

“融资信托”的私法构造与公法监管

——再访“资产证券化”

黄一峰

华东政法大学, 上海

收稿日期: 2022年12月17日; 录用日期: 2023年1月12日; 发布日期: 2023年1月19日

摘要

我国目前处在由非市场型间接金融模式逐步转向市场型间接金融模式的阶段, 在监管上则依然保持分业监管模式, 导致我国过往的信托实践发展出以融资信托为主导, 并有大量金融机构进行监管套利的模式。而在融资信托的商业实践中, 出于加强融资吸引力、规避融资监管的多重目的, 资产证券化偏离以“真实出售”、“破产隔离”为核心的“资产信用”, 而是转向以“主体信用”为基底多层次地构建资产证券化业务中的现金流以满足合规与市场要求, 并且以“出表”方式美化资产负债表从而规避监管, 使得资产证券化的形态日益繁杂, 难以定性。伴随监管与司法共同介入资管业务的金融风险审查, 未来需要进一步捋顺职权配置, 以妥适的方式平衡交易结构设计的意思自治与宏观金融风险治理。

关键词

融资信托, 资产证券化, 市场型间接金融, 影子银行, 将来债权

Private Law Construction and Public Law Regulation of “Financing Trusts”

—Revisiting “Asset-Backed Securities”

Yifeng Huang

East China University of Political Science and Law, Shanghai

Received: Dec. 17th, 2022; accepted: Jan. 12th, 2023; published: Jan. 19th, 2023

Abstract

China is now in the stage of gradually shifting from a non-market-based indirect financial model to a market-based indirect financial model, while still maintaining a separate regulatory model in

terms of supervision, which has led to the development of a financing trust-led trust practice in China with a large number of financial institutions engaging in regulatory arbitrage. In the commercial practice of financing trusts, for the multiple purposes of enhancing the attractiveness of financing and avoiding financing regulation, asset securitization has deviated from “asset credit” with “true sale” and “bankruptcy isolation” as the core. Instead, they have shifted to “subject credit” as the base for multi-level construction of cash flows in asset securitization business to meet compliance and market requirements, and to beautify balance sheets by “going off-balance sheet” to avoid regulation, making the forms of asset securitization have become increasingly complicated and difficult to characterize. With the joint regulatory and judicial involvement in the financial risk review of asset management business, it is necessary to further streamline the allocation of authority in the future, and to balance the autonomy of transaction structure design and macro financial risk management in an appropriate manner.

Keywords

Financing Trust, Asset-Backed Securities, Market-Based Indirect Finance, Shadow Banking, Future Debt

Copyright © 2023 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

我国在信托法领域无疑属于后发国家，此一后发不仅表现在社会公众对信托制度接受的犹疑，更加表现在信托制度于商事实践中偏离信托业务的“原貌”，形成大量仅有信托隔离之“名”，而无信义义务之“实”的商事实践，此种消极信托既体现在分业监管体系下主要由商业银行发起的，利用信托制度进行监管套利的通道业务[1]，也体现在由高周转企业(尤其是房地产业)[2]旺盛的融资需求所主导的不同信托构造，如何对以上信托结构进行私法构造与公法监管就此成为重要问题。

2. 融资信托与经济背景

因融资需求而设立的信托构造，既可以表现为信托贷款[3]，也可以表现为资产证券化业务。如果融资方借助信托贷款进行融资，其信托法律构造与一般的集合资金信托无异，均为投资人将资金投入信托，并由受托人将信托财产投资于目标标的，然而此种基于融资需求构造的信托，虽说与一般的集合资金信托在法律构造以及投资端具有相似性，却无法掩盖财产流向的巨大差异，前者信托财产投向单一标的，与一般的集合资金信托中依靠受托人之专业化能力进行分散、组合投资的理念无疑相去甚远。

故此，可以试图以“投资信托”与“融资信托”的二分对目前商事实践中的信托类型进行把握，目力所及内监管层面早在2010年《中国银监会关于规范银信理财合作业务有关事项的通知》(银监发[2010]72号)即以投资类和融资类信托进行区分，诚然“投资信托”和“融资信托”二分的界限确实并不明晰，一笔交易在逻辑上也必然有投融双方，但是以投资方或融资方何者发起并主导信托项目进行区分把握依然具有相当重要的意义。

