



新华社发 朱慧卿 作

■ 聚焦新证券法

落实新证券法 完善财富管理法律框架

□ 中国人民银行原副行长、清华大学五道口金融学院理事长 吴晓灵

近日,新证券法在十三届全国人大常委会第十五次会议闭幕会上表决通过。新证券法扩展了证券的范围,明确了证券公开发行注册制的方向,在规范证券公开发行与交易、加大证券违法活动打击力度、保护投资者利益和完善监管手段等方面做出重要修改。新证券法对资本市场的健康发展将起到积极推动作用。在体现证券法适用范围的第二条规定,“资产支持证券和资产管理产品发行、交易的管理办法,由国务院依照本法的原则规定。”这个授权肯定了资产支持证券和资产管理产品的证券性质。应在证券法的授权下尽快完善财富管理市场法律框架,促进金融市场的发展,提高金融服务社会经济发展的效率。

改革开放以来,国民财富的积累催生了财富管理的需求,让人民获得更多的财富增值和提高资金的使用效率是金融服务的重要职责。财富管理包括对客户物质财富(实物资产、货币资产、金融资产)与非实物财富(知识产权、商誉)配置的规划和运作。财富配置的规划即投资顾问、投资咨询、财务顾问,财富规划的实施就是资产管理。对实物资产的受托管理是经典的信托公司业务,对货币资产和金融资产的受托管理是资金信托业务。目前我国金融机构的资产管理业务通常是指资金管理业务。《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(简称《资管新规》)中对资产管理业务的定义是:“银行、信托、证券、基金、期货、保险资产管理机构、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。”这个定义不排除实物委托,但《资管新规》规定,资产管理产品按照募集方式的不同,分为公募产品和私募产品,因而这里主要规范的是资金管理业务。

目前我国规范财富管理的法律有三类:一是新修订的《证券法》,它将资产管理产品归入了证券,对资产管理产品发行、交易的规则授权国务院制定;二是《证券投资基金法》,它规范了公开或者非公开募集资金设立证券投资基金的行为;三是《信托法》,它规范了信托关系,受托人采取信托机构形式从事信托活动,其组织和管理由国务院制定具体办法。应该在三部法律的框架下完善金融业财富管理的法律法规,规范财富管理行为和监管。

明确信托财产独立性

中国信托业受日本的影响较大。日本上个世纪中期在存款利率管制和长期建设资金缺乏的历史条件下,发展了贷款信托业务。1952年6月公布实施的《贷款信托法》规定贷款信托为:“根据一个信托条款,把受托人与多数委托人签署的信托合同为依据受托的资金,主要运用于贷款或者期票的综合金钱信托。信托相关受益权利,需要在受益证券券面上明示。”日本贷款信托,在鼎盛时期(1993年末),余额高达50万7千多亿美元。此后,随着日本高速增长时期的结束,资金需求的下降及利率的市场化,信托贷款逐渐减少,2009年以后停止新办业务。

我国20世纪80年代引进信托业务时也面临金融业高度管制,银行信贷实行严格计划管理,社会计划外经济活动无法融资和存在长期资金短缺的问题。于是信托公司成为突破管制、为计划外投资活动融资的重要渠道,并因此遭遇五次全行业整顿。直到全国人大制定《信托法》,人民银行公布《信托投资公司管理办法》《信托公司资金信托管理暂行办法》后,中国信托业才回归受人之托、代人理财的信托本业。但由于《信托法》对财产登记规定的缺失,信托公司难以开展实物财产信托,基本只做私募资金信托。在路径依赖的惯性推动和社会融资需求的诱导下,信托公司做了许多融资业务和通道业务。在全民财富积累和财富传承需求增长的背景下,在资产管理市场逐渐统一规范的形势下,信托公司必须回归事务信托(公益信托、家族信托)和实物信托(财产权信托)的传统业务才能扬长避短发挥自己的竞争力。因而修改《信托法》明确信托财产登记的法律效力是非常重要的。

