

审慎开展“资产收益权”交易

□俞勇 范满平 张福进

随着金融创新的迅速发展,收益权被广泛运用于国内金融实践。金融机构创制了种类繁多的“资产收益权”投资产品,其中尤以信托公司发行的“特定资产收益权信托产品”为典型代表。作为投资标的的“资产收益权”究竟是物权、债权,还是其他权利?购买“资产收益权”信托产品有无法法律风险?本文拟对“资产收益权”的法律性质进行初步研究和探讨,以期对“特定资产收益权信托产品”的方案设计和风险控制等有所帮助。

“资产收益权”的法律性质

首先,“资产收益权”属于约定权利。“收益权”,或者“资产收益权”一词在我国相关政府部门文件或最高法院司法解释时有出现,但是该类文件均未对“收益权”,或者“资产收益权”的内涵与外延做出明确界定。实务中,“收益权”,或者“资产收益权”是由交易双方根据其依附的基础权利的不同以及交易的特殊需要,以合约方式对其内涵与外延加以约定。因此,不仅“票据收益权”和“应收账款收益权”的权利内容不同,而且同是“票据收益权”,其具体含义也会有所差异。可见,“收益权”,或者“资产收益权”本身并非法定权利,而是由交易双方根据基础权利和交易需要创制的一项约定权利。

第二,“资产收益权”具有财产属性。“资产收益权”的核心是“收益”,能给基础权利人带来收益,而且,这种“收益”必须与权利人进行分离,否则便无法进行交易。所以,纯粹的人身性权利因其与权利人密不可分。作为特定资产收益权信托产品的“资产收益权”,只能具体财产或财产性权利。

第三,“资产收益权”对基础财产或权利具有依附性。“资产收

益权”不是抽象的,而是具体的。收益权本身被冠之“xxx收益权”后才能成为交易标的。而且,收益权作为基础权利不可分割的组成部分,其内涵与外延只有根据其依附的基础权利资产的属性才能加以约定。基础权利属性不同,具体收益权的内容也有所不同。从这个意义上讲,简单地将“资产收益权”归类为物权、债权或其他权利类型,均有欠妥当。适宜的做法应当是根据基础财产或权利类别对收益权进行分类,基础财产或权利属于哪一类,则对应的资产收益权也相应地归属于同一类。比如,“应收账款收益权”,因其基础权利为应收账款,属于债权,“应收账款收益权”相应地归属于债权类收益权。

第四,“资产收益权”交易具有相对独立性。基础权利或基础财产,本身具有包括收益权在内的多项权利,权利人可以将其中的一项或多项权利转让给他人行使。比如房屋的所有权人(业主)可以作为出租方与承租方签订租赁合同将其中占有、使用两项权利转让给承租人行使,但不改变业主作为基础法律权利的合法权利人地位。同理,房屋的所有权人(业主)也可以作为出让方与信托公司(受让方)签订“资产收益权转让合同”,将其中的收益权转让给信托公司持有,这也不改变业主作为基础法律权利的合法权利人地位。而且,“资产收益权”的交易方式与基础财产或权利的交易方式也明显不同。比如,“票据收益权”可以通过签署协议的方式进行转让,但票据的转让则必须依据票据法的规定办理票据背书,否则便不具备票据法上的转让效果。所以,“资产收益权”交易具有相对独立性,基础财产或权利的所有人可以在不改变其合法权利人地位的前提下,“资产收益权”可以作为交易标的单独进行交易。

基于上述分析,“资产收益

权”的法律性质可以归纳如下:资产收益权,是指通过法律文件约定其权利内容并能独立于基础财产或权利交易的一项财产性权利。

“特定资产收益权信托产品”的法律风险防范

“特定资产收益权信托产品”操作模式通常为:信托公司与融资方签订“特定资产收益权转让合同”,信托公司支付信托资金给融资方作为对价,融资方则将特定资产的“资产收益权”转让给信托公司,但特定资产的所有权和占有并不转让给信托公司。这种操作模式下,交易双方有无法法律风险?如果有,又该如何用相应的措施防范?

