

## 资产管理内部法律关系之定性：回顾与前瞻

缪因知

---

**摘要** 金融资产管理业进入了调整期。回顾历史路径，能对其未来发展作出更科学的判断。资产管理内部法律关系即委托人和管理人之间的关系存在异化和不确定性是既有的市场环境下形成的主要问题，未必会由于监管整顿而轻易化解。管理人主动性独立性不足、二者之间关系的名不符实构成了资管业务的核心法律风险。纯粹规避监管的通道嵌套安排混淆了法律关系，可在现状下被重新定性为委托或在未来面向信托化改造。但很多具体资管内部关系的法律性质不宜被简单界定为信托或委托，以中间形态理解之亦不无道理。银监会证监会规章建构的规则体系虽然有意将资管关系塑造为信托，但也尊重现实，并未在各个方面强求。从证券举牌这一可谓试金石之领域之实践看，监管者曾允许特定委托人或投资顾问代替资管人履行举牌义务，但不豁免资管人的合规审查义务。资管人可能会让渡控制权给委托人，但不完全受委托人指令控制。这同样不是单纯的信托或委托定性所能涵盖。故在过渡期内可以适度尊重真实商事博弈中形成的资管关系。

**关键词** 资产管理 资产证券化 信托 受托人 举牌

作者缪因知，法学博士，中央财经大学法学院副教授。

---

DOI:10.16094/j.cnki.1005-0221.2018.03.008

### 一、选题价值与写作说明

资产管理业的蓬勃是最近十年重要的金融景象。起初，由于不同金融监管机构的监管标准差异，信托公司借助其经营范围的灵活性优势而成为我国资产管理业务的先驱。不过，2011年中国保监会启动了资管新政，拓宽了保险资管公司的设立标准、资金接受范围和业务范围。2012年中国证监会亦启动了资管新政，通过一系列规章拓宽了证券期货经营机构的资管业务范围。金融混业程度的加深，银行理财产品、保险资金通过不同的交易安排进入资管领域，多元主体之间的资管法律关系变得更为复杂，并出现一些风险性现象。

2017年末，以中国人民银行、银监会、证监会、保监会、外汇管理局等五部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》（下称《资管意见稿》）为标志，资管业迎来了一轮强化监管的高潮，对资管人的主动管理要求增强，行业面临重塑。但资管业多年形成的法律关

---

\* 本文系中央高校基本科研业务费专项资金、中央财经大学科研创新团队支持计划资助成果。

系背后的商事博弈面貌，是金融机构和投资者在现实制度环境下，基于自身资产管理和风险控制能力形成的趋利避害的结果，未必能随着监管之手而立刻自动调整到监管者所希望呈现的状态。

事实上，《资管意见稿》虽然提出重塑强监管的新面貌，但亦“坚持积极稳妥审慎推进”，“充分考虑市场承受能力，合理设置过渡期，把握好工作的次序、节奏、力度”。故而，新监管秩序不会断裂式地呈现，前瞻资管法律关系应然的安排之余，回顾考察二者之间的实然关系，在现实基础上渐进改革，有利于市场平稳。

此外，拙见以为，研究者不宜有一种简单批评“实践错了”的教条主义倾向。当事机构在现实的监管和司法风险下探索发展出来的权利义务安排，已经具有一定的商事惯例色彩，在平衡各方利益、控制法律风险方面多有值得理论提炼之处。监管机构在同时面临市场规范与发展的任务之际，在具有高度不完备性的法律体系下设定的规章，也具有“形成中的法律”的合理性。<sup>①</sup>在法律原则性较强、规章多而繁复的金融法中，位阶较低的规章的实际指导价值和蕴含的制度智慧不可忽视。在现行规则的基础上考察其进一步合理化之道，也能最大化地降低制度运行成本。

本文第二部分将探析资管内部法律关系这一资管核心关系在过去几年的实践中的异化和核心法律风险。这说明了2017年以来的监管新规的合理性，也表明了其任务艰巨性，即必须直入资管权利安排的中心环节。这是否能如监管者所愿地予以重塑，值得观察。

第三部分先讨论资管内部法律关系的定性备选方案，指出信托是资管关系的理想方案，也是资管新规的努力方向，但在现实环境和近期未必容易满足；定性为委托则可能带来多种法律风险，也不尽符合实际；并初步探讨了以信托和委托之间的中间形态来理解资管产品的可能性。

第四部分考察了资管领域的主要监管者银监会和证监会在既往构建的规则体系，指出二者均希望将资管内部关系塑造为信托，但也尊重现实，并未在各个方面强求。

第五部分从证券举牌与监管实践予以研究。举牌制度意味着必须对资管产品中何等主体行使股东权利、履行股东义务做出非此即彼的结论。其结论也间接得到了监管者的合法性论证，可谓一个“试金石”。本文发现，监管者允许特定委托人或投资顾问代替资管人履行举牌义务，但也不豁免资管人的合规审查义务。资管人可能会让渡控制权给委托人，但不完全受委托人指令控制。这同样不是单纯的信托或委托定性所能涵盖的。

结论部分勾勒了现实中诸多非标准信托或委托关系的资管内部关系的主要法律特征，并呼吁至少在现阶段对其作为中间形态予以尊重和观察。

## 二、资管内部法律关系的异化和核心法律风险

### （一）资产管理的定义

涉及资管业务的规章纷繁迭出，但对资产管理尚无统一的法律定义。《资管意见稿》规定“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。”

本文认为，“资产管理”指资产所有人将货币等资产交由他人管理处分，以期实现资产增值。管理处分并非仅指通过资产与货币之间的多次转换来实现增值的过程，词义上接近理财、经营。资

<sup>①</sup> 参见缪因知《中国证券法律实施机制研究》，北京大学出版社2017年版，第48页。

产管理不包括资产所有人直接选择投资标的之情形,如直接购买一家公司的证券。

常见的资产管理分为两大类,一是标准化、流通性较高的证券资管,指通过将货币投向标准化证券来实现资管,广义上,这种标准化证券包括股票、债券、证券投资基金、央行票据、非金融企业债务融资工具、资产支持证券、股票指数期货合约等金融衍生品甚至商品期货合约。证券期货经营机构是主要的管理机构。信托公司可通过证券投资信托为集合信托计划或者单独管理的信托产品项下资金投资实施证券资管。但银行、保险公司不能直接成为证券资管人。

另一类则是标准化、流通性较低的非证券资产管理,种类繁多,指以货币投向非证券类资产,其在融资端对应的形式则是将被委托的资产以收益权转让的形式予以管理,即《资管意见稿》不涉及的资产证券化。信托公司是非证券资管的传统主要平台。但2011年、2012年起保监会、证监会分别允许保险资管公司、基金管理公司等设立专门子公司通过“专项资产管理计划”投资于未通过证券交易所转让的股权、债权及其他财产权利和证监会认可的其他资产。这些资管产品的资金可以通过投资信托产品等方式最终投向非证券资产。

## (二) 资管内部法律关系的异化和核心法律风险

资产管理内部法律关系的基本主体,一是资管人,一般也是发行资管产品的金融机构;二是提供货币或非货币资产的委托人。二者之间的关系是资管产品中的核心法律关系,其内容是谁负责资产的管理,法律效果则涉及被管理资产与委托人的归属关系和风险隔离,及委托人行为的合规性。

