

集合信托在现行法律规制下 面临的困境突破*

王莹莹**

摘要:集合信托逐渐成为中小企业偏爱的集合融资方式之一。实践证明集合信托能够有效的融合信托性、债权性和股权性金融工具,对于中小企业,它具有其他集合融资方式不可替代的优势,同时也存在发展的短板。集合信托的内部结构与一般信托存在的差异带来法律规制的不协调,从而引起集合信托的劣势加剧。目前的信托业法已经不能够适应集合信托的发展,需要通过立法重新建构商事信托结构模式,促进集合信托可持续性的为中小企业提供融资平台。

关键词:集合资金信托 中小企业融资 集合融资方式

近年来,根据国家支持中小企业发展的要求,

* 本文系作者主持的陕西省教育厅2013年科学研究计划项目“中小企业集群信托制度研究”阶段性成果,项目编号13JK0074。

** 西北政法大学经济法学院副教授,厦门大学民商法学博士,意大利罗马第二大学罗马法学博士,硕士生导师,研究方向:代理、信托。

各金融机构陆续出台了金融支持中小企业发展的具体实施意见,也在金融产品的设计上进行了一些创新。如2003年首次推出的中小企业集合债,在一定程度上缓解了中小企业资金紧张的局面。^[1]但由于增信手法相对比较粗糙,多数投资者仍然认为其信用风险高,无法受到市场的青睐,类似模式未能大规模复制。集合信托作为横跨货币市场、资本市场、实业投资市场的金融工具,一方面利用信托的优势,综合动用涵盖贷款、权益投资、股权投资等多种方式;另一方面借助集合融资方式的特点,克服中小企业规模小的限制,通过不同市场的结构性组合在很大程度上有效地解决了中小企业的融资问题。

集合信托在中小企业融资中显示出其灵活优势的同时,其在一般信托立法的规制下也出现很多问题:近几年来,集合资金信托规模在不断累积增大,到期“兑付”风险在不断增加。据统计数据显示,2014年有近万亿的集合信托计划集中到期,2015年集合信托到期压力仍然不小。^[2]仅在2014年年初,就发生多起信托兑付危机。30亿元的涉矿中诚信托产品“诚至金开1号集合信托计划”曾一度传出违约危机,后终在政府的极力支持下力保刚性兑付,紧接着“吉信·松花江(77)号山西福裕能源项目收益权集合资金信托计划”又是连续五期未能如期兑付。^[3]有的信托投资公司还通过变相展期甚至以固有资产进行到期“兑付”,以确保信托监管机构要求的实现委托人的信托利益,否则,信托投资公司将面临重新洗牌或被淘汰出局。^[4]除了到期“兑付”风险外,还有因信托登记制度不健全产生的流动性风险、单个信托资金违法带来的系统风险以及信托规模的限制等。如何解决集合信托与一般信托的法律规制冲突已经是不可回避的问题。

[1] 蒋骥达:“信托创新金融产品助力浙江中小企业发展策略探析”,载《中小企业管理与科技》2011年第2期。

[2] 据中信证券(行情,问诊)研究部金融产品组的统计,2014年有7966只集合信托产品到期,规模合计9071亿元。结合利息支付等因素,2014年信托需兑付的本息将近1万亿元。该机构还预计,2015年集合信托到期压力依旧不小。参见《金融界》股票频道,2014年2月19日。