特定资产及其收益权的合法性风险。信托公司与融资方签订的“特定资产收益权转让合同”,本质上是双方以特定资产收益权为交易标的的买卖合同。《合同法》第一百三十二条规定,“出卖的标的物,应当属于出卖人所有或者出卖人有权处分。法律、行政法规禁止或者限制转让的标的物,依照其规定”。虽然目前法律、行政法规未禁止或限制特定资产收益权交易,但特定资产收益权作为交易标的,也应当属于融资人所有或者出卖人有权处分。此外,特定资产收益权的合法性受制于特定资产的合法性。所以,信托公司应首先对特定资产及其收益权的合法性进行审查。审查内容主要有以下几个方面:1)融资方是否是特定资产及其收益权的所有权人?如果不是,融资方是否对特定资产及其收益权具有处分权?2)融资方是否已就特定资产及其收益权发起类似交易?是否已就特定资产设定类似抵押、质押等类似权利负担?3)融资方取得特定资产的方式是否符合法律规定或者有关合同约定?4)特定资产收益权的主要内容界定是否与特定资产的权利类别和属性相

一致?

收益权持有过程中信托公司的法律风险。信托公司通过向融资方支付对价,获得特定资产的收益权。但在实务中,信托公司经常只是阶段性持有特定资产的收益权,而且信托公司通常仅能取得既定金额的收益权(超过既定金额的,归融资方所有,或者由融资方和信托公司按约定比例分成。当然,不足既定金额的,由融资方或第三方补足差额)。由于特定资产的权利人仍然是融资方,融资方在理论上仍有权对特定资产及其收益权进行再次处分。如果融资方对特定资产或受益权的处置不利于信托公司,信托公司难以采取有效补救措施。而且,收益权交易目前没有一套登记公示制度,如果融资方以信托公司所获取的收益权进行二次融资,信托公司难以对抗善意第三人。所以,信托公司不应应当对此类风险予以重点关注,还应争取采取下述一种或综合多种手段保护投资者利益:1)将特定资产为信托公司实现既定收益或者融资方回购义务设定抵押或质押;或2)就特定资产或收益权实现款项设立监管账户;或3)就融资方违反约定处置特定资产或收益权设定违约条款,增加融资方违约成本;或4)确保信托资金用于双方约定的项目,并最好实行分期受托支付。

融资方资金用途的合规性风险。融资方通过向信托公司转让特定资产收益权,既实现了融资,同时又保留了特定资产的所有权或处分权,可谓一举两得。在监管当局对某些行业和领域禁贷或限贷的情况下,这种融资方式或许成了这些行业或企业解决资金来源的最后救命稻草。如果信托资金最终流向了这些禁贷或限贷的行业和领域(比如政府融资平台、“两高一剩”企业、铁公基和商业房地产开发项目等),将使国家的监管流于形式。信托公司

或与其合作的商业银行应准确把握监管当局监管的实质精神,主动与国家宏观调控和审慎监管政策保持一致,防止信托资金最终流向国家禁贷或限贷的行业和领域。如果信托公司一味地追求规模的快速扩张或追求眼前收益而置国家监管政策于不顾,对信托资金最终用途放任自流,信托公司或与其合作的商业银行将可能会因此遭受本不必要的监管处罚。

对投资者的信息披露风险。虽然信托公司通常只是阶段性持有特定资产的收益权,但从理论上讲,既然信托公司支付了全部对价,特定资产在一定期间内的全部收益应当归信托公司所有。但在实务中,融资方出于融资成本考虑,往往会与信托公司另行约定收益金额上限,即信托公司只享有约定金额内的收益,超过该限额的收益仍归融资方所有或者由信托公司和融资方按既定比例分成。所以,信托公司实际上获得的是特定期间内特定资产的特定金额的收益权。信托公司与融资方之间的交易合同与投资者签署的信托文件之间可能存在一定的差异。信托公司应注意做好对投资者这一信息披露工作,信托公司应尽可能事先在信托文件中披露未来收益权交易合同的主要内容。同时,信托公司还应事后做好与投资者的信息披露和交流合作,尽力避免投资者产生误解。

当前特定资产收益权交易有逐渐扩大之势,虽然目前法律法规未明确禁止该类交易,但该类交易毕竟缺乏明确的法律政策支持。如果信托公司开展此类业务不审慎稳健,该类交易将难以获得明确的法规支持,而且还可能受到制约。(俞勇,中国银行银监会监管二部;范满平,中国银行深圳分行;张福进,厦门大学经济学院。本文不代表作者所在单位观点)

