



企业资产证券化法律结构的脆弱性

沈朝晖*

目 次

- 一、资产证券化法律结构的稳固性基础
- 二、我国资产证券化中的 SPV 法律结构
- 三、制度根源：当中国金融遇到英美信托
- 四、结语：走向开放的中国信托制度

摘 要 资产证券化一方面能实现商业银行的资产出表，另一方面以资产信用的方式将资本市场的资金输入给实体企业，发挥商业银行的金融功能，因此成为影子银行的概念起源地、主要表现形式与代名词。不同于美国影子银行（资产证券化）的风险在于借短贷长的挤兑风险，中国资产证券化的首要风险是法律结构的脆弱性。信贷资产证券化是财产权信托的法律结构，信托制度得到了充分的运用。除此之外，以企业资产证券化为代表的其他系统内的资产证券化的法律结构是委托代理合同关系，专项计划委托人直接对基础资产行使权利，尽管能实现真实出售的功能，但不能做到破产隔离，法律结构具有脆弱性。制度根源在于中国将信托制度作为金融牌照业务。信托是一种资本组织方式，具有功能上的可替代性。解决之道是建立开放的信托制度，让信托工具服务于中国未来广阔的资产证券化市场。

关键词 资产证券化 专项计划 信托 破产隔离

* 清华大学法学院副教授，法学博士后。

本文为中国法学会金融法治方阵重点委托研究课题“中国影子银行的法律规制”的成果；国家社会科学基金青年项目“地方债务治理的商事司法审查路径研究”（14CFX038）的阶段性成果。笔者对中国资产证券化实务情况的了解要特别感谢2016年北京大学金融法实务讲座的主讲人王剑钊合伙人、2017年元月“青衿商法沙龙：资产证券化”的参与者洪艳蓉、高丝敏、中信证券温馨、夏戴乐和2017年7月“第四届青衿商法论坛：资产证券化法律问题研讨”的参与者太平洋证券公司杜奔等实务界嘉宾所提供的资讯。本文文责自负。



2007至2009年,美国次贷危机爆发并蔓延。起因是银行等金融机构将房屋抵押次级贷款打包成资产池,货币市场基金等资本市场的投资者购买以这些资产池为支持而发行的住房抵押贷款资产支持证券(ABS)。资产证券化的多层环节和多个主体均发生在资本市场,行使的是商业银行的功能:为住房提供抵押贷款。这成为影子银行的概念起源地。资产证券化充当了信用中介的功能,完成了商业银行的信用转换(改变终极投资者的权利状态)、期限转换(用短期借贷支持长期融资)和流动性转换(用流动性较强的资产支持流动性较弱的负债)。美国资产证券化在功能和风险上与商业银行一致,还是美国的影子银行的主要表现形式。ABS被进一步地打包和再证券化,形成以合成ABS资产池作为支持而发行的升级版的金融工具——担保债务凭证(CDO)。(1) 金融创新使得交易愈加复杂,系统性风险的来源更广泛。资产证券化的复杂交易包含着若干的分散结点。分散结点的出现,造成信息的丢失。例如经过资产证券化后,房贷的基础资产的信息很难被了解。信息丢失的表征是一系列的价格信号错误,引起市场恐慌,进一步导致更加错误的价格信号。(2) 基础资产的信息难以有效传达给投资者,证券化的过程存在信息缺口。(3) 这是美国影子银行(资产证券化)的市场脆弱性,最终酿成金融危机。

2013年以来中国的资产证券化市场呈现爆发式和井喷式的发展。中国人民银行、银监会监管的“信贷资产证券化”主要服务于银行等金融机构贷款所形成的基础资产,而证监会监管的“企业资产证券化”主要服务于企业和地方政府PPP项目。(4) 例如,被“第二届中国资产证券化论坛年度奖”评选为“杰出交易奖”的京东白条应收账款债权资产支持专项计划就是在企业资产证券化市场完成的。证监会监管的企业资产证券化还服务于地方政府的PPP项目。在地方政府融资平台的融资功能逐渐被剥离之后,地方政府热衷于将PPP项目所形成的地方政府隐性债务通过资产证券化的形式转移给资本市场的投资者。企业资产证券化中有大量的收费权、收益权资产证券化,(5) 基本上是地方政府的PPP项目。笔者研究发现,中国资产证券化面临的首要问题不同于美国影子银行(资产证券化)中的借短贷长的融资结构风险,而是企业资产证券化法律结构本身就很脆弱,特殊目的载体(以下简称SPV)做不到破产隔离,不符合资产证券化的本质要求。企业资产证券化法律结构脆弱性的制度根源是中国的信托制度被错误地作为金融牌照业务,得不到广泛的运用。

一、资产证券化法律结构的稳固性基础

资产证券化是典型的影子银行。资产证券化是指将原贷款人或商业机构所拥有的、能够产生应收款现金流的资产或其他能够产生收入的资产进行再包装,以可以交易的证券的形式出售给投资人的交易过程。它分为商业银行发动的资产证券化和投资银行发动的资产证券化,二者

(1) See Zoltan Pozsar, et al., *Shadow Banking*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 458 (July 2010; revised February 2012), pp. 10 ~ 12.

(2) See Kathryn Judge, *Fragmentation Nodes*, *Stanford Law Review* 64 (2012), pp. 657 ~ 762.

(3) See Kathryn Judge, *Information Gaps and Shadow Banking*, *Virginia Law Review*, 103 (2017), pp. 411 ~ 480.

(4) “企业资产证券化”特指证监会《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》所规定的证券化。

(5) 参见王剑钊、朴文一:“未来收益证券化基础资产界定法律探析”,《金融法苑》2017年总第95辑,第10~11页。

均是影子银行。在前者，商业银行通过发行资产支持证券从资本市场提前回笼信贷资金，将回笼的信贷资金再投入房屋贷款或者其他贷款，不仅实现银行表内资产的出表，大大减轻商业银行的资本成本，而且放大商业银行的吸收存款发放贷款的能力。资产证券化成为商业银行的影子。在后者，企业通过投资银行发行资产支持证券，绕过商业银行，直接向资本市场的投资者募集资金，盘活存量资产，实现金融的脱媒化。资产证券化将资本市场的资金源源不断地输入给实体企业，完成项目投资，替代了商业银行的功能。商业银行和资本市场本是两条平行的金融渠道，有不同的监管逻辑，但是资本证券化将商业银行的功能、业务与风险移植到资本市场，造成监管错位，形成影子银行的问题。资产证券化甚至成为影子银行的代名词。

