

证券投资信托的法律构造与监管流变

缪因知^{*}

内容提要：证券投资信托是主要服务于私募证券投资基金的通道业务产品，分为具有杠杆性的结构化产品和无杠杆性的管理型产品。尽管名义上信托公司是运用信托资产的受托人，但商业实践和市场选择的结果是证券私募投资基金作为投资顾问而担任了信托产品的实际管理人。这虽然具有实质合理性和效率性，但减损了受托人的地位、不符合法律对信托关系的基本设定，在行政监管合规和民事合同效力认定上具有不确定性和风险性。2015年股灾后，证监会通过场外配资清理整顿严重缩限了结构化信托的生存空间，但银监会仍然认可其合法性。从证券经营机构与信托公司竞争证券资产管理业务的大背景看，证券投资信托由于在差别监管中处于不利地位，兼之其商业属性方面的不足，而有走向式微的风险。其发展前景深受监管政策流变的塑造。

关键词：证券投资信托；结构化信托；投资顾问；证券资产管理；私募投资基金

信托是一种资本运营的高效率手段。⁽¹⁾ 证券投资信托是证券资产管理领域的先行军，在我国的“合格投资者”即抗风险型证券投资者的培育中扮演了重要角色。其规模巨大，在行业内举足轻重。中国信托业协会数据显示，近年来我国证券投资信托资产规模已经稳定在3万亿元左右。⁽²⁾

证券投资信托的法律关系架构又很复杂，游走在银行业监管和证券业监管的边缘地带。在2015年9月起中国证监会清理整顿场外配资和伞形信托的运动中，证券投资信托成为了业界和投资者关注的焦点，甚至出现了信托公司和证券公司互相公开指责违规的罕见事件。由此引发的针对信托公司的法律纠纷至今余波未了。⁽³⁾

但令人遗憾的是，我国法学界对证券投资信托的研究并不多。“中国知网”检索显示，吴弘教授较早地探讨了证券投资信托的现实问题及立法对策，⁽⁴⁾ 之后却仅出现了一两篇零星的专门研究，其他文献多是在讨论证券投资基金时顺带提及证券投资信托。

故结合相关法律法规规章，从证券投资信托的发展历程、商事结构和金融监管的视角对其做一全方位的概括研究，不仅有其自身价值，对于理解信托业和证券资产管理业务在我国的发展亦至关重要。

* 中央财经大学法学院副教授。本文系上海市高原学科（上海政法学院 金融法）项目的阶段性成果。

(1) 详见王艳梅《信托的功能——资本运营视角下的探析》，《当代法学》2004年第5期，第48-54页。

(2) 中国信托业协会网站“行业数据”栏目，<http://www.txsh.net/txsh/statistics/index.htm>，2016年12月10日访问。

(3) 杨巧伶《信托平仓是与非》，《财新周刊》，<http://weekly.caixin.com/2016-11-04/101004246.html>，2016年11月7日访问。

(4) 吴弘《我国证券投资信托的现实问题及立法对策》，《中国商法年刊》第三卷（2004年），第525-532页。

一、证券投资信托的兴起与主流法律构造

本世纪最初几年，公募型证券投资基金种类较为单一，发行也没有信托计划火爆。信托公司是主导性的机构型投资者，其发行的主动管理型信托类似于证券投资基金，由信托公司接受客户委托、通过专业交易团队进行证券买卖。此外，证券信托还有专门申购新股的信托；第一代 FOF 信托产品即“基金的基金”，是对公募基金而非证券进行投资的信托。⁽⁵⁾ 约 2008 年后，当前模式的证券投资信托兴起。

根据中国银监会 2009 年《信托公司证券投资信托业务操作指引》（下称《业务指引》）第二条的界定，证券投资信托业务，指信托公司将集合信托计划或者单独管理的信托产品项下资金投资于依法公开发行并在符合法律规定的交易场所公开交易的证券的经营行为。

证券投资信托并非信托公司的自营业务，而是其他投资者希望借助信托通道进行证券投资。实践中，这以私募投资基金为主。私募基金之所以要借助信托的通道，一是在早期私募基金不能直接开设证券交易账户时，获得交易权限；二是希望通过信托公司的渠道吸收资金，放大可运用的交易资金；三是希望由信托公司提供风险控制、净值计算、投资者赎回等后台服务，这样私募基金本身可以集中精力于前台的投资操作。而当信托公司的这几项功能优势逐渐减弱，或能由其他金融机构如证券公司提供时，证券投资信托作为一种金融产品模式的重要性便开始下降。

非结构化的阳光私募信托和结构化信托是证券投资信托的主要模式，又被分别称为深圳模式的单一管理型信托和上海模式的单一结构化信托。⁽⁶⁾ 根据 2014 年 12 月的一项不完全统计，国内证券投资类信托产品共有 4091 个（不包含期间已清算、终止的产品），其中非结构化产品、结构化产品、TOT 产品（“信托的信托”）分别占比 58.3%、38.3%、3.5%。⁽⁷⁾

从共性上看，这两种产品都由信托公司担任受托人，主要由私募投资基金担任投资顾问，投资者（包括结构化投资者中的优先级投资者）必须是“合格投资者”，⁽⁸⁾ 并设置止损线。而二者在商事构造上的主要区别包括：

