

# 结构化商事交易中的“客体主体化”： 兴起、挑战与法律回应

李安安 张仪昭

---

**摘要：**随着以复杂交易关系为基础的结构化商事交易的发展，实践中新型商事客体种类不断增多，产生了“客体主体化”现象。以“三类股东”成立基础之契约型基金、信托计划和资管计划为代表的新型商事交易模式反映了“客体”中的“主体化”倾向。“客体主体化”源于商事交易实践的繁荣发展、金融创新的不断推进和资本市场的激烈竞争。相较商事实践的欣欣向荣，我国关于“主体化”之调整规则停滞不前且价值缺位，因而应当重新树立“体系化”与“类型化”商事法律的调整路径。一方面，完善商事主体法，赋予新型商事主体的生存空间，允许当事人设计出最合适的治理机制；另一方面，确立以“试验式监管”为核心的监管机制，既给予商事主体充分尊重又注重防范风险，保障金融市场的稳定。

**关键词：**结构化商事交易；客体主体化；商事主体；试验式监管

[中图分类号] D912.28 [文献标识码] A [文章编号] 2096-6180(2020)01-0026-15

---

商事交易的繁荣发展逐渐改变了商事交易模式，商事交易组织体的结构及其行为随着交易发展而不断更新。有学者曾指出：“传统的商法的重点在于对商事组织与行为的成文法律规则的阐述；而现代商法则强调在新的经济和社会环境之下法律原则的具体运用。”<sup>(1)</sup> 交易主体、交易客体和交易过程的扩张是现代商法发展的重要特征：在交易主体层面，企业取代商人成为交易主体，越来越多的中间商也加入其中，构成结构化交易的基础；在交易客体维度，新型商事交易标的层出不穷，诸如商事信托、资产证券化和各类基金等如雨后春笋般出现；从交易过程视角来看，交易链条延长，交易关系逐步二元化。然而，在设计精妙的结构化商事交易模式之下，许多作为“客体”的新型商事交易标的也逐渐被打上“主体”的烙印，例如新三板中的“三类股东”、资产证券化等现象体现了“客体主体化”的倾向。本文试图立足结构化交易的商法演进趋势，分析新型商事交易“客体”转化为“主体”的过程与倾向，以期对商事主体与客

---

[作者简介] 李安安，法学博士，武汉大学法学院副教授；张仪昭，武汉大学法学院硕士研究生。

[基金项目] 司法部国家法治与法学理论研究项目“金融治理中的信息工具及其法律配置研究”（项目批准号：15SFB3031）。

(1) [英] 施米托夫：《国际贸易法文选》，赵秀文选译，中国大百科全书出版社1993年版，第29页。

体的治理提出新思路。

## 一、结构化商事交易模式的发展和“客体主体化”现象的兴起

### （一）结构化商事交易模式之演化创新

现代商法立足于交易实践，交易模式是其灵魂与核心，交易模式的进化发展是商法创新的原动力。所谓交易模式，是指商事主体在商事实践中创造出来的交易方式，这些交易方式为投资者或企业所使用。交易模式是为了商事主体的利益而被“加工”和“制造”出来的，例如股份买卖、票据背书以及公司的有限责任等都是在商法实践中创造并固定的交易模式。随着对交易模式的进一步设计，现代商事关系进化为一种由内部关系和外部关系相互嵌套的结构化交易模式：内部关系指向的是企业、企业联合和拟人化资产之间的关系；外部关系指向的是企业与消费者的营业关系，具有消费关系的特性。这种内外部关系不断发展，逐渐表现为一种链条式和网格化的交易关系，显示出结构化的样态。结构化商事交易是“客体主体化”现象的深刻体现，实践中出现的新型商事客体在结构化商事交易的语境之下具有“主体化”的意蕴。一方面，这些新型商事交易标的可以理解为一种资产，本身可以买卖、租赁、委托等，又分割出不同的交易模式，丰富了商事实践；另一方面，“结构化交易模式”中的内部关系具有准实体性，反映了“主体化”的特征，其体现为某种合约关系，这种关系的架构其实以财产为基础，内部的联合实际以资产结合或者资金池为基础。这种以固有财产为前提交易关系的结合在外部层面又作为一个整体进行商事活动，利益与风险在一定程度上转移，拥有独立地位。从消费者角度来看，其交易的对象是“合约关系”的整体，因而这些交易模式本身具有“主体”之特性。“客体主体化”现象正是此种在结构化商事交易的语境下产生的，结构化商事交易模式中的内外部关系体现了“客体”与“主体”的区隔因商事交易的发展而具有可转化的变动性。

### （二）“客体主体化”现象之兴起例证

资管计划、私募基金等这类构造复杂的新型商事交易活动正逐渐冲击和挑战传统的商事思维逻辑，最显著的表现就是主体概念观念化，商事客体有转化为主体的倾向，二者界分不再严格。下面以新三板市场的“三类股东”现象为例进行具体分析。

所谓“三类股东”，是指通过契约型基金、信托计划和资产管理计划（包含定向、专项和集合型资管计划）持股的股东，其法律本质均系受托资产管理契约的范畴，一般来讲，“三类股东”并不是独立法人实体，不能独立承担民事责任，且受限于工商登记<sup>〔2〕</sup>，“三类股东”在新三板的地位长期以来没有得到廓清，由此引发了诸多问题。一方面，“三类股东”可以在新三板进行投资，具有合格投资主体的身份；另一方面，需要首次公开发行（IPO）的企业却因

---

〔2〕戴鑫泽：《企业IPO中的“三类股东”——从私法和监管角度谈“三类股东”之适格性》，载《证券法苑》（第24卷），法律出版社2018年版，第58页。

为其不具备合格的股东身份而受到清理。<sup>(3)</sup> 监管部门对“三类股东”的问题一直持谨慎态度，考虑到防止利益输送、堵塞寻租漏洞、避免纠纷等现实情况，委托持股始终是 IPO 审核的红线。<sup>(4)</sup> 新三板的主要投资者都是机构投资者，“三类股东”在这样的市场上大量存在，监管部门在认可其合格投资者身份的同时，又不允许其成为拟 IPO 企业的股东，一度出现了凡存在“三类股东”必清理的局面。“三类股东”的交易构造复杂，法律关系层层嵌套，正反映了客体和主体的交叉与转化趋势。“三类股东”看似是以“契约”为形成基础，但从“三类股东”依托的结构化交易模式来看，不论是契约型基金、信托计划还是资管计划，都是法律上的实体，具有法律上的主体地位和资格。

