

## 论信托投资产品刚性兑付的法律规制

●朱大明\*

**【内容摘要】** 2018年4月颁布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》第19条明确规定了信托公司不得进行刚性兑付,引起了社会各界对金融机构刚性兑付问题的高度关注。刚性兑付的行为固然增加了金融机构的风险,但是也必须认识到其存在的合理性,以及刚性兑付的行为在保护信托产品投资人、促进信托投资产品发展的问题上具有的积极意义。采用一刀切式禁止刚性兑付的规制方法忽略了理论上存在的问题与潜在的风险,虽然可以在短时间内有效降低金融市场的系统性风险,但绝非长久之计。对于刚性兑付应当采取宽严相济的规范模式,通过严格审批的方式来实现对信托投资产品的规模控制与方向引导,明确要求信托公司只能以自有资金作为兑付的资金来源,限制相关产品的收益率,并建立专项的特别保证金制度,确保金融市场长久、稳定、健康发展。

**【关键词】** 信托投资产品 刚性兑付 合法性 规制方式

### 一、问题的提出

2018年4月27日,中国人民银行(以下简称为“人民银行”)、中国银行保险监督管理委员会(以下简称为“银保监会”)、中国证券监督管理委员会(以下简称为“证监会”)、国家外汇管理局(以下简称为“国家外管局”)联合颁布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(以下简称为《指导意见》)。在该《指导意见》的第19条中,明确规定了资产管理产品不得进行刚性兑付。同时,该《指导意见》还对刚性兑付的具体行为进行了界定,并规定了相应的处罚措施。该《指导意见》一经出台,犹如一枚重磅炸弹,不仅对金融市场产生了重大的影响,同时也引起了社会对金融机构刚性兑付问题的高度关注。

《指导意见》适用于信托、基金等多种资产管理产品,涉及范围极为广泛,在我国所有的资产管理产品中,信托投资产品的规模无疑是最大的。另外,信托与基金等不同的资产管理产品的法理基础也多有不同,不宜一概而论。因此,本文仅以信托投资产品的刚性兑付问题为对象来展开说明。所谓的“刚性兑付”,主要是指在信托投资产品到期时,即使该产品投资的项目出现损失,作为该信托投资产品发行人的信托公司也会向投资人全额兑付其投资的本金以及预期的收益。<sup>[1]</sup>

我国的《信托法》是在2001年颁布的,相比其他的发达国家,可以说我国的信托业起步较晚,发展时间也并不长,但是近年来我国信托公司资产管理的业务规模却急速扩张。在我国的信托投资产

\* 作者单位:北京大学国际法学院。

[1] 参见张炜栋:《金融去杠杆下的刚性兑付》,载《金融时报》2017年9月11日第9版。

品设计中,“刚性兑付”被众多信托公司所采用,甚至已经逐渐成为众多信托投资产品的标准配置。信托投资产品作为一种金融产品,由投资人自行承担投资风险本是金融市场的基本法则,信托公司如果对投资人承诺刚性兑付,将淡化投资人风险意识,引发社会资金大量涌入证券市场等高风险投资领域,进而扭曲金融市场正常的资源配置功能,对宏观经济、金融稳定造成不利影响。另外,由于信托公司承诺兑付,信托公司便极有可能为了追求收益舍本逐末,进入到证券市场等具有较高风险的投资领域,进而加大了市场泡沫,陡增了金融市场的系统性风险。此外,刚性兑付的做法破坏了风险与收益相匹配的市场规律,在资本逐利的天性下,大量资本流入到金融市场,扰乱了资源的配置方式,也减少了实业发展所需资金的获得渠道。从短期来看,刚性兑付对于信托投资产品投资人而言是有利的。但是长期来看,却蕴藏着债务危机甚至是金融机构破产等风险。刚性兑付的存在使得信用风险不能充分释放,并进一步向流动性风险转化,催生“信用风险—刚性兑付—流动性需求”螺旋。近年来,伴随着实体经济艰难的转型升级,我国资本市场中风险违约事件时有发生。在这样的背景下,我国监管机关愈发关注信托投资产品的刚性兑付问题。<sup>[2]</sup>

在2018年4月27日由人民银行、银保监会、证监会以及国家外管局共同颁布的《指导意见》中,更是明确对刚性兑付进行了全面规范。但是,有必要明确的是,《指导意见》中打破刚性兑付的做法并非是一种新的制度安排,早在2007年1月由原中国银行业监督管理委员会(以下简称“银监会”)颁布的《信托公司管理办法》以及同时颁布的《信托公司集合资金信托计划管理办法》中就已经出现禁止刚性兑付的相关规定。因此,《指导意见》的意义并非是确立了禁止刚性兑付的新规则,而更多的是对相关规则的强化、详化、严格化。