1. 产品结构。前者不具有分层性和杠杆性；后者区分优先级和劣后级投资者/受益人，分别获取固定收益和剩余收益。
2. 利益分成。前者采取国外私募基金的“2+20”收费模式，包括 2% 的固定管理费（含信托公司、保管银行、投资顾问的固定管理费）和 20% 的业绩分成；⁽⁹⁾ 后者因为实际上是劣后级受益人/投资顾问在操盘交易，旨在获取剩余利益，所以其不收取业绩分成和实质性的管理费。
3. 流动性。前者或是封闭运行，或是定期开放每季度 1-6 次。产品开放时，根据产品净值增量分配业绩分成。⁽¹⁰⁾ 后者对优先级资金有固定使用期限，一般在一年以上，优先级和劣后级投资者都不能提前解约退出，否则需支付罚息。

(5) 2003 年《证券投资基金法》第五十九条规定基金财产不得用于买卖其他基金份额，但是国务院另有规定的除外。2012 年《证券投资基金法》修订后在第七十四条放松为国务院证券监督管理机构另有规定的除外。

(6) 管理型产品最早由深圳银监局监管下的深圳国际信托公司和平安信托公司采用和推广，较著名的有赵丹阳的赤子之心集合信托计划。结构化产品最早由上海银监局监管下的上海国际信托公司和华宝信托公司采用和推广。

(7) 《证券投资信托下半年大爆发》，<http://money.sohu.com/20141212/n406884806.shtml>，2016 年 10 月 21 日访问。

(8) 根据《集合资金信托计划管理办法》第六条，合格投资者指符合下列条件之一，能够识别、判断和承担信托计划相应风险的人：（一）投资一个信托计划的最低金额不少于 100 万元的自然人、法人或者依法成立的其他组织；（二）个人或家庭金融资产总计在其认购时超过 100 万元，且能提供相关财产证明的自然人；（三）个人收入在最近 3 年内每年超过 20 万元或者夫妻双方合计收入在最近 3 年内每年超过 30 万元，且能提供相关收入证明的自然人。

(9) 中国信托业协会编著《信托公司经营实务》，中国金融出版社 2012 年版，第 62 页。

(10) 前引〔9〕，中国信托业协会书，第 62-63 页。

需要注意的是，结构化信托并非都旨在进行二级市场交易，有的是为了规避一级市场风险。如在定向增发信托中，由于非公开发行中认购的股份具有锁定期，为防止贬值风险，优先和劣后级投资者之间会进行固定收益和可变收益的划分。

二、投资顾问与受托人关系的异化：证券投资信托法律构造中的风险因素

受托人控制信托财产，是信托制度的核心要义。《信托法》第2条规定“信托，是指委托人基于对受托人的信任，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。”

因此，委托人不能干涉管理处分信托财产。信托设立后，除了《信托法》第20-23条规定的查询权、在特定情形下撤销交易、解任受托人的权利外，委托人不再能影响信托财产的使用，而由受托人负责管理处分信托财产。英美法系存在“宣言信托”制度，委托人能以自己之特定财产为信托财产，并宣称自己为受托人，但包括我国在内的大陆法系国家多不承认其合法性。⁽¹¹⁾

所谓投资顾问也不应成为受托人的“全权代理人”。《业务指引》第二十一条规定“信托公司应当亲自处理信托事务，自主决策，并亲自履行向证券交易经纪机构下达交易指令的义务，不得将投资管理职责委托他人行使。信托文件事先另有约定的，信托公司可以聘请第三方为证券投资信托业务提供投资顾问服务，但投资顾问不得代为实施投资决策。聘请第三方顾问的费用由信托公司从收取的管理费和业绩报酬中支付。”

可是，证券投资信托在商业上的成功取决于如何将信托资产在证券市场上有效运用。而坚持由信托公司自主管理，并不符合市场实践的发展。本世纪最初几年，信托公司曾是证券市场上最有力的机构型投资者，研究和投资能力一度强于证券投资基金。在2006-2007年的牛市中，后者的研投能力明显超过了前者。信托公司在竞争中逐渐落于下风并放弃自营业务。更优秀的操盘手选择了通过私募投资基金来实现更好的个人回报，信托公司逐渐成为私募基金的通道。

私募基金取代信托公司成为了信托的实际操盘人的渠道正在于普遍担任了投资顾问。在结构化信托中，投资顾问一般同时就是劣后级资金委托人/劣后受益人。这些投资顾问发出的投资建议极为具体，与普通投资者给经纪商的指令相同，通常包括证券代码与名称、买卖数量、价格区间、买卖时间区间、委托有效期等，很多信托公司甚至直接称之为下单权，只要账户内资产不触及平仓线和信托公司规定的风险控制指标，受托人就绝不干涉。委托人提供资金，不再是基于对受托人信托公司能够有效“管理或者处分”⁽¹²⁾的“信任”，而是基于对投资顾问管理处分能力的信任或因为受托人能提供配资。

通过将私募基金设定为受托人名义代理人性质的投资顾问，使它们得以实质管理处分信托财产，是我国信托业结合市场格局而生发的创新，并获得了行业协会甚至中国银监会的认同。然而，通道并非信托受托人的本来面目，这一安排由于不符合信托法的一般设定，带来了潜在的法律风险（详见第三部分）。

银监会和信托业为了减少证券投资信托此种安排中的风险，强调了投资顾问的资质要求，但由于赋予了合格的投资顾问更多的买卖自由，这反而增强了证券投资信托在传统信托范畴内的异化感。具体包括两点：