借助资本市场 推动西部实体经济发展

□徐亮 胡恒松

第四次全国金融工作会议提出,要“牢牢把握发展实体经济这一坚实基础,努力营造鼓励勤劳创业、实业致富的社会氛围”,强调金融要服务于实体经济,确保资本市场资金投向实体经济。我们认为,在西部大开发“十二五”规划讨论通过之际,西部地区应该把握契机,发展资本市场并借助资本市场力量,推进实体经济快速发展,以进一步缩小与东部地区差距。

西部资本市场发展滞后

1990年12月上海证券交易所及1991年深圳证券交易所相继成立,中国资本市场进入较快发展阶段,尽管如此,在市场运行机制、融资渠道、金融产品创新、相关法律法规的颁布与实施等方面都还处于摸索和完善阶段。与此同时,国内东西部地区因资本因素带动区域差异进一步拉大。从国内区域间资本市场发展情况来看,在金融机构数量、上市公司数量、每年资本融资规模等方面,西部地区较东部地区来说都存在短时间难以逾越的差距。

从证券公司注册情况来看,目前我国106家证券公司注册地大多集中在北京、深圳、上海等金融相对发达的东部地区,占比高达66.04%;西部地区11省、自治区、直辖市仅有18家证券公司,占比仅约16.98%,而且西部券商大部分也已将分公司或分支机构设置在北京、上海和深圳地区,如新疆唯一券商宏源证券,从2009年起已在北京金融街附近购置行政大楼,该公司总部行政人员90%以上均在北京。从国内上市公司分布情况看,由于历史、地理环境及政策等各方面原因,目前西部地区上市公司数量少且结构单一。截止到2011年12月31日,中国沪深两市上市公司总数达2611家,其中东部地区上市公司数量为1800家,占52%;而西部地区上市公司数量仅为800家,占比不足20%。

从资本市场融资能力及规模来看,东西部地区的差距更加悬殊。以债券融资为例,2010年我国银行间债券市场规模进一步扩大,全年发行量约9.51万亿元,其中东部地区通过债券市场实现融资额约6.5万亿元,占比将近70%;而西部地区融资额不足总量10%,其中云南2010年通过债券市场融资规模仅为债券市场全年发行量千分之一左右,该省上市公司数量仅占全国上市公司总量1.07%。

加大西部资本市场扶持力度

任何地区资本市场的发展离不开政策的引导和支持,西部地区也不例外。西部要想借助资本市场的力量发展实体经济,首先必须夯实基础,发展好区域内的资本市场。

一是合理引导西部有潜力的企业上市,培育有西部区域特色的上市公司。建议适当扶持西部资源深加工、装备制造和战略性新兴产业相关企业上市,通过证券市场融资,不断做大做强实体经济,提高经济效益。

二是重视西部地区证券市场发展,尤其要注重培养西部券商的竞争能力。证券市场是资本市场的重要组成部分,证券公司在其中扮演着极其重要的角色,所以发展西部资本市场,扶持发展西部券商显得尤为关键。就目前证券公司创设及监管政策来看,在西部省份新设

证券公司的难度较大,但在现有数量不多的西部券商中选取区域优势明显、盈利能力较强、具有一定规模的证券公司作为政策扶持对象完全可行。建议通过券商保荐审核、营业网点新设、创新业务试点、财政补贴和税收减免等方式给予扶持,并择机持续推进有条件的西部券商上市,提升西部券商在资本市场中的竞争力和影响力。政府在扶持西部券商发展的同时,券商既可以通过增加纳税给予回报,也可以通过股票或债券方式筹集资金并将资金更多投向当地实体经济。

三是加快西部区域性金融中心的建立。对于西部地区来说,由于经济基础薄弱,且西部各省、自治区之间的经济发展水平参差不齐,设立西部区域金融中心需符合一定标准,但绝不能用同一的标准搞“一刀切”,应在充分发挥地区特色、符合地区经济发展实际的基础上建设区域金融中心。同时,应选择政府主导型的地方金融发展模式,加大政府对金融的支持力度。比如2011年7月国务院批准了《“十二五”支持西藏经济社会发展建设项目规划方案》,该方案推动西藏地区金融中心的建立,也必将对西藏地区实体经济产生深远影响。我们认为,北京、上海、深圳等经济发达地区的经济发展离不开当地金融的支持,西部地区要想发展,建立若干具有区域特点的金融中心很有必要。