实际上“融资信托”的兴盛背后体现的恰恰是我国处在由非市场型间接金融模式逐步转向市场型间接金融模式的尴尬窘境。传统的金融理论将金融市场与金融中介视为两种并列的、在很大程度上相互替代的组织金融活动的方式，但金融市场与金融中介并非两种并列的组织金融活动的方式，而是一种金

融活动特征的两种不同侧面,根据是否通过金融中介、是否通过金融市场(也即是否以可在市场中流通转让的金融工具为载体)这两方面的不同选择共可组合出四种不同的金融活动模式,即:市场直接金融(如个人投资者直接购买企业发行的股票或债券)、市场间接金融(如保险、基金等中介通过购买证券向赤字部门融资)、非市场直接金融(如私人间直接借贷)、非市场间接金融(如传统的银行存贷业务) [4]。以银行为主导的非市场型间接金融模式在吸收大量公众资金的基础上,得以迅速有效地配置大规模的资金到某一特定行业,有效满足汽车、基础设施、房地产等资本密集型行业的资金需求,保障政府优先扶植重工业发展产业政策的顺利推进,并与限制利率及管制资本市场相结合的金融约束政策相配合,但是以银行为主导的非市场型间接金融模式因其天然具有的管制色彩而难以对创新型企业进行风控放贷,也无法为存款人提供更高收益,投融两端所具有的需求无疑只能依靠相对自由化的市场型间接金融模式(或更自由化的直接金融模式)所填补[5]。然而出于多种原因,我国过往的信托业实践并非以“投资信托”所需的专业的资产管理与投研能力为擅长,也非以链接追求高收益的投资人与具有融资需求的小微企业、科创企业的撮合为主轴,而是成为了规避非市场型间接金融模式下行政监管的套利渠道,并以其“避法效应”对政府、市场、企业产生了吸引与冲击,成为游离在银行业监管体系外的影子银行。

故此,对我国信托实践的讨论,天然具有两重面向,一重是围绕信托设计与传统民事规则的衔接,另一重是围绕信托脱法的监管规则与效力评价,而公法层面的脱法目的又往往对私法上交易结构设计产生影响,使得以上两重面向紧密交织。下文将在市场型间接金融模式与融资信托这一视角的基础上,以“融资信托”之经济功能,也即融资诉求为核心,通过资产证券化与作为“融资信托”的信托贷款在构成上的重大差别,重新观察我国目前的信托实践。此种对比考察又可分为两个面向,一是考察两种模式完满的“理想型”,二是考察两种模式在实践中出于不同目的在产品结构细节处产生的变形,从而得以就两重面向展开有益的讨论。

3. 融资信托的两种理想图式

在传统的民法制度中已经有相当多的工具可以用来满足融资中的安全保障需求,将信托制度嵌入其中,与其说是根本性地改变了交易模式构造,毋宁说只是扩大了资金来源的范围。理想的“信托贷款”模式即由以上两个部分组成,商事信托制度通过集合资金信托的构造,使得不特定多数人的资金得以汇入单一信托,并由此单一信托向融资方发放贷款,而融资方或以不动产进行抵押、或以股权进行质押,或在无担保品的情形下承担更高的融资利息。在这样的一种理想的“信托贷款”模式中,信托制度资产分割的功能虽有一定发挥,但对于整个交易构造并未产生特别的影响,更无任何对现有制度的突破。

反观“资产证券化”模式,在最为理想而无争议的资产证券化模式中,委托人将信托财产转让给受托人,此一转让既要符合法律形式上的权利变动,也要符合经济实质上的真实出售,方能将信托资产剥离出委托人的责任财产范围。在此基础上,通过结构化的受益权安排完成内部增信以进一步吸引投资资金。

虽说信托贷款与资产证券化在法律构造上迥异,但在经济功能上均涉及资金募集与增信措施两个模块,在信托贷款中表达为“集合资金信托”与“担保品提供”,在资产证券化业务中则表达为“信托受益权之对价”与“信托财产破产隔离”,而资金募集手段的差异其实并不如想象中的大,故而两种融资需求催生的法律构造最大的区别即在增信措施的差异。