从法律的视角,特别是从私法的视角来思考,刚性兑付究竟是一种怎样的行为,其法律效力究竟如何,对于信托投资产品的刚性兑付是否有必要进行限制,上述的《指导意见》是否能够有效禁止刚性兑付,我国理论界目前尚没有给出明确的答案。本文旨在围绕信托投资产品刚性兑付行为的合法性等问题进行全面梳理,并以此为基础检讨禁止刚性兑付的局限性,探索相关规范的完善方法。

## 二、信托投资产品的设计逻辑与刚性兑付的类型

### (一) 设计信托投资产品的基本逻辑

信托投资产品作为商事信托,其核心价值在于可以从制度上有效提高资产的流动性。相比普通的民事信托,商事信托存在两个特点:第一,在商事信托中作为主体的信托财产本身是一种特殊的存在,在本质上商事信托中的信托财产只是一种具有商事属性的制度安排;第二,在商事信托的运行中,最重要的不仅是委托人的意思,还必须要重视市场的意思。<sup>[3]</sup>由于这些特点,商事信托的法律关系中对于委托人以及受益人的保护机制相比普通的民事信托存在一些不同之处。例如,商事信托多是集团信托,需要向不特定的对象发行信托产品,投资人作为委托人同时还是受益人存在两个特点:一是数量较多;二是投资人中存在数量庞大的一般投资人,而这些投资人一般都不具备相应的专业能力。为了保护普通民事信托受益人的权利,信托合同的内容变更等涉及受益人利益的重要事项,通常需要得到全部的受益人同意才能进行。但是在商事信托中,这种制度设计无论是从经济成本还是从经营效率而言都有悖于市场的需求。此外,在信托关系中,为了保护委托人的利益,委托人通常都会享有

[2] 参见唐彦斌、谢识予:《刚性兑付问题的经济学本质探究及影响分析》,《商业经济研究》2015年第4期。

[3] 参见木内清章,《商事信托の組織と法理》,信山社2014年版,157页。

信托的撤销权。但是,在商事信托中,由于涉及数量众多的受益人,如果允许委托人享有不受约束的信托撤销权,势必导致信托投资产品存在巨大的不安定因素,也会给金融市场的稳定带来巨大的影响。

回归到信托投资产品,相比其他金融商品,信托投资产品最重要的制度特点是投资人将资产委托给受托人代为管理时,财产的所有人必须变更为作为受托人的信托公司。当然,这不仅是信托法的要求,更是信托关系的核心特征。在这样的信托投资产品的结构中,作为受托人的信托公司由于拥有信托财产的所有权,对于信托财产的运用拥有巨大的自主权,当然也更有动力去运用信托财产以追求更多收益。换言之,作为信托公司,由于发行信托投资产品背后巨大收益的驱动,存在强烈的动机给予投资人某种保障,以提高信托投资产品的吸引力。而在另一端,由于商事信托在制度上对于委托人以及受益人利益保护的缺失以及灵活性的不足,进一步提高了委托人以及受益人对于自身利益保护的需求。

上述两个方面相结合,作为受托人的信托公司在设计信托投资产品时,在信托合同中引入信托财产保本的兑付以及信托财产收益的承诺、信托财产发生亏损时受偿优先顺位或是信托财产产生收益时分配顺位的相关条款,从本质上来说都是信托公司给予投资人的保障措施。而这些保障措施有效地黏合了作为委托人兼受益人的投资者与作为受托人的信托公司。

## (二)信托投资产品刚性兑付的类型

在我国资本市场的实践中,关于信托投资产品刚性兑付的形式,可以根据是否存在事前的刚性兑付承诺,区分为以下两种类型。

第一种称之为“事前承诺型”。具体而言,由于上述的《信托法》《信托公司管理办法》《信托公司集合资金信托计划管理办法》《指导意见》等法律规范中存在相关的法律规制,信托公司在发行信托投资产品时,不在合同中明确记载刚性兑付条款,而是通过信托公司的工作人员在推销该信托投资产品的过程中以口头或另行签订书面合同的方式,采用明示或暗示的手段向投资人承诺刚性兑付。

第二种称之为“事后主动偿付型”。具体而言,信托投资产品在发行过程中,并没有对刚性兑付的问题作出任何明确约定,但是当风险出现之后,发行方基于维护自身信用的目的、应对社会舆论的压力等原因,主动或被动地向投资人偿付其投资的本金以及预期收益。在我国法律实务中出现的两起重要的刚性兑付案例,即三峡全通公司事件以及中诚信托事件中的刚性兑付都属于该种类型。<sup>[4]</sup>

在我国刚刚颁布的《指导意见》中,对于上述两种类型的刚性兑付都进行了限制。对于两种不同类型的刚性兑付行为,其行为的法律效力事实上是存在差异的。关于第一种所谓的事前承诺型,其核心的特征在于存在事前的刚性兑付承诺,其行为的违法性显而易见,不需赘言。将该种行为嵌入我国