引导资本参与“西部大开发”

自2000年西部大开发战略施行以来,西部地区经济发展较以前有了很大发展,但较东部地区差距仍相当突出,西部地区仍是我国经济全局中的“短板”。近日,国务院西部地区开发领导小组会议讨论通过《西部大开发“十二五”规划》,从八个方面作出部署,要求坚持把深入实施西部大开发战略放在区域发展战略优先位置。我们认为,资本市场在服务实体经济的同时,西部地区完全有理由参与其中,并引导资本流向西部地区实体经济。

一是要发挥政府宏观调控作用,优化投资环境。针对西部地区资本市场发展的现状,应积极发挥国家在资金和政策方面的作用,从西部实际出发,为其多渠道打造投、融平台。一方面,国家可以以中央财政为主渠道设立西部开发基金,如投资补贴、就业补贴、大开发扶贫补贴等。另一方面,政府应从宏观上调整国家现行的金融政策,建立有利于资金由东部向西部的“回流”机制,使“回流”的资金能够在西部“滞留”、“沉淀”下来,不再流回东部或很少流回东部,以利于西部的开发和利用。同时,政府可通过制订相关的法律法规,对西部地区给予政策倾斜,如允许中东部资本和民营资本甚至外商资本直接进驻上市公司参股,允许西部地区用期权、股权等激励方式引进优秀管理人才等。

二是强化西部市场监管,保持良好的市场秩序。发展西部资本市场的监管主要表现在以下几方面。完善资本市场法律法规体系,提高人们金融法制意识,以强化对资本市场的管理;帮助西部资本市场完善自律性组织建设,如会计师事务所、审计师事务所、资产评估机构等,对证券发行上市进行审核、评定把关,发挥监督作用;强化信息披露制度,加强对上市公司的监管和风险控制;增强外部监督的手段,建立以会计准则为核心的会计信息披露规范体系。(徐亮,宏源证券董事办公室主任;胡恒松,中央民族大学博士生)

货币政策稳中偏松 货币信贷或适度扩张

□交通银行金融研究中心

2012年货币政策将维持稳健基调,但总体较2011年适当松动。基准利率保持基本稳定,法定准备金率适度下调,灵活开展公开市场操作。信贷投放规模有所扩大,余额增速可能略有回落,货币供应增速将有所回升。

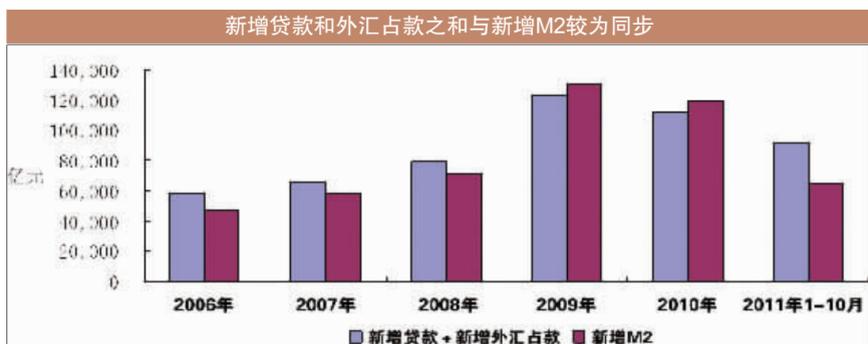
实际操作相对宽松

第一,货币政策稳中偏松,注重灵活性、前瞻性和针对性。2012年,在通胀压力减轻和经济增长放缓情况下,货币政策不会紧只会松。但考虑到中长期通胀压力犹存,经济“硬着陆”的可能性也不大,货币政策不具备大幅放松的可能。2012年世界经济形势不确定性进一步增加,国际金融市场持续动荡,要求货币政策增强灵活性和应变能力。

面对2012年复杂多变的经济金融形势,中央经济工作会议指出,要“继续处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构、管理通胀预期的关系”,并明确提出继续实施稳健的货币政策。我们认为,尽管维持稳健基调不变,2012年货币政策总体较2011年会适当松动,并呈现出灵活平衡、前瞻把握和针对举措三特征。