纵观交易流程本身，从内部关系来看，“三类股东”成立的基础都是通过投资者购买或者直接投资某种特定的金融产品获取收益的行为。信托计划与资管计划都是资管行业中使用的工具和产品载体，具有“受人之托、代人理财”的类似特点，处于相同地位。<sup>(5)</sup> 这种基本商事交易模式的资金管理和组织架构都具有独立性和整体性，属于一种交易体系或者合约安排，存在于委托人和受托人、流动性提供者、增信提供者及其他服务商之间。从外部关系来看，内部复杂的结构安排已经使该工具对外突破了委托人/受益人和受托人双方就管理和分配信托财产所达成的孤立的内部契约安排，呈现法律关系的外部化特征。<sup>(6)</sup> 概言之，“契约”是“三类股东”的外部表象，体现了财产或资产作为“客体”的内容，但透过现象看本质，其内部法律关系也清晰体现了“主体”的法律特征。商事交易的客体因为交易的多元性和客观需要被赋予了主体的可能，“客体主体化”的现象越来越多地出现在商事实践之中，包括企业<sup>(7)</sup>、信托和资产证券化都不同程度地体现了此种倾向。

### （三）结构化交易模式视角下的“客体主体化”内涵解读

现代商法正是以交易模式为着眼点，出现了许多新特质，其中“客体主体化”是一个非常典型的表现。传统的商法范畴包括商事主体法和商事行为法，关注重心在于商事法律关系的主体、客体与内容。<sup>(8)</sup> 三者互相独立，彼此分离，泾渭分明。“客体主体化”现象打破了传统的商法体系，既是结构化商事交易发展演变至今的纵深拓展，也是当今时代新型商事交易客体与主体之间的新型互动关系，这种互动转变关系随着丰富的交易模式的演变而产生。本文所探讨

---

(3) 《非上市公众公司监管指引第4号——股东人数超过200人的未上市股份有限公司申请行政许可有关问题的审核指引》指出：“以私募股权基金、资产管理计划以及其他金融计划进行持股的，如果该金融计划是依据相关法律法规设立并规范运作，且已经接受证券监督管理机构监管的，可不进行股份还原或转为直接持股。”上交所《企业改制上市常见三十问》指出：“在IPO审核过程中，可能会因存续期到期而造成股权变动，影响股权稳定性。因此拟上市公司引入该类平台股东时应在考虑股权清晰和稳定性的基础上审慎决策。”

(4) 冯珊珊：《新三板IPO“三类股东”的两难境地》，《首席财务官》2017年第16期，第22页。

(5) 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》，《清华法学》2016年第6期，第10页。

(6) 李珊珊：《拟上市公司中“三类股东”身份适格性证成》，《海南金融》2018年第4期，第50页。

(7) 企业在客体层面具有财产属性，同时在主体上也是从事商事营业活动的对象。参见[美]刘易斯·普特曼、兰德尔·克罗茨纳：《企业的经济特质》，孙经纬译，上海财经大学出版社2000年版，第413页。

(8) 周亮：《新型商事交易标的物的商法调整》，法律出版社2016年版，第6页。

的“客体主体化”，是指在结构化商事交易的背景下，复杂的新型商事交易客体（如各类基金、信托计划、资管计划等资产证券化产品）在客观层面体现为某种财产的聚合，具有高度独立性，内部层面基于契约长期并持续；同时，基于财产的高度独立和功能结构之独立使得这些新型商事交易客体在主体意义上又反映为某种交易的实体，对外以独立的整体存在，属于一体化或者风险共担的联合，具有成为商事主体的某些特质。“客体主体化”是一个动态的过程，也是资产实体化的一个表现，资产结合需要人格的拟制，商事交易从单独性向结合性转变，以实现利益和效率的提升。在结构化商事交易的语境下，商事交易的内部关系和外部关系更加多元，因为有了中间交易介质的存在，商事交易结构层次渐趋立体，在这类链条化的交易模式之下，主体和客体不存在绝对区分，某些客体也具有商事主体的性质。现代商法仍会探讨主体、客体的概念，只是主体概念逐渐观念化而非实体化，而客体则渐趋实体化，表现为多种多样综合搭配的财产组合。客体是不确定的，会伴随着经营和交易风险而产生变化，也会产生扩张和整合，主体也会因为客体的变动而进行相应的变更，由此促进商事交易形态的扩张及其现代化。主体的继续存在也需要客体来支持，没有客体的资产就不会有主体的一系列经营等对外行为，进而主体也就无法存续。

客体的主体化倾向在新型商事交易模式之中体现得淋漓尽致，这些模式有相似性，但也有特殊之处，从其复杂的权利构造之中提取法律关系有助于清楚地认识客体与主体的转变和交叉，以更好地理解商法的利益平衡功能。“客体主体化”现象的兴起与概念的提出需要解决两个层面的内容：其一是“客体”为什么有转化为“主体”的倾向；其二是商法体系对于这种“主体化”特性如何进行调适。下文通过分析“客体主体化”的生成动因并探究商法的回应之道，尝试揭开结构化商事交易中“客体主体化”现象的神秘面纱。

## 二、“客体主体化”趋势的生成动因

传统商法和现代商法的互动表现为从商人到企业、从物品交易到资本交易、从商事行为到复杂的商事交易模式的演进趋势。<sup>(9)</sup> 鉴于交易实践是商法的出发点与落脚点，我们在分析与归纳“客体主体化”趋势之原因时应当坚持功能主义进路<sup>(10)</sup>，即以经济社会和历史背景为基础分析现象的生成动因以及商法规范的功能变迁。