[4] 在三峡全通事件中,中信信托有限责任公司作为发行人,向投资人募资约13.3亿元,用于向宜昌三峡全通涂镀板有限公司发放流动资金贷款,并用约2810亩土地作为抵押。一年后,三峡全通公司发生经营困难,信托计划发生兑付危机。最终,中信信托通过找到相关第三方,由第三方分期清偿债务的方式,保证了信托计划的最终兑付。在中诚信托事件中,中诚信托与中国工商银行山西分行合作,推出一款信托投资产品,产品的投资人为工商银行的理财客户,资金用途为煤炭整合,融资方为振富集团(煤矿企业)。一年后,振富集团资金链恶化,该信托计划发生本金和预期收益兑付风险。事后分析来看,振富集团发生财政危机与当时的市场情况有关;然而该信托计划最终发生危机,则与信托公司的不当行为有直接的关系:1.振富集团在信托计划成立前即背负巨额高利贷,推介书中的资产状况严重失实,而中诚信托对此存在严重失察;2.在信托计划的执行过程中,中诚信托未能尽其勤勉职责,充分发挥其职能,对信托计划的监管流于形式;3.信托投资产品的计划存在明显缺陷,优先级收益权与劣后级收益权比率严重高于监管层规定的最高比率。该信托计划的发行规模为30亿,但危机发生后,振富集团的股权价值不足5亿元,面临严重的偿付危险。然而,该计划竟被工商银行、中诚信托引入的所谓“战略投资人”接管,并由该第三方偿付全部本金,从而确保该计划的兑付。由于振富集团的股权价值与第三方应当偿付的资金存在巨额的缺口,一般认为该次接盘明显存在利益交换。

今天的法律规则以及监管体制中加以考虑,由于所有的信托投资产品必须事前得到监管机关的许可方能发行,可以说几乎没有存在的可能。但是,上面也曾提及,事前进行刚性兑付承诺的形式可以包括口头、暗示等多种方法,由于存在极强的隐蔽性与潜伏性,所以监管机关的查处也存在着困难。

第二种所谓的事后主动偿付型,其核心的特征在于不存在刚性兑付的承诺。在信托公司或者第三方没有兑付承诺的前提下,主动地对投资人进行兑付的行为是否违法是存在讨论空间的。虽然,最近颁布的《指导意见》中再次强调不得进行刚性兑付,但信托公司在严重影响到公司信用甚至是生死存亡的时刻,很难保证不向投资人进行兑付。

此外,兑付资金是信托公司的自有资金还是信托公司所拥有的信托财产也是值得关注的重要问题,因为兑付资金的来源不同可能会引起兑付行为的属性发生变化。简言之,核心的问题在于如果信托公司在没有事前承诺兑付的前提下,是以自有资金对投资人进行偿付的话,似乎很难将信托公司的偿付行为归结为必然无效。

### 三、信托投资产品刚性兑付的合法性之辨

信托投资产品刚性兑付的实质就是信托公司为自己发行信托产品向投资者提供一个担保。在信托法律关系中,作为委托人的投资人本身并不对作为受托人的信托公司享有补偿请求权。但是,如上所述,在商事信托中,委托人与受益人的利益相比民事信托更需要保护。而信托公司提供的刚性兑付承诺不仅不会损害投资人的利益,恰恰相反,它是有利于保护投资人利益的制度安排。作为一种基于信托合同的制度安排,从信托法的法理而言,这种由作为受托人的信托公司向作为委托人以及受益人的投资人承诺本金以及收益的行为本身并不违反信托法的基本法理。甚至在商事信托的范围,刚性兑付的做法还有其独特的意义。

信托关系与刚性兑付两者之间并不必然排斥,在法律实践中,不论是中国还是其他国家(地区)都会出现对信托产品刚性兑付的做法。<sup>[5]</sup>当然,这并不意味着信托投资产品的刚性兑付就一定符合法律的要求。例如,在信托法律关系的结构中,保护信托财产是一项重要内容,也是一项基本原则,信托公司与投资人之间的财产混同将会对市场造成巨大的风险,作为受托人的信托公司用以兑付的资金如果使用了信托财产,那将会损害信托财产的独立性,违反信托的基本法理。因此,有必要从不同的角度对刚性兑付的合法性进行深入的考量。

---

[5] 日本的信托投资产品就在一定的范围内允许作出刚性兑付承诺。具体而言,根据《日本信托业法》第9条以及《日本兼营法》第6条的规定,日本的贷款信托中就明确允许信托公司发行附带保本承诺的信托投资产品。保本承诺合同的内容一般包括填补本金所受的损失以及补足未达到的预期利益。神田秀树、折原诚,《信托法讲义》,弘文堂2014年版,254页。