资产证券化法律结构的稳固性来自于两个核心功能的完成：真实出售和破产隔离。⁽⁶⁾ 这是资产证券化两个不同的风险隔离，必须同时实现，资产证券化的法律结构方为稳固。首先，真实出售是指原始权益人将基础资产在法律上完全、有效地转移给 SPV，并得到公允的对价。这是资产证券化法律结构的第一层风险隔离。它通过将基础资产有效地转移到 SPV，实现与原始权益人（发起机构）的风险隔离。真实出售是发生在原始权益人和 SPV 之间的交易，它要解决的问题是从法律上判断基础资产的权属是否已经确定无疑地转移到 SPV，从而使基础资产与原始权益人发生分离，原始权益人的法律风险与基础资产进行了有效的切分。常用的法律手段是债权让与。值得注意的是，在真实出售之后，基础资产的现金流回收往往要依赖原始权益人，原始权益人往往负有收取应收账款的义务。特别是在中国的收益权资产证券化中，收益权属于未来债权，收益权未来现金流的产生依赖于原始权益人继续存续和履行相关的义务。此时，原始权益人的角色转换为资产证券化中的服务商。例如在京东白条应收账款债权资产支持专项计划中，原始权益人京东公司将京东白条债权资产让与给 SPV 之后，京东公司仍然作为资产证券化之后的服务商。是否做到真实出售的检验指标是当京东公司作为服务商所收取的应收账款是否被京东公司的其他债权人所强制执行。真实出售要解决的问题是当基础资产已经让渡到 SPV，原始权益人即使作为服务商依然没有对基础资产所产生的现金流主张权利，基础资产免受原始权益人的债权人追索。原始权益人的债务或破产风险在真实出售的概念中不会波及到基础资产。

其次，如果说真实出售处理的是原始权益人和 SPV 之间的关系，那么，破产隔离这个概念处理的是 SPV 和资产支持证券的投资者之间的关系。SPV 的功能是合法取得并稳定地、持续地持有基础资产。破产隔离是指 SPV 能否有效地隔绝资产支持证券的投资者（也就是 SPV 的所有者）的破产风险，当投资者破产时，投资者的债权人不能强制执行 SPV 所持有的从原始权益人那里真实转让而来的基础资产。破产隔离还有一层次要涵义是指 SPV 本身应避免出现破产等导致它不能有效、持续持有基础资产的风险。

破产隔离功能的实现是依赖商事组织法以构造 SPV。这是基于商事组织法的功能。汉斯曼和克拉克曼的理论指出，商事组织法的功能是资产分割。⁽⁷⁾ 资产分割有两层涵义。商事组织法的功能不仅在于商事组织的所有者（股东、有限合伙人、信托受益人等）的有限责任，这是消极的资产分割，而且更在于商事组织的财产独立性，这是积极的资产分割。前者表现为股东有限责任、受益人有限责任或者有限合伙人的有限责任。后者则表现为企业法人财产独立性或者信

(6) 参见彭冰《资产证券化的法律解释》，北京大学出版社 2001 年版，第 91、100 页。

(7) See Henry Hansmann and Reinier Kraakman, *The Essential Role of Organization Law*, *Yale Law Journal*, 110 (2000), pp. 387 ~ 440.



托财产独立性。公司法是通过将公司拟制为人和法人财产所有权来完成积极和消极的资产分割; 信托是通过信托财产独立性的法律规定来实现资产分割。这就是为什么资产证券化中选用公司或者信托作为 SPV 的原因。⁽⁸⁾ 施瓦茨教授曾分析在资产证券化的交易中, 公司和信托的相互替代性和各自的比较优势。⁽⁹⁾ 他提出分析商事组织的一般框架, 从三个方面考察商事信托: 法律地位、治理和外部作用。法律地位是指该实体为何目的而存在。治理是指该实体如何被管理。外部作用是指该实体与其周围环境之间的相互作用。⁽¹⁰⁾ 他认为, “为满足剩余财产权利人的预期而需要对财产进行风险经营的程度, 对于区分商事信托与公司的问题提供了一把钥匙。”⁽¹¹⁾ 商事信托和公司在资产证券化中各有优劣, 服务于不同的商业目的偏好需求。

二、我国资产证券化中的 SPV 法律结构

我国的资产证券化监管体制和对应的市场存在四套分割的系统: 中国人民银行、中国银监会监管下的信贷资产证券化; 中国证监会监管下的企业资产证券化; 中国保监会监管下的保险资产支持计划;⁽¹²⁾ 银行间交易商协会所负责的银行间债券市场非金融企业资产支持票据 (ABN)⁽¹³⁾。四块分割的资产证券化市场集中体现了我国金融法领域的部门政治现象。

在“一行三会”的金融监管政治格局下, 我国的金融立法也是依据行业和监管部门立法, 形成一个监管部门、一部法律、一个势力范围的现象, 例如《证券法》是授权证监会对证券行业发放执业牌照并负责后续的机构监管与业务监管, 《保险法》是授权保监会对保险行业发放执业牌照并负责后续的机构监管与业务监管, 同样, 《银行法》、《信托法》是授权银监会对银行和信托等非银行金融机构发放执业牌照并负责后续的机构监管与业务监管。因此, 银监会主导的信贷资产证券化系统充分地利用了银行业的丰富的可产生未来现金流的基础资产和 SPV 信托公司的两大优势, 发展资产证券化, 服务于银行业、金融租赁行业以及银监会所负责发放牌照的其他金融机构。然而, 证监会主导的企业资产证券化系统, 服务对象只能是企业的资产证券化, 例如京东公司、海印股份等, 特别是要搭建一个破产隔离的 SPV, 由于缺少信托公司的支持和信托制度, 同时实践操作中以公司作为 SPV 的法律障碍难以克服, 只能借助民法的委托代理法律制度。而民法中的委托代理合同用来构建资产证券化中的 SPV, 具有脆弱性, 功能上不能取代信托。所以, 这导致证监会培育和监管下的企业资产证券化法律结构是脆弱的, 蕴藏法律风险。

(一) 信托和委托代理关系的功能差异

区分信托关系和委托代理关系的关系意义十分重大, 原因是信托的核心功能不能被委托代理关系所替代: 破产隔离。信托的最大功能在于信托财产独立性, 其是指信托财产独立于委托