### （一）商事交易实践的欣欣向荣

#### 1. 企业的产生与内涵重构

“客体主体化”现象的产生可以从企业的产生发展中觅得身影。商事领域新交易模式的出现引发了技术性和专业化的交易模式和独特路径的出现，企业作为最早出现的商事交易模式，成为商事创新的基础模板之一。从企业的产生来看，现代商法的主体实现了从商人到企业的飞

(9) 王延川：《现代商法的生成：交易模型与价值结构》，法律出版社 2015 年版，第 144 页。

(10) 范建：《当代中国商法的理论渊源、制度特色与前景展望》，《法制与社会发展》2018 年第 5 期，第 63 页。

跃。企业产生于对外交易的需要，企业的存在使得多个投资人的意志能够通过一个统一的主体行使，赋予其人格化的主体地位是简化法律关系、便捷交易的题中应有之义。

在客体意义上，企业是财产的集合体，由于出资的多样化，企业的类型也可以进行扩张。企业可以作为商事交易的对象，例如在解释企业并购时，一些学者认为需要将企业视为客体，这也促进了多元化商事交易类型的发展。在主观层面上，企业是当然的营业主体，我国现行法律早已承认企业的主体地位，企业的独立意志反映为法人的财产独立、交易独立以及责任独立。根据企业的两层内涵，企业的存在是为了降低交易风险而进行的资本结合，财产的集合出现了主体化的倾向：其一，企业作为主体，具有法人资格，可以对外经营；其二，客观意义上的企业，经营主体的融资和企业内部财产的整合使得企业类型可以扩张，并不断促进商事交易实践发展。因此，企业的存在本身就反映了商事主体所具有的财产属性、契约关系以及基于独立财产而具有的独立人格，这奠定了“客体主体化”的观念基础。

## 2. 商事交易类型的日新月异

随着社会经济生活的深刻变迁，商事交易模式得到了前所未有的创新发展。证券投资基金、资产证券化、集合资金信托计划、银行理财产品等都是现代商事交易实践中诞生的新型商事交易类型。五花八门的商事交易标的的权利结构和法律关系层层嵌套，出现了许多不同以往的特征。商事法律的射程也从企业法拓展到金融法，拨开迷雾，直击内核，这些新型商事客体的构造实际是依循着企业的构造路径进行演化，“主体”化倾向在这些商事交易标的中也不难识别，例如信托具有某种主体的特征，这在美国的相关法律和《海牙国际公约》中表现得非常明显。<sup>(11)</sup>

在我国的法律体系中，一般都把信托当作财产管理制度来对待，很少认为其是商事组织。但信托代替企业，在实践中越来越广泛地被投资人选择，这是目前国际商事组织形式发展的一个重要趋势。<sup>(12)</sup> 信托的治理机制灵活，信托形式不断更新，信托与公司的特征、功能有极大的相似性，尤其是商事领域的信托不再是单纯的资产管理模式，更是一种交易实体，即其属于“资产实体化”的一种。所谓资产实体化，是指出于保护交易安全的需要，将相关权利人对于财产的请求权进行隔离，被隔离出的资产实际发挥企业之作用。商事信托制度也是以资产实体化为法理基础，信托财产具有高度独立性因而导致了其在法律上的主体特质。商事信托的主体属性是由其财产独立、管理独立和功能独立共同决定的。在商事信托关系中，一方面，委托人、受托人和受益人对信托财产的请求权被阻断，因而不能随意处分信托财产，使得信托财产高度独立。另一方面，受托人变成类似董事或经理的管理者，投资人也可以进行表决，受托人并非信托财产的完全所有人，因此信托成为一个“不受剩余权利控制的人管理的实体”<sup>(13)</sup>，受托人对

(11) 王延川：《现代商法的生成：交易模型与价值结构》，法律出版社2015年版，第42页。

(12) 以美国的商事信托为例，20世纪90年代中期，其持有财产占有所有以信托形式持有财产的大约90%，共计11.6万亿美元。See John Langbein, *The Secret Life of The Trust: The Trust as an Instrument of Commerce*, 107 YALE LAW JOURNAL, 167 (1997).

(13) 谢哲胜：《信托法的功能》，《台北大学法学论丛》2001年第49期，第172页。

于信托财产行使独立的管理权。在功能上，信托被广泛应用于结构化的金融交易之中，其主要功能在于使受托物增值和促进利益人获益，因而其需要作为一个整体进行交易，也具有起诉和应诉的资格。<sup>(14)</sup> 公司在这些层面与信托有相似性，二者其实不存在不可逾越的鸿沟。

过于强调法律规范的逻辑阐释，不仅无法对商事组织的灵活发展进行解释，也难以为商事组织形式演化提供符合现实的分析模式。<sup>(15)</sup> 因而，应当充分分析商事主体形式的多样化与灵活化发展，充分认识商事交易的特殊性并识别“客体”与“主体”的区别与转变。

## （二）金融创新市场的蓬勃发展

### 1. 金融市场的特殊需求：融资与效率

上述提到的各类新型金融商品是金融创新依托的载体，而金融创新是金融市场发展的核心动力。金融市场的发展一直是以效率和利益为导向的，因而各类新型的商事交易活动更多地出现在金融领域。“客体主体化”现象实际来源于金融创新的实践，正如商法来源于商事实践而非立法者一样。利益驱动下的金融创新引领着交易模式的更新优化，交易模式的构造复杂化、立体化使得“客体主体化”现象反映在部分新型交易标的之上。

基于直接融资的需要以及融资效率和高利益的追逐，结构金融与结构化融资模式的勃兴给金融市场带来了新的生机与活力。由于通过银行进行融资的间接融资模式已经不能适应金融市场发展的需求，金融创新驱动下产生的以证券化为核心的直接融资和构造更为复杂的结构化融资便应运而生，这是传统的担保融资与证券发行结合的产物。这种带有“客体主体化”特质的交易模式是基于资本逐利性被“加工”与“设计”出来的，追逐利益最大化和风险最小化的金融市场主体创造这种“客体”所依托的交易模式普遍具有“主体化”倾向。