我国台湾地区也曾经存在类似于日本的本金填补条款的信托制度。根据我国台湾地区“信托公司管理规则”第22条的规定,由信托投资公司代为确定用途的信托资金,可在信托合同中约定由信托公司负责填补本金的亏损,并可以保证经“财政部”核定的最低收益率。关于允许这种产品设计的理由,一般认为信托投资产品都是由信托公司设计并运行的,因此由信托公司来判断是否提供本金填补与预期收益补足的承诺是合理的。参见杨崇森:《信托与投资》,台湾正中书局1983年版,第103页。但是,这种产品设计中信托公司所做出的最低收益率的保证,必须经过“财政部”的许可。该制度随着2000年我国台湾地区颁布了“信托业法”而被废止。根据该“法”第31条的规定,信托业不得承诺担保本金或最低收益率。该规定实施后,信托公司不再被允许订立补足本金以及承诺收益的兑付合同。

美国信托法并没有明确承认或禁止信托业订立本金填补计划。但是,在美国企业年金信托的待遇确定型投资产品的设计中,存在本金填补的内容。See Johnathan Barry Forman, Public Pensions: Choosing Between Defined Benefit and Defined Contribution Plans, 1999 Law Review of Michigan State University Detroit College of Law (1999), p.194. 这种产品的设计中,从对本金的亏损提供担保的角度来看,与我国的刚性兑付之间是存在相似之处的。

### (一) 私法中意思自治的视角

在私法领域中,意思自治是一个重要的原则。从意思自治的角度出发,信托合同作为合同的一种,而合同自由是私法的精髓,也是市场经济的灵魂。在合同法的范畴,维护当事人的意思自治是重要的基本原则。也正是基于此,有观点认为信托合同中对本金进行承诺兑付或者对收益进行承诺兑付的条款本质上就是一种当事人之间约定的保底条款,其内容应当属于当事人意思自治的范围。因此,根据意思自治的原则,在没有明确的法律规定的前提下,应当充分尊重当事人双方的意思表示,允许此类的保底条款,允许信托公司对信托投资产品的投资本金以及收益做出刚性兑付的承诺。<sup>[6]</sup>

### (二) 法律强制性规定的视角

根据我国现行《信托法》中相关的规定,除非受托人存在违反其受托义务导致信托财产损失的情形,作为基本原则,受托人应当以信托财产为限向受益人承担支付利益的义务。简言之,按照《信托法》的规定,信托公司并不负有无条件向投资人进行“刚性兑付”的法定义务,刚性兑付的行为并非《信托法》的禁止行为。

但是,在2007年1月原银监会颁布的《信托公司管理办法》第34条中明确规定了信托公司在开展信托业务时,不得承诺信托财产不受损失或保证最低利益。此外,同样是银监会在2007年1月颁布的《信托公司集合资金信托计划管理办法》第8条中也规定,信托公司在推介信托计划时,不得以任何方式承诺信托资金不受损失,或以任何方式承诺信托资金的最低收益。上述两个规定是同时由原银监会颁布的,其内容一个是针对信托公司的,一个是针对信托投资产品的,都明确规定了信托公司在开展其业务时,不得向投资人进行刚性兑付的承诺。

如前所述,2018年4月27日由人民银行、银保监会、证监会、国家外管局联合颁布的《指导意见》近来对于金融市场产生了巨大的影响。该《指导意见》的第19条在明确规定了金融机构不得进行刚性兑付的同时,还对刚性兑付的行为进行了详细的界定,并规定了相应的处罚措施。具体而言,根据该《指导意见》第19条的规定,如果存在以下行为,则被视为存在刚性兑付的行为:(1)资产管理产品的发行人或者管理人违反真实公允确定净值原则,对产品进行保本保收益;(2)采取滚动发行等方式,使得资产管理产品的本金、收益、风险在不同投资人之间发生转移,实现产品保本保收益;(3)资产管理产品不能如期兑付或者兑付困难时,发行或者管理该产品的金融机构自行筹集资金偿付或者委托其他机构代为偿付;(4)金融管理部门认定的其他情形。

综上所述,虽然在《信托法》中并没有明确规定刚性兑付为禁止行为,但是从2007年1月原银监会颁布的《信托公司管理办法》《信托公司集合资金信托计划管理办法》与最近的《指导意见》中的相关规定来看,监管机关已经从不同的角度以不容置疑的明确态度对于信托投资产品刚性兑付的行为进行了极为清晰的界定与规制,明确了刚性兑付行为的违法属性。但是,这些规定仍然存在两个方面的问题。第一,由于我国《信托法》中并没有明确禁止刚性兑付,而《信托公司管理办法》《信托公司集合资金信托计划管理办法》,以及最近刚刚出台的《指导意见》中明确规定了禁止刚性兑付,但是这些规定效力层级相对较低。第二,虽然在最新颁布的《指导意见》以及《信托公司管理办法》《信托公司集合资金信托计划管理办法》中对于刚性兑付进行了明确规制,但是,这些规定从属性上来看大多都属于管理性规定,从金融监管的角度出发,其效力不容置疑,但很难将其作为否定民事行为效力的法律依据。根据这个基本逻辑,当信托公司向投资人做出了刚性兑付行为,监管机关可以依照《指导