一是《业务指引》对第三方顾问提出的高要求超出了一般投资咨询辅助人员的要求，包

(11) 详见齐树洁、徐卫《论我国宣言信托的立法认可与制度构建》，《江西社会科学》2006年第8期，第190-192页。

(12) 实务中的证券投资集合资金信托计划合同通常回避了受托人管理或处分的表述。

括了资本和责任承担实力、自我风险控制能力。如第二十二规定规定第三方顾问应当是实收资本金不低于 1000 万元的公司或合伙企业，有健全的业务管理制度、风险控制体系、规范的后台管理制度和业务流程、固定的营业场所和与所从事业务相适应的软硬件设施。在信托业协会编写的从业人员培训教材中，结构化信托的投资顾问明确被宣告通常由次级受益人担任，信托业协会要求信托公司对其股东背景、实际资金实力、以往投资经历等进行尽职调查。⁽¹³⁾ 银监会 2011 年《信托公司参与股指期货交易业务指引》第二十一条对投资顾问规定了与《业务指引》类似的要求，只放宽了团队主要成员从业经验的量化指标和投资顾问与信托公司的关联关系。⁽¹⁴⁾

二是信托公司对投资顾问买卖指令的风控指标设定。由于证券市场行情瞬息万变，我国股市又以换手率高、投机性强而著称，有效率的投资信托经营方式当然不是传统意义上的顾问模式所能应对。即便受托人对投资顾问“言听计从”，也难以避免由于延宕而产生的风险。实践中，证券投资信托的投资顾问往往通过直连计算机系统下单。信托公司对此的控制主要通过计算机程序中的参数配置来实现，如根据事先约定对特定规模和种类的交易予以限制。

值得注意的是，有研究者认可《信托法》第 30 条规定“信托文件另有规定或者有不得已事由的，可以委托他人代为处理”。2007 年银监会《信托公司管理办法》第 64 条也认可注册资本不低于 1 亿元人民币或等值的可自由兑换货币的信托公司可以“处理信托事务不履行亲自管理职责，即不承担投资管理人职责”。故在银信合作业务等中，银行委托人把受托人信托公司作为通道、通过信托合同约定自行承担管理职责，不违反《信托法》。⁽¹⁵⁾ 这一解释意味着《信托法》规定的信托基本法律关系可以被信托文件架空，恐难以成立，但实践中此类现象确实大量存在，证券投资信托的情形也与之相同。诚如有学者批评的，我国商事信托实践过于重视信托的筹资工具功能，反而对其中受托人的专业能力和受信（信义）义务不予重视。⁽¹⁶⁾

三、证券投资信托合法性认定中的不确定性： 以结构化信托为分析重心

证券投资信托的现行模式是商业实践和市场反复博弈的结果，具有实质的效率性和合理性，但其在行政监管合规层面和在民事合同效力认定层面却都具有不确定性和风险性。非结构化信托本质上与证券投资基金区别不大，但由于《信托法》对受托人主导性的设定，而令投资顾问的角色显得尴尬。结构化信托不仅具有非结构化信托的法律风险，还增加了委托人身兼投资顾问所带来的关系混乱。加上杠杆性和高风险性，引发的现实纠纷也更多。

（一）结构化证券投资信托业务的合规性之争

结构化证券投资信托本质上与证券公司融资业务在商事交易层面具有同构性，主要区别在于开展业务和保持账户控制权和平仓权的主体分别是信托公司和证券公司。其他区别都只是技术性、细节性的，如结构化信托会引入外部资金担任优先级资金；而证券公司主要以自有资金提供融资。如果政策放松，证券公司在技术上也可以引入外部资金作为融来源。

《证券法》第一百四十二条“证券公司为客户买卖证券提供融资融券服务，应当按照国务院的规定并经国务院证券监督管理机构批准。”这是否能被认定为证券交易融资业务的特许性规

(13)前引〔9〕，中国信托业协会书，第 64—65 页。

(14)投资顾问名与实的困境在其他通道型信托业务中普遍存在，参见 2008 年《信托公司私人股权投资信托业务操作指引》。

(15)赵岩《信托受托人的主动管理义务》，《金融法苑》第 87 辑，第 147—155 页。

(16)夏小雄《“得形”、“忘意”与“返本”：中国信托法的理念调整和制度转型》，《河北法学》2016 年第 6 期，第 89 页。

范,在理论上存在争议。⁽¹⁷⁾但实践中,在2015年7月股灾引发的配资清理整顿前,比结构化信托更不正规、但同样具有交易融资功能的场外配资活动也是公开开展的。

结构化信托和证券公司融资业务由于开展机构主体的不同,而分别对应了不同的金融监管者。但这本质上是基于牌照管理的“谁家的孩子谁抱走”的机构监管路径的产物。从立足于行为管理的功能监管之角度看,这种做法未必合适。毕竟通过这种业务,信托公司实际成为了证券市场的参与者,而证监会却只能通过规制证券公司等来间接实现对信托公司的规制。

但这个问题需要辩证地看待,双轨制状态本身未必一定有害。在高度金融管制的格局下,这倒能为市场力量寻求多元化的出路,并能实现一定的监管竞争。而且较之证券公司融资融券业务,结构化信托呈现进入门槛更高、杠杆更高的特点。银监会2010年《关于加强信托公司结构化信托业务监管有关问题的通知》是唯一关于结构化信托的专门规范性文件,其第五点规定劣后级收益人“应当是符合《信托公司集合资金信托计划管理办法》规定的合格投资者,且参与单个结构化信托业务的金额不得低于100万元人民币。”实践中,很多认购单一账户的结构化信托产品的劣后级资金需要3000万元并运作一年以上。以股票投资为主的信托计划的杠杆比限于1比2,以开放式基金为主的才可到1比3。⁽¹⁸⁾即便在伞形信托下,小伞也往往要100-500万元的投入资金。而证券公司开设融资融券账户一般只要股票账户开立6个月以上,账户资产达到50万元,且实践中一度降至5万元以下。⁽¹⁹⁾