我国现实环境中,二者相互关系的“名不符实”构成了这一法律关系的异化和核心法律风险。资管关系之所以出现,本应由于委托人基于对特定主体资管能力和信誉的信任,而将资产交由后者进行管理处分,以期实现资产保值增值。但在我国当前的金融市场现实下,资管机构主动管理能力不足,亲自管理义务弱化;委托人往往以投资顾问形式主导了被管理资产的投资决策,资产管理常常成为委托人的通道。委托人、受托人或管理人之间的地位不清,令人争议其内部法律关系究竟是信托还是委托。

具言之,实践中的委托人往往并非只是空有资产而需要管理。它们有的具备更为专业化的市场经营能力,只是想通过其他金融机构来实现融资,或规避监管。所以委托人转身会以投资顾问等形式实际负责这些资产的投资和交易决策;名义管理人最多只通过交易软件的风险控制参数设定等方式成为实际管理人的监督者。

换言之,实际资管人另行构建资管关系的制度安排的益处包括:借助受托人的法律资质满足监管要求;借助金融机构的信用、营销渠道和客户资源来吸纳外部资金,放大被管理资产的规模或为存量资产管理提供融资支持;依赖管理人提供风险控制、净值计算、投资者赎回等后台服务,以便于自身集中精力于前台交易决策。名义管理人在资管产品的正常存续状态下,对其名义代理人做出的交易决策“言听计从”。这种现象被称为管理人的通道化。

结构更复杂的资管产品中,委托人、投资顾问和管理人关系更为微妙。因为不同类别的委托人会与管理人有着不同的关系。如以结构化证券信托中,管理人向优先级委托人以固定收益回报募集资金,以放大从事实际管理的劣后级委托人的经营能力优势。在为保障前者的本金安全而对后者进行强制平仓时,这一矛盾更为突出。而资产证券化产品中,资金委托人和资产委托人之间潜在的利益冲突紧张关系更是令管理人能否保持应有的独立法律地位受到质疑。

资管产品主体之间复杂的权利义务安排,导致资管产品法律性质和法律效力的暧昧不明,也意味着监管合规风险与在民事法庭上遭遇司法再定性、否定原合同权利义务的风险。

### 三、资管内部法律关系之定性备选方案：信托说、委托说与中间道路

资管业务相关规章通常引用的上位法依据包括《合同法》《信托法》《证券投资基金法》。但资管关系究竟属于何种法律关系，需要检视。信托和委托是理解资管内部法律关系性质的两条基本思路。信托受托人和信托财产具有独立性，而委托关系由委托人主导，相关资产仍归属于委托人。《资管意见稿》规定金融机构收取管理费用，强调主动管理，委托人自担投资风险并获得收益，在信托说和委托说下均有解释空间。

#### 1. 信托说：美好而难求

从发达国家的经验看，信托是资产管理的优选方式。财产委托人可以灵活地实施有限责任式的破产隔离，为专业管理人赋予不受掣肘的权利、为受益人提供利益的物权式保障。<sup>②</sup> 法律人可以为个性化的信托目的极尽设计想象。也因此，我国作为大陆法系国家，却在金融业尚不算发达、金融法制尚在重建的环境中早早引入信托公司的形式和制定《信托法》。当前亦有学者建言通过修订《信托法》，令各类金融机构的资管或理财产品均统一作为信托产品予以规制。<sup>③</sup>

然而，信托的制度潜能实现所需的法律供给仍然严重不足。2001年《信托法》制定前，香港学者鉴于配套制度环境难以满足，特别是防止受托人侵害受益人的制度的缺失，而建议内地不要简单照搬英美信托法，不如学习大陆法系的加拿大魁北克省将信托设定为法人，独立享有所有权，而把受益权和管理权通过成文法分配给受益人和受托人。<sup>④</sup> 《信托法》并未使用英美的双重所有权模式，未明确受托人对信托财产有所有权，信托登记制度一直未曾建立，<sup>⑤</sup> 配套司法解释也至今阙如。这导致信托法律地位模糊，影响了信托财产的独立性。<sup>⑥</sup> 与主流法域不同，我国《信托法》不仅没有明确信托财产的转移，还赋予委托人撤销权，会让人理解为委托人保留了所有权，有损信托财产独立性，“抹煞了信托作为一种财产管理制度的特性”。<sup>⑦</sup> 直到今日，即使是信托公司和信托产品仍然需要通过强化信托财产独立性和受托人受信义务来回归本原。<sup>⑧</sup>

十多年前，就有法学家倡议修改《信贷资产证券化试点管理办法》，以便确认信托型资产证券化的基本法律逻辑。<sup>⑨</sup> 但试点规章层面的这么一小步至今仍然没有成文化化的迹象，对《信托法》的全盘改造、使之兼容民事信托、商事信托、覆盖各类资管产品的目标自然更加遥不可及。《信托法》修订、用统一的信托框架来涵盖不同金融的资管产品，并不是数年内就能预期的结果，其修订状况是否如意，也难以预料。

与此同时，十几年来，国务院尚未按《信托法》的授权制定信托活动的组织和管理办法，银监会独掌信托牌照，使银行业和证券业具有信托性质的商事组织安排无法以信托的名义出现。非信托公司提供的各类异质化资管产品的法律关系安排在实然法上离标准的信托更为遥远。司法界也曾以

② 参见王艳梅 “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49-52页。

③ 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。

④ 参见何锦璇 “信托立法不宜操之过急”，《北大法律评论》第1卷第2辑，法律出版社1999年版，第618-640页。

⑤ 2017年8月银监会颁布了《信托登记管理办法》，旨在逐步实现信托产品登记，但这和信托财产登记仍有差距。

⑥ 参见楼建波 “信托财产分别管理与信托财产独立性的关系——兼论《信托法》第29条的理解和适用”，《广东社会科学》2016年第4期，第220-229页。

⑦ 张军建 “论中国信托法中的委托人的撤销权”，《法学家》2007年第3期，第92页。

⑧ 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89页。

⑨ 参见楼建波、刘燕 “论信托型资产证券化的基本法律逻辑”，《北京大学学报》（哲学社会科学版）2006年第4期，第129页。

此理由否认委托理财业务涉足的是信托。<sup>⑩</sup>

从资管运行层面的问题看，首先是包括信托公司在内的多种资管人并不真正承担受托人角色。委托人、投资顾问可能对财产管理予以干涉、甚至日常性地负责管理。我国信托业一半的业务量来自通道类的事务管理型信托，即信托公司仅负责账户管理、清算分配及提供文件配合委托人管理信托财产，不承担积极主动管理职责。而按照《信托法》第30条，信托合同即便约定由委托人或第三人为责任承担主体，受托人仍然要承担无过错责任。

实践中，委托人还是受托人担责的问题并非焦点，因为信托公司“刚性兑付”预期固定收益的行业惯例，避免了来自受益人的问责纠纷。但一旦委托人不愿意按约定补偿受托人承担的实质责任时，纠纷就会爆发，如安信信托诉昆山纯高案。<sup>⑪</sup> 刚性兑付也违背财产收益和亏损归于受益人的基本信托原理。制度和现实间存在巨大落差。