[6] 参见周小明:《中国信托业刚性兑付风险及策略》,《中国市场》2014年第23期。

意见》以及《信托公司管理办法》《信托公司集合资金信托计划管理办法》对信托公司进行处罚,但是无法依照这些规定直接认定该刚性兑付的行为无效。

### (三)民法中公平原则的视角

也有观点从公平原则的角度出发,认为刚性兑付的条款违背公平原则,导致了当事人在刚性兑付条款中约定的民事权利与义务之间严重的不对等,属于显失公平的情形,因此应当认定该刚性兑付条款属于我国现行《合同法》第54条第1款第2项规定的情形,属于可撤销合同。<sup>[7]</sup>

从公平原则进一步思考的话,在信托合同中,与拥有专业理财能力、雄厚资本以及丰富经验的信托公司相比,将自己的资产交给信托公司的投资人在资金实力以及信息等要素上完全处于弱势地位。<sup>[8]</sup>也正是因此,才要求负责理财且有独立、完整决策权的受托人(信托公司)对自己的决策失误承担相应的责任。这样的制度安排不仅符合权责相一致的要求,也体现了“基于信任而托付”的信托法核心理念。从民法的基本原理来看,显失公平要求当事人一方利用优势或对方没有经验,致使合同订立时双方的权利义务明显有失公平。<sup>[9]</sup>从这个意义而言,似乎也很难认定信托合同的当事人之间存在显失公平的情形,信托合同中刚性兑付的条款并不必然导致行为无效。

### (四)信托法中财产独立原则的视角

财产独立原则是信托法的重要原则。<sup>[10]</sup>信托财产具有独立性是信托制度的核心内容,很大程度上决定了信托制度的架构。<sup>[11]</sup>在信托关系中,委托人把信托财产从自有财产中隔离,交付给受托人,使其成为独立状态的财产。普通法系中,委托人、受益人不拥有信托财产的所有权,信托财产权因财产管理的需要而在受托人名下。为了区分信托财产与受托人的固有财产,受托人不能因自己的固有利益而使用信托财产。委托人、受益人不因信托财产的债务而承担个人责任。<sup>[12]</sup>根据财产独立原则,信托财产区别于委托人、受益人、受托人而成为独立存在的目的财产,该财产与受托人(形式上的所有人)可能承担的风险之间是被隔离的。<sup>[13]</sup>在我国的《信托法》中,也同样将财产独立明确作为重要原则。<sup>[14]</sup>

根据信托财产的独立性原则,当受托人在处理信托事务时,由于非受托人原因而导致的信托财产损失或额外的收益,皆归属于信托财产,成为信托损失或收益的一部分。在我国现行《信托法》第34条中也明确规定,受托人以信托财产为限向受益人承担支付信托利益的义务。该条的规定可以说是财产独立原则的一种延伸。

当信托合同中约定了刚性兑付,信托公司对投资人做出的本金及收益的承诺,如果是以其固有财产对产品可能的风险进行兜底,这种做法便违反了信托财产独立原则,不符合受托人应隔离自身固有财产与信托财产的要求。从法律实践的情况来看,为了保证信托计划的刚性兑付,经常会导致财产的混同,这显然违反了《信托法》第34条的规定。然而,这种单向混同并未使得信托财产偏离其特殊目

[7] 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。

[8] 参见李文胜:《金融性委托理财合同效力的认定》,《法学杂志》2006年第3期。

[9] 参见曾大鹏:《论显失公平的构成要件和体系定位》,《法学》2011年第3期。

[10] See Donovan W.M. Waters, *The Institution of the Trust in Civil and Common Law*, 252 *Collected Courses of the Hague Academy of Institutional Law* (1995), p.430.

[11] 参见夏小雄:《“得形”“忘意”与“返本”:中国信托法的理念调整与制度转型》,《河北法学》2016年第6期。

[12] 参见朱圆:《信托的性质与我国信托法的属性地位》,《中外法学》2015年第5期。

[13] 同前注[10], Donovan W.M. Waters 文。

[14] 参见《信托法》第15~18条。

的,不违背信托财产独立的初衷,是否须绝对禁止有斟酌的余地。

#### (五)反对不正当竞争的视角

有学者指出,刚性兑付构成了市场上的不正当竞争行为,因此应当加以禁止。<sup>[15]</sup>但我国《反不正当竞争法》中并没有明确规定刚性兑付行为属于不正当竞争行为。根据我国《反不正当竞争法》第2条第2款对于不正当竞争行为的定义,不正当竞争是指经营者在生产经营活动中,扰乱市场竞争秩序,损害其他经营者或者消费者的合法权益的行为。对于不正当竞争一般条款的构成要件,我国学术界存在争议。但是,一般都认为不正当竞争行为是以竞争为目的、违背诚实信用原则的一种行为。<sup>[16]</sup>

在金融市场中,作为一个基本法则,谁在未违反公平和诚实信用原则的前提下可以提供更优质的服务,谁就有可能得到更大的市场份额与更多的利润。刚性兑付的行为显然会导致不同产品之间的失衡,不提供刚性兑付承诺的信托投资产品在与提供刚性兑付的信托投资产品之间的市场竞争中可能会处于不利。因此,刚性兑付的行为属于不正当竞争的情形。

