者认为，真正应该打破的“刚性兑付”是指信托公司对投资者既没有履行债务的义务、也不承担法律责任时仍然向投资者支付事前约定的本金和收益的行为。从这个角度进行考量，现有概念似乎对“刚性兑付”的定义有“一棍子打死”的嫌疑。

二、“刚性兑付”规则的成因

(一) 我国信托业坎坷的发展历程带来的信任危机

信托制度起源于中世纪的英国，其设计初衷是为了避免普通百姓的私有财产被国王巧取豪夺，故而其天生就带有“规避法律”的属性。而当信托制度在我国生根发芽后，遇到的最主要的困境便是被打上了“规避法律、逃避监管”的标签。这也解释了我国信托业从1979年恢复以来为何遭遇了数次大型行业整顿的原因。如果按照金融领域各行业的发展时间来计算，信托业的重整频率之高似乎无出其右。在这样不利的大背景下，想要让投资者放心地将财产交到资历不够、却又“劣迹斑斑”的信托业手中进行打理，无异于天方夜谭。虽然监管措施不断完善，但想要重拾社会各界对信托业的信任与尊重并非一朝一夕之事。要想打破这样被动的局面，惟有以“稳赚不赔”的金字招牌吸引投资者，并千方百计保证兑付，才有可能浴火重生。

从同在大陆法系的日本信托业发展的历程来看，“刚性兑付”也是信托业启航的必经之路。日本早期的商业信托就允许在信托契约中出现保证本金和收益的条款，从而有利于信托公司吸引公众进行长期融资。^②除此以外，1952年制定的日本《贷款信托法》从税收政策上给予了该类信托一定的减免和优惠，这一做法推动了信托业在日本的普及，约700万户家庭购买了信托产品。^③由此可以看出，在行业刚刚起步的初级阶段，“刚性兑付”确实能够帮助投资者树立对信托业的信心。

(二) 过度行政干预扰乱市场

在过去十多年里，“维稳”成为了政府工作的重中之重。为了贯彻“稳定压倒一切”的方针，“刚性维稳”的社会治理模式逐渐蔓延开来，各级政府和各级官员都将稳定作为第一要务。这样带来的不良后果就是日趋简单化和绝对化的治理模式很容易把民众正当的利益诉求误解为对社会秩序的破坏。^④为了避免触碰“稳定”这根政治高压线，各级政府发现投资者可能采取过激行为维护自身正当权益时，通常会动用一切可以利用的资源和手段化解纠纷和矛盾，其中就包括对金融产品的“刚性兑付”。

除此以外，GDP也是考核地方政府和官员的一项重要指标。为了将外部资本吸引到本区域中来，各级政府对于“招商引资”一直不敢懈怠。然而在“国库充盈、地方吃紧”的宏观财政调控下，信托产品成为了一种新的融资选择。为了不当地信用和声誉受到可能发生的兑付风险的拖累，地方政府通常会选择为信托产品提供隐性担保。而一旦确实发生了兑付危机，地方政府则会毫不犹豫地以种种非市场化的手段确保“刚性兑付”，维护地方声誉。

(三) 投资者的投资理念和心态不够成熟

作为我国投资领域内普遍存在的问题之一，大众投资者对于长期投资基本不屑一顾，对于“短、平、快”型产品情有独钟，而一旦出现

损失，投资者往往容忍度较低。与美国等发达国家的理念不同，我国传统文化中倡导的“勤俭节约”给人们带来的影响更多的是储蓄而不是消费。由于缺乏对金融行业的基本认识，对各类理财产品的运作流程也模糊不清，这就造成了大量投资者将各种理财产品仅仅当成了银行储蓄的替代品，而对于舶来品的信托业则更是如此。这样造成的后果就是投资者对于“买者自负”这一正确投资理念的缺失。如果投资者在挑选信托产品时将收益率作为唯一的衡量标准、对其他因素置若罔闻的话，很有可能将财富置于巨大的法律和金融风险之中而不自知。一旦发生兑付危机，部分过激投资者便有可能做出围堵金融机构营业网点等不法行为，破坏社会和谐稳定。