其次是被管理财产的独立性保障不足。一是资金委托人往往获取固定收益，而非剩余利益。资管财产的剩余收益多由管理人以超额留成管理费等名义获取。二是即便明确以信托为外形，以收益权信托为典型的资产信托在成立时能否有效界定信托财产，存在疑问。更不用说其他金融机构的类似资管产品了。

三是受托人义务不明确，信托财产被受托人混同、侵害时，不能获得充分保障，难以采用拟制（constructive）信托、复归（resulting）信托等普通法立法技术来为受益人提供债权和物权上救济。

事实上，十多年前就有学者论证了集合信托资金计划、集合理财项目、证券投资基金均为营业信托、自益信托。<sup>⑫</sup> 此说颇有道理，但至今人们仍然在争论这些资管产品是否构成信托，原因之一即在于这些集合投资工具虽有信托的气质或外形，却不在实践中构成标准的信托。在针对信托受益人和委托人的配套保障制度不能落实时，将信托属性“强加”于资管产品，并无益处，反而可能损害受益人利益。强求金融机构在短期内实现标准的信托化，不仅缺乏必要的法律规范支撑，也会导致已有的市场博弈均衡失灵、资管功能无法实现、金融资源浪费、风险加剧。

《资管意见稿》为消弭上述运行缺陷，提出了一些方略，如禁止刚性兑付、明确管理人收取管理费而非剩余利益等，这有助于重塑市场主体的行为选择，但适用于不同金融机构的普遍信托化的资管制度如何落到实处，仍然有待明确，实践调整不可能随着监管发文而立竿见影。

## 2. 委托说：风险重重

实践中的资管关系由于委托人往往占据主导地位，而有被定性为委托关系的风险。最高人民法院民二庭曾认为委托理财关系属于全权代理。理由一是未有效转移财产所有权，二是认定其为信托不符合监管体制。<sup>⑬</sup> 而这两点特征至今存在于资管业中。

但如前所述，委托关系并不符合资管制度的设计本意，其实际运作形态也不完全由委托来界定（详见本文第四五部分）。若定性为委托，会带来一系列消极法律后果。

第一类消极法律后果在监管合规层面。一项资管关系被定性为委托，意味着管理人未曾自主管理、规避了有关金融监管要求。例如，银行通过专户子公司将资管资金投于非标准债权资产，或劣后级投资人能使用结构化资管计划中源于银行理财资金的优先级资金，则涉嫌构成变相吸收存款、发放贷款的银行表外活动。

<sup>⑩</sup> 参见李永祥主编《委托理财纠纷案件审判要旨》，人民法院出版社2005年版，第49-50页。

<sup>⑪</sup> 参见（2013）沪高民五（商）终字第11号民事判决书。

<sup>⑫</sup> 参见注⑨，第123页。

<sup>⑬</sup> 参见高民尚“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28页。

又如有研究者认为若把资管产品视为委托，则管理人接受委托人指令而买卖证券，涉嫌非法经纪活动。<sup>⑭</sup> 不过，此说并不正确。我国法律对经纪或经纪商未有专门定义，按照美国《证券交易法》3 (a) (4) 节，经纪商指“任何从事使他人账户的证券交易生效之业务者”，是证券交易发生的必需途径。在今日电子化集中交易的体制下，非法经纪业务即代送订单到交易所已在技术上无法实现。管理人执行委托人的交易指令时，仍然需要把订单送到券商处。这里最多只是涉嫌违反账户实名制要求。<sup>⑮</sup> 而更为常态的合规问题可能是对证券产品资管人未尽责到大额持股的信息披露义务的质疑（详见第五部分）。

第二类法律后果在民事效力层面。一是定性为委托，意味着管理人的身份被重新认定，资产损失的责任承担可能从形式管理人向实际管理人转移，如专户子公司的资管产品认购者向银行主张权益。二是若因被定性为委托并涉嫌违规经营，可能导致合同效力受质疑。实践中，资管受损者，如股灾中被强制平仓的结构化信托产品劣后级受益人，试图通过主张资管产品违规运作而令合同无效。此说不应成立。因为并无明确的效力强制性规定可用于否定此类资管关系的民事效力，侵害社会公共利益等导致无效的情形也应做严格把握。但在我国的现实生态下，此类诉求也可能获得一些法院的支持。<sup>⑯</sup> 三是受益权合法转让难度增强。《信托法》允许受益人转让受益权，委托人有条件变更受益人或处分受益权；而委托关系中，承受法律后果的委托人变更时，应视为重新成立了一个法律关系，不能简单“换主人不换资产”。但若解除合同、将可能已经变换形态的被管理资产恢复原状（如证券变现为货币），显然也就没有再更换委托人的必要了。证券定向资管计划等委托型资管的实践中衍生出的受益权转让的变通之策，法律效力亦存疑。

此外，资管财产独立性不足也会导致不能破产风险隔离的问题。但这个问题在当前不太突出。管理人破产不影响被管理财产独立性，对此争议不大。我国资管委托人很大一部分是金融机构，由于严格的牌照管制和隐形的国家担保，实践中基本无破产风险。非金融机构委托人也极少出现此类纠纷案例。商事信托一般是自益信托，委托人将资产投入信托时通过获得受益权已产生对价返还，而无破产法要防范的欺诈性财产转让。主要的缺陷反而是行业环境扭曲导致的过度保护、投资者不愿意正视市场风险，在遭遇损失时试图通过检举所谓违规因素来否定资管关系的民事效力。

### 3. 中间道路的可能性

故而，当前资管内部关系中的法律困境和混乱在于：界定为信托，可能缺乏法律和现实条件的运作支持；而将之定性为委托，却可能违背资管安排的本意。不过，委托和信托之间并非没有中间道路。

例如，作为主流资管产品之一的证券投资基金就不能简单以委托或信托定性。《证券投资基金法》（2013年修订）规定基金财产独立于管理人、托管人的固有财产，但并未像《信托法》那样规定信托财产与委托人未设立信托的其他财产相区别。基金委托人/份额持有人不能干涉管理人的决策，其持有的份额与委托人的其他财产做了“防御性切割”和弱式“进攻性切割”，即基金债权人不能向份额持有人的其他财产主张权利，份额持有人的债权人可以向他的基金份额主张权利。相比之下，委托管理财产与委托人未作资产切割，而信托兼具防御性切割和强式进攻性切割。信托债权人不能向信托委托人主张权利；若委托人并非受益人，他的债权人不能向非欺诈设立的信托财产或

<sup>⑭</sup> 参见官巨“资管计划的自相矛盾”，载财新网 <http://opinion.caixin.com/2016-08-17/100978512.html>，2017年8月5日访问。

<sup>⑮</sup> 与此相类似的非法经纪争议是关于分仓式外接证券资管软件，详见缪因知“外部接入信息系统服务商非法证券经营责任研究”，载洪艳蓉主编《金融法苑》第96辑，中国金融出版社2018年版，第3-18页。

<sup>⑯</sup> 详见缪因知“证券交易场外配资合同及其强平约定的效力认定”，《法学》2017年第5期，第98-102页。

受益人的受益权主张权利。<sup>⑰</sup>这一介于委托和信托之间的法律关系安排有效平衡了投资者的有限责任和对自身债权人的义务。<sup>⑱</sup>司法界也曾认为委托理财关系的有偿性、可变更可撤销性与信托关系不符。委托理财合同是一种兼有委托、信托、行纪、融资等关系特征的无名合同。<sup>⑲</sup>