[3] 《北京商报》证券周刊2014年2月19日。

[4] 王祚君:“集合资金信托究竟错在哪”,载《信托实务》2005年11月3日。

一、中小企业集合资金信托的产生背景和发展过程

(一) 中小企业的融资困境

1. 低层次资本市场直接融资受阻

我国低层次资本市场的欠发达导致中小企业从资本市场获得融资困难。我国的资本市场目前可分为五个层次,分别为一板市场,包括始创于1990年的深圳主板市场,和设立于2004年的中小企业板;二板市场,即2009年开始启动的创业板;三板市场,即2013年年底扩至所有非上市股份有限公司的全国股份转让系统;四板市场,即区域性股权交易市场;五板市场,即柜台交易市场。从我国当前的法律规定来看,能够适用于中小企业的资本市场看似十分丰富,包括中小企业板、创业板、全国股份转让系统、区域性股权交易市场以及柜台交易市场。但从融资的实际现状来看,从一板到五板市场,其交易对象的资质要求虽逐级降低,而投资者的入市门槛却在逐渐升高,再加之三、四、五板市场由于场外交易市场相关的管理规范不完善,配套性较差,监管存在漏洞,出现大量违规行为,以致投资者或者基于资质不够无法入市或者由于担心风险望而却步。因而造成中小企业从资本市场直接获得资金的困难重重。

2. 间接融资获得困难

在目前的金融体系下,一般金融机构普遍认为对中小企业的信贷无法得到与风险相匹配的收益,这是由于中小企业本身的特点造成其信用风险大:(1)资本和经营规模较小、生产技术水平落后、产品结构单一、科技含量不高、没有自主品牌、市场占有率不高、中小企业贷款单笔金额较小,难以形成规模效应,加大操作成本。(2)相当一部分中小企业从事的为高耗能行业或产业。(3)财务制度及决策机制不健全,信息不透明。(4)作坊式生产、家庭式管理模式。(5)缺乏有效的抵押物,有数据显示,我国中小企业能获得无担保贷款的仅有5.6%,大多

数中小企业都因为不具备有效的不动产抵押品而被拒绝贷款。^[5] (6)给中小企业(特别是小型企业)发放的贷款金额小,笔数多、调查论证烦琐。(7)银行高度集中的信贷管理模式,使贷款审批环节多、路径长、速度慢,与中小企业贷款需求“急、频、少”的特点不相适应。^[6]因此中小企业自身也缺乏申请获得金融机构贷款的积极性,再加之目前的民间借贷利率高升以及高风险,也使很多中小企业不敢涉足。

(二)集合资金信托的发展过程

从造成中小企业信用风险高的原因可以看出,规模因素制约着中小企业的融资能力。因此实践中出现了将数个中小企业集合起来的集合融资方式。^[7]

中小企业集合信托的发展依托于近几年整个信托行业受托管理资产规模快速发展的背景,在业务规模和资金占比上呈现稳定的上升趋势。^[8]自2008年8月起,中投信托在国内推出首个中小企业的信托产品——“中小企业集合信托债权基金”后,中小企业信托产品如雨后春笋,得到了普及和推广。目前已经有北京、上海、浙江、安徽等地的10多家信托公司发行了中小企业信托产品,仅2009年一年的融资规模就达到15.8亿元,其中“中信信逸一号”中小企业发展集合信托的融资规模更是达到3亿元。^[9]类似的成功案例还有2010年发行的“南湖春晓”中小企业集合贷款信托,信托计划分两期发行1.5亿元,支持19家中小企业。其中第一期浦发银行武汉分行发行1亿元信托理财产品,委托华融信托支持10家企业,第二期交通银行武汉分行发行5000万元信托理财产品,委托华融信托支持9家企业,全部已经落

[5] 蒋骥达:“信托创新金融产品助力浙江中小企业发展策略探析”,载《中小企业管理与科技》2011年第2期。

[6] 蒋骥达:“信托创新金融产品助力浙江中小企业发展策略探析”,载《中小企业管理与科技》2011年第2期。

[7] 据《每日经济新闻》不完全统计,目前全国范围内发行的中小企业集合信托产品有近百款,每年发行数量近30款,且都是系列式复制发行。

[8] 从2007年的不足1万亿元,增长至2012年年末的7.47万亿元,近五年年均复合增长率近50%。信托理财成为了理财市场中最主要的理财方式之一。数据来源:中国信托业协会。

[9] 蒋骥达:“信托创新金融产品助力浙江中小企业发展策略探析”,载《中小企业管理与科技》2011年第2期。

实到企业。^[10] 长安信托推出的天骄系列中小企业发展基金信托计划,山西信托推出的一系列山西省中小企业发展基金信托,金谷信托发行的“向日葵3号·中小企业发展集合资金信托计划”,信托资金用于向台州当地(以玉环县为主)中小企业发放信托贷款。^[11] 中小企业集合资金信托经历了从2008年至2013年的快速发展时期后,从2014年开始至今由于集合资金信托的刚性兑付压力,发展的步伐逐渐迟缓。^[12]