### 2. 金融创新的特殊制度安排

新型金融产品的兴盛促进了金融创新，金融创新的潮流又再次推动了新的商事交易模式的繁荣。“客体主体化”所依托的商事交易模式有独特的制度设计，复杂的金融产品中嵌套着独立的主体，反映出主体与客体的交融。

以资产证券化为例，其属于典型的结构化商事交易模式，融资过程本身就体现为一种交易体系和安排，深刻反映了“客体主体化”趋势。依托结构化商事交易的分析思路，内部关系上，证券化交易以特殊目的载体（SPV）作为资产信用的载体，SPV承担着发行债券、隔离风险和受让风险的任务。<sup>(16)</sup> 特殊目的载体具有资产隔离功能，创始机构与SPV之间人格独立，债券转让实现了拟证券化的资产从原始权益人转入SPV，因此创始机构不能实际控制资产，这部分资产独立于创始机构的资产负债表，实现了风险隔离。外部关系上，投资者在利益受损时可以起诉发行人、证券公司和中介机构，这些机构都对有价证券的瑕疵承担某种保证责任，对消费

(14) 参见 1985 年《海牙信托公约》。

(15) 李清池：《商事组织的法律结构》，法律出版社 2008 年版，第 25 页。

(16) 徐英军：《资产证券化交易的法学检视——以权利变动看风险生成》，《金融理论与实践》2018 年第 1 期，第 87 页。

者来说可以将这种合约关系作为整体对待,对外来看其有作为独立主体的特性。SPV在资产证券化中的独立作用正反映了作为客体的“资产”所潜藏的“主体化”之倾向,其交易构造准确无误地反映了原本作为交易的客体在内部权利变动过程中的主体化需要。

### (三) 资本市场竞争的独特激励

资本市场对新事物的嗅觉极其敏锐,反应相当迅速,具有“客体主体化”特征的交易模式产生于资本市场竞争之下。资本市场的竞争既包括新型商事标的的竞争,又包括不同商事主体的竞争。交易模式处于竞争状态,旧的交易模式会被新的交易模式所代替。交易模式的竞争使得不合潮流、盈利能力低的交易机制退出市场,取而代之的是新的充满生命力与符合实践需求的交易模式。现代商法应对的重点是资本的运作,围绕资本市场的投资和融资的效率提升,竞争之下是为追逐更高效益和满足更便捷的交易需求。丰富多样的商事主体频繁出现在资本市场大舞台同台竞技,合伙企业、商事信托和证券投资基金比公司更受投资者欢迎,不断焕发生机与活力,有限合伙变成了风险投资、私募股权基金等新兴领域的组织形式,这一切都迫使人们反思商事主体的法律构造。<sup>(17)</sup>

商事组织的形式选择在市场的压力下进一步互相比较借鉴,逐渐演变得更加灵活,在内外关系上都是多元且彼此独立的,不仅表现在组织的独立上,也体现在资产的独立上。资管行业在实践中规模之巨大与其交易结构之复杂也在驱使法律承认资管计划为某种实体,我国金融监管规范性文件也将契约型私募基金、资产管理计划、信托计划纳入SPV组织结构,以灵活调整投资人、受托人、第三人等多方主体之间的关系。<sup>(18)</sup>尽管SPV目前在我国还只是金融领域实施证券化的特殊技术平台,法律地位尚未明晰,但是不可忽略的是,在SPV的构建中,公司和信托都是特殊目的实体的备选方案。与公司相比,信托的运用范围更广<sup>(19)</sup>,信托与公司这两种组织形式也处在竞争之中,资本市场的竞争和实践的进化有效地满足了商业活动和金融投融资的需要,“客体主体化”这一现象方兴未艾,值得进一步观察。

## 三、“客体主体化”趋势下商事治理规范缺失的法律困境

复杂的新型商事交易标的带有了主体的色彩,变得越来越错综复杂,加之技术性和风险性的增加,因此全面理解“客体主体化”,对其进行法律调整就显得十分必要。“客体主体化”所引发的相关问题主要是基于我国对其进行“主体化”调整的商事法律规范缺失,对于新型商事交易标的所蕴含的“主体化”现象认识不足,阻碍了交易的高效运转和商事实践的创新。

---

(17) 李清池:《商事组织的法律结构》,法律出版社2008年版,第202页。

(18) 《关于规范金融机构同业业务的通知》(银发[2014]127号)第6条规定:“……特定目的载体(包括但不限于商业银行理财产品、信托投资计划、证券投资基金、证券公司资产管理计划、基金管理公司及子公司资产……”

(19) 张承中:《特殊目的公司和特殊目的信托》,《月旦法学杂志》2006年9期,第45页。

(一) 立法层面：停滞不前与墨守成规

1. 商事主体类型的单一与匮乏

随着财产形态的变化和主体制度的创新，我国商事实践中不断涌现新的商事组织形态，如风险投资基金、对冲基金、私募基金和不动产投资信托等。<sup>(20)</sup>然而，现有法律对上述商事组织形态的认可度不够，对信托、基金等创新的组织形式缺乏认证，一些商事组织形式是否具备公司的法律要素或者是否为独立的民商事主体，成为一个备受争议的话题。<sup>(21)</sup>相比之下，在欧盟、美国等域外成熟的资本市场，商事组织的创设实践经验相当丰富，公司、信托和有限合伙等频繁运用于金融交易之中。例如，欧盟与美国承认的 SPV 包括公司、合伙和信托，对应形成特殊目的公司、特殊目的合伙和特殊目的信托，但这三类组织形式在我国商事主体法语境下难以找到妥适的制度空间。