第二,存款准备金率保持稳定的可能性较大。综合考虑经济增长有所放缓、当前利率水平已属中性略高、物价涨幅逐步回落、加息将进一步提升小微企业融资成本且不利于房地产市场平稳运行和地方政府债务风险的化解等方面,2012年进一步加息已无必要。

2012年,基准利率下调的可能性也不大。中长期通胀压力依然不容忽视,下调进行微调。公开市场操作将担当起前一阶段流动性调节的“重任”。预计央行综合考虑外汇占款增长状况、财政存款变化情况上浮占比提升较快,实际执行的贷款利率水平远超过基准利率。2012年随着政策适当松动,信贷投放规模扩大,信贷供需形势变化会降低贷款利率上浮幅度和占比,从而降低贷款利率水平,而不一定要降低基准利率。尤其是2012年可能出现久违的正利率,马上又要降息,有失



资料来源:WIND、交行金研中心

公允。不过,若发生严重的外部冲击,经济增速有明显下滑的危险,不排除利率小幅下调1次0.25个百分点的可能,但不会形成降息周期。

第三,存款准备金率将适时适度下调。2012年,综合考虑资本流入状况和银行体系流动性情况等因素,准备金率将下调2-4次,每次0.5个百分点。当前创纪录的存款准备金率水平明显制约了银行资金运用能力,在2012年信贷投放规模有所扩大的情况下,银行有必要通过适度下调准备金率来增强银行的信贷供应能力,促进货币信贷合理增长。此外,2012年外汇占款增长很可能显著放缓,进而造成货币供应见底,给银行体系带来流动性减少的压力,也需要通过准备金率下调加以对冲。但若发生诸如资本大规模撤出,并影响国内银行体系流动性的严重负面冲击,准备金率也有增加下调次数的可能。

第四,灵活开展公开市场操作,继续加强信贷窗口指导

2012年,公开市场操作将继续体现政策意图,下调进行微调。公开市场操作将担当起前一阶段流动性调节的“重任”。预计央行综合考虑外汇占款增长状况、财政存款变化情况上浮占比提升较快,实际执行的贷款利率水平远超过基准利率。2012年随着政策适当松动,信贷投放规模扩大,信贷供需形势变化会降低贷款利率上浮幅度和占比,从而降低贷款利率水平,而不一定要降低基准利率。尤其是2012年可能出现久违的正利率,马上又要降息,有失

偏紧不同,2012年将鼓励银行适度加快信贷投放步伐,特别是加大对小微企业、三农、保障性住房、战略性新兴产业以及在在建续建项目的信贷支持。

第五,人民币升值放缓,双向波动,弹性增强。2012年,多个因素将导致人民币升值压力减轻,甚至引发市场形成阶段性贬值预期。一是受顺差收窄、FDI下降和短期资本流入减缓的影响,国际收支顺差趋于收窄,从而减轻人民币升值压力。二是基准利率保持稳定,升息预期下降也有助于减缓资本流入。三是国内企业扩大对外直接投资,资本输出进一步扩大有助于减缓升值压力。四是未来物价涨幅回落使升值作为抑制通胀工具的必要性降低。但另一方面,考虑到我国仍将维持相对较高的经济增速、劳动生产率持续提高,国际收支顺差格局维持,外汇储备高企,加之推进人民币国际化和获取国际资源的需要,人民币汇率不会形成持续贬值趋势。

信贷增速有所扩大

2012年,新增信贷规模将有所扩大,余额增速可能略有下降。预计全年新增贷款8-8.5万亿,余额同比增长14.5-15.5%,略低于2011年。

首先,经济保持平稳增长,信贷需求依然不低。2012年中西部基础设施建设仍将稳步推进,保障房建设持续推进将在一定程度上弥补房地产投资的下降,在建、续建项目继续实施,投资增速大幅回落的可能性不大,这将保证一定规模的贷款需求。在收入增长和鼓励消费政策的带动下,加之

物价涨幅回落,2012年实际消费增速将有所上升,从而带动相关贷款需求增加。此外,表外融资转移到表内,对小微企业、三农、战略性新兴产业等国家重点支持领域加强信贷支持,都会扩大信贷需求。总体来看,在经济增长依然处在较高水平下,贷款需求依然不小。