二、中小企业集合资金信托的优势和短板

(一) 集合资金信托的优势

中小企业集合债务融资的方式包括集合企业债、集合中期票据或短期融资券、集合信托等。现将集合信托与这两种主要方式进行比较(见下表):

集合融资方式比较

	中小企业集合信托	中小企业集合债	中小企业集合中期票据或短期融资券
发行主体	信托公司	中小非金融企业集合体	2~10家中小非金融企业
发行方式	向银行监督部门进行审批备案	审批制	审批制

[10] 邹强、汪艳芬、刘翊:“洪山区发行‘南湖春晓’中小企业集合贷款信托的情况调查”,载《今日财富》(金融发展与监管)2010年第5期。

[11] 印峥嵘:“地方政府兜底 中小企业集合信托兴起”,载《每日经济新闻》2012年8月15日。

[12] 2011年下半年以来,集合信托季度成立规模明显上升。2011年三季度到2012年四季度,集合信托平均季度成立规模为2602亿元。2013年新增集合信托计划规模为13044亿元,平均每季度成立规模为3261亿元,这一数据是2011年三季度到2012年四季度期间每季度平均成立规模的125%(数据来源:中国信托业协会)。而集合信托计划的平均期限为2年左右,这意味着,在这一时期发行的大部分产品将在2014年、2015年到期。

续表

	中小企业集合信托	中小企业集合债	中小企业集合中期票据或短期融资券
发行主体条件	成立两年以上、且近两年连续盈利	较高:净资产达6000万元以上、成立3年以上、近3年连续销售增长20%、连续净利润增长10%及所筹资金用途符合国家产业政策和行业发展规划等	较高:连续经营三年;拥有连续三年经审计的财务报表;待偿债金额不超过企业净资产40%;连续三年盈利;已上市或拟上市(以海南为例)
发行期限	不限	3~5年	3~5年或不超过1年
资金用途	不限	限定	限定
销售市场	广泛	A股	银行间市场
销售对象	向社会筹集资金	保险、银行、基金等机构投资者和非机构投资者	中国银行间市场交易商协会会员,全国主要银行、证券公司、保险公司、央企等机构
承销商	信托、银行	银行或证券机构	银行
担保要求	较低担保要求	较高担保要求,发行人需提供反担保	多种担保方式
融资规模	不限	由当地政府确定,报发改委审批	单个企业拟发行规模2000万元以上2亿元以下;单支集合票据注册金额不超过10亿元人民币
融资成本	略高于同期银行贷款利率,低于民间借贷利率;融资成本约为12% ^[13]	低于同期银行贷款利率、债券利息可从税前利润扣除	利率低,其票面利率最终由市场来定,但一般比企业从银行拿的贷款利率将下浮10%左右

[13] 《每日经济新闻》记者统计发现,中小企业集合信托的年化收益一般是8%~9%,如果算上信托公司收取的信托管理费1%~2%,以及1%左右的销售费用,中小企业最终支付的融资成本约12%。例如,新时代信托的中小企业融资通产品已经发行了36期,2012年2月起成立的36号产品年化收益率达到9%~9.3%。

续表

	中小企业集合信托	中小企业集合债	中小企业集合中期票据或短期融资券
收益权分级	存在	不存在	不存在
企业财务	不用评级	准上市公司要求;需外部评级	“准上市公司”要求;需外部评级
流动性	低	高	高
监管机构	银监会	发改委	中国银行间市场交易协会