2015年7月股灾后,证监会开始清理整顿伞形信托和场外配资。⁽²⁰⁾高杠杆配资是此次牛市和股灾的重要原因,⁽²¹⁾如场外配资的杠杆比甚至有超过10倍的。结构化信托业作为一种杠杆率和风险可控的成熟金融业务,对此本不应承担重要责任,却一并受到了波及。⁽²²⁾8月下半月股市再次暴跌,8月底证监会加大对结构化信托产品的清理。9月17日证监会《关于继续做好清理整顿违法从事证券业务活动的通知》首次明确信托产品清理的范围是:(1)证券投资信托的委托人账户下设子账户分账户虚拟账户的;(2)伞形信托不同的子伞委托人或关联方分别实施投资决策,共用同一证券账户的;(3)优先级委托人享受固定收益,劣后级委托人以投资顾问等形式直接执行投资指令的场外配资。这就直接把结构化信托列入了清理整顿范围,成为了证监会在非常时期对银监会一次成功夺权。

2015年9月起,伞形信托一般不被保留,非伞形的单一结构化信托产品有二类改造方案。如果保持外接系统,就必须改成非分级非结构化产品;若保留优先级投资者,则改为获取不固定收益,只是优先于劣后级投资者获取;不得再由投资顾问下单,而由信托公司或基金子公司下单,监管者将核查管理人的劳动合同、社保单据、MAC及IP地址,以确认是这些机构在实质管理。如果关闭外接系统,则变更使用券商主经纪人(Prime Broker, PB)系统,由管理人在PB交易端口下单,原信托产品账户直接接入券商系统。除此以外,就只能直接清理即卖出账户内的证

(17)主流观点是肯定说,本人也认为考察立法本意和“举轻以明重”的原则,显然立法者并非意指证券公司必须经过批准才能从事融资融券业务,而其他主体可自由开展。否定说见蔡奕《伞形信托业务模式及监管对策分析》,《财经法学》2015年第6期,第11页。

(18)中国信托业协会编著《信托公司经营实务》,中国金融出版社2012年版,第64页。

(19)于建《融资融券解析:资金门槛重回50万元 投资者只能认一家》,《北京晚报》2015年1月28日。

(20)对此清理整顿的合法性,及证监会介入证券系和信托系机构的资产管理业务竞争之分析,详见缪因知《证券交易场外配资清理整顿活动之反思》,《法学》2016年第1期。

(21)刘燕、夏戴乐《股灾中杠杆机制的法律分析:系统性风险的视角》,《证券法律评论》2016年卷,第108页。

(22)早在股灾前一个多月,一些信托公司就在监管层要求下逐渐停开伞形信托,只开设单一结构化信托产品,周雅钰《监管层“收伞”单一账户结构化信托重回视野》,《每日经济新闻》2015年5月8日,第13版。

券了。⁽²³⁾

可是在中短期内，证券公司还是像过去那样承担通道和托管角色，而无法完全取代信托公司原有的角色。在过去的架构下，客户交易指令须经信托公司的系统过滤审核后，再通过信托公司与证券经纪商之间的专线正式下达。信托公司可以对结构化产品持股数量、板块算则、单只最大持股比例予以限制，有一套相对严格的风险控制体系。但现在信托公司无法再直接对产品建账核算和进行控制，原有的风控机制出现了空白，难以真正做到账户的安全转移。不迟于2016年1月，仍有信托公司在与银行合作，坚持通过手动方式为客户提供结构化信托交易服务。⁽²⁴⁾

2016年3月银监会办公厅试图重新确认单一结构化信托业务的合法性，下发了《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），明确要求信托公司合理控制结构化股票投资信托产品杠杆比例。优先与劣后受益人投资资金配置比例原则上不超过1:1，最高不超过2:1，不得变相放大杠杆比例。条件是信托公司依法合规开展业务，配备专业管理团队和信息系统支持，建立健全风险管理和内控机制，切实做好风险揭示、尽职管理和信息披露。

显然银监会和证监会的立场不一致，不同的部门的规章之间是否适用“新法优于旧法”原则，存在不确定性。不过，信托业界人士称现在“这块业务的整体比例做得很少”，“所以（此《意见》）影响不太大”。⁽²⁵⁾

（二）民事法庭对结构化信托合同的定性分析

直接涉及结构化信托的判决较少，2015年的一项判决叶某诉厦门国际信托有限公司案中，厦门中级法院认为结构化信托中“一般受益权的委托人”曾经手抄风险提示，表明已阅读并充分理解信托文件的内容，主张签订合同存在重大误解缺乏依据；1比3的杠杆率、95%的预警线、92%的止损线、优先委托人最高年化收益率7%、受托人信托报酬年费率1%、保管费年费率0.2%等条件并不存在显失公平或欺诈的情形，其驳回了交易者撤销信托计划合同的请求，并获《人民法院报》“转发”。⁽²⁶⁾这可能是考虑到了《结构化通知》等行业管理性规范的存在，故法院愿意接受结构化信托的合法性。值得注意的是，主审法官在接受《人民法院报》采访时提及了解此类信托产品“由一般委托人行使投资建议权，一般委托人的知识、经验、判断、决策、技能、操作能力等对信托财产的投资业绩有着决定性影响。”