然而两种模式的差异并不可以被简约化为功能主义视角下“担保权构成”与“所有权构成”的对立。在理想的资产证券化模式下,由于财产的所有权完全归入信托,故受托人完全可能采取多种方式就物受偿,只是由于实践中受托人乏有经营物业的能力且多追求资金的迅速回笼,故而受托人多选择径行变卖,而不会考虑对相关资产进行长期经营;而在信托贷款模式下,由于增信措施为担保物权而非所有权,故

受托人(最起码学理上)并不能控制债务人对财产的转让,如果债务人尚未转让财产,那么受托人径行变卖债务人的担保物从而就物受偿自无不可,而一旦债务人完成转让,由于买受人知悉其上担保权的存在故而必然会在对价中扣除担保权的价值方进行受让,受托人在就物受偿前完全可能得到买受人的清偿,故而财产上的担保权实际上也可以表达为买受人价款债权的质权,只有在买受人无力涤除财产上的担保权时才会发生就物受偿的最终效果。

至于此两种理想模式究应如何选择,既可能涉及股权融资对股权架构的影响或股权融资难以操作等商业层面的考量[6],也可能涉及监管层面上对资产负债表考核标准的规避、对公众发行信托受益凭证限制的规避。但是不论是基于所有权的资产证券化,亦或是基于担保权的信托贷款,均可以认为并未与现行私法规则产生冲突。

4. 实践变形与私法定性

目前实践中不论是资产证券化还是信托贷款均围绕“资产收益权/无基础的将来债权/未来应收账款”(下文会结合语境混合使用此三者)产生相当大程度的变异,前者如“昆山纯高案”中以“资产收益权”而非所有权进行资产证券化,后者如“世欣荣和案”中集合资金信托受让“股票收益权”,两种交易结构均获法院合法性确认,而“资产收益权/将来债权/未来应收账款”此一底层资产更是获立法、司法、监管全方位承认。

然而与实务热烈拥抱新型融资方式的态度相反,以“资产收益权/将来债权/未来应收账款”为底层资产的信托构造受到学界不同视角的不断质疑。若基于会计视角,未来应收账款由于尚未发生相应的营业活动,并非原始权益人会计报表上的“资产”,自然也无“真实销售”或“出表”之说[7];若基于法律视角,已获类型化权利中权能的独立转让(可转让性)将会成为致命的问题[8]。围绕“昆山纯高案”此一经典案例的讨论依然延续至今[9],亦可见学界尚难取得一致意见,对此案中何为信托财产且是否具有确定性的讨论争议不断,对此案中受托人义务指向融资方亦或出资方的警惕同样不绝。

然而需要说明的是以上的学理定性纠结并不仅仅只是逻辑上的问题,更是深层次地反馈在现行的商业实践与制度架构之中。下就重复融资与登记能力、信托财产确定性、真实出售问题逐一做简要说明。

4.1. 收益权定性?

对于学界念兹在兹的收益权定性问题,与其说重要的争议在于如何进行一种物(用益物权)/债(将来的继续性债权)二分的定性,或者说如何在物权法定的框架下进一步进行权能的切割,更为重要的实践意义恐怕在于以收益权作为基础资产隐含重复融资且无法公示的可能。然而这样的问题并不会仅仅限于信托架构之中,譬如房地产公司设立项目公司对项目地块进行开发建设,在将项目公司股权进行质押融资后,再将地块进行抵押融资,此时亦构成重复融资,而使得在先股权质押事实上劣后,但是此种重复融资风险系属资金供方事先即应明了之风险,故而虽然构成重复融资,但是由于资金供方事先可对股权底层资产进行尽调并且合理选择担保方式,故而法律并不做额外规制。但是以“资产收益权”进行融资,将会与所有权、担保权产生巨大冲突,正如前文分析,不论是“所有权资产证券化 + 受益权转让”亦或是“集合资金信托 + 信托贷款”均得以覆盖基础资产出售所获得对价,不仅如此孳息收取权限亦会被所有权和抵押权覆盖,故而不论是以所有权进行资产证券化还是在信托贷款上附加担保权增信,此两种增信措施均天然地内嵌了就“将来债权”进行受偿的构造,实际上会导致“资产收益权”与“所有权”、“担保权”触碰构成重复融资。然而与前述股权质押与地块抵押不同的是,“资产收益权”进行资产证券化融资目前只能在中登网上进行应收账款公示,脱离了传统的物权登记与工商登记,亦由于商事实践尚未全面推广故而难以形成有效预期。因此,问题的症结似乎既不在于物债二分、物权法定等传统物权法约束,