三、“刚性兑付”的分类及其正当性分析

笔者认为，就信托领域而言，判断信托公司的兑付行为是否具有正当性可以从信托产品承诺保证收益与否以及信托公司和代销银行是否具有不当行为这两方面着手，具体而言可分为三类：第一类是信托公司并未对投资者做出保证本金和收益的承诺，在经营管理信托财产的过程中尽到了受托人的信义义务，并且代销银行在代销过程中也不存在不当行为。第二类是信托公司向投资者做出了保证本金和收益的承诺。第三类则是信托公司虽未做出承诺，但未尽到受托人的信义义务或代销银行存在不当行为。

(一) 信托公司未承诺保兑且“卖者尽责”时的兑付行为

信托法律关系成立以后，信托财产便独立于委托人的财产和受托人的固有财产。如果作为受托人的信托公司在运营信托财产的过程中尽到了《信托法》第25条规定的“诚实、信用、谨慎、有效管理的义务”，在预见到可能发生不能按时偿付的风险时也竭尽所能通过各种合法手段化解流动性危机，也算是做到了“卖者尽责”。在这种情况下，即便最终不能如期给付，也应当由“买者自负”，而不是由信托公司以其固有财产进行清偿。

与此同时，如果银行在代销过程中向投资者切实披露了该项理财产品的风险，进行了必要的合理性审查，履行了法律规定的义务，那么也没有任何理由要求代销银行向投资者承担对待给付的责任。在这样的情况下，一旦金融机构向投资者进行了兑付，其实质是金融机构将投资者本应承担的投资风险转嫁到了自己的身上，这种兑付不仅于法无据，而且也违反了风险与收益成正比的科学投资规律。正是这种毫无正当性可言的兑付使得本应为“买者自负”的投资行为变成了被业界唾弃的“刚性兑付”，必须予以破除。

(二) 信托公司承诺保兑时的兑付行为

在投资实践中，信托公司经常打着“稳赚不赔”的金字招牌招揽客户，并在合同中加入保证本金与收益的条款以示无欺。要辨别此类情形下信托公司兑付行为是否具有正当性，其实就是要判断信托合同中的保本保收益条款是否有效。

根据《合同法》第52条第5款的规定，“违反法律、行政法规的强制性规定的合同无效。”这一规定在最高人民法院关于适用《中华人民共和国合同法》若干问题的解释（一）第4条中得到了进一步的加强，即“合同法实施以后，人民法院确认合同无效，应当以全国人大及其常委会制定的法律和国务院制定的行政法规为依据，不得以地方性法规、行政规章为依据。”但从现行立法的角度分析，对于涉及信托公司不得向投资者承诺保本保收益的立法只有两部，一是《信托公司管理办法》，二是《信托公司集合资金信托计划管理办法》，二者都是银监会的部门规章。^⑤虽然《信托法》第11条也对信托何时无效做出了规定^⑥，但并未涉及保本保收益这一情形。一般而言，《合同法》第52条第5款中提到的强制性规定是一种“效力性规范”，即法律法规明确规定违反禁止性规定将导致合同无效或不成立的规范。^⑦如果（上转第165页）

作者简介：戴博文（1992-），男，汉族，上海普陀人，华东政法大学，硕士研究生。

求意见稿)》，基础层和创新层挂牌企业的是动态变化的，每年将会根据相关标准进行调整。调整的基本原则借鉴了美国等国的做法，按照“升级自愿，降级强制”的原则进行。具体而言，分层方案中已经明确，每年的4月30日在挂牌企业年报披露后，即由全国股转系统进行分层调整。对于年报信息显示的不再满足维持标准的企业，为了降低投资者可能产生的损失，第一年将要求其发布风险揭示公告。如果第二年企业经营状况还没有明显改善，将被从创新层强制性地降为基础层。相反，如果基础层的企业达到创新层标准后，也可以根据企业自愿，申请提高到创新层。