我国法院在关于复杂金融商品效力认定的民事诉讼中，总体较易受管制性金融政策的影响。客观上，如第三部分所分析，就形式主义而言可以说证券投资信托里投资顾问实际操盘的模式与其所展示的信托法律关系并不符，存在规避法律的嫌疑。虽然银监会并未放弃对结构化信托的合法性认证，但证监会对其的否定性态度对于信托公司在民事法庭上主张信托合同的有效性是不利的。2015年10月杭州西湖区法院受理的一起案件中，原告配资客起诉的正是信托公司违规从事融资融券业务。⁽²⁷⁾后续值得观察。如果结构化信托一般受益权人在被强平、遭受巨额损失后，主张信托合同违反《信托法》《证券法》，根据《合同法》第五十二条而导致无效，则其观点并非不可能不被法院采纳。

但本人认为，结构化信托属于受监管的金融合同，对双方当事人的权利义务配置也无不公。

(23) 杨庆婉 《券商首次明确“非伞类账户”清理标准 “一刀切”渐成往事》，证券时报微信公众号券商中国，证券时报网无直接链接，转引自财经网 <http://stock.caijing.com.cn/20150923/3974034.shtml>，2016年10月21日访问。

(24) 李维 《开年半个月两融缩水2000亿 银行暗推1:3结构化配资“抄底”》，《21世纪经济报道》2016年1月19日，第12版。

(25) 胡飞军等 《58号文引起信托业热议 银监会料作进一步解读》，《证券时报》2016年4月5日，A2版。

(26) 何春晓等 《厦门一投资人诉请信托公司赔偿被驳回》，《人民法院报》2015年7月21日，第3版。

(27) 肖菁 《配资5000万炒股两月亏了1000万 杭州一股民告了信托公司》，《钱江晚报》2015年10月13日，A07版。

尽管国家可以从经济法的公共政策角度出发, 为确保证券交易实名制监管、防止金融系统性风险^[28]而限制此类交易的实施, 甚至施加罚款等公法责任, 但在否定合同的私法效力时, 应有充分的效力性强制性法律规范作为依据。^[29]

此外在实践中, 五矿信托公司将劣后级信托利益跨单元、跨产品为优先级和中间级受益人的损失予以调剂补亏, 已被劣后级受益人提请仲裁。这种做法当然涉嫌侵害信托产品的独立性, 但从案情看, 劣后级受益人主动向信托公司出具了为中间级投资者的预期信托收益实现而履行差额补足义务的承诺函, 包括用其他产品劣后级的信托收益来予以补足, 以避免信托产品发生强制平仓。^[30] 尽管当事人无权通过约定改变信托产品内具有法定效力的资产隔离关系, 但导致此类约定无效的过错是双方的, 如何判定责任, 值得在案情明晰后进一步深入研究。

四、晚近多元机构竞争资管业务的监管环境下 证券投资信托的发展趋势

在我国, 信托公司是公认的证券类资产管理业务的开拓者, 但在证券公司、基金管理公司、证券公募基金乃至期货公司资管产品大为发展的今天, 信托公司却由于监管体制、政策限制、自身经营特点、市场态势等多方面的因素, 逐渐战线后退。

(一) 资管新政下证券系机构对资管市场的强势参与

2012 年起, 证券期货经营机构异军突起, 成为了证券资管市场的主力军。这是郭树清执掌证监会时期一系列监管政策变化的结果, 重要进程包括:

2012 年 7 月证监会颁布《期货公司资产管理业务试点办法》。2012 年 9 月证监会废止了 2011 年 10 月实施的旧版《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》(证监会令 74 号), 颁布了新版同名办法(证监会令第 83 号, 下称《基金资管办法》)。新办法拓展了资管计划资产的投资范围, 取消了对单一证券投资的法定比例限制, 放松了对资管计划开放频次、费率的管制。为了提高效率和实现风险隔离,《基金资管办法》要求基金管理公司设立专门子公司, 通过专项计划开展专项资产管理业务; 开展特定资产管理业务, 应当设立专门的业务部门或者专门子公司。为此证监会 2012 年 10 月 29 日颁布了《证券投资基金管理公司子公司暂行规定》(2015 年最新修订), 规定基金子公司是由基金管理公司控股, 经营特定客户资产管理、基金销售以及证监会许可的其他业务的有限公司。2012 年 10 月 18 日证监会同时颁布了新版的《证券公司客户资产管理业务管理办法》、《证券公司集合资产管理业务实施细则》、^[31]《证券公司定向资产管理业务实施细则》。从而在短短数月内, 一下子形成了证券公司、期货公司、证券投资基金及子公司三大证券系资产管理机构。

金融创新在市场中源源不断地产生, 区别只在于是否会受到监管政策的限制。当证监会放松对证券经营机构资产管理业务的限制后, 证券经营机构自然能凭借更雄厚的资金实力和市场渠道优势占据比信托公司更好的市场地位。证券公司也推出了很多新品种, 如理财收益互换集合资产管理计划是一种类似于伞形基金的资管计划, 同时包含进攻型的混合类子计划和防御型的固定收益类子计划, 一个子计划的分红收益必须转换为另一个子计划的份额。

[28] 详见 Steven Schwarcz 《金融系统性风险》, 沈晖、缪因知译, 载北大金融法中心编《金融法苑》第 86 辑, 中国金融出版社 2013 年版, 第 192-237 页。

[29] 政府基于金融安全而限制契约自由的分析, 见缪因知《论利率法定与存款合同意思自治的冲突》,《中外法学》2014 年第 3 期, 第 754-755 页。

[30] 杨巧伶《信托平仓是与非》, <http://weekly.cqixin.com/2016-11-04/101004246.html>, 2016 年 11 月 7 日访问。