(8) 参见洪艳蓉《资产证券化法律问题研究》, 北京大学出版社 2004 年版, 第 60~62 页。

(9) 参见 (美) 施瓦茨《金融创新与监管前沿文集》, 高凌云等译, 上海远东出版社 2015 年版, 第 17~28 页。

(10) 同上, 第 17~28 页。

(11) 同上, 第 21 页。

(12) 参见 2015《中国保监会关于印发〈资产支持计划业务管理暂行办法〉的通知》。

(13) 参见 2016 年《中国银行间市场交易商协会关于发布〈非金融企业资产支持票据指引 (修订稿)〉及〈非金融企业资产支持票据公开发行注册文件表格体系〉的公告》。

人、⁽¹⁴⁾ 受益人、⁽¹⁵⁾ 受托人 ⁽¹⁶⁾ 三者的债权人的追索，不受委托人、受益人、受托人三者破产风险的波及。原则上在一个有效成立的信托关系中，信托财产只受信托事务的债权人追索。⁽¹⁷⁾ 受益人的债权人只能追索受益权；如果委托人设立的是禁止挥霍信托，则受益权也不受受益人的债权人追索。⁽¹⁸⁾ 所以，日本学者认为信托财产是“nobody's property”。⁽¹⁹⁾ 信托财产的独立性才使得信托在商业和金融领域得到广泛的运用。比较而言，民法中的委托代理关系不具有破产隔离的功能。无论财产的所有权在被代理人还是代理人的名义下，被代理人的债权人，特别是在破产的情况下，可追索和直接执行相关的财产；如果委托代理关系中的财产做了类似于信托的处理，比如将财产权转移到代理人的名义下，那么，代理人破产时，由于没有信托财产独立性的直接法律保护，代理人的债权人对相关财产有追索权。在“揭开信托面纱”的情况下，信托背后的受益人和受托人被认定为构成委托代理关系，则要对信托债务承担无限责任。功能上的差异，决定了资产证券化法律结构稳固性所要求的破产隔离要适用信托制度，而非委托代理关系。

区分相关的交易构造是信托关系还是委托代理关系，有一定的困难。⁽²⁰⁾ 原因是大陆法系的委托代理制度在历史的演进过程中，不断的功能扩展和制度变革，与后期从英美法系移植而来的信托制度有很多重合的区域。这也是为什么中国在《信托法》之外的大资管蓬勃发展的制度根源。笔者认为，判断是信托还是委托代理关系需综合如下因素，其中第三个因素即对当事人意思的解释是最重要的。

第一，名义说。信托关系中受托人是以自己的名义对外从事法律行为，法律效果直接归属于受托人，受托人再在内部进行受益人之间的收益分配。委托代理关系下，代理人对外的法律行为以显名为原则，以隐名为例外，因此，法律行为的效果一般直接归属于被代理人。

第二，财产所有权是否发生转移。信托关系中的信托财产所有权是转移至受托人的名下。这除了构建信托财产独立性的要求，⁽²¹⁾ 更重要的目的是为了受托人处理信托事务的便利，以财产权归属为表征不再需要委托人的一一授权，而且，这是信托法区别于公司法的教义逻辑起点，基于信托财产名义所有权归属于受托人，信托事务的法律效果直接归属于受托人，受托人要对信托财产的事务承担无限的个人责任，等等。⁽²²⁾ 对比而言，民法的委托代理制度几乎不涉及财产权属问题。不过，代理关系中财产以仍在被代理人名义下为原则，以财产权属转移到代理人名下为例外。

第三，以当事人建立法律关系时的意思为准。2015 年香港终审法院在审理龚如心的遗嘱信

(14) 参见中国《信托法》第 15 条。

(15) 参见中国《信托法》第 17 条。

(16) 参见中国《信托法》第 16 条。

(17) 参见中国《信托法》第 37 条。

(18) See Jesse Dukeminier and Robert H. Sitkoff, *Wills, Trusts, and Estates*, New York: Wolters Kluwer & Business, 2013, pp. 694 ~ 703. 中国《信托法》第 48 条。

(19) (日) 能见善久《现代信托法》，赵廉慧译，中国法制出版社 2011 年版，第 37 页。

(20) 参见刘燕、楼建波“企业并购中的资管计划”，《清华法学》2016 年第 6 期，第 71 ~ 72 页。

(21) 参见楼建波《金融商法的逻辑》，中国法制出版社 2017 年版，第 181 ~ 197 页。

(22) See John Morley, *The Common Law Corporation: The Power of the Trust in Anglo-American Business History*, *Columbia Law Review*, 116 (206), pp. 2145, 2166 ~ 2190.



托纠纷时认为,龚如心的遗嘱是否构成设立信托的意思表示,法院判断时要从整个遗嘱的文本、龚如心生前立遗嘱的周围语境、起草遗嘱的过程等,将自身置身于当事人意思表示的语境中,去探究当事人的真意是否是意在设立一个实质上是信托的安排,也就是财产的名义所有权和财产的实质所有权(中国《信托法》的受益权)做出不同的安排,尽管当事人可能不知道信托是何物。⁽²³⁾在这样的原则下,香港终审法院将龚如心的遗嘱解释为设立信托的意图是确定的。同样,商事交易的信托或委托代理关系的判断也要以当事人的意思为主要判断依据,例如当事人在交易设计时的真实意思是让对外的法律效果直接归属于委托人,还是法律效果对外先集中归属于受托人。

(二) 信贷资产证券化: 银行(基础资产) + 信托公司(SPV)