此外,我国信托和委托制度本身就存在重叠之处。较之于其他立法例,我国《信托法》赋予了委托人更多的权利;<sup>⑳</sup>证监会强制的证券资产第三方独立存管令委托双方“可以内部模拟信托关系”,增强被管理财产独立性。《合同法》下的间接代理制度令委托人可以从资管具体交易的合同缔结中解放出来;资管委托人和受托人双方均存在的分层多组化、第三方专业人士介入承担投资交易决策等主要功能导致的三元多维关系,令刘燕、楼建波提出摆脱信托与委托之争,以特殊目的载体(SPV)这一并非法律概念的金融实务术语来统括资管实体。<sup>㉑</sup>

小结之,当事人权利义务符合信托构造的资管产品,当然应当视为信托;标准的委托产品如证券公司与银行合作的定向资管业务,应认定为委托。而确实处于中间形态的资管产品,则应认真观察、正确分析其中的权利义务安排。实际承担主要风险的委托人在特定条件下具有交易决策权,受托人具有一定的监督管理权和最终控制权,是一种合理的市场均衡状态,不必用信托或委托关系来框限。

为了更深入地理解资管内部关系的法律定性,特别是金融监管规则允许的资管关系面貌,下文将结合资管领域两大主管机构制定的繁复的规章体系和监管实践予以窥斑。

#### 四、银证监管规章对资管内部法律关系的形塑

信托公司和证券经营机构是资管领域的探路先驱和后起之秀,它们各自的主管机构制定了纷繁的规则来规制资管业。总体而言,监管机构希望将资管塑造为信托关系,但也尊重现实,并未在各个方面强求。

##### (一) 银监会规章体系: 信托投资顾问的暧昧地位

银监会信托类规章自然强调信托资管计划是信托关系,并强调受托人亲自处理信托事务、自主行使管理职责;委托他人代为处理时,须尽到监督义务,并对处理结果承担责任;代理人、投资顾问只是起到辅助功能,受托人自主决策。

然而,由于信托公司实际上已经在市场中丧失了主导管理地位,反过来使得规章顺应现实、为投资顾问设定了信托关系下本不需要的法律义务。如《信托公司证券投资信托业务操作指引》对第三方顾问提出了很高的要求,超出了对一般“卖艺”“献计”的投资咨询辅助人员的要求,强调它们具有较高实收资本、固定营业场所、相应软硬件设施、责任承担实力、风险控制能力。在信托从业人员培训教材中,结构化信托的投资顾问被明确宣告通常由次级受益人担任,所以信托业协会还要求信托公司对其股东背景、资金实力等进行尽职调查。<sup>⑳</sup>《信托公司私人股权投资信托业务操作指引》《信托公司参与股指期货交易业务指引》对投资顾问提出了类似的要求。这实际上是按照资管

<sup>⑰</sup> 资产切割理论参见 Henry Hansmann and Reinier Kraakman, “The Essential Role of Organizational Law”, *Yale Law Journal*, Vol. 110 (2000), p. 387.

<sup>⑱</sup> 当然,这里也涉及商事信托/自益信托对经典信托模式的背离。

<sup>⑲</sup> 参见注⑱,第49-50页。

<sup>⑳</sup> 参见全国人大《信托法》起草工作组《〈中华人民共和国信托法〉释义》,中国金融出版社2001年版,第61-64页。

<sup>㉑</sup> 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71-75页。

<sup>㉒</sup> 参见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64-65页。

产品控制人而非顾问的标准对其进行准入管制。委托人或第三人实质担任投资顾问的局面在银信合作业务、证券投资信托、房地产在建工程信托中普遍存在。

总之，银监会在形式上规定信托产品的性质是信托关系，但其规章体系却实际上容忍了投资顾问对交易的重大影响。但若说这就是委托关系，也不合适。一是真正由受托人管理的信托产品仍然存在；二是信托公司确实在法律上保留着最终的控制权，例如在结构化证券投资信托触及强制平仓条件时，受托人会不顾劣后级委托人/曾经的控制人的反对而接管账户、采取措施。<sup>②③</sup>

## （二）证监会规章体系

### 1. 对信托关系构建的初步成文化尝试

证监管规则也倾向于信托说。虽然囿于权限，证监会并未明确对之定性，但有一些业务被明确贴上了信托的标签。

在证券公司融资融券业务中，国务院《证券公司监管条例》第53条规定“客户证券担保账户内的证券和客户资金担保账户内的资金为信托财产。证券公司不得违背受托义务侵占”之，故《证券公司融资融券管理办法》也要求融资融券合同约定客户信用交易担保账户内的证券和资金，为担保证券公司债权的信托财产。中国证券业协会2006年、2011年《融资融券合同必备条款》根据信托关系做了细化，如证券公司为受托人、投资者与证券公司为共同受益人、担保证券公司债权为信托目的。

但这样的信托化套用并无必要，甚至可能错误。证券公司融资业务与结构化证券投资信托的法律构造相通，区别只在于受托管理的主体不同，后者本质上就是“信托公司融资业务”。真正的信托构造只对优先级受益人有意义，即其委托管理人使用优先级资金，通过维持担保比例预警、强制平仓止损等措施，保障其获取固定收益。

而劣后级受益人获利的方式在于取得剩余利益。由于杠杆机制的存在，其获得收益的可能性若完全取决于受托人的管理，则未免风险过大。故而，在证券公司融资融券中，收益和风险和结构化信托一样得到了合理匹配，承受主要风险和无上限剩余利益的融入客户明确不需要证券公司的日常管理处分、被成文法明确允许主导日常买卖，成为了主要管理人。其作为受益人的受益程度完全取决于自身的管理活动。

所以，把这视为信托，是削足适履的套用。事实上，当同一法律构造的结构化证券投资信托就由于缺乏成文法的保护而在2015年股灾后的清理整顿中被取缔。其不仅无法以信托关系的外形自保，反而由于这一名不副实的外形而受到质疑。<sup>④</sup>

在更典型的（专项）资管产品信贷资产证券化方面，中国人民银行和银监会系统的规章体系以信托为基础关系构建。而2013年2月《证券公司资产证券化业务管理规定（征求意见稿）》（下称《券商证券化规定》意见稿）称“专项资管计划为信托计划”，但在3月的正式稿删去了此条，上位法也不再列入《信托法》。2014年替代之的《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》（下称《证基证券化规定》）也无此提法。这可能是为了避免涉及信托公司对信托计划的专营性问题。

《券商证券化规定》意见稿将专项资管计划界定为信托的目的可能是为了引出该计划“独立于原始权益人、管理人、托管人、资产支持证券投资者及其他业务参与机构的固有财产”的规范要

<sup>②③</sup> 参见缪因知“证券投资信托的法律构造与监管流变”，《当代法学》2017年第2期，第72-76页。

<sup>④</sup> 参见缪因知“证券交易场外配资清理整顿活动之反思”，《法学》2016年第1期，第48-57页。

求。而不以信托为定性的《券商证券化规定》正式稿和《证基证券化规定》同样坚持了“专项计划资产独立于原始权益人、管理人、托管人及其他业务参与人的固有财产”，一个显著的缺失是不再称专项计划资产独立于资产支持证券投资者的固有财产，此正与证券投资基金中的资产切割方式相同。