鉴于《信托法》涉及面较大,修改时间长,可先制定《信托公司条例》(已有立法计划)在条例中明确信托财产登记的效力,对抗善意第三方,为信托财产的独立性提供法律依据,为开展传统信托业务创造制度环境。

进一步完善资管新规

《资管新规》自2017年征求意见和2018年实施以来,资产管理市场的秩序逐步好转,金融界对资管产品的认识也逐渐趋于一致,即资产管理产品必须回归代客理财的本源,做到卖者尽责,买者自负。尽管老产品存量的整改和消化还有一些操作中的问题,一些产品的底层资产还有对过渡期限延长的需求,但统一规范资产管理市场的方向得到越来越多的认可。在资管产品被纳入《证券法》后,有条件进一步完善《资管新规》,明确一些未明确的问题。一是明确募集资金时,投资人在两人以上的资产管理产品是基金,并按证券法标准分为公募基金和私募基金;

二是明确资产管理产品管理人,无论其投资人是哪类金融机构均不改变其资产管理机构的本质,都应执行统一的管理机构规定,发行公募产品按公募基金管理办法获得牌照,发行私募基金产品按《证券投资基金法》进行管理人登记、产品备案;

三是在修改《证券投资基金法》第九十四条后,明确《资管新规》适用于各类公募、私募基金;

四是促进目前银、证、保、信、基分别建立的私募资产管理产品登记、备案系统互联互通,逐步实现统一登记、备案,破除私募产品市场的分割,促进私募资管产品的交易流通;

五是明确《资管新规》出台后银行、保险、证券、基金、期货等机构的配套规定是过渡规定,在公募、私募产品均能纳入《证券投资基金法》调整后,监管机构可在吸取不同管理规则优点的基础上,出台统一的实施细则;

六是明确对金融机构在从事财富规划和资产管理时的公司治理、风险管理与人员素质的要求;

七是按收费方式规范财富规划和产品销售的行为及法律义务,收入来自买方的行为是财富规划,收入来自卖方的行为是销售行为、经纪行为。另外还可根据《资管新规》执行两年来的情况对一些规定加以完善。

金融业应尽快补上制度短板

2012年修改的《证券投资基金法》重要的修改是增加了“非公开募集基金”一章,给予了私募基金(非公开募集基金)以法律地位。私募基金管理人是金融中介机构,只是豁免核准,实行登记制度(第八十九条),并规定符合条件的私募基金管理人经核准可以从事公开募集基金管理业务(第九十六条)。

当时规范非公开募集基金时,本想将主要投资于已上市证券的私募证券投资基金与主要投资于未上市的股权私募基金一并包括,但当时对股权投资基金的认识未达成共识,主要是对公司股权是否是证券有争议,而未实现。股权基金特别是创投基金经常投资的是有限责任公司,有限责任公司的股权是否是证券,认识不同。

笔者认为,证券从中文解析是一种证明,是财产权益的证明,如果财产能分割、能无因转让就具备了证券的性质,应该纳入《证券法》和《证券投资基金法》调整。有限责任公司的份额经持有人同意是可转让的,就具备了证券的性质,但当时未达成共识。因而在第九十四条规定,“非公开募集基金财产的证券投资,包括买卖公开发行的股份有限公司股票、债券、基金份额,以及国务院证券监督管理机构规定的其他证券及其衍生品。”条款限定为公开发行的股份有限公司股票,于是私募股权投资基金被排除在《证券投资基金法》之外。为保证基金市场的统一管理,2013年通过中编办批

准部委三方方案的形式,将私募股权基金的监管职能从发改委划归证监会,发改委保留了对创业投资企业扶植政策的制定职能。

《证券投资基金法》2013年生效以及私募证券投资基金获得法律地位后,迎来了基金业的大发展和大资管市场的形成。私募股权基金也得到了发展,其对经济创新和企业资本募集发挥了重要作用,从法律上给予其应有的地位迫在眉睫。自2014年以来,国务院也在制定《私募基金管理条例》,但至今未能出台。在稳定宏观经济杠杆和发挥市场在配置资源中的决定性作用的背景下,发展和完善股权融资具有重大意义。当前社会对私募股权基金的作用高度认可,明确公司股权的证券性质,给股权投资基金以法律地位已有较好的社会基础。