而是如何对信托进行有效的统一登记。目前，随着《信托登记管理办法》和《中国信托登记有限责任公司监督管理办法》的实施，我国形成了以中国信托登记有限责任公司为中心构筑的全国信托登记模式，同时涵盖信托财产、信托产品、信托受益权三者，然而该模式更多是对信托机构公开发行产品形成了准入备案式的约束，并且为受益权流转奠定基础，但是依然未能解决大陆法系移植信托制度普遍需要面对的财产登记问题^[10]。在目前进一步的登记制度构建缺位的情形下，似乎乏有避免重复融资的建设性方式，只能或放弃资产证券化融资而采用“集合资金信托 + 抵押贷款”模式，或通过对资产证券化产品进行监管并强化尽职调查范围。

4.2. 确定性？

在通说对于资产证券化的描绘中，核心功能在于将基础资产剥离于主体之外，破产风险隔离的核心即是保证主体信用问题不会波及到此一资产信用之中。但是所有后续架构的前提是基础资产本身在商业上具有交易价值，将来债权在法律上固然可以尝试以是否具有合同区分有基础/无基础的将来债权并认为前者方满足确定性要求^[11]，但是对于资产证券化的商业实践而言，更为重要的是如何保证现金流持续、稳定地进行偿付，监管列举负面清单固然是个不错的选项，融资方基于市场竞争而试图保证资产现金流稳定恐怕才更为重要。故而实践中一方面表现在基础资产上进行债权构建以将不稳定的底层资产现金流转化为稳定的债权结构，从而达到可预测并可特定化的目的，另一方面也不乏约定在偿付日前保证“账户最低余额”，否则需要“追加资金”，或者由第三方提供“流动性支持”。以上措施固然可以被理解为内部增信措施，但更重要的核心在于保证资产证券化的现金流稳定，只不过与通常理解的仅依赖基础资产自身保证现金流稳定不同，现行商业实践中的资产证券化系具有多层次的现金流稳定方式。故此，信托财产确定性、将来债权确定性等相当具有争议的学理问题，似乎已在商业实践中被其他机制逐渐消化，但是进一步产生的问题是经过以上纷繁措施构建的资产证券化，多大程度上还是一种剥离了“主体信用”的“资产信用”，学界对资产证券化进行的初步框定又在多大程度上丧失了现实的规定性？而更深层次的问题是原有的信托法与民法的分析架构该如何框定自由洒脱的信托？

4.3. 真实出售？

以上两问题又进一步波及“真实出售”。关于担保法、破产法与信托法关系已多有论者提及，美国证券化交易中强调“真实出售”的原因是根据美国破产法的规定，只有委托人将信托财产“真实出售”给受托人，信托财产才能得到“破产隔离”的保护^[12]，并以此克服担保融资方式下担保权人在债务人破产程序中可能遭遇的“自动中止”障碍；而英国法下特有的浮动担保接管制度给予浮动担保的担保权人以指定接管人的权利，可以在债务人违约时迅速将浮动抵押固化并接管债务人的企业，且在这个过程中并不需要保护其他债权人的利益，故而即使是担保融资方式也可以充分保护投资人的利益^[7]。而实际上借助融资信托的两种模式对比，资产证券化所要求的真实出售无疑可以被集合资金信托结合“应收账款质押”与“不动产抵押”所替代，因而信托法与破产法碰撞结合的制度功能相当程度上可获其他制度替代。

故此，“融资信托”的交易结构定性与其说是学理逻辑的演绎延伸，毋宁说是在多部门法与商业实践的互动中迭代而成，在我国法上讨论“融资信托”的私法构造定性，既深受信托法“委托给”的解释构造、公司法上营业转让不兴、合同法和担保法结合而生的保理与未来应收账款强势激活、执行法上专户排除执行的接受度等一系列规则的影响，又要不断呼应商业实践诉求，从而使得交易模式推陈出新，因此试图给“资产证券化”进行一个定性注定是困难的，但是借助“资产证券化”不断去反思制度间的边界则会大有裨益，不论是叩问宏观的财产权规则、证券发行的定义，亦或是中观上反思资产证券化与