此外,从另一个角度出发,如果所有的信托投资产品都可以对投资的本金以及收益进行兑付承诺的话,那么高品质的信托投资产品与低品质的信托投资产品也将难以区分。如果提供高品质信托投资产品的信托公司被迫与提供低品质信托投资产品的信托公司处于同样的市场地位,最终将会导致市场上充斥着低品质公司。因此,刚性兑付对于公平市场将会造成损害,刚性兑付行为也应当归属于不正当竞争的行为。

笔者虽然基本赞成上述观点,但是笔者认为有必要更全面、综合地去看待信托投资产品的刚性兑付行为。信托投资产品刚性兑付的行为本质是一个信托公司的经济行为。作为一个经济行为,信托公司一定是在计算了风险与可能获得的收益之后,才会发行附带刚性兑付承诺的信托投资产品。比较不附带刚性兑付承诺的信托投资产品,附带刚性兑付承诺的信托投资产品的投资人收益率一般而言会较低,也正是因此,信托公司可能获取更高的利润。承诺刚性兑付的信托公司通常绝不会是不计自身利益做出的承诺。从风险的角度而言,作为一个经济行为,信托投资产品刚性兑付的背后或许可以体现出信托公司对于自身产品的风险控制。所以,信托投资产品刚性兑付的承诺本身并不必然是出于不正当竞争的目的。

综上所述,虽然我国在《信托公司管理办法》《信托公司集合资金信托计划管理办法》《指导意见》中规定了信托公司不得进行刚性兑付,但在作为这些规定的上位法的《信托法》中,只是明确受托人的法定义务,并未禁止受托人与委托人之间通过约定或者其他方式(比如受托人自愿)增加受托人的义务。此外,对于信托投资产品刚性兑付行为的属性虽然从不同角度多有讨论,但是无论从哪个视角出发都无法简单地否定刚性兑付的正当性。

## 四、信托投资产品刚性兑付规制方式的检讨与重构

### (一)一刀切式规制方式的意义及其局限

信托投资产品中刚性兑付行为与作为其基础的信托法律关系本身并不一定是冲突的,刚性兑付甚至还有其存在的价值。而信托投资产品的刚性兑付行为本身的危害性主要是体现在对市场可能造

[15] 同前注[8],李文胜文。

[16] 参见孔祥俊:《商标与不正当竞争法——原理与判例》,法律出版社2009年版,第686页;王先林:《竞争法学》,中国人民大学出版社2009年版,第97~98页。



成的影响与危害。具体而言,主要可以包括以下三个方面:第一,就是扰乱金融市场的秩序;第二,由于信托公司承诺兑付而导致的潜在兑付风险;第三,由于信托公司的巨大兑付风险而可能导致金融市场出现系统性风险,甚至成为诱发金融危机的原因。

从行为的危害程度来看,在上述的三个危害之中,第一种与第二种的危害程度并非最高,其可以采取的防范方法中除了严格禁止以外还可以通过其他方式进行防范。例如,预防第一种危害可以强化信托投资产品的审查机制,预防第二种危害可以提高信托公司的准入门槛。而《指导意见》等法律文件之所以坚定地禁止刚性兑付,究其背后的原因也极为清晰,显然是着眼于防范上述的第三种危害,即防范金融市场的系统性风险。换言之,如果第三种危害可以通过“一刀切式”以外的方式进行防范的话,那么禁止信托投资产品刚性兑付的必要性将大为降低。

重新理性地审视信托投资产品的刚性兑付行为,首先应当承认,在当前我国大力推进资本市场去杠杆的大形势下,打破刚性兑付作为防范金融市场系统性风险的强力手段,其作用是显著的,意义也是不容否认的。禁止刚性兑付的做法更像是一剂猛药,可以有效地配合国家整体上整顿金融市场的阶段性目标。

但是,从信托投资产品刚性兑付的行为本身来看,刚性兑付行为不仅远没有达到万恶不赦的地步,甚至还有必要正视其具有的合理性及其存在的价值。同时,还有必要注意“一刀切式”的规范方式在制度的深层次中缺乏足够的理论支撑,并存在着难以克服的问题。具体而言,对于刚性兑付行为的属性,虽然从行政监管的角度确认其为违法行为不存在问题,但是在这样的法律规则下,并不能完全防止信托公司在不存在刚性兑付承诺(包括信托投资产品的刚性兑付条款以及针对刚性兑付另行签署的合同,在理论上也包括事前的口头承诺,虽然口头承诺最终很难确认)的前提下,使用自有资金向投资人进行兑付。《指导意见》明确将适用自有资金向投资人进行兑付的行为纳入到了禁止的刚性兑付行为的范畴,但是即便如此,从私法的角度出发,将信托公司与投资人之间的刚性兑付行为认定为绝对无效,在法理上以及实效性上仍然是不尽合理的。

