

## 迈向统一监管的资管新规：逻辑、工具和边界

沈 伟 李术平\*

---

**内容提要：**资产管理业务的混业性给金融分业监管模式带来了挑战，造成了监管失灵。《资管新规》对形成混业态势的资管业务进行跨业监管，试图建构并形成统一监管架构。对于金融风险、市场混业、监管架构的设计逻辑、应对资金池和刚性兑付的监管工具以及可能的实施困境，《资管新规》以及其所推行的穿透式监管范式，都需要有合理的理论解释。《资管新规》所体现的监管思路 and 核心目的在于弥合监管缝隙、统一资管行业的监管标准、解决监管套利难题。但是在产业金融化、金融空心化和“脱实向虚”的金融业背景下，分业监管范式整体上暴露出监管效果缺失，值得总体性检讨。

**关键词：**资产管理 资管新规 统一监管 金融风险 穿透式监管

---

2018年4月27日，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称《资管新规》），针对银行、证券、信托、基金、保险、金融投资公司等金融机构发行的理财产品、信托计划、投资基金、资管计划等金融产品的多层嵌套、杠杆不清、监管套利、刚性兑付等问题，统一概念、分类和监管，形成“大资管”监管架构。

金融监管架构的形成取决于金融体系、历史沿革和监管架构等诸多因素。《资管新规》在我国金融供给侧结构性改革的大背景下颁布，担负着金融去杠杆、防风险、监管体制改革试验和优化的重要任务。《资管新规》呼应了国务院金融稳定发展委员会的成立，表明监管机构之间加强协同性发展的趋势。金融机构的监管环境将由多头分散监管逐步转变为以央行主导、各监管机构相互配合的协调性监管模式。从我国金融混业经营的趋势来看，对不同性质的资管产品制定统一的监管标准，目的在于消除监管套利空间，防止风险的跨行业、跨市场、跨区域传递和散播。《资管新规》实施一年以来，对其的褒贬皆有，而本文将回归监管需解决的金融风险、监管逻辑、

---

\* 沈伟，上海交通大学凯原法学院教授；李术平，英国剑桥大学法学院硕士研究生。

监管工具实施困境，探讨《资管新规》如何导向对资管产品的优化统一监管。

## 一、资管新规的复杂背景

演化经济学理论认为，经济发展是不可逆的演化过程，且经济系统是一个高度复杂、自组织、非线性的动力系统，其特征是“混沌”——原因与结果间具有不确定性。<sup>〔1〕</sup>具体到金融业，金融监管与金融市场都是不断演化的，且二者的演化具有协同性。协同演化是在特定时间和空间条件下，两个以上演化主体持续互动与演变，演化行为相互影响，演化路径相互交织。以此理论分析制度的演化，制度可被定义为由参与者之间互动形成的，组织、协调、约束、塑造参与者之间互动模式的规则系统，以此降低互动的不确定性。<sup>〔2〕</sup>市场失灵是政府干预的起点，监管要随着金融市场发展进行策略性改变，包括融资机制、风险分散和信息审查，监管对金融市场的影响则包括技术供给、需求创造和投资回报机制等。

金融市场和监管的演化可以从时间和空间两方面加以分析。时间维度上是交易工具变化，从早期的实物货币交易，到信用货币创造的银行主导，再到非货币金融工具扩张的金融市场主导阶段。金融监管在时间维度上表现为旧的监管模式被淘汰和新模式对旧模式的取而代之。在空间维度上，金融工具和金融机构逐渐多样化：微观企业层面的分业监管，中观产业层面的分业经营和乘数效应，宏观层面通过监管—金融体系转型产生周期波动效应。在金融混业的自发趋势和分业监管不适应的背景下，《资管新规》试图建构的统一监管模式是监管优化的必然选择。

### （一）金融自由化风险

我国金融业增加值占国内生产总值（GDP）的比重从2005年的4%攀升至2018年的7.68%。<sup>〔3〕</sup>2018年底，我国银行业总资产规模超过260万亿，资管行业总规模约124万亿元。<sup>〔4〕</sup>和金融自由化浪潮同行的是分业监管体制下产生的监管套利、监管真空和监管竞争等一系列监管失灵，金融创新和混业经营的快速发展，引发高债务率、高杠杆问题。

#### 1. 金融混业经营趋势

金融业可以分为作为信用中介的银行业、作为融资中介的证券业和提供经济补偿的保险业。混业经营意味着三者在产品的设计、机构业务两方面彼此交叉，并通过金融产品、业务模式的创新扩大资产规模。一是金融衍生品种类日渐丰富，银行理财、同业存单、委外投资、非标融资、权益融资等金融产品，借助各类创新工具跨市场、跨行业在金融体系内自我循环。二是金融机构出现集团化、平台化趋向。金融科技发展背景下，制造业和实体大公司投资金融业，造成脱实向

〔1〕 See Michael J. Stutzer, Chaotic Dynamics and Bifurcation in a Macro Model, 2 *Journal of Economic Dynamics and Control*, 353-376 (1980).

〔2〕 See Geoffrey Martin Hodgson, Thorbjørn Knudsen, Agreeing on Generalised Darwinism: A Response to Pavel Pelikan, 22 (1) *Journal of Evolutionary Economics*, 9-18 (2012).

〔3〕 参见何德旭、王朝阳：《中国金融业高速增长：逻辑与风险》，中国社会科学出版社2017年版，第4页；张奇：《金融业增加值占GDP比重三连降2019年金融业增速或回升》，载《21世纪经济报道》2019年1月23日，第2版。

〔4〕 参见前瞻产业研究院：《中国资产管理行业市场前瞻与投资战略规划分析报告》，载 <https://bg.qianzhan.com/report/detail/7e6935c7d3da4937.html>，最后访问时间：2019年6月6日。

虚。一些中小型民企金融机构为提高业绩需求，推行业务经营团队制、提成制，激励机制过多而约束机制较少，形成较大的道德风险。截至 2018 年 9 月底，中国广义影子银行规模达 62.1 万亿元，占 GDP 的 70%，〔5〕 银行理财约占影子银行总规模的一半。

混业经营可以实现金融体系的规模扩张。混业经营的内在动力源于科技进步，金融市场的产品、工具、组织结构得以优化，金融信息化、综合化经营渐成趋势。混业经营也是金融自由化和市场化发展的必然趋势，金融行业需要给跨国企业提供全方位金融服务，扩大融资渠道，提供个性化风险管理工具，便利支付交易手段，连接融合各金融市场和业态，产生最大化协同效应。因此，混业经营是金融机构提升效率的结果，关键在于监管制度设计能否跟上并适应金融体系的发展。

## 2. 分业监管的内在缺陷

金融混业经营趋势和分业监管体制之间的矛盾，使得越来越多金融产品存在交叉性和跨市场的特征。在旧的监管框架下，不同监管部门各自为政，产生监管套利。如果监管部门之间协调程度不够，处置风险时可能使得短期监管压力叠加，产生新的风险。

从历史经验看，各国在混业经营阶段缺乏有效风险管控，均导致金融风险扩大甚至金融危机。金融危机的产生有三个根本原因：冲突、自负与复杂性。〔6〕 但金融市场的复杂性并不是“为了复杂而复杂，也并非为了制造混乱”，而是为满足投资者需求以及出于获取高收益的动机，〔7〕 把风险转移给那些愿意承担的人，并因此提高效率。〔8〕 复杂性可以极大提高金融市场的效率，但也可能引起大量的市场失灵，包括：信息偏在，如信息披露不充分；非线性〔9〕反馈和紧密耦合，〔10〕 如金融风险传递网络和无法预测的商业周期；冲突和其他形式的偏差，如道德风险、服务商过失和欺诈。〔11〕

我国于 20 世纪 90 年代进行相关立法时，受东南亚金融危机影响，加上计划经济以来机构监管、条块分割的背景，监管能力有限，因而借鉴美国《格拉斯—斯蒂格尔法》，采用分业监管体例。混业浪潮下，分业监管的问题逐渐暴露，银行异化为投行，券商、保险又异化为银行，金控集团大量崛起，非法集资席卷全国，造成监管套利下的金融业非理性繁荣。

分业监管会引发金融市场的多重问题。首先，跨业投资政策、同类金融产品监管标准不一，

〔5〕 参见《60.4 万亿元，中国影子银行占 GDP 的 67%》，载 <https://cj.sina.com.cn/articles/view/5726382604/15551aa0c00100gd7m>，最后访问时间：2019 年 2 月 24 日。

〔6〕 See Steven L. Schwarcz, Systemic Risk, 97 (1) *Georgetown Law Journal*, 193-250 (2008).

〔7〕 See Peter Green, Jeremy Jennings-Mares, Letter to the Editor, *FIN. TIMES*, July 4, 2008, at 14.

〔8〕 See Jennifer Bethel, Allan Ferrel, Policy Issues Raised by Structured Products, in Yasuyuki Fuchita, Robert E. Litan ed., *New Financial Instruments and Institutions: Opportunities And Policy Challenges*, Brookings Institution Press/Nomura Inst., 2007, pp. 167, 171; Steven L. Schwarcz, The Alchemy of Asset Securitization, 1 *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, 133, 134 (1994).

〔9〕 这类非线性行为称为混沌。混沌一词含有随机性的思想，但不等同于随机。混沌通常指表现出非周期行为的确定性系统，而这种非周期行为对初始条件非常敏感，因此表现出长期行为的不可预测性。特殊的复杂系统也可能不表现出混沌行为。事实上，很小的外部或内部扰动就可能把一个特殊的复杂系统带入或带出混沌状态。金融市场是否具有完全的偶然性，其证据还不明显，即使存在，也很可能来源于某种系统性宏观经济因素的长时间积累，如商业周期。

〔10〕 耦合是一个物理学概念，指多个系统通过彼此影响、相互作用，最后进行联合的现象。金融耦合属于一种动态关联关系，它以系统论为依据，在各产业间进行相互促进、相互协调、相互依赖。

〔11〕 See Steven L. Schwarcz, Regulating Complexity in Financial Markets, 87 (2) *Washington University Law Review*, 211-268 (2009).

使得金融业务跨界套利，各类跨行业、跨市场、多功能、长链条资管产品在线上线下迅速发展，资金和风险跨市场流动。金融控股公司和实体企业参与金融市场缺乏有效规范约束，金融控股公司和地方金融集团过快扩张。

其次，分业监管体制无法对金融机构复杂股权架构实施有效的穿透式监管，无法识别虚假注资、循环注资、资本不实、隐名股东等违法违规行为。以2016年“宝万之争”为例，宝能系借助各种金融渠道，通过对各类杠杆资金的动员和组织，尤其是对资管计划的嵌套使用，耗资430亿元成功收购了万科25%的股权，一度成为该公司第一大股东。收购资金来源涉及银行、证券、保险等多个金融领域。尽管从穿透看，整个收购是用债务资金作股权投资，明显有违常理，但从分业监管角度看，涉及的中小保险公司行为又均属合规。事实上，除了前海人寿股权配置需要满足保监会“不突破30%的红线并保证资本金充足”的要求之外，其背后的关联公司质押、融资等一系列高风险运作，都不在保监会监管范围内，而证监会只管市场收购行为是否合规，最后形成了事实上高风险但形式上合规的个案。

一些企业利用分业监管盲区，通过大量的影子壳公司持股金融机构，导致核心公司与旗下所控制的绝大部分金融机构并不存在法律意义上的股权关系，成为事实上的隐名股东，达到规避监管的目的。解决这些问题的关键，并非对不同属性的资本进行区别对待，而是一视同仁，执行一致的市场准入、监管约束以及退出要求。从国际实践来看，各国对金融机构股东均强调资质和行为合规性的监管要求，而不会对某些特定属性资本进行歧视和限制。