保理的边界、组织法下公司与信托的差异、长期在我国法存在的信托与委托定性之争，再或是触及微观上将来债权让与的时点、多种增信措施的区分定性与法效，均体现了自由灵活的信托制度所能够揭示的不同视角，而这背后反应的恰是日新月异的商事实践对既有法律制度的不断挑战。

5. 金融风险与公法监管

“融资信托”的交易结构设计不仅需要跨越不同部门法形成的复杂地貌，呼应商业实践的复杂诉求，更是深受公法监管规则与脱法目的不断互动的形塑。

5.1. 脱法目的对交易结构的影响

“昆山纯高案”交易结构设计的核心原因即是规避监管部门的调控政策，监管禁止集合资金信托向开放商发放流动资金贷款、进行商品房预售回购以及将以投资附加回购承诺视为贷款，故而使得“融资信托”的一条路径被彻底截断，故此复杂的交易模式因应而生，以同时解决房地产企业资质不足，规避房地产融资监管政策，同时规避信托公司净资本管理的相关规定[13]。

因此，我国实践中的资产证券化业务，与其说是以剥离优质资产并以资产信用进行融资为主线，毋宁说是以规避监管政策为核心，而这进一步导致在“资产证券化”这一本应以“资产信用”为主的模式中需要大量的信托内部增信措施，以至于催生出财会上如何处理原始权益人资产端条目记录、如何检验“真实出售”等诸多问题。而对监管政策的规避进一步使得本应作为破产法与财会处理上的“出售”，转变为规避监管美化资产负债表的“出表”[14]。一言以蔽之，我国实践中的大量资产证券化项目的内核恰恰是以主体信用为核心的“贷款”，并有大量的金融机构监管套利进一步促成相关行为，进而催生体量庞大的影子银行与隐蔽风险。

5.2. 行政监管权与司法裁判权

在《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(《资管新规》)以及《全国法院民商事审判工作会议纪要》(《九民纪要》)出台之后，穿透式审判思路将会被不断强化，司法与监管紧密配合的趋势已走上前台，但是这依然遗留以下两个层次的问题。

一是司法认定是否在价值判断上仅应以管制达到金融安全为重，目前学界多有主张去管制的倾向，或认为对金融创新进行限制和挤压将会进一步引发供需矛盾，促使影子银行更加隐秘，增加维护金融稳定的监管成本[15]，或认为司法监管化将会使得法律规则丧失稳定性[16]，这一层次的问题关切的是私法自治与公法监管的边界；二是长期以来法院处理的是私主体间关系，在无明显被侵害的第三者情况下，法院缺乏足够的力量去对是否波及金融安全进行判断，且专业判断能力的差距被监管部门不断拉大[17]，此一层次的问题关切的问题是理顺司法裁判权与行政监管权的关系。

而以上两个问题实际上又具有共通性，由于法院缺乏专业判断能力，无法确认过于宽松的口径是否会导致金融风险，那么转向趋严的一刀切标准反而更为有害，因此司法与行政的权限关系涉及能否以更精细的界分保障多样的价值平衡。

实际上行政监管工具箱内的工具远远大于司法裁判。如果由行政监管机构对信托贷款处理，首先会要求出表业务重新进表，再对整体银行资产负债表进行风险评估，而法院显然无法处理以上问题，那么在法院裁判判断交易构造效力时，则要面临巨大的信息差，将会使得法院对交易构造审查陷入两难境地，一者对自治行为宣布无效系最严格措施，二者法院并无有效/无效二值处理以外的其他可能。

因此可能更为妥适的路径是将此一领域的合同无效的效力审查权限从法院移到监管机构，只有监管机构能更好把握宏观审慎监管尺度，并且真正将无效作为一种公共利益管制的工具，避免过于宽松影响金融系统风险积蓄，也避免过于严苛手段违背比例原则。而一旦无效审查被配置于行政监管，那么实