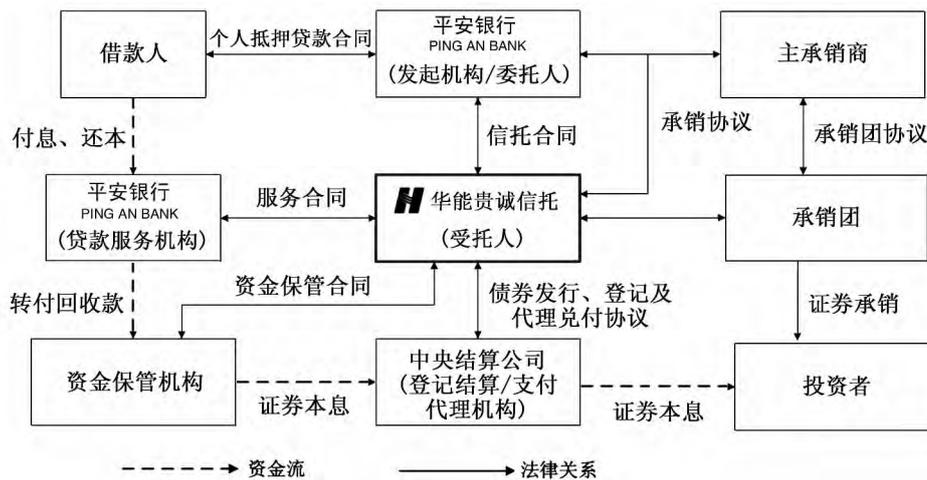
中国人民银行、银监会主管下的信贷资产证券化是典型的资产证券化法律结构。信贷资产证券化始于2005年,中国人民银行、银监会颁布《信贷资产证券化试点管理办法》、《金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法》等文件,对信贷资产证券化中的抵押变更登记批量办理等做了规定。同年“开元”与“建元”信贷资产证券化首单的成功发行标志着我国资产证券化的起步。2007年由于美国次贷危机的爆发,中国暂停信贷资产证券化。一直到2012年,中国人民银行、银监会、财政部联合发布《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》,重启信贷资产证券化。中国人民银行(审批额度)和银监会(审批资产证券化方案与业务)的双重审批使得信贷资产证券化只是少数大银行的特权。2014年银监会《关于信贷资产证券化备案登记工作流程的通知》将信贷资产证券化的审批制改为备案制;同时中国人民银行2015年发布《关于信贷资产支持证券发行管理有关事宜的公告》,实行信贷资产证券化注册制。交易商协会系列信息披露指引随后发布。放松管制使得信贷资产证券化得到了井喷式的发展。

银行和信托公司都是银监会发放金融牌照的金融机构。信贷资产证券化中的基础资产是银行的信贷资产,SPV是信托公司,充分利用了信托制度的优势。下面以平安银行的橙易2016年第一期持证抵押贷款证券化为例,说明信贷资产证券化是如何利用信托做到真实出售和破产隔离。

如图1所示,原始权益人平安银行与信托公司华能贵诚信托公司签署信托合同,平安银行作为原始权益人(同时也是贷款服务机构),将信贷资产通过债权让与的程序转让给信托公司名义持有,设立一个财产权信托。信贷资产就转换为受益权。平安银行资产证券化中的受益权区分了三档:优先A档资产支持证券,优先B档资产支持证券和次级档资产支持证券。资产证券化的目的是把原始权益人的资产换成现金,实现融资目标。接下来,信托公司以信托财产为基础支持,向投资者发行优先A档资产支持证券和优先B档资产支持证券。投资者认购受益权的资金,再加上次级档资产支持证券,均由信托公司交给原始权益人。商事信托的特征之一就是委托人向受托人转让信托财产时受托人要支付对价。⁽²⁴⁾这就是一个商事信托的法律结构和交易。商业银行作为委托人发起设立了一个财产权信托,通过信托公司出售优先级受益权实现了

(23) IN THE COURT OF FINAL APPEAL OF THE HONG KONG SPECIAL ADMINISTRATIVE REGION, IN THE MATTER OF the Will dated 28 July 2002 of KUNG, NINA (龚如心), FACV 9/2014 (May 18, 2015); 初审法院的观点, SEE IN THE HIGH COURT OF THE HONG KONG SPECIAL ADMINISTRATIVE REGION COURT OF FIRST INSTANCE, IN THE MATTER OF the Will dated 28 July 2002 of KUNG, NINA (龚如心), HCMP853/2012 (Feb. 22, 2013)。

(24) 参见高凌云《被误读的信托》,复旦大学出版社2010年版,第45页。



来源：《橙易2016年第一期持证抵押贷款证券化信托资产支持证券发行说明书》。

图1 信贷资产证券化法律结构示例

融资目标。购买优先档资产支持证券的投资者变成了信托财产的受益人，对信托财产享有受益权。所以，信贷资产证券化的法律结构是财产权信托。

信贷资产证券化的财产权信托的法律结构是稳固的，它实现了资产证券化所要求的真实出售和破产隔离。首先，真实出售的法律基础是商事信托的设立。原始权益人将基础资产转让给信托公司，二者构成商事信托关系。基础资产由于在信托公司的名下，远离原始权益人的破产风险。而且，原始权益人在用基础资产设立商事信托的过程中获得了公允的市场对价——优先档资产支持证券销售后的现金和次级档资产支持证券，所以，设立信托和真实出售的过程不适用《破产法》关于欺诈或低价转让财产可撤销的情形，基础资产远离了原始权益人破产的风险。其次，在破产隔离方面，基础资产在信托公司的名下，属于信托财产，《信托法》赋予其独立性，免于受托人的破产风险，特别重要的是免于受益人（投资者）的破产风险和债权人直接追索信托财产的风险。由于充分地利用了《信托法》的制度供给，信贷资产证券化的法律结构是稳固的。

（三）企业资产证券化与证监会的策略：绕过信托，绕道委托代理

不同于信贷资产证券化的高层推动和效率的金融监管高层协调，中国证监会系统内的企业资产证券化是证券业为了生存和发展而“自下而上”推动起来的融资工具创新与制度变革。2005年中国联通、莞深高速的资产证券化项目的成功发行是该系统内的首单。2007年和2013年与信贷资产证券化一样，企业资产证券化经历了暂停到重启的过程。2013年《证券公司资产证券化业务管理规定》为证券公司、基金子公司资产证券化业务提供制度基础。2014年11月《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》直接促进了企业资产证券化的爆发式增长。它将企业资产证券化的审批制，改为注册制，而且是授权证券交易所进行论证，证券交易所出具无异议函之后，证券公司、基金子公司就可以发起设立“资产支持专项计划”，最后再去基金业协会备案。⁽²⁵⁾ 放松管制同样促进了证监会系统内的资产证券化业务创新。

企业资产证券化面临的最大问题是依据哪一个商事组织法搭建SPV。第一，信托公司是银监会发放牌照的金融机构，不属于证监会监管的机构。证监会系统内的资产证券化不能依托信托