三、纳斯达克市场分层对我国新三板分层的启示

(一) 可以通过分层的形式和方法将证券市场分为多个层次

纳斯达克市场的分层演变历程表明，要根据企业不同的发展阶段来制定不同层次的上市标准，从而逐步形成具有不同风险特征的多层次市场体系。当前，我国新三板的市场分层愿望比较强烈，那是因为不同的新三板挂牌企业在资产规模、经营状况等方面都存在很大差异。这一方面不利于新三板的有效监管，另一方面，又容易对个人和投资者在挑选具有投资价值、发展潜力的标的物方面造成压力和挑战。因此，这就需要积极借鉴纳斯达克市场分层的做法，通过科学的制度安排来满足不同市场主体的差异化利益诉求。具体而言，从市场主体来看，可以根据市场分层，让挂牌公司选择符合自身特点、发展阶段的板块和层次，从而降低企业的挂牌成本；从投资者的角度，通过市场分层，能够将风险特征不同的公司分开，增加挂牌企业信息的透明度，从而为投资者更加科学地进行投资决策提供更多便利；从监管的角度，通过市场分层，能够针对不同层次的市场主体采取富有针对性的措施，从而更加科学有效地进行市场的分类监管。

(二) 应根据企业的不同规模来探索不同层次市场的上市标准

由于不同规模企业的融资需求是不同的，因而不同规模企业的上市

标准之间也存在很大的差异化。通过纳斯达克市场分层试验，正好可以针对中小型企业、大型企业之间不同的市场稳定性、经营风险、市值总量等，有针对性地提出“净利润+股东权益”、“市值+股东权益”等组合模式，从而在上市标准方面更加突出灵活性和多元化，促进上市企业的健康发展和证券市场的健康有序运行。

四、结束语

当前，由于新三板的推出时间还不长，还缺乏必要的市场运行和监管经验，因此需要坚持开放和学习的态度，积极吸收和借鉴美国等发达国家的纳斯达克市场分层理论和做法，从而促进我国新三板的健康发展。当然，我国在分层标准的推出，有助于促进新三板的初步探索，有助于为我国不同层次的资本市场注入新鲜的活力。但是，发展新三板还需要进一步探索出更多完善的配套制度和措施，这是一项系统性的改革工程，还需要一代代人的不断探索和积极努力，才能够取得更好的成效。(作者单位：万邦家族财富管理(北京)有限公司)

参考文献：

- [1] 柴瑞娟，朱士玉. 从美国纳斯达克市场分层评我国新三板分层[J]. 海南金融，2016，05：25-32.
- [2] 章曦. 纳斯达克退市制度和对新三板市场的启示[J]. 时代金融，2016，12：249-250+252.
- [3] 化定奇. 纳斯达克市场内部分层与上市标准演变分析及启示[J]. 证券市场导报，2015，03：4-11.
- [4] 荆新瑜，梁修玉. 我国新三板市场分层制度与国际借鉴研究[J]. 现代经济信息，2015，20：320.
- [5] 朱佳楠，徐一洲. 美国纳斯达克成功经验对于我国新三板建设的启示[J]. 经营管理者，2015，30：11.

(下接第176页) 严格遵循上述条文的规定，那么保本保收益的信托合同应该是有效的。

但也有学者提出，对合同效力的判断不能单以法律和行政法规为衡量标准，《合同法》第52条第4款中的“损害社会公共利益”也应纳入判断标准。对《合同法》第52条第5款的规定不能仅从文义解释的层面上进行理解，还要结合其立法背景进行考量。当初制定第5款的初衷在于保护市场经济不受到过多的行政干预，然而在法治逐渐健全的今天，如果违反地方法规和部门规章将会造成损害社会公共利益的不良后果，那么也可将此类合同认定为无效。^⑧笔者对上述观点非常认同。高收益往往伴随着高风险，而零风险却保本保收益的信托合同在遏制了其他资本市场发展的同时，也压缩了同行业内低风险产品的生存空间。这种势头的蔓延将会导致市场中无风险利率以及融资成本的上升，进而扭曲了金融市场的发展，最终将损害社会公共利益。为了让市场重回正轨，笔者认为将该类信托合同判定为无效不失为一种化解风险的良策。在这种情形下，投资者可以基于不当得利要求信托公司返还信托财产。