其次,政策宽松条件下,银行信贷供给能力有所增强。2012年,为保证经济平稳增长并加大对特定领域的支持,政府会鼓励银行适度加快信贷投放步伐。但稳健货币政策下信贷投放是否放松的可能性也不大。因为2009年高达9.59万亿的新增信贷、超过30%的余额增速是在全力保增长、适度宽松的货币政策下实现的,这些条件在2012年显然并不具备。为缓解银行体系流动性压力,保持流动性合理适度,2012年准备金率会有一定程度的下调,这有利于银行扩大信贷投放。

最后,新增贷款在社会融资总规模中的比重有所上升。2012年,受政策微调的影响,新增贷款规模扩大,加上鼓励发展股票和债券融资,社会融资总规模将从2011年的12万亿扩大到13-14万亿。同时因加强规范监管,2012年信托贷款、委托贷款、承兑汇票等融资难有明显扩大,银行贷款占整个社会融资总量的比重将小幅上升,达到60-62%。

货币供应增速有所回升

2012年,综合考虑信贷投放规模扩大、外汇占款增长放缓和货币乘数回升等因素的影响,货币供应增速将有所回升。预计

2012年末,M2和M1分别同比增长14-15%和12-14%左右,高于2011年底的13.6%和7.9%。

信贷投放适当增加有利于货币供应扩张,外汇占款增速放缓限制货币增长。信贷投放和外汇占款是货币供应增长的两大主要推动力。2012年新增贷款8-8.5万亿元,将直接推动存款和货币供应增加8-8.5万亿元。但2012年外汇占款增长可能明显放缓。从其组成部分来看,在外需不振的影响下,2012年贸易顺差将有所收窄;国外企业自身资金不足,预计FDI规模也会有一定程度的收缩;更为重要的是,在欧洲债务危机蔓延、国际金融市场持续动荡不安的大环境下,担忧中国经济增速放缓导致人民币贬值预期,总体上短期资本流入将明显放缓甚至流出。预计2012年新增外汇占款将较2011年的3.2万亿左右显著下降到2万亿左右,月均1600多亿元,这一增速与金融危机后的2008年四季度到2009年上半年相当。

以上两方面相加将给2012年带来10-10.5万亿规模的新增货币,考虑到诸如理财产品发行、表外融资发展等因素的影响,实际新增M2规模高于或低于上述水平都有可能。比如,2011年以来理财产品发行、表外融资发展分流银行存款的影响,前10个月的新增贷款和新增外汇占款之和就远大于新增M2。因此,还需要对其它影响因素进行分析。

理财产品发行趋稳和货币乘数回升促进货币供应增长。2012年,信贷投放步伐有所加快,在企业从银行贷款融资相对容易的情况下,加之监管部门加强监管和规范,影子银行“融资规模将有所扩大,从而有利于存款资金留在银行体系。2012年,理财产品市场将进入平稳、健康运行的轨道,难以再现2011年爆发式增长局面。加之实际负利率缓解甚至消失,都有利于减少理财产品对存款的分流,促进存款和货币供应增长。2012年准备金率适度下调推动货币乘数回升,也有利于存款扩张。总体来看,2012年新增M2规模会高于新增贷款和外汇占款之和,再考虑到统计口径调整和范围的扩大,M2余额同比增长14-15%。

注册地	注册地证券公司数量(个)	分布地区	分布地区证券公司数量(个)	所占比例(%)
北京	17	东部地区	70	66.04%
上海	14			
深圳	17			
广东	5			
天津	1			
河北	1			
浙江	3			
江苏	5			
福建	3			
海南	2			
安徽	2	中部地区	12	11.32%
湖北	2			
湖南	3			
江西	2			
河南	2			
吉林	2			
黑龙江	1			
辽宁	3			
新疆	1			
云南	2			
广西	1			
贵州	1			
四川	4			
甘肃	1			
青海	1			
西藏	1			
陕西	3			
山西	1			
重庆	1			

资料来源:中国证监会网站。统计数据截至2010年8月底,东西中部地区和东北部地区划分方法依据中华人民共和国国家统计局网站2011年6月13日公布划分。