具体到我国的立法，《公司法》第 23 条关于公司设立条件的规定、第 26 条和第 80 条关于公司注册资本的规定、第 166 条关于公积金的规定注定了作为“空壳公司”的非法性，不利于实现公司自治与公司管制的竞争性平衡。<sup>(22)</sup>与此同时，在严格的金融管制下，信托、有限合伙等形式也不能充分运用于实践之中，正如“三类股东”的地位一直未受到监管部门认可那样，根源在于其主体地位未确立。商事法律对这类新主体的不接纳，既会导致商业效率的减损，抑制金融创新，也会诱发风险的蔓延。有学者就此指出，资管计划并无法律主体地位，难以实现真正意义上的真实出售与破产隔离，特殊目的载体的法律地位具有瑕疵，假如券商母体资不抵债，资产支持计划的存续会受到严重挑战。<sup>(23)</sup>实践证明，非公司的组织形式具有卓越的优点，包括组织机构灵活、税负轻、政府管制程度低等<sup>(24)</sup>，更加迎合实践的需求，具有“主体化”特质的这类新型客体的市场主体身份如果得不到立法的承认，无疑会阻碍商事实践效率的提高，对于商事制度创新造成吓阻效应。

2. 定位与定性不准确

我国有关商事主体的立法比较分散和杂乱，没有基于市场主体的共性和一般原理加以体系化，其缺陷表现为多而繁杂、定性不准，特别是行政管制过于严格，而运行机制却比较空泛。<sup>(25)</sup>分散立法导致相同性质和类型的主体难以合并，也难以分辨不同主体的差异。公司、合伙、信托等商事组织形式尽管迥然有别，但其构造和演化具有一定共性，拘泥于传统思维和形式差别

(20) 邓峰：《普通公司法》，中国人民大学出版社 2009 年版，第 71-72 页。

(21) See Donald Clarke, *How Do We Know When An Enterprise Exists? Unanswerable Questions and Legal Polycentricity in China*, 19 COLUMBIA JOURNAL OF ASIAN LAW, 52 (2005) .

(22) 参见冯果、李安安：《公司治理一体化走向的制度发生学解释——以结构融资为中心展开》，《现代法学》2012 年第 1 期，第 92 页。

(23) 巴曙松、刘少杰：《中国资产管理行业发展报告》，中国人民大学出版社 2015 年版，第 107 页。

(24) Larry Ribstein, *The Rise Of the Uncorporation*, UNIVERSITY OF ILLINOIS LAW&ECONOMICS RESEARCH PAPER, 2011, No.LE07-026.

(25) 虞政平：《股东有限责任——现代公司法律之基石》，法律出版社 2001 年版，第 214 页。



无助于深刻理解商事主体结构原理。若要厘清不同商事组织形式的差异与相同点,在灵活与多样化的商事组织形式中把握其本质所在,就需要进一步认识其组织定性的趋同化和发展的规范化,为不同形式的商事主体之法律结构提供逻辑自恰的解释。

目前公司的主体地位已毋庸置疑,然而这一商法发展史上最具代表性的主体,从最初以特许的形式赋予少数人经营(或执行特定公法职能)“特权”,到发展为基于准则主义人人可申请的、用于交易的“一般性工具”,经历了相当长时间。<sup>(26)</sup>所谓“名不正,则言不顺”,任何商事主体的设立和形成虽都不是一蹴而就的过程,但应当时刻对商事实践的变动保持清醒和理性的认识。

在资产证券化中,资管计划虽在实务中已经被登记为持股人,貌似承认了其主体地位,但立法将其定位为间接持股,因而特定情形下需要进行股份还原。如果不赋予其独立主体地位,那么对于投资者进行保护所需要的风险隔离和破产保护机制就可能落空。国际上资产支持证券通过设置特殊目的载体实现基础资产与证券发行人的风险隔离是惯常做法,根据我国部门规章的规定<sup>(27)</sup>，“计划”资产与发起人、管理人和投资者是相互独立的,但由于其缺乏法律主体地位,相关协议的签署和履行只能由作为管理人的券商代行。这实际导致了特殊目的载体作用的虚化,“计划”无法作为基础资产受让人,实践中由券商代持资产是否合法也有待于法律进行明确。

## (二) 监管层面:价值缺位与群龙无首

由于商事创新多发生在金融领域和资本市场范围内,监管部门的立法态度也反映了新型商事主体认定与调整的方向。然而,正如前文对“三类股东”法律地位分析的那样,监管部门关于特定投融资工具的地位认定与监管态度不一致,进一步强化了监管特定投融资工具的困难。我国目前对金融业的监管是“分业经营、分业监管”,证券、基金、信托等新型商事交易标的存在不同监管主体,同时不同机构之间立法分散,缺乏统一的监管标准,甚至出现同一种类金融产品由不同机构监管的现象。“修订后的银行法和证券法等金融监管法为金融机构综合经营开了‘口子’,但国家有规定除外的抽象原则规定,又将大部分的金融立法权分散在各个行政部门。金融创新必然产生大量游离于法律之外的金融产品。”<sup>(28)</sup>商事实践的发展需要相配套的制度及时更新与完善,而立法的滞后与监管的不完善对商事组织的治理是百害而无一利的。我国证监会负责监管证券和基金公司,而商业银行、信托投资公司的理财业务则是由银保监会进行监管。法律的对立与矛盾给金融机构逃避责任提供了可乘之机,更是增加了消费者的维权成本。<sup>(29)</sup>

在监管理念和思路上,如果恪守“相同业务,相同规则”的传统思路来对待“客体主体化”,可能会遭遇“二律背反”的困境。一方面,作为金融创新产物的“客体主体化”现象因适用相

---

(26) James Willard Hurst, THE LEGITIMACY OF THE BUSINESS CORPORATION IN THE LAW OF UNITED STATES, 1780-1970 13-57 (The University Press of Virginia 1970).