(25) 参见林华主编《中国资产证券化操作手册》，中信出版集团2016年版，第59页。

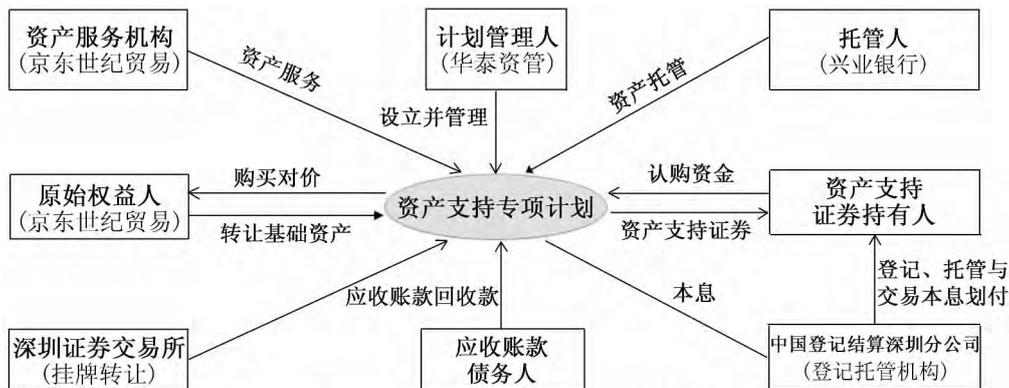


公司作为 SPV。第二，使用公司作为 SPV 的成本高。我国《公司法》要求公司必须设立相关的组织机构，而这些组织机构在资产证券化的 SPV 是没有必要的，徒增成本。《公司法》对公司的资本制度的要求相对较严；公司有税法上的双重征税问题；公司发行证券适用审核制，成本高，效率低。

中国证监会要为企业资产证券化搭建可靠的 SPV，只有依靠自身监管范围内的机构。根据 2012 年《证券公司客户资产管理业务管理办法》，证券公司可以发起设立三类资管计划：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专项资产管理业务。与企业资产证券化的 SPV 最接近的是最后者。它可以向多个投资者募集资金，还可以投资于非标产品。所以，企业资产证券化搭建的 SPV 是专项资产管理计划中的资产支持专项计划。

企业资产证券化中的基础资产往往来源于实业企业和其他非金融机构，SPV 是所谓的专项计划。下面以京东白条应收账款债权资产支持专项计划为例，说明相比信贷资产证券化，企业资产证券化法律结构由于采用委托代理的法律解释而具有的内在脆弱性。

如图 2 所示，京东白条应收账款债权资产支持专项计划中，基础资产是京东白条所形成的基础资产，原始权益人是京东公司，资产支持专项计划的管理人是华泰资管公司。为了将京东白条资产证券化，华泰资管公司发起专项计划，向投资者募集资金，认购“专项计划的利益”和相应的优先级、次级资产支持证券。投资者将资金交给计划管理人，专项计划设立成功。接下来，计划管理人再用募集来的资金从原始权益人京东公司购买基础资产。



来源：《华泰证券（上海）资产管理有限公司京东白条应收账款债权资产支持专项计划说明书》。

图 2 企业资产证券化法律结构示例

实务细节进一步印证了企业资产证券化的委托代理法律关系。资产证券化中，原始权益人在基础资产真实出售之后，往往还要持有次级资产支持证券，功能上相当于原始权益人提供的对基础资产现金流产生能力的某种担保。假设基础资产估值为 5 亿，按道理来说原始权益人应该拿回 5 亿的现金。实务中会设计为 4 亿 8 千万的优先级资产支持证券和 2000 万的次级资产支持证券。优先级资产支持证券销售而得到的 4 亿 8 千万是原始权益人实际融资的金额，另外 2000 万的次级资产支持证券由原始权益人持有，发挥隐性的担保功能，这是结构融资常用的方法。信贷资产证券化和企业资产证券化中，原始权益人都持有次级资产支持证券。差别在于，前者中的原始权益人持有次级资产支持证券时不需要支付现金，而后者中的原始权益人为了持有次级资产支持证券必须支付现金。这背后的原因就在于信贷资产证券化和企业资产证券化法

律结构所适用的法律解释不同：前者是财产权信托，而后者是委托代理。在财产权信托的资产证券化中，原始权益人使用基础资产向信托公司设立信托，同时获得了优先级资产支持证券发售所得的现金和次级资产支持证券作为对价，因此，原始权益人不需要再额外掏出现金去购买和持有资产支持证券。而在委托代理型的资产证券化中，同样假设原始权益人销售给计划管理人的估值 5 亿的基础资产，专项计划的利益分为优先级资产支持证券（假设 4 亿 8000 万）和次级资产支持证券（假设 2000 万）。此时，非常关键的一个步骤是企业资产证券化中的原始权益人（例如京东白条）除了将估值 5 亿的基础资产出售给计划管理人，还必须向专项计划中汇入 2000 万的现金，专项计划才设立。然后，依据“T+1”的规则，在专项计划设立的第二天，计划管理人将 5 亿的现金和估值 2000 万的次级资产支持证券转移给原始权益人。从结果上看，信贷资产证券化中的原始权益人和企业资产证券化中的原始权益人通过转让 5 亿的基础资产同样获得了 4 亿 8000 万的现金和 2000 万的次级资产支持证券，但是，在步骤上，企业资产支持证券中的原始权益人必须支付现金购买次级资产支持证券，同时具有原始权益人和投资者的双重身份，道理就在于两类资产证券化的法律结构差异。中国证监会一直坚持企业资产证券化按照委托代理的法律结构必须如此操作。^[26]

企业资产证券化中的资产支持专项计划作为 SPV 具有若干法律特征。第一，专项计划虽然具有单独的账户，但它是一堆合同，不具有法律人格^[27]不具有持有基础资产的法律资格。第二，专项计划的管理人和专项计划的投资者之间是委托代理合同关系，专项计划的管理人是代理人，投资者是被代理人，亦即“专项计划的利益”和相应的优先级资产支持证券的持有者。

在委托代理的框架中，企业资产证券化能实现真实出售，但是未能实现破产隔离，因此，它的法律结构是脆弱的。企业资产证券化依靠资产买卖协议完成了真实出售。例如京东白条应收账款债权资产支持专项计划中，原始权益人京东公司和计划管理人华泰资管公司签署《“京东白条应收账款债权资产支持专项计划”资产买卖协议》完成了基础资产的真实出售和远离京东公司的债务风险。