沈朝晖认为，证券系的资产证券化由于用合同关系替代了信托载体构建，导致这种资管方式无法与委托人破产隔离，而具有法律结构的脆弱性。<sup>⑤</sup> 不过我认为，实践中，对此类专项资管计划的信托法律地位最大的挑战，来自它们往往以项目收入等基础资产所产生的现金流为偿付支持，仍然多依赖发行人控股股东担保，导致业界多数认为这种所谓资产支持证券（ABS）仍然是基于人之信用的债券。故为了做到破产隔离，不少资产证券化项目采取了双特殊目的载体（SPV）模式，即将基础资产纳入专项资管计划，再将后者的收益作为另一个资管计划的财产。<sup>⑥</sup>

在其他资管业务中，证监会强调受托人的独立性，禁止委托人违规违约干涉。即使是单一客户或特定的多个客户资管业务中，委托人也不得要求管理人在证券承销投资等活动中为其提供配合，如2012年《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》第30条的规定。

证监会也强调被管理资产的独立性，以情形较复杂、涉及主体较多的集合资管业务为例，《证券公司集合资产管理业务实施细则》（2013年修订）规定：证券公司、资产托管机构和份额登记机构破产或者清算时，集合计划资产不属于其破产财产或者清算财产。证券公司、推广机构和份额登记机构破产或者清算时，集合计划销售结算资金不属于其破产财产或者清算财产。不过，证券资管委托人破产或清算，显然不在此限；它们也不能像信托委托人那样指定第三人为资管计划受益人。

证监会区分了一对一和一对多的资管产品。与《基金管理公司特定多个客户资产管理合同内容与格式准则》（2012年修订）相比较，《基金管理公司单一客户资产管理合同内容与格式准则》（2012年修订）的立法依据多了《合同法》。虽然基金管理公司单一客户不得违约干涉资管人，但对委托关系和通道化的容忍程度略高。如2013年中国证券业协会《关于规范证券公司与合作银行开展定向资产管理业务有关事项的通知》规定“合作银行作为委托人，将委托资产委托证券公司进行定向资产管理，向证券公司发出明确交易指令，由证券公司执行，并将受托资产投资于合作银行指定标的资产”。而且证券公司不能具有自主性，倒过来指挥委托人。“禁止通过证券公司向委托人（银行）发送投资征询函或投资建议书，委托人回复对投资事项无异议的形式开展”此业务。

证监会倾向于资管关系信托化，可能是由于认同更具独立性的信托关系是资管关系构建的正道，有助于维护资管业务合法性。但更现实的目的可能在于防止成为银行等金融机构从事表外业务的渠道、为潜在的影子银行危机承担责任，或产生非法集资风险，倒追监管责任。

## 2. 证监会的去通道化努力：完全被动的资管人应重归委托代理人

由于本文第二部分所述的原因，通道化现象普遍存在于资管业务中。值得注意的是，通道化虽然在政策导向上是监管者希望消减的，却得到了一定的合法性认可。如2013年《国务院办公厅关于加强影子银行监管有关问题的通知》规定“金融机构之间的交叉产品和合作业务，都必须以合同形式明确风险承担主体和通道功能主体，并由风险承担主体的行业归口部门负责监督管理，切实落实风险防控责任。”该规定允许通道存在，只要能确定风险承担主体即可。银证监会的相关文件中

<sup>⑤</sup> 参见沈朝晖“企业资产证券化法律结构的脆弱性”，《清华法学》2017年第6期，第69-70页。

<sup>⑥</sup> 参见松壑“资产证券化监管移交债券部 新载体‘信托化’可期？”，载《21世纪经济报道》2014年3月13日。

多次正视了风险承担主体和通道功能主体并存的现象，监管重心在于界定二者的关系，<sup>⑲</sup> 实现抽屉协议透明化、公开化。

2012 年以来，基金子公司中的通道化现象可谓最明显，并因此在 2016 年后成为监管者去通道化的重点。

2012 年 9 月证监会颁布新版《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》（下称《基金资管办法》）要求基金管理公司设立专门子公司（又称专户子公司），通过专项计划开展专项资管业务，以提高非标准资产的管理效率、并实现风险隔离。

基金子公司凭借资金成本低、监管少等优势，成为了主流的银行表外业务通道，取代了更早时期信托公司作为经营范围最不受限制之金融机构的地位。

诸多一对多的资管业务以“假集合、真通道”的形式出现，金融机构把实际承担权利义务的资产项目（及客户资源）委托给基金子公司。后者作为通道提供机构，不进行产品设计、不实质参与资管。业务主要来源一是对接银行表内资产（包括资产证券化、同业、理财产品等），二是阳光证券私募基金产品或者其他资管计划。

其中，实际控制人可追溯到银行业金融机构的基金子公司大量接收银行大客户的表外业务，规模尤其巨大。银行往往负责资管产品销售并承担责任。

银行系基金子公司运作中资管人能力和资管规模的严重不匹配，意味着资管人从事独立管理的可能性大为降低，宜在现状下被重新定性为委托代理以便理顺法律关系，或在未来加强资管人独立化改造。2016 年 7 月，证监会副主席李超批评“一个基金子公司 1 个亿左右的净资产，而资产规模已经达到 8000 多亿”。<sup>⑳</sup> 此类基金子公司遭受了暂停特定客户资管计划备案的行政监管措施和处分。8 月，中国证券投资基金业协会明确指出基金子公司若与客户约定资管计划项下出现的风险资产由合作开发的银行安排资金承接，属于违规。<sup>㉑</sup>

2016 年 12 月，证监会修订了统一的《基金管理公司子公司管理规定》。基金子公司开始受到以净资本为核心的风险控制指标体系的严格监管；被引导去通道化、回归资管业务本源，实现相对于母公司的专业化、特色化、差异化经营，以减少母公司的干预可能性。

在其他方面，证监会也多有去通道化的努力。2016 年 10 月，新版《证券公司风险控制指标管理办法》通过加强净资本要求、全面提高风险资本准备比例，使券商从事非主动管理型的定向资管通道业务的成本显著增加。2017 年 9 月，中国期货业协会就《期货公司资产管理业务管理规则（修改稿）》征求意见，主要修改内容为提高经营资质要求、禁止多层嵌套规避资产投向要求、约束投资顾问等第三方机构的作用、禁止让渡管理权限。证监会不惜牺牲证券期货经营机构当前主要收入来源，旨在加强管理人的主动自主管理能力，对增强其资管关系的信托属性有积极意义。

由此可见，受托人地位的弱化和通道化确实并非难以克服。制度应对之策在于强化受托人的义务和责任、增加管理成本。这也是《资管意见稿》的发力方向。但“通道”和以前较常见的“挂靠”类似，属于市场主体在既定法律环境下实现自身利益最大化的方式。受托人自主性独立性的减弱，更多是制度安排的结果而非原因。单纯的禁止，可能只是令当事人选择更为不透明的方式。我

<sup>⑲</sup> 详见田孝明“资产管理行业通道类业务的法律风险及防范措施”，载洪艳蓉主编《金融法苑》第 92 辑，中国金融出版社 2016 年版，第 108 页。

<sup>⑳</sup> 岳跃“从 1 亿到 8000 亿基金子公司扩张样本”，载财新网 <http://finance.caixin.com/2016-07-28/100971676.html>，2017 年 8 月 5 日访问。