际上就要采纳行政救济路径，由法院对行政行为合法性进行审查。

如果将以上思路进一步推广，就能够对合同无效后的不法给付甚至追缴的问题进行重新思考，实际上合同无效参照有效处理是一种处理方式，合同无效全面返还也是一种处理方式，也即合同无效虽然作为最为严格的法律效果，但是在合同无效后的返还关系上依然存有监管可以渗入的空间，否则将会导致不当激励^[18]。由于法律行为无效需要同时考量事前行为激励以及事后返还救济，价值判断的复杂性几乎使得法院陷入重重两难，那么由监管机构进行判断，恐怕才是更为妥适的做法。

6. 结语

我国目前处在由非市场型间接金融模式逐步转向市场型间接金融模式的阶段，在监管上则依然保持分业监管模式，导致我国过往的信托实践发展出以融资信托为主导，并有大量金融机构进行监管套利的模式。而在融资信托的商业实践中，出于加强融资吸引力、规避融资监管的多重目的，资产证券化偏离以“真实出售”、“破产隔离”为核心的“资产信用”，而是转向以“主体信用”为基底多层次地构建资产证券化业务中的现金流以满足合规与市场要求，并且以“出表”方式美化资产负债表从而规避监管，使得资产证券化的形态日益繁杂，难以定性。伴随监管与司法共同介入资管业务的金融风险审查，未来需要进一步捋顺职权配置，以妥适的方式平衡交易结构设计的意思自治与宏观金融风险治理。

参考文献

- [1] 王喆, 张明, 刘士达. 从“通道”到“同业”——中国影子银行体系的演进历程、潜在风险与发展方向[J]. 国际经济评论, 2017(4): 128-148.
- [2] 贾希凌, 张政斌. 近期中国信托业监管理念评析[J]. 云南大学学报(法学版), 2013, 26(3): 30-37.
- [3] 季奎明. 我国信托司法活动的实证考察[J]. 中国商法年刊, 2012(1): 188-194.
- [4] 杨星, 王琪琼. 间接金融仍是金融业的主导模式——一种新的理论分析框架[J]. 中央财经大学学报, 2001(10): 29.
- [5] 郑蔚. 日本“传统型”向“市场型”间接金融转化的经济分析[J]. 现代日本经济, 2010(4): 10-16.
- [6] 谈李荣. 金融信托交易模式演进的法律逻辑[J]. 华东政法大学学报, 2017, 20(5): 92-101.
- [7] 刘燕, 楼建波. 重思资产证券化的法律原理[J]. 中国金融, 2018(21): 70-72.
- [8] 王涌. 一些资产证券化不符合信托法原则[N]. 经济参考报, 2015-08-11(008).
- [9] 王文宇, 缪因知. 收益权信托关系之否认与双债务人合同之肯认: 纯高案的民商法原理反思[J]. 四川大学学报(哲学社会科学版), 2022(1): 147-160.
- [10] 季奎明. 中国式信托登记的困境与出路——以私法功能为中心[J]. 政治与法律, 2019(5): 109-119.
- [11] 陈飞宇. 资产证券化中将来债权交易规则的完善[J]. 法商研究, 2018, 35(5): 150-159.
- [12] 高凌云. 收益权信托之合法性分析——兼析我国首例信托诉讼判决之得失[J]. 法学, 2015(7): 148-159.
- [13] 胡伟. 反思与完善: 资产收益权信托之检视——兼析安信信托“昆山纯高”案[J]. 华北金融, 2013(8): 15-19.
- [14] 郭晔, 方颖. 后资管新规时代的资产证券化与中国影子银行[J]. 财经智库, 2022, 7(2): 47-74+144-145.
- [15] 李牧翰. 《资管新规》之评析: 一个安全与效益博弈的视角[J]. 时代法学, 2020, 18(6): 73-81.
- [16] 万子芊. 对资管新规关于通道业务相关规定的理解与思考[J]. 金融法苑, 2018(2): 101-115.
- [17] 陈若英. 超脱或应对——法院与市场规制部门的竞争[J]. 北大法律评论, 2013, 14(1): 50-62.
- [18] 楼建波. 法院判决对中国影子银行业务的间接激励——金融商法的视角[J]. 清华法学, 2017, 11(6): 49-60.