最后，分业监管导致金融市场基础设施割裂。各行业独立发展登记结算系统，数据标准不统一，信息归集整理困难，难以估计杠杆率和整体金融风险。以公司信用债券发行为例，国际市场上一般要求公募发行由政府予以注册或审核，私募则可豁免注册。我国目前由多个部门对公司信用债券进行注册或审核，既未区分公募与私募发行的管理严格程度，又因多个部门的具体规则不统一而难以有效实施穿透式监管，不但令发行主体难以适从，而且给寻租留下空间，降低资源配置效率。

## （二）资管业务乱象

资产管理业务是指银行、信托、证券、基金、期货、保险等资产管理机构、金融资产投资公司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（《资管新规》第2条）。从企业融资的角度看，资管业务的特点在于通过金融市场而非私人合同进行交易，交易方涉及不特定主体，<sup>[12]</sup>有利于充分发挥市场优势。<sup>[13]</sup>非银行金融中介机构（基金、信托公司等）将大量闲散资金集中并投资给经营能力较好、信誉度较高的民间企业。资管业务是典型的市场型间接融资形式，投资人将资金托付给资产管理人，由其为自己从事投资活动。资产管理人和投资人之间成立信托关系，资产管理人按照事先约定的方式收取管理费，然后把扣除管理费后的投资收益交还给投资人。资产管理人以自己的专业能力，勤勉地为投资人提供资管服务，投资

[12] 参见杨东：《市场型间接金融：集合投资计划统合规制论》，载《中国法学》2013年第2期。

[13] 参见（ロウヤマシヨウイチ）とはーコトバンク、市場ベースの間接金融ープロローグ、金融レビュー56号（2001年）1-10頁；〔日〕高田创、柴崎健、石原哲夫：《金融社会主义：从“华尔街时代”到“华盛顿时代”》，程茜译，东方出版社2012年版，第114页。

结果由投资人承担。

银行及其他金融机构通过资管产品可以更好地配置利率风险、流动性风险和信用违约风险，资管产品是对社会有总体正面贡献的金融工具。但是，投资者和金融机构利用资管产品获利，满足投融资需求的同时，也制造了巨大的市场外部性。

#### 1. 资管产品风险分散与监管规避的双重性

资管业务的发展完善了传统金融服务模式。一是资管业务具有价格发现、风险转移和资产配置功能。住房按揭贷款证券及各类企业贷款证券，解决了银行贷款的流动性；利率期货与期权等利率衍生证券，解决了利率风险管理；企业债 CDS、住房贷款包 CDS 等信用衍生品，通过市场交易，让银行贷款信用风险在更广范围内以更高效率进行配置。<sup>[14]</sup> 二是资管业务具有轻资本、非顺周期的特性，可以抵御经济下行带来的利差收窄和银行补充资本金困难；作为一项知识技术密集型业务，其较强的盈利能力可为银行经营转型创造条件。<sup>[15]</sup>

资管行业的另一个特点是追逐高息资产，使得资管业务的影子银行体系资金大量流向投机领域、产能过剩领域、融资平台和中低风险市场杠杆投资等高风险领域，资管产品的混业经营特征明显，银行、证券、保险、信托、私募等参与资管业务，难以准确界定产品属性和边界，详见表 1。

表 1 各类资管产品的投资范围

类型	投资范围
商业银行理财产品	国债、地方政府债券、中央银行票据、政府机构债券、金融债券、银行存款、大额存单、同业存单、公司信用类债券、在银行间市场和证券交易所市场发行的资产支持证券、公募证券投资基金、其他债权类资产/权益类资产以及国务院银行业监督管理机构认可的其他资产 <sup>[16]</sup>
普通个人理财	货币及债券型基金、非标债权资产、 <sup>[17]</sup> 信托计划 <sup>[18]</sup>
私人银行理财、高净值客户理财	货币及债券型基金；权益类或混合类证券投资基金；股票或非上市股权；非标债权资产；信托计划；券商、基金资管（劣后级）；信托计划、券商、基金资管（优先级）；信托计划、券商、基金资管（平层）；穿透至底层资产 <sup>[19]</sup>
机构客户理财	货币及债券型基金；权益类或混合类证券投资基金；股票或非上市股权；不良资产及其受（收）益权；非标债权资产；信托计划；券商、基金资管（劣后级）；信托计划、券商、基金资管（优先级）；信托计划、券商、基金资管（平层）
券商集合资管	股票、债券、股指期货、商品期货；央行票据、短期融资券、中期票据、利率远期、利率互换；证券投资基金、证券公司专项资产管理计划、商业银行理财计划、集合资金信托计划等 <sup>[20]</sup>

[14] 参见陈志武：《金融的逻辑 2：通往自由之路》，西北大学出版社 2015 年版，第 215 页。

[15] 参见孙冉、邱牧远：《商业银行资产管理业务的风险管理》，载《清华金融评论》2016 年第 5 期。

[16] 参见《商业银行理财业务监督管理办法》（中国银行保险监督管理委员会令 2018 年第 6 号）。

[17] 例如，信贷资产、信托贷款、委托债权、承兑汇票、信用证、应收账款、各类受（收）益权、带回购条款股权性融资等。

[18] 参见《商业银行个人理财业务管理暂行办法》（中国银行业监督管理委员会令 2005 年第 2 号）。

[19] 参见《商业银行理财产品销售管理办法》（中国银行业监督管理委员会令 2011 年第 5 号）；《信托公司集合资金信托计划管理办法》（中国银行业监督管理委员会令 2009 年第 1 号）。

[20] 参见《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》（证监会令第 83 号）。

续前表

类型	投资范围
券商定向资管	由证券公司与客户通过合同约定，不得违反法律、行政法规和证监会禁止性规定（投资范围最宽泛）〔21〕
信托计划	信托公司可依照信托文件约定，采取投资、出售、存放同业、买入返售、租赁、贷款等方式运用或处分信托财产。主要投资方向为非标债权融资，股票投资，未上市股权投资〔22〕
基金子公司	现金、银行存款、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、商品期货等；未通过证券交易所转让的股权、债权及其他财产权利〔23〕
基金母公司专户	现金、银行存款、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、商品期货等〔24〕
保险资管计划	银行存款、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及信贷资产支持证券、基础设施投资计划、不动产投资计划和项目资产支持计划等“非标”资产〔25〕
私募基金	股票、股权、债券、期货、期权、基金份额及投资合同约定的其他投资标的〔26〕

虽然各个金融行业的监管规范相互借鉴，有统合趋势，但是一些具体规定存在差异，留下监管套利空间。〔27〕监管套利是指金融机构利用不同监管机构在监管规则 and 标准上的区别，选择监管环境最宽松的市场进行经营活动，规避监管，降低合规成本。〔28〕在有多个监管当局的情形，监管套利可能使监管机构陷入“放松监管的竞争”，即监管竞次现象。〔29〕例如，信托公司提供理财服务有净资本监管的要求，而证券公司及基金管理公司却没有此类约束。再如，商业银行及证券公司采用信托模式运营金融理财业务，规定受托财产的独立性与破产隔离制度，即为规避业务范围要求。〔30〕

监管规避行为本质上也是一种实验，是社会制度的一种替代和择优方式。市场主体进行的规则规避会为新政策扫清障碍。首先，规避行为通常会演变为共识，传递了现有政策不成功的信息，为优化已有政策形成竞争压力；第二，规避行为提出了替代现有政策的方案（比如将黑市合法化），或者建立改革的民意基础，从而为改革提供激励机制。规则规避是新观念的源泉之一，

〔21〕 参见《证券公司客户资产管理业务管理办法》，2013年6月26日起施行；《关于规范证券公司与银行合作开展定向资产管理业务有关事项的通知》（中证协发〔2013〕124号）。

〔22〕 参见《信托公司管理办法》（中国银行业监督管理委员会令2007年第2号）。

〔23〕 参见《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》（2012年）。

〔24〕 参见前引〔23〕。

〔25〕 参见《关于保险资产管理公司开展资产管理产品业务试点有关问题的通知》（2013年）。

〔26〕 参见《私募投资基金监督管理暂行办法》（2014年）。

〔27〕 See Joseph E. Stiglitz, *Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy*, W. W. Norton & Company, 2010, pp. 11-13.

〔28〕 See Victor Fleischer, *Regulatory Arbitrage*, 89 (2) *Texas Law Review*, 227-290 (2010).

〔29〕 See David T. Llewellyn, *Introduction: the Institutional Structure of Regulatory Agencies*, in N. Curtis, ed., *How Countries Supervise their Banks, Insurers and Securities Markets*, Central Bank Publications, 1999, p. vii; Richard K. Abrams, Michael Taylor, *Assessing the Case for Unified Sector Supervision*, paper presented at the 2001 Risk Management and Insurance International Conference (2001).

〔30〕 参见胡伟：《大资管时代金融理财监管的困境与出路》，载《现代经济探讨》2013年第6期。

可以让政策制定者知道如何在政治约束下做得更好。<sup>[31]</sup>

## 2. 资金池运作和风险累积

2006年以后，银行理财产品的运作管理从一对一的简单模式，转变为组合管理、集合运作的资金池模式。首先，资金和资产不再是一一对应关系，资金端的收益和风险均不取决于资产。其次，资金久期短于资产久期，资产池需要多个理财产品续发和混同运作加以维系。最后，为了保持资金池运转，金融机构明示或暗示承诺刚性兑付，使投资理财异化成借钱理财。资金池风险的复杂性体现在多个方面。一是风险来源增加，降低银行存款稳定性，资产负债期限结构匹配更复杂。二是风险更为隐蔽，一些业务形式上记在表外，实质风险仍留在表内。三是金融产品更加复杂，透明度降低。由于信息优势可带来巨大收益，金融机构往往通过增加产品和交易的复杂性以获得“租金”。<sup>[32]</sup>

资管产品以非银行身份，实现了吸收存款、发放贷款业务的类银行功能，但刑法难以介入。《刑法》中的非法吸收公众存款罪，要求集资主体具有商业银行吸储放贷信用，募集资金的行为才可构成非法吸收公众存款罪。<sup>[33]</sup>上述罪名对于资管产品的资金池运作模式难以适用。一方面，资管产品一般由金融机构提供，具有资管牌照；另一方面，金融机构的吸收存款、发放贷款行为与代为理财行为难以明显区分，一般不会认定为非法吸收公众存款罪。

## 3. 杠杆嵌套和风险传染性

同业负债、同业理财、委外投资的嵌套加杠杆结构，抬高资本市场风险。据统计，当前100多万亿元的资管产品中，约一半属于多层嵌套。<sup>[34]</sup>宝万之争中宝能杠杆收购便是真实案例。<sup>[35]</sup>通过嵌套形式加杠杆，也抬高了无风险收益率，干扰货币政策传导。

杠杆嵌套规避投资范围限制（如信贷额度、资本充足率）等银行表内监管、合格投资者限制（证券开户、资金来源、股东登记等市场进入限制），不计提拨备和资本占用，不计算不良率，也不回避高风险领域（如地方政府融资平台、房地产），使监管指标失真。资管产品通过长链条吸收存款、发放贷款，共同组成信用中介，具有隐蔽性；加上交易本身的双边性特点，信息披露十分有限，执法机关难以发现并证明其真实存在。嵌套使得风险传染性增加，包括金融机构之间、市场之间、风险之间、交易之间的风险传染性增加。<sup>[36]</sup>

资管业务乱象的原理同公地悲剧（tragedy of the commons）如出一辙——利用有限的资本

[31] See James Leitzel, *The Political Economy of Rule Evasion and Policy Reform*, Routledge, 2003, p. 23.