<sup>㉑</sup> 参见中基协处分 [2016] 5 号（2016 年 8 月 12 日）。

们仍然需要通过权利义务配置的调整,逐步现实地改变当事人面临的利益格局,因势利导地予以调整。

## 五、从证券举牌与监管实践看资管内部法律关系的定性

特定资管产品被界定为信托还是委托,有时在实务中会产生立竿见影的区别,必须做出明确的回答。监管者对此等事项的处理方式亦直面了对该等资管关系的定性。这在证券资管领域较为明显。

争议的主要内容,一是谁能就资管产品中的证券行使权利,二是谁应该履行义务。此义务主要指《证券法》第86条规定的超过股本5%的大额持股增减强制信息披露义务(又称“举牌”),必须有人承担,故对谁是“真正”股东的法律认定具有倒逼作用;此义务履行对象包括证监会和证券交易所,并需要同步公告,故而义务履行的合法性能受到较严格的检验。相比之下,股东权只在一个公司内部行使,即便存在合法性瑕疵,只要当事人不诉诸法院,其行使情况就不会受到司法审查。故而,举牌义务判定,责任攸关,可谓检验资管内部法律关系的“试金石”。

根据《证券公司客户资产管理业务管理办法》(2013年修订),一对多的证券资管产品由受托人代表客户行使权利、履行义务。一对一的单一客户办理定向资管业务发生客户应当履行公告、报告、要约收购等义务时,证券公司通知有关客户并督促其履行相应义务。2012年《证券公司定向资产管理业务实施细则》规定:在持有上市公司股份达到5%后,证券公司应当在每次买卖前取得客户同意。实践中的争议一般出现在委托人成为投资顾问或劣后级受益人的情形中。

### (一) 实践中的举牌义务人模式分析

#### 1. 管理人承担举牌义务

资管人动用自身或资管产品对应的证券账户购入股票达到举牌标准后,当然是默认的举牌义务人。在十几年前,信托公司是否需要披露信托产品的委托人或受益人,就已经引发过争论。多数信托公司援引《信托法》第33条“受托人对委托人、受益人以及处理信托事务的情况和资料负有依法保密的义务”而拒绝披露。还有人认为即便在由委托人指示如何投资的“消极信托”中,若信托公司有权独立行使表决权,也应由其自身承担举牌义务,而不披露委托人或受益人。<sup>③</sup>

不过,管理人举牌的情形并不常见。其财务上的原因在于:作为证券二级市场的机构投资者,管理人较少会追求大比例持有特定股票。

一来,它们的主要盈利途径是买卖价差,所以对所持有资产流动性的追求一般强于对控制权的追求,<sup>④</sup>对任何特定股票持有太多会妨碍流动性。

二来,一旦持股比例达到了5%的举牌标准,再卖出就会有诸多法律障碍,如《证券法》短线交易规则规定6个月内的买入卖出交易下的差价所得会被没收,徒劳无功。

三来,信托公司、基金管理公司等监管上有单票比例要求,如《关于加强信托公司结构化信托业务监管有关问题的通知》规定单只股票投资额不得超过信托产品资产净值20%。《公开募集证券投资基金运作管理办法》规定:一只基金持有一家公司的证券市值不得超过基金资产净值10%;

<sup>③</sup> 参见李宪普“论上市公司股东持股变动信息披露法律管制的限度:以证券法公开原则与信托法上的保密义务的冲突为例”,《河北法学》2005年第12期,第100页。

<sup>④</sup> See John Coffee, “Liquidity Versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor”, *Columbia Law Review*, Vol. 91 (1991), pp. 1277-1368.

同一基金管理人的全部基金持有上市公司发行的证券，不得超过该证券的10%（完全按指数构成比例投资的除外）。

而法律上的原因在于其可以通过操盘手的独立性避免累积计算。持股比例理论界一般赞同：若机构投资者“内部实际上是由不同团队分别独立操盘不同的资管计划，且设置有防火墙，就可以认定这些资管计划之间不构成一致行动”。<sup>②</sup> 2007年中国证监会明确：一家基金管理公司管理下的几只公募基金持有某一上市公司的股份累计达到5%的，是否披露，由基金管理公司自己选择；鉴于基金管理公司没有要约收购功能，不鼓励它们进行此类披露。<sup>③</sup> 因此，若不同基金经理决策各自独立、信息彼此隔离，彼此不构成一致行动人，对同一上市公司所持股份可不累积计算。<sup>④</sup>

## 2. 投资顾问

当私募证券投资基金同时作为委托人和投资顾问时，经常从事实际管理。例如，2016年因大量购入被强制退市的欣泰电气而“出名”的私募投资基金广州创势翔投资公司曾2次发布《简式权益变动报告书》，宣告持有欣泰电气5%、10%的股票。<sup>⑤</sup> 而其持股平台是数家信托计划，如“粤财信托·创势翔飞翔证券投资集合资金信托计划”。本来根据《信托公司集合资金信托计划管理办法》（2009年修订），创势翔不过是委托人。但正如相关信托文件和资管计划冗长的名称所揭示的，创势翔等通过投资顾问等形式承担了重要管理角色。其《简式权益变动书》明确把这些信托计划称为“本公司管理的产品”。

2013年9月，证监会（上市一部函[2013]633号）称“除非有关当事人提出相反证据予以充分证明，否则，同一管理人担任投资顾问的多只阳光私募基金产品应当合并计算持股数量并相应履行信息披露义务”。这一原理自然也适用于其他资管主体。2017年，在一起超比例持股未披露的处罚案中，被处罚人辩称“仅为相关产品的投资顾问，不是资管计划或信托产品的管理人或受托人，不享有任何股东权益，不属于《证券法》第一百九十三条规定的其他信息披露义务人。且证监会对同一类型案件有不处罚的先例，再继续对当事人处罚违背了信赖保护原则”，证监会则回应称该公司对“账户组具有实际决策控制权，且可以无障碍行使股东权利。因此，在其所控制账户持有上市公司股份达5%时，应当依法履行信息披露义务。”<sup>⑥</sup>

## 3. 劣后级投资者/委托人

传统的结构化证券资管产品中，劣后级投资者是风险的主要承担者和剩余利益获取者。劣后级投资者往往会和受托人约定，获取资管产品的交易权。<sup>⑦</sup> 有限合伙中，承担无限责任的普通合伙人执行合伙事务，亦是此理。

<sup>②</sup> 同注①，第79页。

<sup>③</sup> 参见邱永红“特殊机构投资者和证券创新产品：持股变动的信息披露和交易限制问题研究”，《证券市场导报》2015年第1期，第71-72页。

<sup>④</sup> 2016年8月，西部材料、永利股份、山东如意等多个上市公司先后公告了由上海源泰律师事务所为财通基金管理有限公司出具的持此种观点的法律意见。