(27) 参见《证券公司客户资产管理业务试行办法》和《证券公司专项资产管理办法的通知》。

(28) 冯果:《金融商品的横向规制与金融法制之阶段性选择》,载《金融服务法评论》(第一卷),法律出版社2010年版,第48页。

(29) 郭江山、李大庆:《我国金融机构理财业务的法律困惑与探索》,《河北科学》2012年第6期,第3页。

同规则而被监管机构严格控制，过于严格的“穿透式监管”规则使得带有“主体化”特点的新型商事交易客体缺乏生存空间。另一方面，“客体主体化”现象由于没有规则而野蛮生长，监管不到位在一定程度上抑制了商事实践的自由灵活发展。

### （三）小结：中国商事主体相关法律的“生存危机”

中国商事主体相关立法的开放不足和保守有余致使商事主体的治理一直无法发挥应有之效果。现代商事法律体系是开放与包容的，因而基于尊重市场与鼓励自治的需要，商事法律体系尤其是商事主体必须进行系统构建，因时而动，顺应时代之需求。“客体主体化”的法律治理路径必须在充分分析“主体化”特质的基础上开展：在商事主体法层面，我国一方面没有认可这些新型商事客体的主体地位，另一方面也未归纳商事主体立法之共性，这都阻碍商事创新而致使交易效率和活力的降低，最终不利于经济发展；在金融监管法层面，由于这些创新性的交易类型多是金融商品，因而与资本市场发展也息息相关，出于风险防范和保护交易安全的需要应当运用恰当的金融监管法规范进行规制。默守成规的传统思路和落后保守的法律规范是“客体主体化”自由演变的最大障碍，亟待法律人去提炼抽象“主体”概念和创新监管思路，填补立法的漏洞和空白，进而鼓励和保护创新。

对商事主体进行调整的法律体系庞大且复杂，涉及民事法律规范、商事法律规范和监管法律规范，正如李清池教授所言，“商事组织法的涉及面不仅来自公司法、信托法、证券投资基金法和合伙企业法等比较纯粹的商事组织主体法，也涉及破产法、物权法、担保法、知识产权法等企业与个人财产权利归属和内容的法律，也包括合同法、代理法等有关平等自愿协商的法律，以及证券法等有关市场监管的法律”。<sup>(30)</sup>因而商事治理体系的完善既要重视商事主体法层面的构建，又要完善监管法。法律在对“客体主体化”趋势进行回应时应当充分考量“客体主体化”现象为新型商事交易标的所带来的特殊问题，进一步推动法律的联动革新，在把握同质性的基础上分门别类进行调整。

## 四、商事法律体系对“客体主体化”的回应与变革

在对“客体主体化”进行商法回应时，需要立足该趋势的共性。在可预见的未来，新型的新型商事客体一定会越来越多，因而不可能穷尽所有标的的特质来分析，此时提倡一种“体系化”和“类型化”的思路就显得非常必要。所谓的“体系化”是指“通过意义的关联，将多样性的事物统一在一起，在对具体材料分析的基础上，形成一个概念有机整体”。<sup>(31)</sup>“类型化”则是指将具有相似特质的商事客体进行分析，即“趋近调整”。<sup>(32)</sup>以共性化思路为基础对“客体”的“主体化”倾向进行调整，因而保持立法体系的开放性，最大程度地克服封闭与保守的固有

(30) 李清池：《商事组织的法律构造——经济功能的分析》，《中国社会科学》2006年第4期，第146页。

(31) 谢鸿飞：《论法律行为概念的缘起与法学方法》，《私法》2003年第4期，第67页。

(32) 周亮：《新型商事交易标的的商法调整》，法律出版社2016年版，第101页。

思路。在法律调整的思路中，应当注意不同法律之间的协调与互动，既需要私法的自治理念也需要监管法的风险控制功能，二者共同发挥作用才是“客体主体化”治理的最大良方。

#### （一）“客体主体化”的治理理念：商事自由和风险管控之均衡

自治是私法的起点，其意义在于可以提供法律上的工具，来实现个人意思自治。<sup>(33)</sup> 交易自由作为私法自治的重要原则之一，在商事领域体现为交易主体可以根据自己的意愿进行自由交易，这种交易行为获得法律的认可并受法律保护。交易活动是商事实践最频繁、最日常之活动，也组成了一个有效和完整的市场。“客体主体化”之趋势正是在交易活动中产生的，确立交易自由原则有助于保护“客体主体化”下的商事新实践，进而激发市场主体的创新潜力和创造活力，促进商事市场的繁荣，推动市场经济的发展。正如有学者所言，“现代金融服务的发展意味着购买金融产品就像在商品超市选购鲜花、药品和食品一样方便，消费者可以按照竞争性价格购买任何金融产品”。<sup>(34)</sup> 市场化、自由化程度的提高意味着商事交易的发达、丰富和繁荣，商法规范坚持“求简便、尚公平、讲信用、图敏捷、重确实和保安全的原则”<sup>(35)</sup>，因而其尊重实践、鼓励自治、促进金融创新和促进金融效率的内在品性不容忽略。具有“客体主体化”性质的新型商事交易标的是商事主体在遵循商事交易逻辑并且不违背法律强制性规范情况下的自由设计，由于其在目前的资本市场与金融实践中大量存在，没有必要过于谨慎甚至遏制其发展。商事交易的演变更新极其迅速，这就要求理论界和立法者保持敏锐的眼光，坚持商法之内在价值审视新趋势和新现象，从而更好地实现对商法新事物的治理。

商事法律尤其是商事主体法的完善需要在“国家干预”和“市场契约”之间寻求平衡，基于传统的路径依赖思维、知识匮乏和规制目标之干预<sup>(36)</sup>，商事法律有时未发挥其平衡和保护的功能，往往沦为政府管制经济的手段和工具，扭曲了商事主体的自由演变。因而，确立商事思维新逻辑，坚持动态分析商事活动的流变，在“客体主体化”语境下坚持商事主体自治至关重要。从宏观上看，这种自治要求国家认可新型的结构化商事交易以及其灵活转变中蕴藏的“主体化”之可能，并充分尊重这种自治的权利；从微观上看，也包含着各类商事主体从事营业活动的自由，允许商事主体自由创造各类交易模式，维护自身的合理利益。商业逻辑就是为了效率和利益而存在，立法与实践都需要清楚地认识到这一点。

#### （二）“客体主体化”的调整前提：确立商事主体成立逻辑

“客体主体化”现象的着眼点在于新型商事交易客体中蕴含的主体化倾向，这种特点存在于新型商事客体之中，而这些客体的“主体化”倾向反映出一定程度的相似性。在充分分析客体特质的基础上，应当立足“主体化”之调整，完善商事主体的治理规则，优化商事法律体系。对于

(33) [德]迪特尔·梅迪库斯：《德国民法总论》，邵建东译，法律出版社2013年版，第145页。

(34) 郭锋：《新自由主义、金融危机与监管改革》，《金融服务法评论》2010年第1期，第11页。

(35) 张国键：《商事法学》，中山大学出版社2004年版，第47页。

(36) S. Liebowitz & S. Margolis, *Path Dependence, Lock-in, and History*, 11 JOURNAL OF LAW, ECONOMICS & ORGANIZATION, 207 (2005).