美国资本市场的高度发展得益于其《1933年证券法》和《1934年证券交易法》的法制基础。美国证券法在列举了几十种证券类型后,又在司法判例中对列举的投资合同采用了是否是证券的四要素检验:一是利用钱财进行投资;二是投资于一个共同企业;三是仅仅由于发起人或第三方的努力;四是期望使自己获得利润。有限责任公司的章程就是符合证券特征的投资合同。应该在《证券投资基金法》中予以承认。修改《证券投资基金法》第九十四条,将公司股权投资纳入其中,使《证券投资基金法》适用于私募股权基金,能以最小立法成本打开股权融资的渠道。

与2015年用修法特别程序修改《商业银行法》一个条款类似,只修改《证券投资基金法》第九十四条第二款一个条款,可以最小立法成本解决市场的痛点问题:一是修改后“非公开募集基金财产的证券投资,包括买卖公司股权、债券、基金份额……”私募股权基金也顺理成章地包含在《证券投资基金法》的调整范围内。二是可以解决不同组织形式基金的规范问题。《证券投资基金法》第一百五十三条“公开或非公开募集资金,以进行证券投资活动为目的设立的公司或者合伙企业,资产由基金管理人或者普通合伙人管理的,其证券投资活动适用本法。”根据此条,契约型、公司型和合伙型基金只是基金内部治理机制的不同,其投资行为适用本法。基金是投资管道,基金不是纳税主体,其税收由投资人承担,由管理人代扣代缴。这样私募股权投资基金无论其组织形式是公司还是合伙企业,他们的税收问题也可根据《证券投资基金法》第八条一并解决,即基金层面不是纳税主体,基金收益分配后由基金管理人代扣代缴应纳税。

建设法治国家,离不开法律法规的完善。金融业应完善法律法规尽快补上制度短板,以提高金融业防范和化解金融风险的能力,提高金融业的国际竞争力。在金融科技迅速发展和国际金融竞争日益激烈的大背景下,理顺法律关系,完善法制环境更为紧迫。

多举措优化油气资源配置效率

□ 厦门大学能源政策研究院院长 林伯强

国家石油天然气管网集团有限公司(简称“国家油气管网公司”)近日成立,目标是扩大上游油气资源供应环节以及下游销售环节的开放水平,统一中游油气集输环节高效运行监管,优化油气资源配置效率,保障我国能源安全的改革思路。这标志着我国油气体制改革步入一个新阶段。

实现“产运分离”和“运销分离”,有利于油气市场多元化竞争。油气管网基础设施独立核算、独立运营,对于促进油气领域上下游竞争,提升油气系统效率具有重要意义。由于油气管网设施天然存在垄断特性,政府希望通过落实第三方市场主体准入机制,更好还原油气产品的商品属性,让市场充分发挥资源配置作用,进而推进油气行业市场化改革。

长期以来,由于油气主干管道由各大国有油气企业分别建设各自运营,成立国家管网公司对油气管网进行统筹建设运营和统一调度,可以减少管道系统互不联通造成的管输效率问题,有利于提高全国油气资源管输效率。一方面,明确全国主干管道的建设运营责任主体,有利于于管网建设的统筹规划,避免重复投资,加快油气管网建设进度。另一方面,国家油气管网公司成立,还可以降低运营环节的不透明度,减少管输成本信息的获取成本,使油气市场的供求关系反映价格,促进油气行业市场化定价机制的完善。