[31] 2012 年 12 月《证券投资基金法》修订, 这两个办法又于 2013 年 6 月做了修订。

值得注意的是，证券系资产管理业务创新还在加速，如2014年证监会《关于进一步推进证券经营机构创新发展的意见》提出支持证券经营机构⁽³²⁾深化和提升业务，形成具有国际竞争力、品牌影响力和系统重要性的现代投资银行，为它们从事资产管理业务许诺了诸多政策空间。

2015年1月，中国证券投资基金业协会发布《证券期货经营机构资产管理业务登记备案和自律管理办法（试行）》（征求意见稿）及配套规则（正式稿至今未发布），将资管业务载体统一为资管计划，取消一对一、一对多的形式要求，令资管计划投资范围与《私募投资基金监督管理暂行办法》相统一，以负面清单形式列出了投资范围，消除了证券、基金、期货三类公司在业务载体、市场准入、投资范围、业务规范、备案监测等方面的差异；统一相关自律管理标准、程序，并以放松管制、强化管理、防范风险为重点，加强通道业务、第三方机构、分级杠杆以及短期激励等规范。该意见稿还取消了资管计划最低初始规模和最高规模上限要求，只要符合合格投资者相关要求，证券期货经营机构可自主决定资管计划规模，缓解了资管计划的销售压力。

2015年3月，中国证券业协会向证券公司、证券投资咨询公司下发《账户管理业务规则（征求意见稿）》（正式稿至今未发布），拟允许具有证券投资咨询业务资格并符合规则条件的证券公司、证券投资咨询公司以投资顾问名义开展账户管理业务，就证券、基金、期货及相关金融产品的投资交易做出价值分析或投资判断，代理客户执行账户投资或交易管理，即像美日韩台港的同类机构那样接受客户全权委托管理证券账户。

（二）监管区别对待不利于信托公司竞逐资管业务

除了证券期货经营机构资管业务突飞猛进造成的证券投资信托的不进则退外，在证信二者直接竞争的层面上，我们也可以总结出信托败退的两大原因。一是监管上的区别对待，二是信托公司体制对收益波动性强的证券投资的不适应性。

我国的金融体制同时实行机构监管和功能监管。银行证券保险信托机构等按照行业属性各有其监管者，但证券发行和交易、证券投资等活动一并归证监会监管。不同金融机构对金融监管者来说并非亲疏无别。基于机构监管，证券公司、证券投资基金、基金子公司等从证监会处获取经营资格，是证监会的“孩子”，而信托公司是银监会的“孩子”。所谓“孩子”，主要意味着这些机构一旦出现了经营或其他方面的危机，将由相应的主管机关承担主要责任。在人员流动上，证监会部门领导和证券公司、基金公司高管之间调任频繁，而与信托公司少有人事交集。所以在监管政策上厚此薄彼，也并不令人意外。⁽³³⁾

最突出的是资产管理通道业务。自营业务质量取决于操盘手交易水平高低，而通道业务的荣枯主要看通道提供者在监管缝隙中的生存空间大小。证券系和信托系的金融机构的区别在此就体现了出来。具体来说，包括如下方面：

1. 绩优上市公司非公开发行股票（定向增发）参与资格。定向增发受到的管制较少，且证监会2006年《上市公司证券发行管理办法》（下称《发行办法》）第三十八条允许发行价可以低

(32)“证券经营机构”是一个老词，1996年《证券经营机构证券自营业务管理办法》规定证券经营机构指具有法人资格的证券公司和信托投资公司。2001年后证监会基本不再使用这个提法。2005年12月《证券法》修订时仅将之用于泛指境外实体（如第一百二十九条）。2006年全国人民代表大会《国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要》提出“促进上市公司、证券经营机构规范运作”。2014年起证监会重新使用该词。2015年4月全国人大常委会《证券法》修订草案用证券经营机构指涉证券公司、证券合伙企业，以及经国务院证券监督管理机构按照规定核准经营证券业务的其他机构（第二百一十二条）。从草案二百一十九条看，证券经营机构基本上还是指证券公司（或未来的合伙企业型券商）。在1998年后的分业监管体制下，这也不再像1996年那样包含信托公司。

(33)有学者认为：银行、证券经营机构、保险机构和信托公司经营的理财产品均为信托产品，但由于监管体制的差异，而导致了不公平竞争。他也认为信托公司处于受束缚较多的境地，参见季奎明《论金融理财产品法律规范的统一适用》，《环球法律评论》2016年第6期，第100页。

至定价基准日前 20 个交易日股票均价的 90%，属于较有利可图的证券业务。但《发行办法》第三十七条规定非公开发行股票的发行人不得超过 10 名。2007 年《上市公司非公开发行股票实施细则》第八条第一款规定这是指认购并获得本次非公开发行股票的法人、自然人或者其他合法投资组织不超过 10 名。证券投资基金管理公司以其管理的 2 只以上基金认购的，视为一个发行对象。但信托公司作为发行对象，只能以自有资金认购（该《细则》2011 年修订时该条未修改）。

信托产品和证券基金产品的资金都来自客户，如此区别对待，理由不明显。而且 2012 年后，基金子公司和证券公司都可以通过发行内含多个客户资管计划的产品作为单个投资者参与定向增发，而信托公司依然无法如此参与。定向增发信托产品需借助有限合伙（成为合伙型股权投资基金的有限合伙人，或取得有限合伙认购的定增股票的收益权）、基金管理公司的专户或券商定向资管计划才能参与。