此外,由于信托投资产品刚性兑付行为自身具有的合理性与存在的价值,“一刀切式”规制方式事实上并不能真正地把全部问题完全“一刀切掉”,而只是把问题推向了隐蔽处。即使是长期坚持实施这种“一刀切式”规制方式,事实上也很难完全排除在一些特殊情况下(例如严重影响信托公司的声誉)信托公司等相关金融机构向投资人做出兑付的可能性。再加上信托投资产品刚性兑付行为本身所具有的隐蔽性与复杂性,表面上采用了一律禁止的强监管模式,事实上仍无法有效地防止市场中潜在的刚性兑付行为。因此,当资本市场出现问题时,市场对抗金融风险的能力将会变得更为脆弱。

## (二) 宽严相济之规制方式的建立

如上所述,在当前我国的金融形势下,禁止信托投资产品刚性兑付的做法作为去杠杆、降低系统性金融风险的手段可以在短时间内迅速发挥功效。因此,将禁止刚性兑付的做法定位为一种阶段性手段,可以有效地配合国家整体上实现迅速整顿金融市场的阶段性目标。但是,应当指出的是,禁止刚性兑付的做法并不适宜作为长期的制度通过立法的形式确立下来。从长远来看,防范金融风险应当说是金融市场长久的、持续的重要目标,而实现这个目标不是只需要一剂猛药,它更需要的是从现有的一刀切式的强监管模式逐渐调整为严格限制、合理疏导、宽严相济的规制模式,让刚性兑付的行为从绝对的禁止行为调整为需要监管机关许可的限制行为,从而让刚性兑付回归到市场行为的本来地位,并接受市场的调整。这也许是较为合理与妥当的制度安排。

具体而言,考虑到刚性兑付对市场的危害性,特别是上述的第三种危害性,可以采用原则禁止、例



外许可的严格态度审慎地对待信托投资产品的刚性兑付问题。可以要求附带刚性兑付承诺的信托投资产品配合国家的经济政策需要,合理地引导社会资金。在这一点上日本的做法非常值得我国参考与借鉴。

在日本的商事信托中,贷款信托是一种非常具有代表性的存款型商事信托产品。日本的贷款信托是依据《贷款信托法》建立起的制度。<sup>[17]</sup>所谓的贷款信托,就是由投资人向信托公司投资一定数额的金钱,信托银行将按照信托合同运作该资金,并将该资金所取得的收益返还给投资人的一种信托投资产品。从贷款信托收益的分配方法来区分,贷款信托大致可以分为两种,一种是定期分配收益模式,另一种是期满分配收益模式。所谓定期分配收益模式是指设定一定期间,在每个期间届满时分配一次收益;所谓期满分配收益模式是指该信托投资产品期间届满后本金与收益一次性全部支付给投资人。值得注意的是,在上述日本的贷款信托中,允许信托公司通过与投资人签订合同的方式,对投资人做出保本承诺。

回溯贷款信托建立之初的历史,贷款信托是日本在二战后推出的特殊信托制度,作为一种资金配置手段,通过向实体企业提供中长期的融资,从而促进经济的发展,这是其推出的目的。<sup>[18]</sup>在实践中,贷款信托的收益率一般会略高于银行的存款利率。<sup>[19]</sup>此外,贷款信托的期限也受到一定限制,由于法律明确要求必须是两年以上,所以在实践中比较常见的有两年期与五年期的贷款信托。<sup>[20]</sup>

事实上,在日本的《信托法》和《贷款信托法》中都没有规定信托公司负有签订保本合同的义务,而在《日本信托业法》第9条以及《日本兼营法》第6条中也只是规定了贷款信托投资产品可以签订保本合同。换言之,信托公司在发行贷款信托投资产品时并没有义务向投资人做出保本承诺。但是在日本的商事信托实践中,几乎所有的贷款信托中信托公司都会与投资者之间签订保本承诺合同。保本承诺合同的内容一般包括填补本金所受的损失以及补足未达到的预期利益。关于对“本金填补”以及“利益补足”进行约定的保本承诺合同的属性,可以归为一种保证合同,也是一种以贷款信托作为主合同的从合同。值得注意的是,为了防止贷款信托中可能出现的投资损失,日本的信托法制中建立了特别保证金制度,强制要求信托公司从该信托投资产品的收益中拿出一部分作为该信托投资产品的特别保证金(日本《贷款信托法》第14条)。当信托投资产品发生亏损时,信托公司应当首先从特别保证金中赔付给投资人,然后再从信托公司的资产(不包括信托财产)中向投资人赔付。特别保证金的金额为每一个信托投资产品的佣金的千分之二十五至千分之四十(日本《贷款信托法政令规制》第211条),在法律实践中一般都是采用千分之四十的标准。<sup>[21]</sup>