然而，企业资产证券化的委托代理解释无法实现破产隔离。委托代理的法律解释中，委托人（投资者）对基础资产享有直接的所有权，众多委托人之间形成对基础资产的按份共有的法律关系。第一，投资者对基础资产的权利不是信托受益权，而是形成共有关系，任何投资者或者投资者的债权人都有权请求分割基础资产。一旦基础资产被分割，企业资产证券化法律结构将被拆解。第二，资产支持证券需要具有流动性才吸引投资者，而在按份共有的关系下，按份共有人转让份额需要取得其他共有人的同意，其他共有人享有优先购买权。按份共有人的这些权利都会阻碍资产支持证券的流动性，不符合资产证券化的需求。对于上述两大脆弱性，中国证监会的解决办法是要求在专项计划的计划说明书中，按份共有人（投资者）的义务是将分割请求权和优先购买权均放弃。^[28]例如，京东白条应收账款债权资产支持专项计划中，专门有一节是“资产支持证券持有人的义务”，其中明确规定“专项计划终止以前，资产支持证券持有人不得要求分割专项计划的资产，不得要求专项计划回购资产支持证券，且在其他资产支持证券持有人转让资产支持证券时不得主张优先购买权。”所有购买资产支持证券的投资者视为接受该义务。

[26] 参见王剑钊“资产证券化法律实务问题”，北京大学法学院金融法实务系列讲座，2016年4月17日。

[27] 参见张泽平《资产证券化法律制度的比较与借鉴》，法律出版社2008年版，第201页。

[28] 参见前注[26]，王剑钊文。



第三,企业资产证券化法律结构所蕴藏的最大的脆弱性在于,当投资者破产的时候,投资者的破产管理人有权决定继续履行还是终止投资者与计划管理人之间的委托代理投资合同。根据《企业破产法》⁽²⁹⁾在企业破产时,破产管理人的权力很大,有权决定继续履行还是终止资产支持证券的投资合同。⁽³⁰⁾在委托代理法律关系下,投资者对企业资产证券化中的基础资产享有按份共有权。破产管理人有权选择是否终止委托代理投资合同。如果破产管理人选择继续履行委托代理投资合同,专项计划仍能维系。然而,一旦破产管理人选择终止委托代理投资合同,请求分割基础资产,那么,法律结构隐藏的脆弱点将使得整个企业资产证券化解体。这就是为什么资产支持专项计划尽管在设计上模拟信托,进行账户的第三方存管,但由于缺少信托法的支持,做不到破产隔离。

第四,如果认为基金子公司、证券公司等管理的专项计划不具有法律人格,不能作为有效的SPV持有基础资产,基础资产的所有权属于专项计划的管理人,那么,专项计划的管理人一旦破产或者解散,基础资产将作为专项计划管理人的破产财产,企业资产证券化的法律结构将不复存在。

三、制度根源: 当中国金融遇到英美信托

当中国金融遇到英美信托,相关部门将信托作为一种可以栅栏化的金融牌照业务,设立行政审批,只特许那些经过审批获得信托牌照的机构使用信托制度,而事实上,信托是与公司、合伙等处于同一范畴的商事组织方式之一。作为一种商事组织方式,最大的特征是不同的商事组织方式在功能上可替代的,无法作为一种牌照业务特许某些机构垄断经营。对信托制度的错误理解和错误运用,是企业资产证券化法律结构脆弱性的制度根源,也是我国大资管领域与信托业困境的制度根源。解决之道在于在中国建立一个开放的信托制度,将信托法从金融牌照的束缚中释放出来。

在《信托法》通过不久,2001年国务院办公厅发布《关于〈中华人民共和国信托法〉公布执行后有关问题的通知》,明确规定“人民银行、证监会分别负责对信托投资公司、证券投资基金管理公司等机构从事营业性信托活动的监督管理。未经人民银行、证监会批准,任何法人机构一律不得以各种形式从事营业性信托活动,任何自然人一律不得以任何名义从事各种形式的营业性信托活动。”将信托作为一种金融牌照业务的制度正式确立下来。

(一) 正本清源: 信托是一种资本组织方式

源于英国衡平法的信托制度最本质的东西是什么呢?信托不是与银行业、证券业、保险业同一范畴的概念,而是一种资本组织方式,在商业领域隶属于商事组织法。与合伙企业、公司制度一样,信托是物质资本和人力资本的组织方式。信托法是为相关资本的组织体提供一套默认的规则,便于不同资本组织在一起去从事商业,并在商事组织、商事组织的所有者和各相关方的外部债权人之间分配商业风险。⁽³¹⁾

(29) 参见《企业破产法》第18条。

(30) 相关案例参见许德风《破产法论》,北京大学出版社2015年版,第135~144页。

(31) See Henry Hansmann and Ugo Mattei, *The Functions of Trust Law: A Comparative Legal and Economic Analysis*, *New York University Law Review*, 73 (1998), pp. 434~479.

可以从三个维度来观察信托、合伙、公司等商事组织的不同特性：资金提供方（物质资本提供者）、资金管理人（人力资本提供者）和债权人。资金提供方在信托的地位是委托人和受益人，在有限合伙的地位是有限合伙人，在公司的组织方式下是股东；资金管理者在信托的地位是受托人，在有限合伙的地位是无限合伙人，在公司组织中是董事和高管等经营管理层。

公司是当今应用最广泛的组织方式。下面从公司和信托的比较来进一步展示信托制度的资本组织方式特性，从中可以发现信托其实与公司在性质和功能上是一致的。在组织的内部关系上，公司管理层对股东承担受信义务，只要尽到受信义务，在商业判断规则的保护下，公司管理层不对公司投资的损失向股东承担责任。信托中的受托人对受益人也承担受信义务，受托人遵循“审慎投资人”规则。组织的外部关系可以进一步从三个角度来区分。第一，在组织的消极的资产分割功能方面，股东对公司债务承担有限责任，除非揭开公司面纱。信托也能做到消极的资产分割，受益人对信托债务不承担责任。第二，在组织的积极资产分割方面，信托和公司基本上的功能是等值的。公司法遵循企业法人财产独立原则，公司的财产属于公司所有，独立于股东的财产，股东的债权人只能执行有关股东的股权，不能执行公司的财产，确保公司法人的成立。信托是通过法律直接规定信托财产的独立性来完成积极的资产分割，受益人的债权人不能执行信托财产。第三，在组织的外部债务方面，公司的债务由公司承担，公司的管理者一般不对外负担公司的债务。这一点信托区别于公司。信托受托人对信托事务的债务，承担个人无限责任。⁽³²⁾ 信托和公司在这一点上的差别不影响信托的资本组织方式的本质。