<sup>⑤</sup> 诸多评论均称创势翔由于持股超过5%而被锁定。“宝万之争”期间，诸多媒体也声称持股超过5%者的股份会被锁定一年。实际上并无此规定。《证券法》第98条、《上市公司收购管理办法》第74条规定的“收购人持有的被收购公司的股份，在收购完成后12个月内不得转让”仅适用于持股超过30%的情形。此外证监会并没有无法律依据的“土政策”，仅规定投资者收购上市公司股份成为第一大股东但持股比例低于30%的，股份也应锁定一年，参见《上市公司监管法律法规常见问题与解答修订汇编》，[http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/ssgsjgb/ssbssgsjfgzcywzx/201509/t20150918\\_284146.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/ssgsjgb/ssbssgsjfgzcywzx/201509/t20150918_284146.html)，2017年8月5日访问。即使是对减持多有限制的2016年《上市公司大股东、董监高减持股份的若干规定》、2017年《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》亦规定股东减持其通过二级市场买入的上市公司股份，不适用其规定的限制。

<sup>⑥</sup> 《中国证监会行政处罚决定书（广州穗富投资管理有限公司、易向军、周岭松等4名责任人员〔2017〕27号）》。

<sup>⑦</sup> 证监会2016年《证券期货经营机构私募资管运作管理暂行规定》试图改造结构化资管计划为双方盈余分享比例和亏损比例一致的新型合伙关系，颠覆这一逻辑，结果此类资管业务严重萎缩。

资管计划可以由全体委托人一致同意、授权特定委托人发出投资决策意见；当其意见违法违规时，资管人有权拒绝执行。因此，当资管计划违规未履行举牌义务时，被授权协调一致行动人行为的委托人要担责，但资管人未勤勉尽责进行合规审查并停止执行违规增持指令，也负有相应责任，故对二者均予以通报批评。<sup>③</sup>即交易所认为资管人可将决策权让渡给委托人，但自身仍应承担合规义务，必要时应不履行委托人的指令。此规则也应适用于投资顾问承担举牌义务的情形。

更著名的例子是2016年“宝万之争”中，宝能系的深圳市钜盛华股份有限公司于7月17日发布《详式权益变动报告书》，称与数家证券公司、基金管理公司的9个资管计划构成一致行动人而承担对万科股份公司的举牌义务。钜盛华在这些资管计划中的地位是进取级（劣后级）委托人，但与管理人约定：管理人应按照进取级委托人的意见行使股东表决权；如进取级委托人需要资管计划行使提案权、提名权、股东大会召集权等股东权利事项，资管人应照此行使相关股东权利。钜盛华还另外与前海人寿签订协议，将这些资管计划中的表决权“不可撤销的无偿”让渡给后者。

虽然2016年7月19日万科向证监会等多部门提交了《提请查处钜盛华及其控制的相关资管计划违法违规行为的报告》，认为表决权让渡缺乏合法依据。但看来这一质疑并未得到监管部门的认可。据调研了解，东兴证券等资管人就此举报回复证监会时，则强调自身保有了法律上的独立决策权，即有权拒绝钜盛华的相关要求。

通观两个案例，也可见沪深交易所的立场是一致的，即允许受托人让渡表决权和履行举牌义务的决策权给劣后级投资者；但作为终端行动者，直接从事购买股票、投票等行为的受托人应履行合规和审查义务，不能只是奉命行事的通道或代理人。这不能以简单的信托或委托关系解释。

## （二）举牌主体中的“实质高于形式”原则

从监管角度看，投资顾问和劣后级投资人均是基于“实质高于形式”原则而代替资管人成为举牌人，值得肯定。因为同一主体会通过不同的资管产品投资于同一股票。如果由名义资管人披露，它只会按照自身名下的股票予以计算。实际资管人通过主动把分散在不同资管产品中的同一股票投资累计计算，更能反映持股真实面貌。

尽管这不无减损名义资管人和被管股票资产的独立性，但这个问题不是由劣后级投资人履行举牌义务所致。因果关系是倒过来的。故这种实践并未受到证监会的禁止。

此外值得注意的是，资管人和委托人等的实质关系具有动态的灵活性，契约型跨资管产品的一致行动人关系并不恒定。例如，上市公司慧球科技2016年7月公告《简式权益变动报告书》，称华安资产公司通知解除华安汇增2号及3号资管计划与顾国平的一致行动人关系，但维持华安汇增1号与顾国平的一致行动人关系。慧球科技2016年半年报显示：汇增2号资管计划合同当初的约定是“全体资产委托人一致授权同意，由顾国平作为委托人代表，发出投资决策意见；资产管理人华安未来资产管理（上海）有限公司有权获得委托人代表的投资决策意见，当其意见违法违规时，有权拒绝执行”。

虽然有业界人士对如此轻易解除一致行动人关系表示质疑，认为存在规避举牌义务等嫌疑。上述《简式权益变动报告书》就称顾国平遭遇了一个资管计划份额净值被清零、两个计划解除一致行动关系，故剩余股份不足5%。这里不排除所谓解除一致行动关系只是为了令顾国平的关联人合计持股降到5%以下，从而免除举牌义务。

<sup>③</sup> 参见上海证券交易所《关于对广西慧球科技股份有限公司股东顾国平和资产管理人华安未来资产管理（上海）有限公司予以通报批评的决定》（纪律处分决定书（2016）12号）。

但这种做法符合《上市公司收购管理办法》对一致行动的规定“指投资者通过协议、其他安排，与其他投资者共同扩大其所能支配的一个上市公司股份表决权数量的行为或者事实。”既然一纸契约能构建一致行动关系，自然也能以一纸文书解除。而且资管人保留拒绝执行委托人的意见、和委托人解除一致行动关系的权利，应该是值得鼓励的资管方向。至于资管人和委托人之间“明断实不断”的可能性，则属于欺诈性陈述，是一个需要另作规制的问题。慧球科技2016年12月实施了“1001项议案”的闹剧，2017年5月被证监会处以4项行政处罚，被调查的违法事由很多，最早发生2014年。在一项处罚中，顾国平是共同受罚人。但解除一致行动关系之事不在其列。可见证监会并不认为这涉及违法。

### （三）信托与委托之间：证券资管产品中的特殊法律关系

从实践案例可见，很多证券资管产品劣后级投资人或投资顾问可在一些情形下代替资管人成为举牌主体，资管人书面承诺接受其投资指令或表决权行使方式。委托人之所以能在一些场合下令受托人接受其指令，是由于利益格局所在。他们要么是具有“冠名”地位的委托人、是资金来源方、更高的资管能力具有者等，是资管关系在商业上得以出现的关键因素；要么是以自身财产为其他类别的委托人予以担保。资管人可以在不再信任其管理能力（如结构化资管产品启动强制平仓流程时）或合规性时，撤销劣后级投资人的管理权。这是一种在市场反复博弈中形成的、权利义务均衡的交易架构。

这种关系显然不能视为信托，但也并不由此就认定此为委托。因为受托人并非基于单边委托代理关系而接受委托人或投资顾问的指令，而是基于双边合同承诺自愿接受其意见，受托人仍然可以无条件或有条件（根据约定条件或承担违约责任）解除这一承诺对自身的约束、恢复独立地位、把举牌义务主体恢复为自身，故而应视为一种中间型法律关系。

## 六、结论：尊重现实市场和法律框架下的资管关系中间形态

作为一种商事交易关系，资产管理人和委托人的权利义务设置受到了市场实际格局和法律监管尺度的双重塑造。在既有的实践中，其面貌兼具了信托和委托法律关系的特色，但又与二者各自存在深刻不同。