比较这几种集合债务融资方式的实践效果,我们发现集合信托具有下面几个方面的特点,这些特点也使其在中小企业集合融资方式中具有不可替代的优势。

在发行条件上:集合信托融资门槛相对较低,并且有些地方的集合信托在更加富有弹性的企业融资条件方面做出了大胆的尝试。上海国际信托发行的“创智天地1号”集合信托计划,使信托公司不再局限于企业资产规模、固定资产抵押价值等,着重企业实际状况和未来发展前景,企业可以凭借设备、经营权、租赁权、商标权、股权等资产的实际条件,获得最大的融资支持。

在发程序上:相比集合债、集合票据等其他集合融资方式,发行集合信托不需要经过复杂的审批手续,简便易行,便于中小企业操作。

在销售市场和对象上:通过引入不同需求的投资者,把差异化的市场需求体现在产品设计中,基于投资者的不同偏好进行风险收益的多样化匹配,从而使投资的收益与风险相匹配,使产品获得市场。有利于化解中小企业单个融资所面临的成本高、风险大、损失难抵偿的弱点。

就融资成本而言,集合信托虽然比同期银行贷款成本高,但是12%的年利率已经远低于民间借贷的融资成本,再加之由其他公司提供连带责任保证,不需要任何抵押物,可有效的缓解中小企业现金流紧张的状况;同时集合信托对不同借款人实行差别利率,并在风险发生变化时,自主灵活地进行调整,以此确保有足够的利润空间和发展动力。昆仑信托发行的“涌金池”杭州上城区中小企业集合信托在这方面进行了有益的

尝试。^[14]

就发行风险而言,“南湖春晓”集合贷款信托的经验告诉我们当信托计划到期时,一旦部分中小企业出现短期流动资金周转困难,银行能发放贷款,解企业燃眉之急,从而建立了信托公司、担保公司、商业银行三位一体的风险防火墙。

收益权分级制度的设计,也是集合信托的特色之一。例如,在杭州市文化创意产业小企业债权投资之“宝石流霞集合资金信托计划”中,购买银行理财计划的人享有信托财产收益的优先分配权;作为风险爱好者的三生石创业投资有限公司是劣后受益者。如果信托资金投资发生损失,首先拿劣后受益者的300万元作为赔偿。如果前面的优先受益人分配固定收益率和本金后有剩余,劣后受益者才有权进行分配。^[15]通过区分优先受益者和劣后受益者,依照法律把责、权、利和风险在几个利益相关者之间重新分配,既满足了不同风险爱好者的风险——回报率的要求;又能够综合运用担保法、信托法,让不同的机构承担不同的担保责任。

因此与其他集合融资方式相比,集合信托一方面可以把多个中小企业打包,取长补短,弥补了单个企业融资能力差的缺陷;另一方面又可通过灵活的市场组合方式满足不同层面的投资者需求;还有助于将财政资金扶持中小企业的消耗型方式部分转换为利用资本市场促进中小企业发展的可循环型方式。

(二)集合资金信托的发展短板

第一,低收益、高义务是集合信托的自身缺陷。集合信托产品的预期收益率普遍较低,长期处于信托产品平均收益水准线以下。“集合信托中包含的若干企业,信托公司都要逐个做尽职调查和贷后持续跟踪、管理,工作量比较大,耗费大量的人力、物力,而同样的金额贷给一家大型企业只有一家企业的工作量,垒大户、傍大户仍会是未来信托行业发

[14] 肖菁:“杭州上城区推出中小企业信托贷款计划”,载用益信托网,<http://www.yanglee.com/CPDT/2009/11/19/11893.html>,2012年9月3日访问。

[15] 春风:“利用法律关系解决中小企业贷款新思路——以杭州宝石流霞集体资金信托计划为例”,载《金融管理与研究》2011年第1期。

展的趋势。”^[16]但也有不同观点认为在中小企业集合信托中,信托公司的自主管理和产品创新能力得到了很好的体现,社会效应良好,有利于信托公司打造产品品牌,树立社会形象。从长远看,信托公司应该吸取其中的成功经验,将中小企业纳入重要的服务对象,纳入信托行业战略的重点领域,将此类业务进行深度开发和持续发展。^[17]加强中小企业金融服务确实有助于信托公司调整产品结构,分散风险,是其实现可持续发展的有效途径,但是基于信托自身的特点,其低收益、高义务的短板在集合信托发展中不可忽略。