[32] 张晓朴：《变革与稳健：银行监管和银行转型的思考》，中国金融出版社2014年版，第10页。

[33] 参见徐宏：《共享单车押金池现象的刑法学评价》，载《法学》2017年第12期。

[34] 参见《资产管理乱象之治》，载 [https://cj.sina.com.cn/article/detail/3742935575/283829? cre = financepagepc&mod = f&loc = 4&r = 9&doct = 0&rfunc = 100](https://cj.sina.com.cn/article/detail/3742935575/283829?cre=financepagepc&mod=f&loc=4&r=9&doct=0&rfunc=100)，最后访问时间：2019年7月27日。

[35] 宝能系共耗资430亿元收购了万科约25%的股份成为第一大股东，这430亿元中，包含自有资金62亿元，保险资金105亿元，券商资金78亿元，银行理财资金185亿元。宝能系采用多重工具参与收购，包括保险账户、券商资产管理计划、有限合伙基金、嵌套的结构化资产管理计划等。宝能系每一层架构的杠杆比例均不超过1:2，但是通过嵌套组合、股票质押再融资等金融杠杆工具，最终实现了约4.2的杠杆比率。参见《宝能系资金并不违规，但蕴含风险》，载 <https://news.pedaily.cn/201611/20161128405981.shtml>，最后访问时间：2019年7月27日。

[36] 参见前引[32]，张晓朴书，第10页。

资源使市场参与者获利，却对实体经济造成消极影响，而该成本被分摊给更广的人群，造成市场失灵。<sup>〔37〕</sup>从根本上来看，金融发展的动因就是规避风险和管制，提高金融效率和收益，金融发展是不可抑制的动态过程。金融机构为了追求利润，有足够的动机逃避监管规定，而监管者总是很被动，监管也受到资源和技能的限制。监管者只有迅速对变化作出反应，才能阻止金融机构过度冒险。

## 二、资管业务的监管逻辑

资管产品涉及多个金融市场，是一种典型的“金融合成物”。因此，资管业务的监管制度也必须具备跨市场、跨行业的“合成”特征，才能达到监管的效果。

### （一）资管业务监管理念

#### 1. 宏观审慎原则

金融监管的目标有两个方面：一是针对系统性风险的审慎监管，保障金融机构稳健经营和金融体系稳定；二是针对金融机构过度投机行为的合规监管，维护金融市场透明公正，保护金融消费者权益。<sup>〔38〕</sup>金融风险有三个传染渠道：资产抛售造成的价格传染、流动性危机通过网络效应和挤兑效应的传染。<sup>〔39〕</sup>金融系统是一张由高度关联的机构组成的“网络”，<sup>〔40〕</sup>通过网络传递风险会吸收经济冲击，并使风险在网络成员间分散。<sup>〔41〕</sup>但是网络也可能加剧经济冲击，并有可能导致系统性崩溃。<sup>〔42〕</sup>

宏观审慎政策是通过制定和实施宏观审慎政策工具降低系统性风险，进而降低危机发生概率及其影响。就我国而言，具体体现在通过降低金融系统顺周期性、抑制房地产市场和信贷市场风险渠道，降低系统性风险。<sup>〔43〕</sup>我国从2016年开始实施宏观审慎评估体系，宏观审慎政策框架主

〔37〕 参见前引〔6〕，Steven L. Schwarcz文，第193-250页。

〔38〕 See Michael Taylor, “Twin Peaks”: A Regulatory Structure for the New Century (Centre for the Study of Financial Innovation, 1995), CSFI (Series), No. 20.

〔39〕 参见马骏、何晓贝：《金融风险传染机制及政策含义——基于中国数据的风险传染模型和模拟》，清华大学国际金融与发展研究院研究报告，2019年第6期。

〔40〕 See Markus K. Brunnermeier, Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008, 23 *Journal of Economic Perspectives*, 77-96 (2009).

〔41〕 See Rob Nijskens, Wolf Wagner, Credit Risk Transfer Activities and Systemic Risk: How Banks Became Less Risky Individually but Posed Greater Risks to the Financial System at the Same Time, 35 (6) *Journal of Banking & Finance*, 1391-1398 (2011).

〔42〕 See Iman Anabtawi, Steven L. Schwarcz, Regulating Systemic Risk: Towards an Analytical Framework, 86 (4) *Notre Dame Law Review*, 1349 (2011); 爱德华·肖：《经济发展中的金融深化》，邵伏军等译，上海人民出版社2015年版，第65页。

〔43〕 参见吴敬琏、厉以宁、林毅夫等：《读懂中国改革：关键五年》，中信出版社2016年版，第236页；钱颖一：《现代经济学与中国经济》，中信出版社2017年版，第375页；Eugenio Cerutti, Stijn Claessens, Luc Laeven, The Use and Effectiveness of Macroprudential Policies: New evidence, IMF Working Paper No. 15/61, March 17, 2015; Valentina Bruno, Ilhyock Shim, Hyun Song Shin, Comparative Assessment of Macroprudential Policies, BIS Working Papers No. 502, June 2, 2015; Jérôme Vandenbussche, Ursula Vogel, Enrica Detragiache, Macroprudential Policies and Housing Prices: A New Database and Empirical Evidence for Central, Eastern, and Southeastern Europe, 47 (S1) *Journal of Money Credit & Banking*, 343-377 (2015); Kenneth N Kuttner, Ilhyock Shim, Can Non-interest Rate Policies Stabilize Housing Markets? Evidence from a Panel of 57 Economies, 26 (C) *Journal of Financial Stability*, 31-44 (2016); 叶欢：《宏观审慎政策工具的有效性——基于中国、中国香港和韩国数据的研究》，载《管理评论》2018年第2期。

要包括对银行资本流动性、拨备和杠杆率的要求，信用评级、会计标准制定、对系统重要性机构的特别要求和影子银行的监管等内容。<sup>〔44〕</sup>

将微观审慎与宏观审慎政策的概念与金融监管的基本目标联系起来看，正好实现既保护消费者（投资者）又防范系统性风险的双重目的。<sup>〔45〕</sup>从消费者保护的角度看，投资银行和对冲基金的权益所有者应当是复杂投资者，因此没有必要对投资银行和对冲基金进行监管，对此类权益所有者适用“买者自慎之”（caveat emptor）的原则，审慎干预被有意减少，甚至缺失，促使这些公司自担风险，形成“市场自律”机制。<sup>〔46〕</sup>

宏观审慎监管有两个维度，一是时间维度上的宏观审慎监管，通过减轻风险因子的顺周期性，防止不稳定性在金融市场上的扩大。例如，提高机构资本金和流动性等风险要求、建立逆周期的资本缓冲器机制等。二是横截面上的宏观审慎监管，关注系统性重要性金融机构和金融系统的关联性。《资管新规》由央行主导起草，经国务院金融稳定发展委员会（以下简称金稳会）讨论，由中央会议审议通过。从四部委联合颁布的角度看，《资管新规》的适用范围比单个部委出台的部门规章更为广泛，监管重点从个体金融机构转向整体金融安全和系统性风险，有利于统一监管标准，实现时间和空间上的宏观审慎监管。

## 2. 统一监管架构

监管是对市场结构的应对性适应和调整，因此监管结构应当反映和适应市场结构。<sup>〔47〕</sup>统一监管能对金融市场的总体风险进行较为准确的把握和控制。分业监管将监管对象视为独立的金融产品、相互隔离的金融机构。但是，无论银行、证券还是保险公司在统一监管框架中都被认定是风险经营机构，银行信用、证券产品、保险产品本质上都是风险的载体，在此基础上评判金融集团的总体风险。

统一监管的含义是统一金融监管目标，将经济系统安全、金融机构健康和消费者保护确立为长期监管目标；统一金融机构的资本管理业务，推动对银行、保险、投行等金融机构适用巴塞尔协议；统一资管业务标准，包括同业负债、资本计提、杠杆倍数等要求。具体而言，需要统筹对系统重要性金融机构和金融控股公司的审慎管理，对金融信息数据、交叉性金融产品的监管，共享支付、清算、交易等基础设施，协调监管机构之间、监管机构与其他部门、中央与地方的风险分担和监管职责。

统一监管架构的形成，首先要建立跨部门委员会负责顶层协调，并强化中央银行金融监管职能，明确中央银行在宏观审慎管理和系统性金融风险防范中的核心地位，消除多头监管体系下监

〔44〕 参见周小川：《金融政策对金融危机的响应：宏观审慎框架的形成背景、内在逻辑和主要内容》，载《金融研究》2011年第1期。

〔45〕 See Erlend Nier, *Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons from the Crisis*, IMF Working Paper, April 1, 2009.

〔46〕 参见〔美〕Stijn Claessens, Douglas D. Evanoff, George G. Kaufman, Laura E. Kodres 编著：《宏观审慎监管政策——通向金融稳定的新道路》，孙涛等译，电子工业出版社2013年版，第205页。

〔47〕 参见卢伟：《金融分业与混业选择之分析框架——兼论〈证券法〉第六条之修改》，载《当代经济》2013年第15期。

管标准差异导致的监管套利和逆向选择问题。<sup>[48]</sup> 针对金融集团附属机构的内部交易行为，需要加强并表监管（consolidated supervision），建立防火墙制度。

从国际经验看，欧盟设立了欧盟系统性风险委员会（European Systemic Risk Board, ESRB），成员主要来自欧洲中央银行系统，中央银行不仅作为重要成员参与顶层协调，而且负责统筹宏观审慎管理和系统性金融风险防范。英国在英格兰银行下设金融政策委员会（Financial Policy Committee, FPC），否定了1997年将微观审慎监管从英格兰银行剥离的做法，将英格兰银行打造成集货币政策、宏观审慎、微观审慎于一身的“超级央行”。英格兰银行下设相对独立又紧密配合的货币政策委员会、金融政策委员会、审慎监管委员会，分别承担货币政策、宏观审慎、微观审慎功能。美国则设立了包括主要金融监管部门的金融稳定监督委员会（Financial Stability Oversight Council, FSOC）。《多德—弗兰克法》强化了美联储金融监管职能，金融稳定监督委员会的宏观审慎建议主要由美联储决策执行；美联储统筹监管系统重要性金融机构和金融基础设施，与联邦存款保险公司共同负责系统性风险处置；美联储作为伞形监管者直接监管银行控股公司及其子公司，同时主监管州成员银行和外国银行；美联储下设的消费者保护局统筹负责并加强金融消费者保护。<sup>[49]</sup>

其次是加强业务线的跨部门统筹协调。在英国，除了金融政策委员会统筹宏观审慎之外，英格兰银行内设的审慎监管局（Prudential Regulation Authority, PRA）负责微观审慎，金融行为局（Financial Conduct Authority, FCA）负责行为监管，构成“双峰”。其中，负责宏观审慎的金融政策委员会是指挥官和决策者，“双峰”是执行者，均接受金融政策委员会的指挥和建议。同时“双峰”之间签订了多份合作备忘录，建立联合数据管理委员会、监管联席会、争端解决会议等横向业务线的统筹协调机制，负责“双峰”在数据共享、双重监管、争端解决等方面的常态化协调配合。

统一监管优势是多方面的。一是避免监管冲突和监管空白，有效反映金融结构与金融体系的变化；二是最大限度地实现监管政策的一致性、连续性、稳定性、透明性和可预期性；三是集中稀缺的人才资源，提高监管机构和监管人员的责任心；四是有利于被监管者和社会公众识别监管机构；五是实现监管规模经济，<sup>[50]</sup> 节约监管运行成本，<sup>[51]</sup> 降低投资者的投资费用并增加其投资净收益，促进金融更好地服务于实体经济。

---

[48] See Joseph J. Norton, Global Financial Sector Reform: The Single Financial Regulator Model Based on the United Kingdom FSA Experience—A Critical Reevaluation, 39 (1) *International Lawyer* (ABA), 23 (2005); SMU Dedman School of Law Legal Studies Research Paper, No. 256 (2005).

[49] See Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, I—Financial Stability, IX—Investor Protections and Improvements to the Regulation of Securities, X—Bureau of Consumer Financial Protection, XI—Federal Reserve System Provisions, XII—Improving Access to Mainstream Financial Institutions.

[50] See Paul L. Joskow, Nancy L. Rose, The Effects of Economic Regulation, in R. Schmalensee, R. D. Willig ed., *Handbook of Industrial Organization*, Volume II, Elsevier Science Publishers B. V., 1989, pp. 1450–1498.