2. 新股申购资格。类似的，信托产品不具有申购新股资格，股票打新产品需投向公募基金或者是基金专户，加大了交易成本。

3. 单票业务比例。信托公司属于放贷机构之一，受银监会监管，在合规上其资产分布的多元化要求较高。一般单只股票投资额与信托产品资产净值比例（单票比例）以 20% 为上限（如银监会 2010 年《关于加强信托公司结构化信托业务监管有关问题的通知》第九点）。而基金子公司不受银监会限制，证监会又不对此作要求，所以在单票比例等方面更为宽松。实践中，除招商银行外的其他主要银行的理财产品均接受基金子公司的通道，单票比例达到 30% 颇为常见。这也是令信托公司催生出伞形信托业务⁽³⁴⁾以突破单票比例，和基金子公司进行“平等竞争”的背景之一。

4. 上市资格和资金吸纳能力。已经上市的证券公司超过了 20 家，通过发行股份、债券和股份质押来吸纳资金的成本较低。而由于信托公司被监管者认为存在主营业务不清晰、盈利模式不稳定等不足，68 家信托公司只有 2 家被批准公开发行上市（陕西省国际信托公司、安信信托）⁽³⁵⁾，资金吸纳成本较高，故不少业务券商能办的业务，对信托公司来说就在财务上显得不划算。证券公司在推行主经纪人（PB）系统展开契约型基金托管业务后，于价格战上也更具优势。如一般管理型证券投资信托通道费通常在 0.3 - 0.5%，托管费 0.1%，而券商 PB 系统对契约型基金托管时，托管费运营费均只要 0.1 - 0.2%。

这些现象从投资者而言，可视为证信之间的监管差异导致的套利空间；从金融机构而言可视为非平等竞争；而若监管者具有主观意愿在内，则有行业保护色彩。2015 年股灾后，证信之间在资管业务上的矛盾突出。证监会要求券商切断结构化信托产品的接入端口，但证券系机构仍在实施具有配资功能的业务，除了证券公司股票质押式回购业务外，基金专户、基金子公司等仍然通过资产管理计划维持着可以高达 10 倍的杠杆配资活动。2015 年 11 月证监会向各证监局下发《关于规范证券期货经营机构涉嫌配资的私募资管产品相关工作的通知》，要求分类推进清理，坚决清理私募资管产品中下设子账户分账户虚拟账户等情形，有序规范涉嫌配资的优先级委托人享受固定收益、劣后级委托人以投资顾问等形式直接执行投资指令参与股票投资的私募资管产品。可见其清理重心只在于账户出借，对于单账户内区分优先和劣后级资金的杠杆配资只是“有序规范”，最终实际上认可了其合法性。这些证券系的结构化资管计划虽然名义上是配合证监会在救市中提倡的上市公司大股东和董监高增持运动，但所承受的市场波动风险却别无二致。

(34) 详见蔡奕《伞形信托业务模式及监管对策分析》，《财经法学》2015 年第 6 期，第 5 - 13 页。

(35) 有多家信托公司通过并购重组 ST 股票等方式成为了上市公司的控股子公司，实现所谓间接上市，但所获利益与直接上市相距甚远。

在 2016 年 1 月底的新一轮下跌中，成为了首当其冲的目标。⁽³⁶⁾

(三) 信托公司体制对收益波动性强的证券投资的不适应性

当证券系机构摆脱管制束缚后，信托公司相形见绌，也属于市场竞争的自然结果。一方面，信托公司的网点渠道和营销能力本来不如证券公司，过去很多业务只是券商由于不能从事而在券商推荐之下获得开展。因缘际会的是，2010 年后房地产信托和地方融资平台信托业务兴起，与此同时股票熊市令证券投资业务在信托业内部边缘化，2012 年起监管者允许证券系资产管理机构蓬勃发展后，相关人才从信托业往证券业流失严重。

另一方面，作为参照银行管理的放贷机构，信托公司承担着刚性兑付的市场预期，受到的管制天然地较多，⁽³⁷⁾ 内部风险控制要求更严。⁽³⁸⁾ 即便是从事通道业务也必须对于实际操盘私募基金从严把关，不能适应资本市场更为积极进取、收益更为浮动化的新业务如并购融资的要求。相比之下，基金管理公司本身是证券二级市场参与者，其产品给公众的认知天然与刚性兑付无关。如下两个领域值得展开说明：

(1) 股票质押：信托公司自 2009 年起开始推行股票质押业务，为难以获得银行贷款的上市公司（主要是房地产企业）提供融资。除了直接撮合融资双方外，一般以股份收益权转让的名义发行信托计划募集资金，以股票质押为担保，期限可以长达数年。质押物有折扣率要求，并设置预警线和平仓线，息差为信托公司的主要收入来源。由于很多银行贷款不接受单纯的股票质押，所以股票质押信托属于创新性产品，在股价被普遍高估的中小企业板、创业板尤其受到上市公司控股股东的欢迎。信托公司占据了主要市场份额，但只能作为资金来源方/信托受益人与质押人/信托委托人之间的中介通道来收取较低的费用。

后来证券公司也开展了股票质押业务，2013 年 5 月中国证券登记结算公司（下称中证登）和两大证券交易所分别颁布沪深版《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（试行）》，规定资金融出方包括证券公司、证券公司的集合资管计划或定向资管客户、证券公司资管子公司的集合资管计划或定向资管客户。