第二,集合信托产品同样面临着中小企业难以获得贷款时同样的问题,就是信用担保普遍不足。银行由于很多中小企业信用问题而拒绝放贷,这个问题在信托产品上也同样存在。而从目前的情况看,此集合信托在信用增级方面的保障,也并不比其他信托产品做的更为出色。^[18]

第三,在众多可选择的信托产品中,很多中小企业发展基金信托的风险/收益比并不能对投资者产生更多的诱惑,甚至有一些还大大不如。^[19]这将是制约其发展的一大因素。

第四,仍然需要依靠政府。在集合信托的实践中,地方政府通过中小企业局或者地方财政安排相应的贴息是普遍现象。例如,厦门市根据借款企业的信用状况和借款金额,每家企业贴息金额最多50万元每年。山东威海也为今年6月成功发行“蓝海一号”的企业,给予中小企业专项资金补助。^[20]由于政府要动用国有企业做连带责任担保,长远看,政府没有持续的资源 and 精力做这类工作。由于政府担保体量有限,对信托公司来说,中小企业集合信托产品发行将遇到规模瓶颈。

第五,流通性差。由于信托收益权质押担保的法律规制缺失,集合

[16] 印峥嵘:“地方政府兜底 中小企业集合信托兴起”,载《每日经济新闻》2012年8月15日。

[17] 蒋骥达:“信托创新金融产品助力浙江中小企业发展策略探析”,载《中小企业管理与科技》2011年第2期。

[18] 刑苗:“浅析信托产品信用增级存在的问题与完善对策”,载用益信托网,<http://www.yanglee.com/CPDT/2009/11/19/11893.html>,2012年9月3日访问。

[19] 顾少华:“中小企业发展基金信托艰难生存”,载《信托日报》2012年5月21日版。

[20] 印峥嵘:“地方政府兜底 中小企业集合信托兴起”,载《每日经济新闻》2012年8月15日。

信托的流动性相对不足,这是制约集合信托发展的另一个因素。

作为一种特殊的融资方式,集合信托能够将政府的引导资金、社会的理财投资、风险资本及相关金融机构、担保公司和中小企业组成一个利益的共同体,通过信托制度在资金募集与运用、财产的权益分割与重构、信托产品的独立持续发行等方面发挥优势,使各投资主体可以依据自身的利益取向、风险偏好和承受能力获取相应的收益,承担相应的风险,这种优势是其他融资方式不可替代的。集合信托在实践中的发展短板显示出集合资金信托的制度供给及其立法規制上存在问题。下面我们将从小集合信托的内部构造入手,来分析我国当前立法对集合资金信托的制度供给中存在的问题。

三、集合资金信托的内部构造及其与一般信托基本构造之偏离

根据融资工具的法律关系特点,实践中的融资工具可以区分为债权性质的、股权性质的和信托性质的。不同的金融工具有不同的法律关系,各方的权利义务不同;同时风险性、流动性和盈利性也不同。债权性质的金融工具是要到期还本付息,债权人享有合同规定的固定收益。股权性质的金融工具股份持有人享有剩余索取权,承担最后的盈亏责任,股份可以转让。而信托性质的金融工具不承诺保底,是以信托财产实际产生的收益为限进行分配,信托财产具有独立性。中国银监会“中国银行业监督管理委员会关于进一步规范集合资金信托业务有关问题的通知”界定的集合信托投资含义:集合资金信托业务是指信托投资公司根据委托人意愿,将两个以上(含两个)委托人交付的资金集中管理、运用和处分的资金信托业务。^[21]

(一) 集合信托的内部结构是信托性、债权性和股权性金融工具综合体

把不同的法律关系组成资金池进行贷款、投资、融资租赁,是集合信托的最大特色,因而集合信托中存在相较一般信托复杂的法律关系。按

[21] 蒋骥达:“信托创新金融产品助力浙江中小企业发展策略探析”,载《中小企业管理与科技》2011年第2期。

照信托计划的资金运用方式,资金信托融资模式也可区分为贷款、投资、融资租赁三种,用于投资的集合信托又被称为集合投资计划。无论是集合信托贷款或集合信托投资或者集合信托融资租赁,其内部结构都存在基本的合同关系。在基本合同关系之外,还会因为集合信托资金组成方式的不同、托管以及担保方式的不同,分别与银行、担保机构产生不同的法律关系。