[51] See Charles Goodhart, Philipp Hartmann, et al., *Financial Regulation: Why, How and Where Now?* Routledge, 1998, p. 152; José de Luna Martínez, Thomas A. Rose, International Survey of Integrated Financial Sector Supervision, World Bank Policy Research Working Paper 3096 (July 2003).

## （二）资管业务监管历程

### 1. 银行业资管

资管行业的发展始于商业银行的理财业务，2005年的《商业银行个人理财业务管理暂行办法》（以下简称《理财管理办法》）首次确立商业银行理财业务的法律框架，规定商业银行应通过自主设计开发理财产品，通过发售理财产品，集合理财资金，代理客户进行境内、境外投资活动和资产管理。银监会之后颁布了若干关于商业银行个人理财业务的规定，强调了商业银行理财财产的独立性，但没有改变委托合同的基础法律关系。

### 2. 证券业资管

证券公司资管业务的法律关系比商业银行的理财业务复杂。20世纪90年代初，证券公司开展代客理财业务，为了吸引资金，一些证券公司对委托客户作出保本承诺。2002年后，证监会先后颁布《关于规范证券公司受托投资管理业务的通知》《关于证券公司从事集合性受托投资管理业务有关问题的通知》《证券公司客户资产管理业务试行办法》等规定，规范证券公司资管业务发展。证券公司的资管业务分为单一客户定向资管业务、多个客户集合资管业务、特定目的专项资管业务。理财账户表述上，定向资管业务强调以客户名义开立账户，集合资管业务通过专门账户提供资管服务，二者对内、对外法律关系也有差异。2012年10月证监会颁布《证券公司客户资产管理业务管理办法》，在账户开立方面没有实质性变化，但强调客户资管业务的独立性。

2013年6月1日《证券投资基金法》实施，证监会依此修订了《证券公司客户资产管理业务管理办法》。对单一客户的资管业务，通过专门账户为客户提供资管服务，其背后的法律逻辑是信托关系，资管形成的资产以受托人名义持有，受托人在授权范围内对信托财产享有独立的经营管理权，受益人的受益权与受托财产的经营管理后果相关，这意味着《信托法》也适用于证券公司的资管业务。

1997年以来，我国债券市场形成了由银行间市场、交易所市场和商业银行柜台市场三个子市场组成的统一分层的市场体系。债券市场的监管主体包括人民银行、证监会、发改委等，形成多主体监管的架构。在债券一级市场，各方推动信用评级的统一执法和资质互认。2018年9月央行、证监会联合发布公告，规范银行间债券市场及交易所债券市场信用评级机构的统一管理。<sup>〔52〕</sup>债券市场的监管协调正逐步走向统一。

2018年12月央行、证监会、发展改革委《关于进一步加强债券市场执法工作有关问题的意见》建立了统一的债券市场执法机制。央行、发展改革委发现涉及债券违法活动的线索，及时移送证监会。证监会依法对银行间债券市场、交易所债券市场的违法行为进行统一执法。

### 3. 信托业资管

信托业资管经历了由粗放型到精细化的过程。第一阶段是2001年《信托法》的颁布，首次在法律层面规定资管的基础法律关系。2001年《国务院办公厅关于〈中华人民共和国信托法〉公布执行后有关问题的通知》确定，信托投资公司和证券投资基金管理公司两类机构分别受央行和证监会监管，根据《信托法》开展资管业务，其他机构未经批准不能开展相关业务。该规定当

〔52〕 参见《中国人民银行、中国证券监督管理委员会公告》（〔2018〕第14号）。

时受到批评，主要原因是信托、银行、证券和保险的理财产品难以区分和监管。<sup>[53]</sup>《信托法》颁布后，经批准运用信托制度的业务从企业年金的基金管理扩展到信贷资产证券化，金融机构利用信托结构设计产品、开展业务活动也越来越多。2003年《证券投资基金法》颁布，明确了证券投资基金活动的法律关系，并规定该法未规定的，适用《信托法》。

第二阶段是2012年修改的《证券投资基金法》纳入非公开募集基金制度，即私募基金。私募基金自20世纪90年代发展起来，2012年被界定为信托关系。基金投资的标的实践中也已突破证券的范围。2017年8月银监会《信托登记管理办法》对信托公司履职提出了更高的要求，在信托计划推介阶段，信托公司需要办理信托预登记，委托人、受益人有权查询与其权利、义务直接相关信托登记信息。关于风险项目监管，除目前执行的信托公司每月报送风险项目要素表之外，监管机构亦可通过信托登记公司的登记信息进行排查。

#### 4. 保险业资管

保险资管业务类型多样，包括不动产投资、股权投资、基础设施投资、资产支持计划等。保险资管业务制度设计都是根据《保险法》《信托法》等法律进行的，强调信托法律关系。2018年1月保监会《关于保险资金设立股权投资计划有关事项的通知》规范保险资管机构股权投资计划的设立，防范保险资金以通道、名股实债等方式变相抬高实体企业融资成本，避免保险机构通过股权投资计划直接或间接违规增加地方政府债务规模。该通知的重点内容包括：保险资金需投资于符合国家导向和监管的未上市企业股权或私募股权投资基金；禁止明股实债，资管产品不得有定期付息、到期还本特征；保险机构自主承担管理责任，不得直接或变相开展通道业务，不得投资嵌套其他资管产品的私募股权投资基金；股权投资计划投资私募股权投资基金的，所投资金额不得超过该基金实际募集金额的80%。这一通知的基本思路与《资管新规》相同。

资管业务“受人之托，代人理财”的特性，为统一监管规则奠定了理论基础。《资管新规》响应了金稳会的成立，表明监管机构加强协同发展的取向和趋势。金融机构的监管环境将会由多头分散管理模式逐步转变为央行主导、各监管机构相互配合的协同管理模式。在机构保持基本稳定的条件下，需要有业务线上的实质整合，才能使金稳会发挥比金融监管协调联席机制和应对危机小组等议事机构更重要的作用。金稳会将统筹金融监管框架，协调监管机构的职能分工与具体审慎监管工作。央行除承担货币政策职能外，负责宏观审慎、系统重要性机构监管、金融基础设施建设、全口径统计分析和预警。银保监会和证监会则突出微观审慎监管和行为监管职能。各地金融监管局在金稳会和监管机构的统一指导下，维护区域内金融稳定。

### 三、监管工具的法理分析

资管业务可以分为资金募集环节、<sup>[54]</sup>资金投资环节和资金管理环节。<sup>[55]</sup>《资管新规》在投

[53] 参见夏斌：《委托理财出多门必须结束》，载《财经时报》2003年5月24日，转引自<http://finance.sina.com.cn/tz/20030524/1051344360.shtml>，最后访问时间：2019年7月27日。

[54] 资金募集环节是指金融机构发行资管产品、资金募集时的宣传推介和投资者适当性审查。

[55] 资金管理环节是指金融机构发行资管产品募集资金之后，不同资管产品之间的资金的建账、核算、托管。

资范围、投资比例、投资者适应性要求、产品结构化设计、信息披露、产品和业务风险控制、业务数据报告等方面提出了明确的操作标准，主要内容如表 2 所示。

表 2 《资管新规》内容框架

监管对象	措施	条文
禁止资金池， 打破刚兑	1. 打破刚性兑付	第 18 条：刚性兑付认定与举报惩处
	2. 资管业务独立	第 13 条：公司治理与风险隔离
	3. 资管产品账户独立	第 15 条：三单制管理
	4. 禁止期限错配	第 15 条：期限错配管理、久期管理
	5. 信息披露，净值化管理	第 12、14 条：净值化管理
	6. 第三方托管	第 14 条：第三方托管
限制嵌套， 穿透式监管	1. 明确不同资管产品合格投资者	第 5 条：合格投资者门槛
	2. 明确不同资管产品投资范围	第 10、11 条：明确公募产品和私募产品投资范围
	3. 限制多层嵌套	第 22 条：资管产品只能再投资一层资管产品（公募证券投资基金除外）
	4. 限制杠杆	第 19、20 条：设置杠杆上限

在资金募集和投资环节，《资管新规》要求向上识别至最终投资者，向下识别底层资产。资管产品投资风险的监管措施从资金端和资产端展开。在资金端，投资者的财产是资管产品的净值，资管产品加的杠杆是该资管产品的负债，二者之和是总资产。资金方面，对合格投资者和杠杆比例进行限制；资产方面，对投资范围和投资集中度进行限制。

投资环节的监管逻辑主要是限制嵌套和实施穿透式监管。资金管理环节，监管逻辑是禁止资金池，打破刚兑。具体而言：银行理财要打破刚性兑付、推行净值化管理；<sup>[56]</sup> 证券公司、信托公司、基金子公司多层嵌套的主营通道业务被禁止，管理人不因通道免除自身应承担的责任；<sup>[57]</sup> 私募产品准入门槛提高；金融机构发行的资管产品资产应由具有托管资质的第三方机构独立托管。<sup>[58]</sup>

### （一）投资者保护机制

#### 1. 合格投资者

《资管新规》规定的合格投资者要求：（1）投资于单只资管产品不低于一定金额；（2）个人投资者要求有两年以上投资经历；风险承受能力以家庭金融资产、家庭资产、近 3 年平均收入为衡量指标；（3）法人单位要求最近一年末净资产不低于 1000 万元。表 3 列举了我国近年来各类资管产品的投资者要求。

[56] 净值化管理意为理财产品按照实际价值进行管理，不承诺保本收益。

[57] 资管新规对于已经发行的多层嵌套资产管理产品，向上识别产品的最终投资者，向下识别产品的底层资产（公募证券投资基金除外）。这将导致未来即便有一层嵌套，向上看合格投资者的话，对于理财嵌套进入资本市场、投资权益类或明股实债等都有一定影响。

[58] 信托业务即掌握资金（或财产）的部门（或个人），委托信托机构代其运用或管理，信托机构遵从其议定的条件与范围，对其资金或财产进行运用管理并按时归还。

表3 各类资管产品的合格投资者标准

	基金〔59〕	证券〔60〕	私募〔61〕/公募投资基金	期货	信托〔62〕	银行理财〔63〕	保险〔64〕
人数限制	单一客户	定向资管计划1人	私募≤200人 公募>200人	一对一	单个信托计划≤50人, 单笔委托金额≥300万无限制	无	定向产品1人
	多个客户: 单个资管计划≤200人, 单笔委托≥300万无限制	集合资管计划≤200人		一对多≤200人			多个投资人集合产品≤200人
起售金额	单一客户≥3000万	定向资管≥100万	私募≥100万 公募≥1元	≥100万	单个信托计划≥100万	一级/二级风险理财产品≥5万; 三级/四级风险理财产品≥10万; 五级风险理财产品≥20万	定向产品≥3000万
	多个客户≥100万	集合资管规模100万-50亿					集合产品: 单一投资人≥100万
投资者标准	能识别、判断和承担投资风险的自然人、法人、依法成立的组织或证监会认可的其他客户	定向: 银证合作银行近一年年末资产≥500亿, 资本充足率≥10% 集合: 个人/家庭金融资产合计≥100万; 公司、企业等机构净资产≥1000万	私募: 1. 单位净资产≥1000万; 2. 个人金融资产〔65〕≥300万或近三年年均收入≥50万 公募: 视具体基金类型, 要求普遍较低	同私募 基金	1. 个人或家庭金融总资产≥100万; 2. 个人收入近三年每年收入≥20万或夫妻双方合计收入近三年每年≥30万	1. 私人银行客户: 商业银行金融资产净值≥600万; 2. 高资产净值客户: (1) 个人/家庭金融资产>100万; (2) 个人收入近三年每年>20万元或家庭收入近三年每年>30万	境内保险集团公司、保险公司、保险资管公司等具有风险识别和承受能力的合格投资人

合格投资者制度的原理是投资者风险承担能力应当与其投资资产实际风险相匹配原则。合格投资者制度源于美国的“罗尔顿公司案”，美国联邦最高法院认为，投资者是否需要证券法的保护，决定了证券发行行为是否属于私募发行，进而发行人获得注册豁免，可称为“需求—保护”标准。〔66〕

〔59〕 参见《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》(证监会令第83号)。

〔60〕 参见《证券公司定向资产管理业务实施细则》(证监会公告〔2012〕30号);《关于规范证券公司与银行合作开展定向资产管理业务有关事项的通知》;《关于进一步规范证券公司资产管理业务有关事项的补充通知》。

〔61〕 参见《私募投资基金监督管理暂行办法》(证监会令〔105〕号)。

〔62〕 参见《信托公司集合资金信托计划管理办法》(2009修订)。

〔63〕 参见《商业银行理财产品销售管理办法》(银监会令2011年第5号)。

〔64〕 《中国保监会关于保险资产管理公司开展资产管理产品业务试点有关问题的通知》(保监资金〔2013〕124号)。

〔65〕 金融资产包括银行存款、股票、债券、基金份额、资产管理计划、银行理财产品、信托计划、保险产品、期货权益等。

〔66〕 See Securities and Exchange Commission v. Ralston Purina Co., 346 U. S. 199 (1953).