相对而言，券商股票质押回购交易的标的可涵盖限售股、解禁限售股和流通股，拟用于融资的标的证券上限可突破总股本 5% 限制；融资期限可长可短，最长可达 3 年；可提前或延期购回、部分解质，随借随还。办理快捷，无需到中证登现场办理手续，资金到账快，T+1 日即可用；但通过证券交易所和中证登进行交易和清算交收，被挪用风险低；交易所和券商都不收取交易佣金，也无印花税，故融资成本相较于信托平均要低一两个百分点。⁽³⁹⁾ 证券公司迅速凭借丰富的资金渠道占据了主要市场。⁽⁴⁰⁾ 信托公司市场份额大减，只有当银行资金不想发放过多股票质押贷款时，才可能借助信托通道。

(2) 股指期货产品。银监会 2011 年《信托公司参与股指期货交易业务指引》规定信托公司可以申请股指期货交易业务资格，信托公司固有业务和结构化集合信托计划不得参与交易，集合

(36) 参见李维：《开年半个月两融缩水 2000 亿 银行暗推 1:3 结构化配资“抄底”》，《21 世纪经济报道》2016 年 1 月 19 日，第 12 版。2016 年 1 月底 2 月初发生上市公司大股东的资管计划被被强行平仓的慧球科技、鼎立股份都是在基金子公司设置的资管计划。另有不少有资管计划的大股东采取了停牌、追加保证金、解除交易等措施。

(37) 银监会对信托业的准入、业务、产品成立的严格管制，已经影响了行业发展，参见夏小雄：《“得形”、“忘意”与“返本”：中国信托法的理念调整和制度转型》，《河北法学》2016 年第 6 期，第 87-88 页。

(38) 参见 2014 年《中国银监会办公厅关于信托公司风险监管的指导意见》（规定不得开展非标理财资金池业务，重创影子银行业务）、2015 年《进一步加强信托公司风险监管工作的意见》。

(39) 桂衍民：《券商质押回购开闸 信托既有份额难保》，《证券时报》2013 年 7 月 5 日，A5 版；刘雁：《信托打响股票质押保卫战》，《证券时报》2013 年 7 月 5 日，A5 版。

(40) 2015 年 7 月中国证券业协会颁布了《证券公司开展场外股权质押式回购交易业务试点办法》，进一步扩大了股权质押的范围。

信托业务可以以套期保值和套利为目的参与交易（期货合约价值的比例受限制），单一信托业务可以以套期保值、套利和投机为目的开展交易（风险敞口受限制）。就资管业务而言，其意义主要在于阳光私募基金可以满足部分套保需求，但这很难满足对冲量化私募基金的需求。而且银监会规定信托公司之前已开展的业务未明确约定可参与股指期货交易的，必须修改合同取得委托人（受益人）的同意后才能从事此业务，所以集合信托基本不可能新设股指期货交易功能。相比之下，2013年后兴起的契约型私募基金从事投资股指期货交易所受限制则较少。

此外，期货交易对快捷性要求更高。信托公司的计算机系统与专业期货公司以及部分专注交易的基金子公司相比，差距较明显。私募基金通过信托公司普遍采用的恒生系统远程 O32 客户端从事股指期货交易，不如契约型基金的管理人直接下单来得快捷。所以对冲量化私募基金只是在最初没有合适通道的情况下采用信托模式，后来逐步转向基金子公司、券商资管、期货公司等平台。

故 2015 年 9 月对结构化信托整顿的高潮期间，有业界人士提出信托公司的发展趋势是退守固定收益类的融资业务和通道业务，^{〔41〕}引发热议。不过，在中国严格的金融管制下，监管政策在不同向度上的松紧都会对金融机构的经营起伏产生不小的影响。2016 年 7 月中旬证监会《证券期货经营机构私募资产管理运作管理暂行规定》禁止了各类保本安排，并规定股票类混合类、固定收益类和其他类结构化资管计划的杠杆倍数分别不得超过 1 倍、3 倍、2 倍。2016 年 7 月下旬，银监会针对《商业银行理财业务监督管理办法》又在银行间展开了新一轮征询。新意见稿规定银行理财产品投资非标准化债权资产时只能对接符合银监会关于银信理财合作业务相关规定的信托投资计划，不得对接证券公司、期货公司、基金管理公司、保险公司的资管计划等。8 月中旬，证监会开始就统一的《基金管理公司子公司管理规定》及《基金管理公司特定客户资产管理子公司风险控制指标管理暂行规定》公开征求意见，规制重心是为银行提供巨量通道服务的银行系基金子公司的资管计划。一旦基金子公司被要求退出通道业务、与母公司展开错位经营，其将由于对资产的主动管理能力远不如信托公司而陷入劣势。这些都形成了对信托公司的相对利好，故证券投资信托的发展前景将始终随着监管流变起伏。

证券投资信托不仅是我国金融业发展中的一项重要业务，也是我国资本市场制度创新的重要一环。在现实的市场环境下，投资顾问成为了证券投资信托经营的主导者，这不仅符合信托法律关系的基本设定，凸显了制度条文与商事实践之间的张力，也为其监管合规和合同效力认定带来诸多不确定性。在 2015 年股灾后的清理整顿中，结构化信托产品在上述合规性上的不足被证监会所强调，其使用程度大大受到了缩限。

总体上看，证券投资信托业务在多元化的证券资管市场中的作为空间深受监管政策流变的影响。从法律和监管层面总结证券投资信托之成就和不足，对于推动我国资产管理业和金融业的发展和提高其法治化程度将大有裨益。

责任编辑：李 剑

〔41〕钢铁阿牛 《别了，证券类信托》，<http://wallstreetcn.com/node/223823>，2016 年 9 月 21 日访问。