以“长安信托一天骄5号中小企业发展集合资金信托计划”为例,信托计划项下的信托单位分为优先信托单位和次级信托单位,两种类别信托单位总份数的比例为3:1,其中优先信托单位由长安信托公司面向合格投资者推介,次级信托单位全部由鄂尔多斯市投资担保有限公司认购。鄂尔多斯市投资担保有限公司与受托人签署《保证合同》,为借款企业履行《信托贷款合同》项下的义务提供连带责任保证。担保公司按照担保本金10%的数额向受托人缴存保证金。^[22]

1. 基本合同关系

(1)长安信托计划的委托人为社会投资人(优先受益人)和鄂尔多斯市投资担保有限公司(劣后受益人)。社会投资人与鄂尔多斯市投资担保有限公司作为委托人与受托人签订信托合同并交付信托资金后,自信托计划成立之日起即视为加入信托计划。信托公司接受投资人投资后,双方形成集合信托第一层基本法律关系,即基本信托关系。信托公司作为受托人要受信托法的拘束,对受益人要尽忠实义务和谨慎义务。信托公司依据信托计划文件管理信托财产所产生的风险,由信托财产承担。信托公司因违背信托计划文件、处理信托事务不当而造成信托财产损失的,由信托公司以固有财产赔偿,不足赔偿时,由投资者自担。

(2)信托资金向鄂尔多斯市5家中小企业发放流动资金贷款,用于其材料采购及其他流动资金周转。这就形成了集合信托第二层法律关系,即信托公司与借款人的债权债务关系,企业到期要按照合同约定还本付息。而投资公司与中小企业之间股权投资关系则可属于股权关系。

[22] “长安信托一天骄5号中小企业发展集合资金信托计划”,载中国信托业协会网站,2012年9月1日访问。

2. 附属合同关系

鄂尔多斯市投资担保有限公司为受托人提供保证,担保公司与集合信托的受托人之间形成担保合同关系。有的集合信托还可能借助银行发行理财产品获得资金,或者存在信托信贷资产保管服务人。例如在杭州市文化创意产业小企业债权投资之“宝石流霞集合资金信托计划”中,除了存在以上关系之外,杭州银行利用自己的客户资源发行一个理财产品计划,然后把资金信托给信托公司成为信托委托人之一。银行与客户的关系是委托代理法律关系,属于债的关系。集合信托计划保管人为杭州银行股份有限公司,杭州银行股份有限公司与受托人之间是保管合同关系,也属于债的关系。

我们可以看到集合信托从募集资金到资金运用,存在几种不同法律关系的转换和运用。正是由于集合信托构造的复杂性,它与我国信托法规定的一般信托的基本构造有所偏离。

(二) 集合信托的构造与我国信托法规定的一般信托的基本构造之偏离

《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。由此,信托制度的基本构造:一是受益权的存在及受益人与委托人的可分离性;二是存在独立的信托财产;三是信托财产产生的收益归属受益人,受托人只获得管理报酬,同时对于信托财产承担有限责任。^[23]

1. 受益权基础之偏离

一般信托中委托人与受益人可以分离,受益人是委托人信托财产的受益人。集合信托中委托人与受益人合二为一,根据银监会对集合信托的界定,委托人是单一资金信托的受益人,同时也从集合资金信托中获得收益。但是委托人这种收益是基于单一信托财产的受益权,还是基于集合信托的投资产生的收益,这个问题现行法律的规定尚不明确。