“客体主体化”现象，需要从商事主体构造思路和商事主体形式确认两个层面进行商法规制。

### 1. 财产独立

商事主体的成立前提实际上是将财产独立出去并产生关于该财产的权利，即完成所谓的“资产分割”。该财产一旦进行“隔离”，所有投入商事主体的出资就独立于出资者和管理者，其所有权则属于法律拟制的主体或者名义上所有人（受托人），不论公司还是信托都有类似特点。内部关系中既有委托人的出资和受益，也有专业化的受托人群体按照规则进行管理，具有一定的组织性，委托财产一旦设立就独立于委托人和管理人，具有财产独立性。虽然这些新型商事组织在形态和治理结构上存在差异，但是其本质都在于对独立财产的管理，因而商事主体财产的独立性是其交易主体资格得到认可的必要前提。

### 2. 营业独立

商事主体产生于对外交易的需要，在对外营业上具有独立性，因而需要以经济功能的视角来审视商事主体的构造。商事主体最重要的特质在于其团体性，“此种团体性也可称之为系统性，公司合约因此呈现出一种网格化的状态”。<sup>(37)</sup>商事主体的存在源于团体化人格对外作出一致意思表示的需要，可以有效降低交易费用和道德风险，为其从事商事实践（具象为各种商事行为）提供便捷条件。商事行为要件是商事主体成立不可动摇之核心，这也符合现代商法从商人主义转向商事行为主义的发展潮流和商法的外观主义原则。<sup>(38)</sup>

### 3. 名义与责任独立

传统意义上，商事主体必须能够以自己的名义独立对外开展活动，以此与其他商事辅助人进行区分。前文述及，结构化商事交易中的特殊“客体”并不是纯粹的客体，而是具有相对“独立”的地位和交易能力，在特定情形下能够被认定为法律主体。例如，在涉及资产证券化的诉讼中，投资者能够起诉发行人、证券公司和中介机构，基于契约群的联合关系意味着这些机构都承担着维护资产证券化交易关系真实性的连带保证责任。厘清复杂的结构化商事交易网络中行为所对应之主体，能够在纠纷发生时准确定位责任，避免利用复杂商事交易模式而逃避责任，从而提高商事交易效率，及时化解商事纠纷。

## （三）“客体主体化”的样态分析：理解商事客体新特质

基于降低交易成本的需要和维持法律稳定性的需求，有必要确认实践中出现的大量商事主体新形式以扩大商事主体范围，对信托、基金等法律主体地位予以承认。由于证监会在资本市场中的独特地位，可以由证监会先行以制定部门规章的形式来认可具有“客体主体化”特性的商事交易标的的主体地位。以下具体论述目前存在的几种“客体主体化”形式。

### 1. 资管计划

资管计划的运作过程主要是资管计划发起方通过向特定对象募集资金或者接受财产委托而

(37) 蒋大兴：《公司法中的合同空间——从契约法到组织法的逻辑》，《法学》2017年第4期，第145页。

(38) 叶敏、张晔：《特殊商事主体的地位与范畴：以资管计划为例的讨论》，《财贸研究》2019年第8期，第105页。

担任资管人，基于委托人的授权利用委托资产进行投资。<sup>(39)</sup> 根据上述商事主体成立之逻辑，资管计划以自己的名义对外进行投融资活动，完全符合财产的相对独立、营业独立及名义独立等要求。委托人将财产给予受托人后，该财产就变得高度独立，受托人对资管财产享有的权利转化为对约定计划享有的受益权，受益权的实现情况取决于计划的经营情况。委托人的债权人不能对受托财产行使债权，只能对受益权主张权利，此时已经发生了权利的转化。资管计划的独立性需要受托人尽到充分管理职责，保障委托人投资安全。资管财产在管理过程中的债务需要独立于受托人，免于受托人债务追索。因此，针对资管计划本身的运作与实践中的问题，建议采纳国际通用的特殊目的公司、特殊目的信托等形式来解决资管计划的主体性问题。

## 2. 证券投资基金

我国《证券投资基金法》在总则部分明确规定了基金财产的独立性。<sup>(40)</sup> 基金财产与基金管理人和托管人的固有财产相分离，并且不可与基金管理人和托管人进行债务抵销，也不得强制执行基金财产，除非是基金财产本身承担的债务。证券投资基金的交易结构与信托具有相似性，基金份额持有人、基金管理人和托管人，均不可控制基金财产。在对外交易上，基金管理人和托管人共同作为受托人，各司其职，独立对外进行交易，二者互相监督，在利益平衡基础上维护投资者权益。由此可见，证券投资基金的运作也是基于财产相对独立，同时在独立的财产上进行独立营业，有独立的身份，是以投资人的最佳利益为目的而以自己名义行事的组织，其主体地位应当得到认可。

## 3. 信托计划

商事信托中的信托财产具有独立性，其固有的资产分割与破产隔离功能使得其具有“主体化”倾向，在实际操作上具有“拟人化倾向的自成个体”之特质。<sup>(41)</sup> 我国《信托法》早在2001年就已经颁布实施，但在实践中并未充分发挥应有作用，根本原因在于大陆法系之民法框架下无法赋予信托财产独立的法律地位，不能实现信托财产与受托人财产的真正独立。目前大多数金融机构的集合投资计划在一定程度上都是运用信托的结构——特别是信托资产的独立性、所有权和控制权的分离等。在资产证券化高度发达的美国，广受欢迎的SPV形式是信托，信托相较于公司是免税载体，繁荣丰富的信托形式也有助于多类型资产证券化的自由发展，信托早已发展为成熟且灵活的企业组织形式。为了满足社会实践之需要，充分发挥信托优势，可以考虑赋予信托特殊商事主体地位。