美国现行合格投资者制度主要规定在私募发行《D 条例》中，从三个方面认定合格投资者：经济实力（净资产）、投资经验和特殊关系。《多德—弗兰克法案》对《D 条例》下的合格投资者的净资产标准进行了调整，要求个人投资者或其配偶的净资产综合超过 100 万美元，且不包括其主要居所的价值。<sup>〔67〕</sup> 基于通货膨胀原因，以后每五年调整一次个人合格投资者标准。<sup>〔68〕</sup> 特殊关系是指投资者与发行人具有特殊关系，例如投资者是发行人内部人、近亲属、朋友，或与发行人有商业往来。

## 2. 分级安排

金融产品的分级安排，也称为结构化业务，源于银监会发布的《关于加强信托公司结构化信托业务监管有关问题的通知》，是指信托公司根据投资者的不同风险偏好对信托受益权进行分层配置，按照配置的优先与劣后安排进行收益分配的集合资金信托业务。投资者具有不同的风险承受能力，对不同层级收益权的投资意愿不同。此后，证监会、保监会先后出台了《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》《保险资金运用管理办法》等文件，对结构化资管计划和其他金融产品<sup>〔69〕</sup>的分级安排加以规范。

分级安排的最初目的是为投资者提供不同的收入预期以及适合其风险偏好的产品。使用评级而不是两个单独产品的原因是为了实现杠杆作用，为风险偏好型投资者提供融资，为稳定偏好型的投资者提供安全缓冲。但在实践中，这种分级安排却异化为优先级为劣后级投资者提供融资的工具，资管产品的发行人并不对资金进行实质管理，导致杠杆不断累积。《资管新规》第 20 条、21 条规定了各类资管产品的杠杆上限和分级比例。分级私募产品的总资产不得超过该产品净资产的 140%，封闭式公募产品、每只私募产品的总资产不得超过该产品净资产的 200%。分级私募产品应当根据所投资资产的风险程度设定分级比例（优先级份额/劣后级份额，中间级份额计入优先级份额）。固定收益类产品的分级比例不得超过 3:1，权益类产品的分级比例不得超过 1:1，商品及金融衍生品类产品、混合类产品的分级比例不得超过 2:1。发行分级资管产品的金融机构应当对该资管产品进行自主管理，不得转委托给劣后级投资者。<sup>〔70〕</sup>

从分级安排的形式看，投资者和管理者就资管合同中优先级和劣后级的收益和风险承担比例达成一致，即合同协议，优先级和劣后级投资者之间是借款合同关系。劣后级承诺回购优先级份额属于信用保障措施，司法实践对这种信用保障措施的法律定性是：第一，构成保证条款。劣后级投资者为优先级投资者（债权人）提供连带保证，以账户内资产（而非保证人的所有财产）为物的担保，应承担连带保证责任。第二，构成非典型担保。在结构化的证券投资信托、专项资管计划中，以第三方账户为交易载体，受托人有权强制平仓。

## 3. 分散化投资原则

《资管新规》第 16 条要求投资者进行分散化投资，在四个层次设置了单一投资比例上限：单

〔67〕 See The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.

〔68〕 See Private Fund Investment Advisers Registration Act of 2010, Section 418.

〔69〕 《中国银监会关于加强信托公司结构化信托业务监管有关问题的通知》的制订依据之一为《信托公司集合资金信托计划管理办法》，该管理办法规定信托公司推介信托计划不得进行公开营销宣传，据此，结构化产品应排除公募产品。

〔70〕 参见沈伟：《〈资管新规〉监管工具设计的法理分析》，载《银行家》2019 年第 2 期。

只资管产品、同一金融机构发行的全部公募资管产品、同一金融机构全部开放式公募资管产品、同一金融机构全部资管产品投资比例上限。

强制性单一投资比例实现了投资者的分散化投资。作为一种风险管理手段，分散投资的经济原理是马柯维茨的投资组合理论——利用不同证券收益的相关性来分散风险，并降低具体投资对象带来的非系统性风险。<sup>〔71〕</sup> 分散投资的另一个作用是满足投资者风险匹配要求，即使投资者风险承担能力与其投资资产实际风险相匹配。《资管新规》将资管产品划分为公募和私募，以此区分投资范围：公募资管产品的投资范围较为有限，主要投资标准化债权类资产和上市交易的股票，一般不得投资未上市公司股权；私募产品则具有广泛的投资范围，确保了金融市场的投资效率。从信托关系看，分散化投资原则是受托人谨慎义务的重要体现。受托人必须恪守原始目的，维护信托委托人的权益，因为大多数信托受益人都有风险厌恶偏好，乐于取得较少的预期收益以冒更小的风险。<sup>〔72〕</sup> 1830年，美国马萨诸塞州最高法院在 *Harvard College v. Amory* 一案中确立了受托人的谨慎投资规则——受托人应当忠诚行事，尽处理自己事务所应尽的谨慎和智慧，综合考虑合理收入以及投资本金的安全，行使合理的自由裁量权，不得盲目投机。<sup>〔73〕</sup>

美国1994年《统一谨慎投资人法》<sup>〔74〕</sup>及《信托法重述（三）》<sup>〔75〕</sup>对谨慎投资人规则进行了详细规定，要求将投资组合看作一个整体，权衡风险和收益，并强调受托人有分散投资义务。《资管新规》将分散投资原则上升为一种谨慎投资制度。

## （二）禁止资金池业务

### 1. 资金池的界定

资金池业务是在金融机构募集资金之后，投资资金之前对不同资管产品之间的资金的建账、核算、托管过程中发生的大量资金沉淀和混合。《资管新规》第15条规定，金融机构不得开展或者参与具有滚动发行、集合运作、分离定价特征的资金池业务。监管文件对资金池业务的界定如下表4所示。

可见，监管部门认定的资管行业资金池具有下列特征：第一，滚动发行、集合运作、分离定价。集合运作是指不同资管计划混同运作，资金与资产无法对应。期限错配是指资金来源和资金运用的期限不匹配，短期资金长期使用。滚动发行是指资管产品不断发售，用后投资者的资金兑付前投资者的本金和收益，由后期投资者承担投资失败的风险。分离定价是指由于不能实现资金和资产一一对应，单个理财产品无法计算成本，估值和测算投资收益，资管产品支付给客户的收益也按预先约定的预期收益率兑付。第二，资金主要投资于资本市场、银行间市场以外没有公开市价、流动性较差的金融工具。

〔71〕 See Harry Markowitz, Portfolio Selection, 7 (1) *Journal of Finance*, 77-91 (1952).

〔72〕 See Richard A. Posner, *Economic Analysis of Law*, Wolters Kluwer, 1986, p. 526.

〔73〕 See *Harvard College v. Amory* (1830) 26 Mass (9 Pick) 446.

〔74〕 See The Uniform Prudent Investor Act 1994.

〔75〕 See Restatement (Third) of Trusts: Prudent Investor Rule § 227 (a) (1992).

表 4 监管文件中对资金池业务的界定

银行理财	信托	证券期货	保险
滚动发行、集合运作、期限错配、分离定价，客户收益按事先约定的预期收益率兑付，违背单个理财产品专户托管和独立测算成本收益的原则。 <sup>〔76〕</sup>	投资于资本市场、银行间市场以外，没有公开市价、流动性较差的金融产品和工具，导致资金来源和运用不能一一对应、期限不匹配（短期资金长期运用，期限错配）。 <sup>〔77〕</sup>	1. 不同资管计划进行混同运作，资金与资产无法对应； 2. 运作过程中未有合理估值约定，未按约定向投资者进行充分适当的信息披露； 3. 未单独建账、独立核算、单独编制估值表； 4. 开放申购、赎回或滚动发行时未按规定合理估值，脱离标的资产实际收益率分离定价； 5. 未进行实际投资或投资于非标资产，仅以后期投资者的投资资金向前期投资者兑付投资本金和收益； 6. 所投资资产不能按时收回投资本金和收益的，通过开放参与、退出或滚动发行方式由后期投资者承担风险，但管理人进行充分信息披露及风险揭示且机构投资者书面同意的除外。 <sup>〔78〕</sup>	投资于非公开市场，滚动募集、混合运作、期限错配、分离定价、未单独建账或未独立核算。 <sup>〔79〕</sup>

## 2. 禁止资金池业务的原理

### （1）防止资金混同

禁止资金池业务是为了防止银行其他业务与资管业务之间的资金混同，导致金融机构在没有满足银行业监管指标要求的情况下实质上从事银行业务。

从民商法角度看，投资者的资产实质上是其对金融机构的债权。投资者的回报取决于资管经营机构的信用，而金融机构的回报依赖于其投资企业的信用，由金融机构承担失败风险和成功收益。资金混同之后，虽然合同上约定该资管产品的资金投向某项底层资产，但资金不一定投向合同中约定的资产，投资者所得的收益也可能与资产回报无关。

从银行法角度看，银行作为信用中介，通过吸收活期存款同时发放贷款，发挥了信用转换、期限转换和流动性转换功能。<sup>〔80〕</sup> 金融机构经营资金池业务，从事的是实质上的银行业务，主要是因为：第一，信用转换，资金池业务分离定价，资管产品下的资金脱离对应标的资产的实际收益率，确定投资者的申购价格和收益水平。常见的分离定价操作是，发行集合资产管理产品时，投资者认购价格确定；此后不论产品投资盈亏，后进资金均按照相同价格认购，先出的资金均按照事先确定的收益率确定投资收益，实际上是投资风险由金融机构负担。第二，期限转换，资金池业务滚动发行过程中往往存在资金端与资产端期限错配，金融机构用新债还旧债。第三，流动性转换，资管产品的资金端是投资者存款，流动性仅次于现金，而在资产端，投资端的资产流动性较低，实际上是用高流动性工具投资于低流动性资产。

### （2）打破刚性兑付

从经济学角度看，刚性兑付是投资者控制委托代理风险的合同手段。从法理层面考量，刚性

〔76〕 参见《中国银监会关于印发王华庆纪委书记在商业银行理财业务监管座谈会上的讲话的通知》（银监发〔2011〕76号）；《中国银监会关于银行业风险防控工作的指导意见》（银监发〔2017〕6号）。

〔77〕 参见《关于〈中国银监会办公厅关于信托公司风险监管的指导意见〉（银监办发〔2014〕99号）的执行细则》。

〔78〕 参见《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》（证监会公告〔2016〕13号）。

〔79〕 参见《中国保监会关于加强组合类保险资产管理产品业务监管的通知》（保监金〔2016〕104号）。

〔80〕 参见彭冰：《商业银行的定义》，载《北京大学学报》（哲学与社会科学版）2007年第1期。

兑付违背资管产品委托理财的本质，抬高无风险收益率，干扰资金价格形成机制，容易引发道德风险和信用风险。存在刚性兑付的原因在于，我国现有信义义务法律法规不能完全保护投资者，金融机构也经常滥用管理权，损害投资者利益。<sup>〔81〕</sup>