表1 资本组织的三种方式

	信托	有限合伙	公司
组织的内部关系：资本管理者对资本提供者的义务与责任	在受托义务尽职的前提下，受托人以信托财产为限向受益人支付收益	约定	商业判断规则
外部关系 1：资本提供者的有限责任（商事组织法的防御型的资产分割功能）	受益人有限责任，除非揭开信托面纱	有限合伙人对合伙债务承担有限责任	股东有限责任，除非揭开公司面纱
外部关系 2：资本提供者的债权人能否执行组织体的财产（商事组织法的积极的资产分割功能）	根据信托财产独立性，受益人的债权人只能执行受益权	有限合伙人的债权人执行有限合伙人的份额 ⁽³³⁾	根据企业法人财产独立原则 ⁽³⁴⁾ 股东的债权人无权强制执行公司财产
外部关系 3：资本管理者的对外责任	受托人对外承担个人责任	普通合伙人对外承担无限责任	公司对外承担责任，一般情况下董事高管不对外承担责任

来源：笔者整理。

（二）信托作为一种组织方式无法被垄断

信托的本质是资本组织方式，信托法是组织法的一部分。那么，商事组织法的特征是功能

(32) 中国《信托法》有另外的规定，见第 37 条。参见张淳《中国信托法特色论》，法律出版社 2014 年版，第 229 ~ 261 页。

(33) 参见《合伙企业法》第 74 条。

(34) 参见《公司法》第 3 条第 1 款。



可替代性。信托、有限合伙、公司在功能上是可以相互替代的，无法将一种商事组织方式作为一种金融牌照业务和金融垄断业务。如同从来没有机构可以垄断“公司”业务一样，因为公司不是一种业务。当有人说自己是“做公司的”，我们一定会追问“你的公司是做什么业务的”。信托也是如此。因为当有关权力部门只容许特许主体使用某一种组织方式，那么，没有获得特许的主体完全可以采用其他组织方式从事一样的业务。例如，信托在基金投资业广为使用，我国的证券投资基金也是信托结构。私募基金管理机构尽管不能运用信托制度，但是完全可以用有限合伙来运作基金，功能上是一样的。

大资管兴起表明无法将一种资本组织方式作为牌照业务，界定为排他性的金融专营业务。信托是资产管理行业的标准组织方式，受托人“忠人之事，代客理财”，信托法为受托人、委托人、受益人提供了一套富有效率的默认规范。然而，资产管理业务不运用信托制度也能开展。除了信托公司名正言顺地使用信托制度开展资产管理业务之外，商业银行理财业务、证券公司的资管业务、基金母公司专户、基金子公司、保险资管计划、期货公司资产管理计划、私募基金等七大主体都在从事资产管理业务。由于不能使用信托制度，这七大机构有的使用公司制度、有的使用有限合伙制度、有的使用委托代理合同制度，募集资金、代客理财和从事资产管理业务。

其中比较典型的是商业银行的理财业务。在金融分业监管的体制中，商业银行不能从事信托业务，因此商业银行的客户理财业务一直使用的委托代理制度。2005年银监会颁发的《商业银行个人理财业务管理暂行办法》和《商业银行个人理财业务风险管理指引》开启了商业银行的理财业务，⁽³⁵⁾明确银行理财中银行与客户之间的关系不是信托关系，而是用委托代理关系来解说商业银行和理财产品购买者之间的法律关系，给银信合作业务带来较大法律风险。面临的一个问题是银行能否用理财资金去设立信托，利用信托公司的通道去突破金融分业监管的限制。在银监会所主张的委托代理关系中，银行是客户的代理人，银行用客户的理财资金去设立资金，而按照委托代理的法律关系下，法律效果直接归属于被代理人，对理财资金进行穿透计算，这相当于是银行的客户通过银行代理人直接购买信托产品。这直接违反了2001至2007年信托产品的购买者不超过200人的禁令。所以，2008年之前，实务律师在为银行理财出具法律意见书时为这个法律问题所困扰。⁽³⁶⁾直到2008年，银监会颁布《银行与信托公司业务合作指引》，才用规章的办法直接确立银信合作的合规性。这相当于从法律关系上默认银行理财产品的信托性质，只是囿于信托是金融牌照业务，银监会的规章中对银行理财中的银行与客户之间的关系不明确说是信托关系。从实际情况来看，银行理财中的银行与客户关系实际构成信托，银行是信托受托人，以自己的名义去投资，投资的法律效果直接归属于银行，银行将理财资金投资所得收益扣除理财的费用和银行的超额收益之后，按照当初的承诺将理财收益二次分配给客户。其实质为信托关系。

另一个绕过信托的典型是证券公司的客户资产管理业务。证券公司的客户资产管理业务由来已久。2005年左右还集中爆发证券公司代客理财导致无法归还资金的危机，随后是证券公司的清理整顿。⁽³⁷⁾清理整顿之后，证券公司的资产管理业务一直受到证监会的严格监管。2012年9月证监会废止旧有的规定，密集颁布新版的《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》、《证券投资基金管理公司子公司暂行规定》、《证券公司客户资产管理业务管理办法》、《证

(35) 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24页。

(36) 详情参见李宪明“资产管理和信托制度”，清华大学法学院商法讲堂系列讲座，2015年12月2日。

(37) 参见沈朝晖《证券法的权力分配》，北京大学出版社2016年版，第113~120页。

券公司集合资产管理业务实施细则》、《证券公司定向资产管理业务实施细则》等文件，从而在短短数月内证监会系统内形成证券公司、基金管理公司、基金子公司三大证券系的资产管理机构。它们所从事的资产管理计划游走在信托和委托代理之间的灰色地带。其中，可以设立资管计划的基金子公司被业界称为“小信托”。这些机构虽然不能从事信托业务，但是它们都绕过信托，利用其他类型的资本组织方式，甚至采用最简便的委托代理合同，从事资产管理业务，形成与信托公司的竞争态势。持有信托牌照的信托公司人员抱怨“有牌照的干不过没牌照的”。⁽³⁸⁾ 这背后的道理就是信托作为一种组织方式可以低成本地被其他组织方式在功能上所替代，无法被垄断。