退一步讲，即便按照严格的文义解释将该类合同认定为有效，那么信托公司更应当根据合同约定履行兑付义务。所以不论从何种角度看，信托公司在承诺保兑的情形下都对投资者负有法定或约定的给付义务，故而这种兑付毫无疑问是具有正当性的。

(三) 信托公司未承诺保兑且“卖者未尽责”时的兑付行为

要判断此类情形下信托公司的兑付行为是否具有正当性，关键就是确定信托公司和代销银行对投资者是否负有赔偿损失的法律赔偿责任。

《信托法》第22条规定，“受托人违反信托目的处分信托财产或者因违背管理职责、处理信托事务不当致使信托财产受到损失的，委托人有权申请人民法院撤销该处分行为，并有权要求受托人恢复信托财产的原状或者予以赔偿。”由此我们可以很清晰的判断出，当信托公司没有尽到受托人的信义义务时，应当对投资者承担包括本金以及其他间接损失的损害赔偿赔偿责任。即便在信托产品到期时剩财产已不足本金，信托公司仍有义务以其固有财产承担责任。

对于代销银行而言，其在信托产品的销售过程中扮演了居间人的角色。所谓居间合同，是指“当事人一方为他人报告订约之机会或为订约之媒介，他人给予报酬之契约。”^⑨在实务操作中，信托合同的缔约双方为信托公司和投资者，银行主要起到的是一个“管道”作用，符合上述对居间人的定义。如果代销银行在向投资者介绍并协助其购买信托产品时有销售误导等不当行为，应当根据《合同法》第425条的规定承担损害赔偿赔偿责任。^⑩

简而言之，在信托公司或代销银行没有尽到相应的义务时，都要对投资

者承担损害赔偿的法律赔偿责任，这种兑付行为无疑也是具有正当性的。

四、结语

综上所述，对于信托产品“刚性兑付”的正当性判断，归根结底还是要看信托公司或代销银行是否负有法律上的义务或责任。然而当下社会各界在呼吁破除“刚性兑付”时只是笼统地抛出这一概念，并没有对其作进一步细化的深究。故笔者认为，后两种情形下的兑付行为于法有据，具有正当性，是真正的“刚性兑付”。应当予以批判的是信托公司的第一类兑付行为。但遗憾的是，金融机构在实际操作过程中遇到兑付危机时并没有加以区分，而是不分青红皂白进行兑付，这才是使得“刚性兑付”饱受诟病的真正原因。(作者单位：华东政法大学)

注释：

- ① 中国人民银行金融稳定分析小组. 中国金融稳定报告2014, 中国金融出版社, 2014: 129.
- ② 张敏. 信托受托人的谨慎投资义务研究. 中国法制出版社, 2011: 125.
- ③ 三菱日联信托银行编著, 张军建译. 信托法实务与实务. 中国财政经济出版社, 2010: 13.
- ④ 唐皇凤. “中国式”维稳: 困境与超越. 武汉大学学报(哲学社会科学版), 2012(5): 18.
- ⑤ “信托公司管理办法”第34条第3款规定“信托公司不得承诺信托财产不受损失或者保证最低收益”; “信托公司集合资金信托计划管理办法”第8条第1款规定“信托公司不得以任何方式承诺信托资金不受损失, 或者以任何方式承诺信托资金的最低收益。”
- ⑥ “信托法”第11条规定“有下列情形之一的, 信托无效: (一) 信托目的违反法律、行政法规或者损害社会公共利益; (二) 信托财产不能确定; (三) 委托人以非法财产或者本法规定不得设立信托的财产设立信托; (四) 专以诉讼或者讨债为目的设立信托; (五) 受益人或者受益人范围不能确定; (六) 法律、行政法规规定的其他情形。”
- ⑦ 王利明. 关于无效合同确认的若干问题. 法制与社会发展, 2002(5): 61.
- ⑧ 黄忠. 违法合同的效力判定路径之辨析. 法学家, 2010(5): 63-64.
- ⑨ 史尚宽. 债法各论. 中国政法大学出版社, 2000(1): 462.
- ⑩ “合同法”第425条规定“居间人故意隐瞒与订立合同有关的重要事实或者提供虚假情况, 损害委托人利益的, 不得要求支付报酬并应当承担损害赔偿赔偿责任。”