实际上，如果这些新型商事交易标的需要在现行法语境下找寻“主体化”对应，资管计划至少可被视为非法人组织，可类比合伙、公司进行处理。例如，中国证券登记结算有限责任公

---

(39) 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》第14条规定，“结构化资产管理计划”的定义为：存在一级份额以上的份额为其他级份额提供一定的风险补偿，收益分配不按份额比例计算，由资产管理合同另行约定的资产管理计划。

(40) 参见我国《证券投资基金法》第6、7、8条。

(41) 方嘉麟：《信托法之理论与实务》，中国政法大学出版社2004年版，第31页。

司对资管产品的处理方式是通过“计划管理人—托管人—SPV”的联名账户的形式来反映其独立主体地位。在工商登记层面，目前投资非上市公司股权的私募基金或信托计划等SPV，工商登记没有登记该计划，而仅登记计划管理人或者受托人，因此建议赋予SPV本身以登记资格，要求其在相关注册文件上明示计划的运营期限、管理人等重要信息。<sup>(42)</sup>我国现有商事法律体系应当对现有的商事主体结构进行适当调整和扩充，增加其为特殊商事主体类型，吸纳资管计划、投资基金以及信托计划和将来层出不穷的金融创新主体等类型，为其预留充分的制度空间。

#### (四)“客体主体化”的监管方式：推行试验式监管理念

金融创新使市场焕发活力，然而任何一项金融创新都潜藏着风险，为了实现利益的最大化，这些灵活多变的商事交易类型权利结构相当复杂，充满诱惑甚至欺骗性的新型商事客体很可能为交易安全和稳定带来隐患。鉴于商事领域“牵一发而动全身”的独特性，需要采取有效措施防止利润的不当获取，防止产生范围和规模更大的风险甚至系统性风险，以此来稳定金融秩序和保护投资者。对于具有“客体主体化”倾向的各类有新特质的金融产品之监管，需要采取宽严相济的监管手段，准确把握监管时点，运用系统性思维加以综合因应。

考虑到结构化商事交易中的“客体主体化”是金融创新和商事实践的产物，我们不能沿袭管制思维将其断然否定，而应给予一定的包容性，尝试通过“试验式监管”加以规范调整，给予其试错的机会，观察这些参与测试的金融创新业务是否符合监管目标，“对监管作用的结果进行不断和充分地考察，并依据考察的结果作出灵活修订”。<sup>(43)</sup>于监管机构而言，“试验式监管”是以开放的态度向业界和其他参与者学习新技术、新知识、新经验的过程；于被监管者而言，“试验式监管”要求去了解监管机构规则制定的原意以及培育“规则所有者”意识的过程。<sup>(44)</sup>“试验式监管”不仅意味着监管者应发挥协调角色的空间，避免过度介入企业的内部关系，进而破坏专用性资产的价值<sup>(45)</sup>，也意味着引导和鼓励金融实践创新是金融监管的重要使命。与此同时，也要将自律监管和他律监管结合起来，推动以协会和商会监管为主的自律监管和以行政机构利用强制性公法规范进行的他律监管，形成系统且科学高效的应对“客体主体化”现象的金融监管体系。

## 五、结语

随着权利繁荣时代的来临，顺应商事实践发展潮流，激发商事创新活力是大势所趋。面对风起云涌的金融创新浪潮和结构化商事交易的新架构，我们应秉持开放、发展的眼光来审视商

---

(42) 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》，《清华法学》2016年第6期，第81页。

(43) Charles F. Sabel & William H. Simon, *Minimalism and Experimentalism in the Administrative State*, 100 (1) THE GEORGETOWN LAW JOURNAL, 78 (2011).

(44) 周仲飞、李敬伟：《金融科技背景下金融监管范式的转变》，《法学研究》2018年第5期，第16页。

(45) E. Rock & M. Wachter, *Islands of Conscious Power: Law, Norms, and the Self-governing Corporation*, 149 UNIVERSITY OF PENNSYLVANIA LAW REVIEW, 1632 (2001).

事法律语境下客体与主体之间的辩证关系，拒绝“固步自封”和“独善其身”，积极进行规则回应和治理改革，弘扬和彰显商法的时代适应性品格。一方面应当允许市场主体在其合同内部自由设计不同的法律关系、创设不同的交易模式，完善相关商事主体法律体系；另一方面也要对存在“客体主体化”趋势的金融活动推行“试验式监管”，尊重商事主体市场创新之需要，尽力保障交易安全和市场稳定。

## **“Subjectification of Objects” in Structured Commercial Transactions: Rise, Challenges and Legal Response**

LI Anan ZHANG Yizhao

**Abstract:** With the development of structured commercial transactions based on complex transaction relationships, new types of commercial objects have continued to increase in practice, resulting in the phenomenon of “subjectification of objects”. The new commercial transaction model represented by trust plans, contractual funds and asset management plans based on the establishment of “three types of shareholders” reflects the tendency of “subjectification of objects”. “Object-subjectivization” stems from the flourishing development of commercial transaction practice, the continuous advancement of financial innovation, and the fierce competition of the capital market. Compared with the prosperous commercial practice, the adjustment rules of “subjectivization” in China are stagnant and lack of value. Therefore, we should re-establish the “systematized” and “typification” commercial law adjustment path. On the one hand, we should perfect the commercial subject law and give the new type of commercial subject a living space, allowing the parties to design the most appropriate governance mechanism; on the other hand, establishing a supervision mechanism with “experimental supervision” as the core, which not only gives the commercial subject full respect but also pays attention to preventing risks and ensuring the stability of the financial market.

**Keywords:** Structured Commercial Transactions; Subjectification of Objects; Commercial Subject; Experimental Supervision

(责任编辑: 王乐兵)