2. 信托财产独立性基础之偏离

依照信托的基本结构,信托一旦设立,委托人除在信托文件中保留相应权限外,即退出信托关系。信托财产具有独立性,与受益人和受托

[23] 范健:“中国金融业商事信托法制协调问题研究”,载《中国商法年刊》2010年。

人的固有财产独立,法院不能够查封,债权人不能够进行债务抵消,禁止拿信托财产进行破产清算。这种破产隔离功能对于集合信托也是适用的。但是集合信托破产隔离功能适用的基础与单一信托有所不同的是,在集合信托中不存在单一的信托财产,所有委托人的单一财产汇聚成一个集合体,统一的对外进行投资活动。基于此,集合信托财产的独立性应体现为财产集合体的独立性,这种独立性应该包括财产集合体相对于单个财产的独立性。

3. 共同受托人责任承担之偏离

按照我国信托的规定,一般信托中共同受托人应该承担共同连带责任。而存在托管人的集合信托中,受托人在运作中出现了分离,受托人的角色与职能一分为二,即信托管理人受托管理集合信托资产、托管人受托保管并监督信托管理人运作信托资产,两者共同承担起受托人的职责,并在各自职责范围内独立承担相应责任。

四、集合信托在一般信托模式的法律规制下受到的拘束

我国2001年的《信托法》只是规范了一般民事信托的法律关系,即委托人与受托人之间的法律关系,并没有涉及商事信托的法律关系。2002年出台的《信托投资公司资金信托暂行管理办法》中设立了集合资金信托这一创新金融产品,但并没有将集合资金信托作为商事信托,以区别于“信托法”上的一般民事信托,因此也就没有界定出商事信托的法律关系,只是机械地照搬“信托法”规定的一般民事信托的法律关系来规范集合资金信托。基于集合信托的构造相对于一般信托基本构造发生的偏离,造成集合信托在现行法律规制下的发展受到拘束。

(一) 到期兑付的风险拘束

尽管信托法律中从未明文规定信托计划必须实现收益,信托公司必须到期兑付,但是“刚性兑付”一直是我国信托业界的潜规则,即信托产品到期之后,信托公司必须向投资者分配投资本金和预期收益,如果项目出现风险,导致没有足够资金进行兑付,那么信托公司需要利用各种方式实现对投资者的本金和收益分配,想尽一切办法进行“兜底”。这

种潜规则使集合信托的兑付风险在不断增加。

(二) 流动性之风险拘束

根据信托法的规定,委托人的信托权益是单一资金信托的信托权益,因此这种权益是合同权益,需要完成信托登记成为登记权益才能具有流通性,但我国的信托登记制度的缺失,^[24]一直是制约信托业发展的原因之一。再加之立法对于信托受益权的转让方式、转让价格、转让手续和转让场所的规定均不明确,使信托产品的流动性缺乏可操作性。这增加了集合信托的流动性风险。

(三) 单个信托无效之法律风险拘束

由于集合信托财产独立性基础相较一般信托之偏离,按照一般信托的法律构造来规制集合信托,那么集合信托存在单个具体委托人信托单个信托资金,集合信托资金的效力则无法独立于单个信托的效力存在。因而集合资金信托很容易会因单个信托资金的非法被宣告无效而面临风险。根据我国信托法的规定,如果单个信托资金的来源非法,或者委托人为了逃避债务或者诉讼,就存在被法院撤销信托的法律风险,而一旦单个的信托资金被法院宣告无效或被撤销,集合资金信托的合法募集期已过,整个集合信托就会面临整体性中止风险。

余论:商事信托的法律重构

集合信托在一般信托法律规制下受到的风险拘束显示出我国信托业的立法现状相较于商事信托实践发展的滞后性,这种滞后性加剧了集合信托发展劣势的滋长,再加上监管部门的分业监管和压抑性监管体制,^[25]集合信托的发展前景十分堪忧。因此完善我国商事信托的立法成为解决集合信托发展困境的关键性步骤。

[24] 罗杨:“信托登记制度的探讨”,载《中国农业银行武汉培训学院学报》2010年第2期。

[25] 范健:“中国金融业商事信托法制协调问题研究”,载《中国商法年刊》2010年;王梓君:“集合资金信托究竟错在哪”,载《信托实务》2005年11月3日。