刚性兑付的问题是风险传导中断，业务风险积累于资管机构。<sup>〔82〕</sup>当资产端投资失败时，风险由金融机构承担，投资者享受无风险预期收益。当金融机构承诺刚性兑付时，从民商法角度看，金融机构承担债权，必须到期还本付息。从银行法角度看，刚性兑付类似银行吸收存款时的承诺，投资者存款后，可以获得固定收益的本息回报，使得金融机构的资管业务异化为影子银行业务。

打破刚性兑付意味着资管产品回归本源。金融机构应当遵守信托文件的规定，为受托人最大利益处理信托事务。受托人必须恪尽职守，履行诚实、信用、谨慎、有效管理信托财产的义务。投资者则贯彻买者自负的原则，谨慎投资。

### 3. 监管对策和工具

《资管新规》中的资金池业务监管方法包括资管业务产品分离，资金由第三方托管和信息披露。

首先，资管业务与其他业务分开管理，资金由第三方托管。金融机构开展资管业务，应当确保资管业务与其他业务相分离，将代客业务与自营业务分离。通过设立子公司、资管业务与其他业务分离、代客业务与自营业务分离的方式，实现风险隔离，防止资金混同。金融机构发行的资管产品资产应当由具有托管资质的第三方机构独立托管。

其次，资管产品分开管理，可以防止同一产品期限错配。各个资管产品的资金单独管理、单独建账、单独核算，合理确定资管产品的投资期限，加强对期限错配产品的流动性风险管理。资管产品直接或者间接投资于非标准化债权类资产的，非标准化债权类资产的终止日不得晚于封闭式资管产品的到期日或者开放式资管产品的最近一次开放日。

此外，金融机构还应披露资管计划所投资的资产净值，消除信息不对称，让投资者有心理预期，督促金融机构做好资管产品的管理工作。

#### （三）打击嵌套的穿透式监管

《资管新规》第22条规定，资管产品可以再投资一层资管产品，但所投资的资管产品不得再投资公募证券投资基金以外的资管产品。因此，《资管新规》允许存在两层嵌套，嵌套形式如图1所示。

《资管新规》明确了单层嵌套规定，资管产品只能再投资一层资管产品。穿透式监管的重点在于从事通道业务的机构，是指由委托人或者第三方主导，借助信托公司等金融机构作为资金通道。这些机构通过设定一层或者多层资管产品，为指定的融资方进行融资。如果投资者与通道功能主体之间签订信托或资管合同，但未明确约定责任承担主体，发生兑付风险时，商业风险由投资者承担，通道功能主体可能承担其他责任。

〔81〕 参见苏薪茗：《银行理财产品的发展与转型》，载《中国金融》2017年第12期。

〔82〕 参见罗苓宁：《防范银行理财风险》，载《中国金融》2017年第12期。

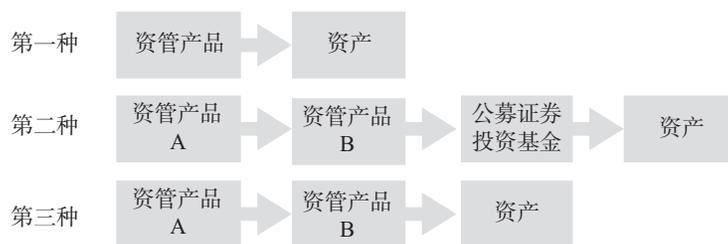


图 1 嵌套形式

### 1. 穿透式监管

《资管新规》引入了穿透式监管的概念，指穿透金融产品的表面形态，将资金来源、中间环节与最终投向连接起来，按照实质重于形式的原则，根据金融业务和行为的实质判断交易性质，根据产品功能、业务性质和法律属性明确监管主体和适用规则，对金融机构的业务和行为实施全流程监管。<sup>〔83〕</sup>

#### （1）投资者与资产的识别

穿透式监管需要认真界定产品的金融属性和法律关系，包括存款、贷款、保险、股票、债券、集合投资计划。根据投资收益的安全性，现有资管产品可以分为固定收益类和权益类两类。固定收益类的底层主要是债权，核心是本息刚性兑付。这些债权不能在标准交易所和银行间市场流通，又称为“非标债权”，包括银行理财、信托、券商、保险、私募基金以及金交所备案的产品等。权益类资管产品可以分为未上市公司股权和二级市场证券（股票、债券、衍生品），股权投资类产品的判断逻辑有市场前景、企业营收、价格趋势、退出渠道四个方面。提高监管有效性需要统一认定金融产品与金融功能之间的法律关系。

资管产品的投资者注册时，如果购买者是资管产品，要求该资管产品登记其最终投资者与资金来源（披露其增加的杠杆）。如果投资者是合格投资者，则可以免除穿透。《资管新规》中豁免底层投资者穿透的情形是投资对象是公募证券投资基金，第 5 条保留了“金融监督管理部门视为合格投资者的其他情形”。

#### （2）信息披露与共享

穿透式监管“发现事实”的核心在于信息披露和监管机构共享，包括披露最终投资者和底层资产。《证券法》规定了强制信息披露规则、收购上市公司股票超过 5% 时的披露“慢走”规则<sup>〔84〕</sup>和反操纵规则。强制信息披露理论的依据是有效资本市场假设——有效市场上，大量买主和卖主之间形成反映该商品所有公开信息的价格，从而合理配置资源。<sup>〔85〕</sup>

监管科技在信息披露和共享方面具有重要作用：一是借鉴国际法人机构识别编码（LEI）的经验，研究制定资管产品代码唯一的统计标准，统一产品标准、代码、信息分类、数据定义和数

〔83〕 参见袁达松、刘华春：《论穿透式金融监管》，载《证券法律评论》2017 年卷，中国法制出版社 2017 年版，第 38 - 48 页。

〔84〕 “慢走”规则的作用在于使上市公司股份的买卖过程依法停顿，避免市场过度震荡，保护中小股东的利益。

〔85〕 参见高西庆：《证券市场强制性信息披露制度的理论根据》，载《证券市场导报》1996 年 10 月号。

据格式,逐个产品统计基本信息,募集、资产负债和终止信息,实现逐层识别。<sup>[86]</sup>二是建立统一的资管产品信息登记系统,直接收集各金融机构资管产品的发行和交易数据,实现资金链全流程的监测统计。<sup>[87]</sup>

## 2. 理论渊源

穿透式监管作为一种识别金融行为本质的监管方法,依据的理论基础是功能监管理论和行为监管理论。其中,行为监管是基本的监管方式,功能监管是重要的监管理念补充。

行为监管理论由英国经济学家泰勒提出,主要针对金融机构审慎性风险和机会主义行为,形成了包括审慎监管和行为监管的“双峰”设想。<sup>[88]</sup>双峰监管的前提是银行、证券和保险的分离不再是监管金融体系的最佳方式,银行业在金融业中不具备主导地位。<sup>[89]</sup>银行、证券、保险的行业区分在行为监管理论中无关紧要,金融机构的行为性质是规范的重点,包括禁止误导性销售和欺诈、充分的信息披露、个人金融信息保护以实现合同及交易公平、打击欺诈、规范业务流程等。

功能监管理论由哈佛大学商学院默顿教授于1993年提出,主要针对分业监管体制下机构监管的缺陷。金融体系承担支付清算、集中和分配资金、管理风险、价格发现、降低信息搜寻成本等基本功能。<sup>[90]</sup>根据金融产品功能和金融业务性质,对于任何跨行业、跨市场金融产品和业务,都可以明确划分监管主体,确定监管规则。对不同类型金融机构的相同或类似业务实行统一的或相对统一的监管标准,避免监管重叠和监管真空。功能监管可以适应金融机构业务的多元化,加强业务监管,但在涉及整体风险和流动性的审慎性监管方面,局部的功能监管并不能完全满足需要。特别是对金融集团各种业务实施功能监管的同时,需要一个机构从整体上实施审慎监管,抑制金融风险。<sup>[91]</sup>

行为监管与功能监管互为表里,相互补充。功能监管和行为监管本质上都是“同业”监管,只是行为监管须基于功能监管,即同一功能遵循同一监管原则,监管对象适用同一行为准则。<sup>[92]</sup>功能监管理念强调对相同的金融产品采取相同的监管规则,但未涉及监管机构的设置问题,不能在体制上解决监管套利问题。功能监管本质上是一种有益的监管思想,但实践中仍应以行为作为基本的合法性识别对象。

## 3. 实践经验

美国《1940年投资公司法》规定了“看穿”条款(look-through provision),防止投资公司

[86] 参见祁永忠:《穿透式金融监管:理论、实践及启示》,载《宁夏党校学报》2018年第11期。

[87] 参见苟文均:《穿透式监管与资产管理》,载《中国金融》2017年第8期。

[88] 参见黄辉:《中国金融监管体制改革的逻辑与路径:国际经验与本土选择》,载《法学家》2019年第3期。

[89] See Bryane Michael, The “Twin Peaks” Regulatory Model: The Future of Financial Regulation? (March - April) *Banking Today*, 3-4 (2014).

[90] See Robert C. Merton, A Functional Perspective of Financial Intermediation, 24 (2) *Financial Management*, 23-41 (1995).

[91] 参见廖凡:《竞争、冲突与协调——金融混业监管模式的选择》,载《北京大学学报》(哲学社会科学版)2008年第3期。

[92] 参见鲁篱、田野:《金融监管框架的国际范本与中国选择——一个解构主义分析》,载《社会科学研究》2019年第1期。

恶意规避人数限制，体现了穿透式监管的理念。如果某一投资公司持有 3（c）（1）条下基金 10% 以上份额，则该投资公司所有受益人也被计入合格投资者人数限制。私人投资顾问在过去 12 个月内服务的客户少于 15 名，可以免于向美国证券交易委员会注册。由于私募基金下 1 只基金算作 1 名客户，大部分私募基金有意把管理的基金数量控制在 15 个以内，从而避免向证券交易委员会注册。为加强对对冲基金的监管，美国证券交易委员会于 2004 年重申看穿条款，在计算客户数量时，不再将 1 只基金算作 1 个客户，而是把基金的投资者都列为客户，缩小了豁免注册的范围。<sup>[93]</sup>

2016 年，央行、中央宣传部、中央维稳办等部门在《通过互联网开展资产管理及跨界从事金融业务风险专项整治工作实施方案》的通知中提到“穿透式监管方法”，透过表面界定业务本质属性，落实整治责任。由此，穿透式监管正式登场，成为我国的中央级经济政策。这一政策的出发点是规范互联网金融，有三个主要原因：一是金融消费者对复杂、重叠、嵌套的融资活动缺乏审慎态度和辨别能力；二是互联网金融产品对现行的地域管辖形成挑战；三是一行三会等部门的职能分工存在重叠和空白。

具体到银行业，2017 年 3 月《关于开展银行业“监管套利、空转套利、关联套利”专项治理工作的通知》要求，按照穿透原则认定关联方和关联交易；4 月 6 日下发的《关于开展银行业“不当创新、不当交易、不当激励、不当收费”专项治理工作的通知》要求，对同业投资业务实施穿透管理至基础资产；4 月 7 日《关于银行业风险防控工作的指导意见》扩展到债券，并重申同业业务采用穿透管理，直至基础资产；4 月 10 日《关于切实弥补监管短板提升监管效能的通知》提出，强化风险源头遏制，加强股东准入监管，穿透识别实际控制人、最终受益所有权人，并审查其资质；6 月《中国金融业信息技术“十三五”发展规划》提出建立覆盖全市场、穿透式信息的交易报告制度，探索基于大数据、人工智能等技术的穿透式监管方法。穿透式监管的提出和应用体现了我国金融监管的从严趋势。