从日本贷款信托的本质上来看,由于贷款信托事实上不具有一般投资商品的风险,所以日本的贷款信托其实非常接近银行的长期存款。从贷款信托的作用来看,贷款信托在二战后日本经济的复兴过程中,特别是在基础设施的建设中发挥了重要的作用。<sup>[22]</sup>

值得一提的是,在2005年日本《信托法》进行大修改之前,日本商法学者基于商事信托的特点,

[17] 参见[日]樋口范雄:《信托与信托法》,朱大明译,法律出版社2017年版,第59~60页。

[18] 田村威,「投資信託基礎と実務」,经济法令研究会2012年版,38页。

[19] 同前注[17],樋口范雄书,第59页。

[20] 参见刘金凤、许丹、何燕婷等著:《海外信托发展史》,中国财政经济出版社2009年版,第92页。

[21] 鴻常夫編集,「商事信託法」,有斐閣1998年版,8页。

[22] 随着日本金融自由化的发展,在投资产品变得越来越丰富的同时,贷款信托的规模占整个信托行业资金总量的比例开始逐年下降,截止到2008年6月底,贷款信托占整个信托行业的业务量比重已经降低到0.14%。同前注[20],刘金凤等书,第92页。

曾专门制定了一部《商事信托法》草案,<sup>[23]</sup>该草案的内容在2005年日本《信托法》修改时几乎被全盘吸纳了。在该草案的第413条中,明确规定了允许商事领域的信托投资产品可以对于保本(包括本金填补以及收益补足两个部分)进行约定。<sup>[24]</sup>同时,在该草案的第423条中还进一步规定,除非在信托合同中另有约定,受托人根据信托合同在向投资人填补本金或补足收益后,不享有对受益人(投资人)进行追偿的权利。

参考上述日本贷款信托的制度设计理念,笔者认为我国可以在一部分领域放开对刚性兑付的限制,以允许刚性兑付作为条件,通过开发合理、安全的信托投资产品,引导社会资金进入国家重点建设的领域或是国家需要建设的领域,促进这些领域的顺利发展。例如,在国家的基础建设领域以及民营优质实体企业的领域,首先允许承诺刚性兑付的信托投资产品进入。当然,如果允许刚性兑付信托投资产品的发行,就必须考虑如何防范风险的问题。在风险防范方面,首先应当坚持对信托投资产品进行严格的审批,通过严格审批的方式来实现对信托投资产品的规模控制与方向引导。其次,还应当明确要求信托公司只能以自有资金作为兑付的资金来源,从而在制度上将信托财产与信托公司自有财产进行隔离,这样一方面保障投资人的利益,另一方面控制信托公司的经营风险。此外,在产品的设计上,附带刚性兑付承诺的信托投资产品的收益不宜过高,应当对其收益给予一定限制,笔者认为最好明确规定附带刚性兑付承诺的信托投资产品的收益不得超过同期银行存款利息的两倍或三倍,<sup>[25]</sup>从而有效地防止附带刚性兑付承诺的信托投资产品的风险。关于附带刚性兑付投资产品的期限,笔者认为可以参考日本贷款信托中的相关做法,以三年至五年中长期为宜,以便有效支持国家的基础建设等项目。最后,为了确保作为信托投资产品发行人的信托公司在兑现保本承诺时向投资人进行支付的实效性与便捷性,可以借鉴日本的做法,建立专项的特别保证金制度。要求信托公司发行的每一个附带保本承诺的信托投资产品项目都应当使用自有资金向监管机关提供特别保证金。当信托投资产品的本金发生亏损或是收益没有达到约定时,可以按照信托合同从特别保证金中向投资人进行兑付。

通过上述方法,将附带刚性兑付承诺的信托投资产品的许可范围及其收益进行限定,充分发挥其所长,有效抑制其所短,在坚持防范风险的大前提下,一方面可以积极发挥其信托投资产品的价值,另一方面还可以支持国家经济发展的需要。这种做法从长远来看,不仅符合信托的本义从而催生内在的生命力,同时也可以将市场的需求与国家的需求进行有效结合,回归到信托投资产品作为金融产品的本质,这无疑与金融产品的根本目的是吻合的。

(特约编辑:季奎明)

[23] 在2001年左右,日本商法学者提出了建立独立的商事信托法的构想并向社会提出了完整的商事信托法草案。虽然,最终商事信托法草案并没有实现独立立法,但是该商事信托法草案对于2005年日本的《信托法》大修改产生了重大的影响。通过该草案,商事信托诸多独特的特点被学术界与实务界所接受。从结果上来看,商事信托法草案中所规定的内容最终几乎全部被《信托法》所接受。

[24] 商事信托法研究会,「商事信托法の研究—商事信托法要綱およびその説明」,有斐閣2001年版,52页。

[25] 设定同期银行利息两倍或三倍的标准,主要是考虑到最高人民法院2015年颁布的《关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》第26条中规定民间借贷的利息不得超过36%,笔者因此认为将附带刚性兑付的信托投资产品的收益率限制在银行同期利息的两倍或三倍是较为妥当的。