（三）信托成为金融牌照业务的负面效应

第一，信托成为金融牌照业务是我国信托公司的业务困局的成因。信托公司的牌照业务是信托业，然而，信托业的具体内容却模糊不清。中国的信托业历经六次大的整顿，在二十世纪八十年代和九十年代将信托公司的银行业务和证券业务剥离之后，2001年中国人民银行将信托公司的主营业务界定为资金信托。有两层涵义，一为信托业是以货币、资金为经营对象的。二为信托业是用信托的方式来吸收资金和运营资金。这就是历经二十多年的探索之后，我国金融监管部门所理解的信托业的涵义。仔细推敲，信托公司的资金信托和商业银行吸收存款发放贷款的商业模式和盈利模式是一致的。商业银行吸收存款发放贷款，赚取其中的利差。信托公司通过信托来吸收资金再发放贷款或者做其他投资业务，赚取其中的收益率差异。我们将信托业界定为资金信托，而资金信托不是一个独立的商业模式，本质还是商业银行业务。这也是为什么我国将商业银行的审慎监管制度适用于信托公司的原因。所以我国目前的六十八家信托公司虽然已经获得与银行、证券、保险相提并论的金融牌照，然而，资金信托不是一个主业。因此我国的信托公司一直找不到主业。当信托公司津津乐道于自己的投融资范围横跨贷款、货币市场、资本市场和实体经济的全口径时，恰恰是这个行业的悲剧所在。信托公司获得的信托牌照不能成为它的核心竞争力。当信托公司向实体经济贷款时，信托公司的贷款对象往往是商业银行不愿意贷款的对象；当信托公司募集资金去投资证券市场的时候，竞争不过专业的证券投资基金；当信托公司去做私募股权投资时，竞争不过有限合伙型的私募基金。为了生存和发展，信托公司游走在灰色地带，成为金融风险的集聚区域。信托是一种资本组织方式，不是业务，这是信托公司风险屡次爆发、屡次被整顿的根本所在。正如有学者指出的，“信托业与其他金融业——例如银行业——的本质区别不在于所经营的业务本身，而是在于其业务建立的方式。事实上，信托业在金融领域的业务范围不是从事商业银行业务，就是从事投资银行业务。不同的金融业务因其性质、风险、收益等不同需要采取不同的管理规则。只要是依信托方式设立，除了吸收居民存款这一商业银行所特有的创造的货币的业务外，信托公司可以经营银行的其他各种业务，包括商业银行业务与投资银行业务。”⁽³⁹⁾

第二，信托成为金融牌照业务阻碍民事信托的发展。民事信托持续的时间比较长，往往跨越家族的三代，而且民事信托的假定是委托人去世或者处于痴呆状态。民事信托业务的基础是

(38) 王俊兰 “信托牌照之困：有牌照的干不过没牌照的”，载《21世纪经济报道》2015年4月25日，转引自 <http://money.163.com/15/0427/05/AO6CVLMT00253B0H.html>，最后访问时间：2017年10月2日。

(39) 厉以宁 “序”，载朱善利等《中国信托投资业的地位及其发展方向》，经济科学出版社1998年版，第ii页。



信任。一个国家的社会信任度越高，民事信托会越发达。委托人的信任是受托人赖以存续的根本。从委托人的角度来讲，委托人在选择受托人时主要选择委托人所高度信任的人作为家族财产信托的受托人，管理委托人的家族财产。信任是决定委托人选择的主要因素。而在我国，信托成为金融牌照业务，这限制了委托人对受托人的自由选择范围，委托人只能在六十八家信托公司中选择受托人，而委托人所信任的受托人往往不在这个范围内，家族信托难以设立。其实，在不涉及金融的民事领域，只要是委托人所信任的人，都可以作为受托人，并以受托为营业，因为只有作为自己的营业和专业，才能更专业地处理信托事务，更好地服务于委托人，获得委托人的进一步信任。Stephen Tensmeyer 在一篇论文的开篇叙述了一个真实的故事。河北省王女士的女儿是残疾人，王女士年事已高，担忧去世之后没有人照顾女儿。王女士找到了中国人民大学的残疾人法律诊所。法律诊所的几位学生经过认真的研究，认为英美式的民事信托是最适合王女士的需求：委托人去世之后由受托人管理财产并将财产收益分配给委托人的女儿。当王女士再进一步向专业律师咨询设立信托之事宜时，得到的回答却是否定的。设立这样一个信托，面临巨大的法律不确定性。王女士不敢将自己毕生积蓄冒险去设立民事信托。⁽⁴⁰⁾ 民事信托的需求是存在的，信托制度扎根于中国土壤需要将信托从金融牌照的束缚中释放出来。

四、结语：走向开放的中国信托制度

商事组织法是资产证券化法律结构稳固的基础。在修改《公司法》为特殊目的公司提供专门规定之前，信托是资产证券化中的 SPV 的首选。目前只有信贷资产证券化名正言顺地使用信托工具作为 SPV，为财产权信托的结构。银行间市场交易商协会监管的资产支持票据、保监会监管的资产支持专项计划以及其他的非标资产证券化（“私募 ABS”）仍在摸索和寻找合适的 SPV，游走在信托和委托代理的模糊不定中。信托工具应该服务于广阔的资产证券化市场，不应该与特定的主体或机构捆绑。资产支持专项计划没有信托之名，却在行信托之实。从信托的角度来看，证监会监管的企业资产证券化中的专项计划其实是一个资金信托。资产支持证券的持有者为资金信托的委托人和受益人，专项计划的管理人为受托人，京东白条等基础资产为信托财产。如果重新定性的话，专项计划下的基础资产受信托财产独立性的保护。这样的法律结构才能搭建稳固。

中国证监会的策略是将企业资产证券化中的专项计划所形成的法律关系定性为委托代理，实务流程也是按照委托代理关系来操作。制度根源就在于《信托法》提供的富有效率的资本组织方式——信托制度——被封闭起来了。不容许非持牌机构和民间运用一种优良的资本组织方式和商事组织方式。这是多么的愚蠢，还造成了一系列拧巴的后果。这里有理论上的认识误区，也有我国改革开放时期在引入信托时就将其设定在金融领域的路径依赖的原因。解决之道就是走向开放的信托制度。任何部门和机构无法去垄断一种资本组织方式，因为其他的资本组织方式会替代它，尽管是高成本的。将信托制度从金融牌照的束缚中解放出来，为广大的机构和富有又有需求的民间人士所用，信托制度必将在我国的商业和民间得到广泛的运用，中国资产证券化法律结构中的若干难题将会迎刃而解。

[责任编辑：汤欣]

(40) See Stephen Tensmeyer, *Modernizing Chinese Trust Law*, *New York University Law Review*, 90 (2015), pp. 710 ~ 711.