#### 4. 质疑与回应

反对穿透式监管主要有两个理据：第一，2016 年国务院办公厅《关于印发互联网金融风险专项整治工作实施方案的通知》重点关注互联网金融，监管部门却将穿透式监管的适用范围延伸至所辖领域的几乎所有规章。第二，穿透式监管突破了原有的监管界限。为了保护投资者的利益，必须尊重资管产品的外在形式，谨慎适用穿透式监管规则。<sup>[94]</sup>

但是，《资管新规》的颁布表明中央赞同进行穿透式监管，其在证券市场监管实践中也早有先例。证监会在审核公开发行股票申请时，扩大了保荐人的专业核查范围，查处违法、违规案件时采用“账户组”等概念，目的均在于发现真实关系及其实质，以此实施监管。

此外，将公司与资管产品相比也不合适。第一，刺破公司面纱的前提是严重危害债权人，但资管产品不是公司或法人主体。资管内部法律关系有信托关系、<sup>[95]</sup> 委托关系、<sup>[96]</sup> 信托和委托

[93] 参见前引 [87]，荷文均文。

[94] 参见邓峰：《对资本市场滥用“穿透式”监管，可能形成更严重系统损害》，载《财经年刊 2018：预测与战略》。

[95] 参见赵廉慧：《信托法是调整资管业务的基本法》，载《当代金融家》2018 年第 11 期。

[96] 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》，载《人民司法》2006 年第 6 期。

之中间形态的法律关系<sup>[97]</sup>三种看法。即使有学者认为资管产品可以被视为特殊目的载体(SPV),<sup>[98]</sup>以此解释资管产品中存在不同委托人之间、委托人与受托人之间、委托人—受托人—第三人之间的多维关系,并非为了保护债权人的利益。第二,刺破公司面纱原则保护的是外部债权人的利益,而对资管产品穿透式监管保护的是内部投资者的利益。第三,《公司法》中公司设立经营准入门槛相同,不存在监管套利。金融法上的穿透式监管是为了保护公众投资者利益,不同资管产品经营范围、投资者准入门槛不同,需要防止资管机构通过嵌套进行监管套利。

#### 四、统一监管模式的派生问题

统一监管可以消除分业监管中各机构条块分割、沟通不足、信息共享困难等问题,提高监管效率,但对监管机构的监管能力要求很高,需要克服监管失灵的基本问题。具体而言,一是在信息上,政府对私人市场信息的控制有限;二是负责管制的官员与受管制者可能存在利害关系,以及政治过程的局限性。管制本身的高成本也成为政府财政支出扩张的重要原因。管制与政治利益结合,更导致权力滥用等问题。

##### (一) 监管组织风险

就监管组织模式而言,统一监管和多边监管之间的选择没有绝对最优的组织模式,但有一些影响监管组织结构的基本因素,包括监管组织结构与监管目标的兼容性,监管的规模经济和范围,经济效应,降低监管成本、提高效率,减少监管冲突和监管疏漏,增强监管者和监管机构的责任心,促进监管信息沟通与监管合作,建立易于识别的监管组织结构,防止权力过度集中和过度分散,建立有效的权力制衡和约束机制。从统一监管模式有效的外部条件来看,金融监管集中程度或可能性与制度环境优劣成正比,与市场规模和央行的参与程度成反比。<sup>[99]</sup>换言之,制度环境越成熟,越易于实现统一监管;市场规模越大,央行在金融监管体系中的角色越积极,实现统一监管的可能性就越小。

统一监管的组织模式还存在几个问题。第一,混业经营是现代金融的特征,但不是所有的金融机构都混业经营,也没有统一的模式建立内部组织架构。只要金融机构内部建立起良好的风险控制体系,在各个业务之间进行有效隔离,监管结果与分业经营面临的情况相似。

第二,统一监管难以协调监管目标和监管文化之间的矛盾。银行和保险监管侧重安全与稳定,是一种“家长式”的监管文化。<sup>[100]</sup>证券监管机构通常更为强硬,强调信息披露和自律监管,依靠更为激进的执法手段处罚不当行为人。以德国为代表的“全能银行制”国家,对包括银行、证券和保险在内的所有金融机构,实施与银行相当的资本充足率标准。在英国等金融分业经营的

[97] 参见叶名怡:《结构化资管计划的私法规制——以“宝万之争”为例》,载《法学》2018年第3期;缪因知:《资产管理内部法律关系之定性:回顾与前瞻》,载《法学家》2018年第3期。

[98] 参见刘燕、楼建波:《企业并购中的资管计划——以SPV为中心的法律分析框架》,载《清华法学》2016年第6期。

[99] See Donato Masciandaro, Financial Supervision Architectures and the Role of Central Banks, 18 *Journal of Transnational Law*, 367-368 (2005).

[100] 参见杨勇:《金融集团法律问题研究》,北京大学出版社2004年版,第195页。

国家，资本充足率主要适用于银行，即使对证券公司和保险公司执行某些资本充足率标准，也与银行有根本不同。

第三，统一监管可能会导致监管信息的损失。多边监管机构之间存在着不同程度的竞争，这种市场机制可用于从更广阔的角度提供更多信息。相比之下，统一监管机构获取监管信息取决于少数人的研究，其全面性、真实性和完整性缺乏保证。这一原理与不能建立一个垄断全行业企业的理由是一致的。

第四，规模过大的统一监管机构会导致官僚主义、形式主义和权力的过度集中，降低监管效率和质量。与其他形式的政府干预一样，自由化的措施容易遭到“俘获”和扭曲。<sup>[101]</sup> 如果监管重心放在促进机构发展、扩大监管范围，监管环境最终将变得过于宽泛。在权力的制约和监督方面，多边监管比统一监管具有天然优势。

第五，统一监管往往将监管冲突内部化。冲突意味着存在不同的利益主体和利益诉求，解决这些利益冲突和矛盾，最公正的做法是通过公共决策，以民主投票的方式决定利益的取舍。统一监管机构较少采取公开化的方式进行决策，冲突和矛盾大多压制在监管机构内部，而内部冲突解决大多不是从社会公共利益出发，而是基于其特有的偏好。

综上，统一的监管组织模式具有多重风险，机构职能分割依然是权力制衡、监管独立、专业化的最好方式——根据银行、证券、信托、保险的不同功能和特点分别监管，特别是银保监会不能与央行重新合并，否则将产生货币政策与监管同步震荡、过度调节的问题。<sup>[102]</sup> 事实上，统一监管不是监管部门的简单合并，统一的不是“机构”，而是“标准”。在特定金融产品、业务的经营上，银行、证券和保险业应当有统一的行为标准，防止监管差别和监管套利。统一监管的核心在于信息披露和共享机制，<sup>[103]</sup> 解决金融市场信息不对称的问题，限制金融机构的过度投机行为。在这一理念的基础上，如何统筹协调各监管部门，降低监管损耗和合规成本是未来资管行业乃至整个金融监管应当着重考虑的问题。

## （二）监管失灵和风险

### 1. 监管竞争

监管竞争是指各监管部门职权交叉、监管内容重合及监管对象重复。金融监管机构之间竞争格局的形成源于监管传统，目的是提高监管效率。<sup>[104]</sup> 监管竞争的可能后果是监管竞次和监管套利。重合复杂的监管不仅会导致监管部门权力竞争的内部损耗，而且提高被监管对象的合规成本，降低市场自由度。以债券发行体系为例，在分业监管机制下，多个监管机构负责审批不同类型的债券发行，如果债券规模存在扩张竞争，容易造成金融市场信用风险上升。

### 2. 监管腐败

金融自由化、私有化和放松管制导致的俘获、设计不当的改革和软弱无力的监管，为腐败、

[101] 参见〔美〕斯蒂芬·哈格德：《亚洲金融危机的政治经济学》，刘丰译，吉林出版集团有限责任公司2009年版，第15-16页。

[102] 货币政策的目的在于国民经济的稳定和发展，宏观审慎管理稳定的是金融系统的发展，目标是为经济发展提供稳定的金融服务，两者有所重叠但是区别明显。

[103] See The Financial Sector Assessment Program, IMF, March 8, 2018.

[104] 参见冯辉：《论金融监管竞争及其法律治理》，载《法学家》2019年第3期。

私人诈骗和不法行为提供了机会。<sup>[105]</sup>如同19世纪中期美国政府的腐败,由于严重缺乏证券法律法规,投机商通过金钱利益控制着忠实于自己的法官。股市投机者的博弈变成了一场腐败官员随意篡改市场规则的游戏。<sup>[106]</sup>从长期看,监管改革涉及更为根本性的问题,如公司治理、政商关系透明度、法治,甚至社会财富分配。

### 3. 监管寻租

监管权力使监管机构对资源配置产生影响。对金融机构来说,有租可寻,就产生寻租现象。一方面有人或者“院外集团”寻找这些“租金”,另一方面由于可以增加监管工作人员的收益,监管机构也乐观其成,破坏了公平的金融市场竞争秩序。

院外集团是指为了某种特定利益而组成的企图影响立法和政府决策的组织。规制俘获理论认为,政府规制并非完全为了纠正市场失灵,也是利益集团寻求利益保护的一种程序和方式。<sup>[107]</sup>政府保护公众利益、制约被规制企业不正当获利行为的规制目标并未实现。<sup>[108]</sup>改革政商关系意味着监管更加透明和独立,也需要引入更多竞争,取消不同形式的保护、补贴和特权。

金融监管机构的统一可以在某些情况下提高监管效力和效率,例如就金融集团的管控,统一监管机构可以更好地监控公司活动和市场变化。但是,监管架构的调整并不意味着有效监管。制度结构是第二位的,排在监管有效因素之后,监管有效因素包括明确的目标、机构独立性和问责制、充足的资源、全面管制、成本效益等。变化的监管架构有可能是因为社会要求政府“做点什么”,特别是金融危机之后,但并不一定能铲除危机的根源。如果在分业监管下,金融监管存在目标不清、监管手段落后、效率低下、官僚主义严重、独立性不强等问题,不能寄希望于通过机构合并来改变。我国银行、证券和保险监管中出现的问题,很大程度是监管本身的权责不清、效率不高、功能异化等原因所致。因此,简单的机构合并不能从根本上解决问题,<sup>[109]</sup>提高监管能力是考虑监管架构的前提。

### (三) 司法监管化

司法与金融监管的配合是有效落实金融监管、强化投资者权利保护和加强资管产品合同执行的重要方面。法院在资管案例中有司法监管化的趋势,将监管政策作为判案标准和规则。<sup>[110]</sup>在强监管背景下,金融商事审判与监管部门协同配合,司法审判结果与金融监管取向和态度趋于一致,共同防范化解金融风险,但也违背了法律位阶效力原则,影响司法独立。资管新政如何与司法衔接,发挥司法对金融监管有效性的促进作用,成为新的风险和司法问题。

[105] 参见前引 [101], 斯蒂芬·哈格德书, 第15-16页。

[106] 参见 [美] 本·伯南克:《金融的本质》, 巴曙松、陈剑译, 中信出版集团2017年版, 第110页。

[107] See Richard A. Posner, *Theories of Economic Regulation*, 5 (2) *Bell Journal of Economics & Management Science*, 335-358 (1974); George J. Stigler, *The Theory of Economic Regulation*, 2 (1) *Bell Journal of Economics & Management Science*, 3-21 (1971).

[108] See George J. Stigler, Claire Friedland, *What Can Regulators Regulate? The Case of Electricity*, 5 *Journal of Law & Economics*, 1-16 (1962).