信托型资管产品具有较强的独立性，能够最大化地发挥资管制度的本意，实现对委托人和受托人的破产隔离，降低资管运行的法律风险。然而，由于资管行业发展和信托法律制度发展的滞后性，不同机构尚不能“人尽其才”、名实相符地成为不同类别资产的信托型管理人。本文支持信托化的进化方向，但认为无法一蹴而就，而需关注当下。

不少通道化设计的资管产品可以按照其实际权利义务重新定性为委托，将相关法律效果归结于委托人，包括将相应资产在编制财务报表时列入委托人名下，防范金融机构表外运营等不透明性带来的市场风险和操作风险。

然而，还有一些资管人在实践中并非完全被动如代理人。银证规章不允许其按标准委托情形行事，资管人也经常确实保留着拒绝投资顾问/劣后级委托人的意见控制交易的权利。后者在商业实务中的主动性和强大背景并不足以否定前者的法律资格。

如果把这种实践资管关系简单视为委托关系，还会产生“谁委托谁”的疑问。从文义而言，委托的主要内涵是代理人替委托人办事，本该是委托人委托资管人进行管理，但实践中的主要问题是

有的委托人经常代替资管人做出交易决策。资管人倒过来实质性地“委托”委托人实施管理决策等，二者关系面貌错综复杂。此外，在作为双务合同关系的资管产品中，当事人解除法律关系的难度也大得多。

要言之，作为一种现实的法律关系，除了严格符合信托或委托关系的那些资管产品，很多资产管理关系呈现的基本要素是：（1）管理人具有名义的独立性；（2）管理人可以通过约定让渡管理权给（部分）委托人或第三人；（3）这种让渡并不具有法律上的不可逆性，管理人可撤销让渡；（4）让渡不能因此豁免管理人对资管产品的法律责任。简言之，管理人可以让渡部分管理职责，但需承担起最终责任。

所以，一方面，由于管理人的自主性独立性不具备确定性，常常名存实亡，故不能视为信托关系；由于其放弃独立性并非出于故意违规，而是囿于能力等客观因素，因此仅以行政监管命令作要求，不能自动保证信托式关系的实现。另一方面，由于委托人对管理人的控制力并非绝对，故而不能视为委托关系。在资管业的最终形态成熟化、相应监管规则上升为法律、学说理论进一步将其类型化之前，不妨视之为一种中间的新型合同。

过分强调统一化的监管模式，可能压抑必要的监管竞争。例如，我国资产证券化业务主要依靠《信托法》下信托受益凭证发行的自由度，若向来按照《证券法》下的证券发行模式来监管，则其几乎没有生存空间。

换言之，非信托型的资管关系未必是一种应当被清理整顿的短期或灰色形态。财产组织形式和法律关系本来就是不断演化的，当前的“标准”信托模式也不过是在历史演化中形成的。<sup>⑨</sup> 市场经济不应用既有的法律范畴去裁剪真实的生活，而是应当根据生活的真实来反思和发展法律学说与规则。《资管意见稿》也提出“对金融创新坚持趋利避害、一分为二，留出发展空间”。符合我国资管实际发展进程的新的均衡自有在市场中形成的可能，法院、监管者和学者都不妨在观察的基础上认真对待之。

#### 【主要参考文献】

1. 何锦璇 “信托立法不宜操之过急”，《北大法律评论》第1卷第2辑，法律出版社1999年版。
2. 楼建波、刘燕 “论信托型资产证券化的基本法律逻辑”，《北京大学学报》（哲学社会科学版）2006年第4期。
3. 邱永红 “特殊机构投资者和证券创新产品：持股变动的信息披露和交易限制问题研究”，《证券市场导报》2015年第1期。
4. 刘燕、楼建波 “企业并购中的资管计划”，《清华法学》2016年第6期。
5. 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。
6. 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。
7. 缪因知 “证券投资信托的法律构造与监管流变”，《当代法学》2017年第2期。
8. 缪因知 “证券交易场外配资合同及其强平约定的效力认定”，《法学》2017年第5期。
9. Henry Hansmann and Reinier Kraakman, “The Essential Role of Organizational Law”, *Yale Law Journal*, Vol. 110 (2000).

（责任编辑：姚海放）

<sup>⑨</sup> 如信托起源是为了适应英国当时土地使用权和所有权分离的特殊格局下的土地财产管理需求，经历了从怪异走向典范的演化过程。1940年代美国马萨诸塞州兴起、如今各国分布广泛的商事（business）信托同样是规避公司法的产物。参见季奎明《组织法视角下的商事信托法律问题研究》，中国法制出版社2014年版，第6页。

sponsibilities between legislative power and administrative power. After the amendment of the constitution the various norms of the “environmental constitution” must be explained by the integration of the system under the principle of “interactive influence” between the constitution and the department law.

**Key Words** Environmental Constitution; Constitutionality of Department Law; National Goal; Environmental Right; Legal Reservation

Zhang Xiang ,Ph. D. in Law ,Professor of Renmin University of China Law School.

***The Legal Characterization of the Internal Asset Management Relationship:***

***Looking Back and Looking Forward***

MIAO Yinzhi • 98 •

The industry of financial asset management is entering a period of transfer. It is necessary to looking back upon its history to have a reasonable judgment on its future development. The inner relationship of asset management ,which refers to the one between the client and manager formed in the realistic environment ,is the core legal relationship. It is distorted and brings uncertainties ,but will not be reconstructed easily by regulatory measures. The lack of independence and activeness of the trustee gives birth to the inconsistency of the appearance and essence of the relationship ,constituting the core legal risk in such business. Some arrangements can be re-characterized either as an agency or be reconstructed as a trust ,but some may be better understood as a middle type. Judging by the regulations ,the trust and securities regulators may intend to shape asset management relationship as a trust ,but respect the realities. The practices in the securities market in which a holder of 5% of shares is obliged to disclose show that advisors and trustors can be given the control right and obligations regarding the shares ,but the trustees are not free of duty and may take back the control. Hence it is suggested to respect the balance achieved by market repeated games ,to recognize the interim status of the asset management relationship at the current stage. It is not beneficial to compulsorily put the result of market evolution into the shoes of regulation.

**Key Words** Asset Management; Asset Securitization; Trust; Trustee; Disclosure

Miao Yinzhi ,Associate Professor of Central University of Finance and Economy Law School.

***Behavior Patterns and Legal Regulation of Intermarket Manipulation***

ZHONG Wei • 113 •

Intermarket manipulation refers to the form of manipulation whose behaviors and outcomes involve two or more than two markets with direct price influence relationship. Behavior patterns of intermarket manipulation include two typical forms: market power manipulation and price correlative manipulation. There should be specific provisions of price manipulation in Futures Act which provide rules of market power manipulation. And rules of price correlative manipulation should be provided by general provisions in Futures Act and Securities Act. In addition ,the scope of regulation can be further extended to price correlative manipulation between general related markets by the way of regulatory rules. The four requirements of price based manipulation are needed to establish a market power manipulation in its general form ,while only two requirements are needed in its form of attempted manipulation. It needs three requirements to establish a price correlative manipulation. Among them ,when judging manipulative conduct ,not only the constitutive requirements of price based manipulation ,but also the constitutive requirements of fraud based manipulation can be applied.

**Key Words** Intermarket Manipulation; Market Power Manipulation; Price Correlative Manipulation;