妥善设计资产整合方案

对于国家油气管网公司而言,整合全国管网资源,实现无歧视公平开放,正式运营可能还需要一定时间,因为存在一些比较棘手的问题。而且国家油气管网公司进行统筹调度也需要一定时间磨合,所以短期内需要依靠三大国有石油公司协调配合,以保障过渡期内全国油气管网的正常有效运行调度。

现有管网资产的定价和处置是目前最迫切的问题。三大石油公司都是上市公司,对现有油气管网资产的评估和整合涉及诸多利益相关方。切实保障市场投资者权益就需要响应市场投资者诉求,妥善设计油气管网资产整合方案。由于油气管网资产的剥离可能会对三大国有石油公司利润造成较大影响,需要市场化、公平处理三大国有石油公司持有的国家管网公司股份,使投资者的损失得到相应弥补。

如何处理国家管网公司与省级管网公司的关系是一个重大议题。《石油天然气管网运营机制改革实施意见》中仅指出鼓励省级管网资产以市场化方式并入国家管网公司,但由于各个地方油气管网发展程度不同,利益诉求各异,而且各个管网公司股权结构复杂,要真正妥善处理国家管网与省级管网之间关系绝非易事。

此外,目前进口气价格倒挂带来的成本负担,在国家管网公司成立之后如何处理,也尚无一个明确方案。目前进口管道天然气存在进口气价和国内门站价倒挂的现象。在管网公司成立之前,这部分亏损通常在石油系统内部进行消纳。根据公司公告,中石油2018年管道业务贡献归母净利润近30%,在管网资产剥离之后,进口气价格倒挂产生的成本如何分担也是不容忽视的问题。

提升上游供应能力和效率

对于上游企业而言,国家油气管网公司成立,将明确打破以往以大型国有油气企业主导的产运储销一体化的经营格局,下游客户对上游供应商的选择可以更加多样化,三大石油公司将会面临更大竞争压力。短期来看,国家管网公司的成立并不会显著改变上游供应结构。

长远来看,上游产品可以更加畅通地进入到下游。伴随着上游勘探开发领域以及油气进口领域开放程度的不断提高,更多有实力的油气企业将进入上游环节参与竞争。上游环节的竞争加剧,有利于刺激上游企业创新技术手段与管理方法,提升我国境内油气勘探开发效率,降低国内油气勘探开发成本,也有利于刺激海外油气资源进口供应,拓展海外油气资源进口渠道,实现油气资源上游供应能力和效率的整体提升。

对于煤层气供应商为代表的非常规油气供应商而言,管网公司的成立和管网无歧视开放有利于促进煤层气等非非常规油气资源的消纳,其竞争力有望得到提升。当前煤层气存在消纳问题,增强无歧视管输能力可以充分利用煤层气的价格优势,有助于非常规气的发展。

对于管网公司而言,首要问题是如何真正实现管道运输容量的无歧视开放。虽然国家油气管网公司已经成立,由于缺乏相应的管网开放标准和监管约束,管网设施的无歧视开放还需时日。目前如何实现对管道运输容量的公平分配和合理定价,尚未有权威的规章制度可供参考。对未达到公开开放标准的管道运输使用,也尚未有明确的监管办法和惩罚措施。此外,管网相关运营信息如何做到公开透明,并且做到及时公布,也是一个亟待解决的问题。

对下游企业而言,国家油气管网公司的成立对其影响各不相同。对于下游大用户而言,国家油气管网公司的独立运营,能够使其获得更多的选择权和议价权。在国家油气管网公司成立之前,下游大用户企业对供应商的选择余地较小,不具备议价主动性。今后下游企业可供选择的油气来源会有所增加,预期议价能力会有所提升。

对地方管网影响则不尽相同。对于如广东省管网等采取“允许代输”模式,其公平开放办法已实施多年,影响会较小。对于如浙江省管网这类实行“统购统销”模式的省管网企业,需要尽早谋划运营模式的转变。对于陕西省这类管网运输能力过剩的省管网企业,在油气管道无歧视开放的大背景下,部分闲置的管输能力能够得到更好利用。