[109] 参见赵静梅、吴风云:《金融监管一体化:世界潮流还是全球试点?》, 载《经济与社会体制比较》2005年第2期。

[110] 参见黄韬:《公共政策法院——中国金融法制变迁的司法维度》, 法律出版社2013年版, 第109页。

## 1. 限制意思自治

金融法包括金融监管法与金融商法，与主要依据金融监管法的主管部门的监管不同，金融商事审判审理的对象是金融交易行为，主要适用的是金融商法。金融交易本质是信用交易，即一方同意他方延期偿还债务，性质上属于合同。金融市场参与主体既有以营利为目的的商人，也有中小投资者和消费者，需要金融组织法对金融市场中的金融机构进行规范，需要金融投资者保护法、金融消费者保护法对金融投资者、金融消费者进行保护。《资管新规》作为广义的金融监管法，必须与金融商法有机结合，才能有效保障金融市场的顺利运行。

意思自治与国家管制是辩证统一的。监管力度的加强，往往意味着对行为自由的限制，结果是一些原本处于模糊地带的交易行为，甚至一些原本合法的金融产品，也可能在新的监管政策下被认定为违规，例如国债回购交易纠纷、可转换债券认购纠纷、定向增发认购权纠纷、基金赎回纠纷、权证交易纠纷、内幕交易纠纷以及与私募基金相关的纠纷等。为逃避监管，当事人往往采取虚伪意思表示的方式，以合法形式掩盖非法目的。以融资性买卖为例，融资性买卖又有资金空转型和代垫资金型之分，前者属于企业间借贷，后者属于连环买卖。又比如，回购型融资租赁是企业间借贷还是融资租赁，股权让与担保是股权转让、让与担保还是股权质押，名股实债中当事人享有的是股权还是债权等等。

最典型的是跨业通道业务的效力及法律性质认定。根据银监会 2014 年《商业银行并表管理与监管指引（2015 修订）》的规定，通道类业务是指商业银行或银行集团内各附属机构作为委托人，以理财、委托贷款等代理资金或者利用自有资金，借助证券公司、信托公司、保险公司等银行集团内部或者外部第三方受托人作为通道，设立一层或多层资管计划、信托产品等投资产品，从而为委托人的目标客户进行融资或对其他资产进行投资的交易安排。委托人实质性承担上述交易活动中所产生的信用风险、流动性风险和市场风险等。2008 年《银行与信托公司业务合作指引》指出，信托公司在银信合作中应坚持自主管理原则。自主管理是指信托公司作为受托人，在信托资管中拥有主导地位，承担产品设计、项目筛选、投资决策及实施等实质管理和决策职责。银监会《关于调整信托公司净资产计算标准有关事项的通知（征求意见稿）》将信托公司信托业务区分为事务管理类（通道类）和非事务管理类（非通道类）两类，按照实质重于形式原则，根据信托当事人真实意图、交易目的、职责划分、风险承担等因素进行区分，并依此禁止通道类业务。

金融市场交易行为，应当坚持意思自治原则，允许市场交易主体自由设计不同的交易安排，满足金融市场主体的商业需求。例如，尽管《私募投资基金监督管理暂行办法》等规定和基金业协会的自律性规则均禁止私募基金管理人、私募基金销售机构向投资者承诺投资本金不受损失或者承诺最低收益，《资管新规》也明确规定，分级资管产品不得直接或者间接对优先级份额认购者提供保本保收益安排，但是这些行业监管要求是业内机构必须遵守的规则，不会产生效力性法律后果。司法机关不会因此认定协议无效，而是根据双方实质法律关系作出相应判断。

## 2. 法律位阶之疑

强监管给金融商事审判带来的挑战首先是法律位阶效力问题。从法律位阶来看，《资管新规》只是规范性文件，效力低于法律法规。而法律对于通道类业务本身没有明确禁止，司法机构对于

通道类信托合同效力仍然持谨慎态度，一般将通道类信托的法律性质认定为信托关系。在吉林省建苑设计集团有限公司与四川信托有限公司纠纷中，<sup>〔111〕</sup>最高人民法院认为，《信托法》并未区分主动信托与被动信托。吉林建苑与四川信托的《信托合同》明确约定受托人根据委托人指定管理并运用信托资金，按照信托目的持有、管理信托财产，直到信托终止。四川信托依照合同约定，以自己名义与众诚公司签订并履行《信托贷款合同》，双方交易符合信托法律关系的特点。吉林建苑形成董事会决议决定设立案涉信托贷款项目在先，四川信托的《尽职调查报告》出具在后，吉林建苑未提交证据证明其形成董事会决议的目的是为了获取四川信托的《尽职调查报告》。而且《信托合同》约定委托人了解并认可借款人与保证人的经营状况、财务状况、信用状况，自行判断并承担风险。众诚公司的财务数据在齐鲁股权交易中心网站上是公开的，吉林建苑有能力查询获得。吉林建苑作为理性的商事主体，在合同已经约定由其自行判断并承担风险的情况下，应当认真审查投资风险，案涉《尽职调查报告》未对吉林建苑造成误导，四川信托不构成违约。

穿透式监管以实质重于形式的穿透原则看待金融交易产品的有效性，这种监管思路打破了行政监管与司法审查的双重分工，甚至直接传导给司法审查。例如，最高人民法院在北大高科公司与光大兴陇信托等借款合同纠纷二审民事判决书中援引了《资管新规》，对案涉业务是否属于通道业务作出判定，进而认定通道业务所涉交易合同的法律效力。<sup>〔112〕</sup>法院扩大了《合同法》第52条“以合法形式掩盖非法目的”“违反社会公共利益”等认定合同无效的情形，将“去通道”的金融监管政策作为判定合同效力的依据，比较宽松地解释了“违反社会公共利益”。<sup>〔113〕</sup>

法院在认定行为性质时，应当将金融交易的横向规范与金融市场纵向监管有机结合，对于违反监管规定的行为，可以通过司法建议的方式，由金融监管机构通过行为予以规范和整治，实现商事审判和金融监管的功能互补与协同配合；<sup>〔114〕</sup>还要加强与监管部门的合作，建立纠纷诉调对接机制。对于违反监管要求的行为，金融监管机构可以通过司法咨询行为进行规范和纠正，以补充和配合金融监管职能。

### 3. 司法独立性之困

金融监管的变动性与司法裁判尺度的稳定性之间的矛盾决定了通道、委托贷款等业务在强监管的背景下可能面临合同有效但是违规的问题。对此类业务，法院在效力认定上面临着两难选择：如贸然认定无效，意味着否定了体量庞大的交易的有效性，可能会带来难以估量的不良后果，既不合乎法不溯及既往的法理，也难以保持裁判尺度的一致性；但如完全无视监管政策，认定交易有效，又不符合防范化解重大金融风险的目的。

资管新规如何与司法衔接，有效促进金融监管的司法监督，成为新的问题。司法审判不同于

〔111〕 参见最高人民法院（2017）最高法民申5004号民事裁定书。

〔112〕 参见最高人民法院（2015）民二终字第401号民事裁定书。

〔113〕 最高人民法院（2017）最高法民终41号民事判决书中把票据行为穿透成为借贷关系；在福建伟杰投资有限公司诉福州天策实业有限公司营业信托纠纷案〔最高人民法院（2017）最高法民终529号民事裁定书〕中，最高人民法院因《信托持股协议》《保险公司股权管理办法》的禁止性规定，依照《合同法》第52条损害社会公共利益合同无效等规定，认定案涉《信托持股协议》无效。

〔114〕 参见关丽：《强监管背景下的金融商事审判法官视角》，载《法苑》2018年10月18日，转引自<https://www.chinaiprlaw.cn/index.php?id=5380>，最后访问时间：2019年7月27日。

金融监管，要保持司法定力，尽力维护裁判尺度的稳定和统一。金融商事审判主要依据和适用金融商法，在保护市场主体意思自治和民事权利的基础上，保护正当有序的金融秩序。因此有必要准确划定行为自由与金融监管的边界，正确认定合同效力。只有违反法律、行政法规的效力性、强制性规定或违背善良风俗的合同才无效，一般不将违反规章的合同认定无效。基于意思自治以及鼓励交易原则，对于以银行账户、理财产品、人身保险的保单等为标的的新类型金融交易，原则上要持开放态度，不宜轻易认定无效。对资产证券化、互联网金融、P2P等无法可依或者规范依据层级较低的交易形态，要谨慎认定合同有效。

在强监管背景下，人民法院金融审判工作既要遵循金融发展规律，又要符合司法审判的自身特点，实现服务实体经济、防控金融风险和深化金融改革的作用。金融商事审判遵循的原则包括：一是正确认定金融行为的性质和效力，规范贷款通道业务，不保护背离实体经济利润的借贷利率，引导和规范金融行为回归本源。二是防范金融风险，加强金融机构风险承担的主体责任，谨慎对待金融创新，明确场外配资、债券纠纷、委托理财案件的裁判标准，修订完善新形势下不良资产处置政策。三是优先保护金融消费者和中小投资者利益，有效规制过度担保，强化格式条款的审查，正确分配举证责任。

在司法审判中贯彻落实这些原则：一要依法审理各类金融民商事案件，准确界定法律关系、正确认定合同效力、合理确定权利义务关系；二要及时梳理、修改不良资产处置等不能适应新发展理念的司法解释形成新的司法理念和裁判思路；三要加强对私募股权投资、委托理财、资产证券化、场外配资、对赌协议等新类型金融案件的研究，发布指导性案例，出台指导性意见以及提出司法建议等。

## 五、结 语

监管模式的设计与调整需要根据本国监管的历史沿革和宏观环境背景、金融业发展现状的客观实际进行设计和优化。正如在进化博弈论的基础上考虑制度问题的佩顿·扬所言，应该采取“（将制度作为）博弈的内生结果与均衡”的思考方式，<sup>[115]</sup> 将金融从业者、监管当局与司法机构视为内生博弈的参与者，他们在博弈过程中形成的稳定关系就是制度。金融监管与金融结构本质上是一个动态的协同演化系统，在金融市场的架构逐步成熟、业务结构成型稳定的基础上，金融混业经营是基本趋势，与之相适应的监管体制也应该是逐步调整和变革的。

《资管新规》的颁布是解决金融混业经营与分业监管之间矛盾的重要举措。资管行业的风险一方面源于金融机构资金池模式运作和承诺刚兑，资管业务成为实质上的银行业务，资管产品成为影子银行；另一方面，分业监管下不同资管产品的合适投资者、投资范围不同，导致资管产品进行嵌套绕开限制，同时利用嵌套积累和放大了金融风险。

《资管新规》由多家监管机构联合发布，统一了监管标准，不同金融机构必须接受相同监管

[115] See H. Peyton Young, *Individual Strategy and Social Structure: An Evolutionary Theory of Institutions*, Princeton University Press, 1998, p. 25.

规则,限制资管产品通过嵌套套利和不公平竞争,克服监管套利,即不同监管主体、不同监管思路、不同准入标准、不同执行力度所带来的金融机构监管规避。《资管新规》所规定的禁止资金池、打破刚兑,与限制嵌套、穿透式监管措施能有效降低资管行业的风险。同时,金融监管机构也应当协调监管职责,在分业经营为原则的基础上开展混业经营试点,防范监管失灵,逐步建成恰当分工、适当隔离、稳健经营的金融体系。国务院金融稳定发展委员会的统筹协调作用,可以在通畅监管机构间的合作渠道,统一监管目标、监管标准、监管进度等方面有所体现,得以形成金融发展和监管的强大合力,补齐监管缝隙和短板。司法监管化和监管司法化之间应该有所平衡,司法应该对金融监管产生监督作用,平衡金融监管的协调性和专业性,体现金融业的商业属性。

---

**Abstract:** Wealth management business challenges the existing sectoral regulatory system and leads to regulatory failure. The new wealth management business regulation aims to build up a collaborative regulatory framework so as to fit the cross-sectoral development in the financial markets. The new regulation needs to explain the cross-sectoral background of this business sector, potential financial risks, underlying logics of regulatory design, regulatory instruments targeting the so-called pool of cash and hard repayment rule, and more importantly, the possible dilemma when the new rules are implemented. The so-called go-through regulatory model aims to overcome regulatory arbitrage and regulatory competition. Although the new rules make some progress in response to the defects attached to the sectoral regulatory model, the financialization of financial markets and manufacturing sectors needs further deeper analyses and more effective regulatory responses.

**Key Words:** wealth management business, new wealth management business regulation, unified regulation, financial risks, go-through regulatory

---

(责任编辑: 缪因知 赵建蕊)