

浅议上市公司限售流通股股权收益权信托集合资金计划

在目前市场上销售的集合资金信托计划中，以上市公司限售流通股股权收益权为投资标的设立的信托计划屡见不鲜，如汇益一号（东风股份 I）股权收益权投资集合资金信托计划¹、天晟新材股权收益权 2 期集合资金信托计划²等。本文以上市公司限售流通股股权收益权的概念为核心，简要介绍此类信托计划。

一、上市公司限售流通股股权收益权信托集合资金计划简介

上市公司限售流通股股权收益权信托集合资金信托计划发行的情况一般为，融资方有融资需求，但由于其不能将自身持有的限售流通股股权直接进行转让，于是信托公司以限售流通股的收益为标的，通过发行信托计划，投资人将资金委托给信托公司后，信托公司作为受托人运用信托资金投资于限售流通股的收益权，从而达到为融资方融资的目的。同时，为了保证信托财产的安全，信托计划往往要求融资方将这部分股权反向质押给信托公司，最后以在信托计划存续内获取股权的分红或者融资者回购该部分股权所得收益等作为投资者的回报。³

二、信托计划股权收益权含义

1、何为限售流通股

《证券法》、《公司法》等法律并没有对我国上市公司的限制售流通股作出明确的界定。实践中，限售流通股一般包括如下几种情况：

- (1) 《公司法》明确规定的有限售条件流通股。（如《公司法》（2005 年修订）第一百四十二条规定：“发起人持有的本公司股份，自公司成立之日起一年内不得转让。公司公开发行股份前已发行的股份，自公司股票在证券交易所上市交易之日起一年内不得转让。公司董事、监事、高级管理人员应当向公司申报所持有的本公司的股份及其变动情况，在任职期间每年转让的股份不得超过其所持有本公司股份总数的百分之二十五；所持本公司股份自公司股票上市交易之日起一年内不得转让。上述人员离职后半年内，不得转让其所持有的本公司股份。公司章程可以对公司董事、监事、高级管理人员转让其所持有的本公司股份作出其他限制性规定。”）；
- (2) 发行人首次公开发行时控股股东等持有的承诺延长锁定期的有限售条件流通股；
- (3) 股权分置改革后原非流通股股东持有的有限售条件流通股。⁴

¹ 此信托计划信息见
<http://www.yanglee.com/Shop.aspx?ItemID=6610>

² 此信托计划信息见
<http://www.yanglee.com/Shop.aspx?ItemID=6580>

³ 《股权收益权信托中“股权收益权”法律性质初探》作者秦悦民、夏亮

⁴ 《上市公司非流通股及限售流通股质押有关法律问题》作者 金振朝

2、何为限售流通股股权收益权

我国法律并未明确规定限售流通股股权收益权之具体内涵，实践中，一般会在上市公司限售流通股股权收益权信托集合资金计划的《股权收益权转让及回购合同》中对何为限售流通股股权收益权作出下述列举式描述：

“股权收益权包括但不限于以下收益：

- (1) 自本合同生效之日起标的股票在任何情形下的卖出收入；
- (2) 自本合同生效之日起，标的股票因送股、公积金转增、配股、拆分股权等而形成的派生股票在任何情形下的卖出收入；
- (3) 自本合同生效之日起，因标的股票及标的股票的派生股票而取得的股息红利等；
- (4) 自本合同生效之日起，标的股票及标的股票的派生股票产生的其他收入。”

3、关于限售流通股股权收益权能否作为上市公司限售流通股股权收益权信托集合资金计划之《股权收益权转让及回购合同》标的之观点

关于限售流通股股权收益权能否作为上市公司限售流通股股权收益权信托集合资金计划之《股权收益权转让及回购合同》的标的，存在肯定说和否定说两种观点。

肯定说认为，限售流通股股权收益权作为《股权收益权转让及回购合同》的标的不存在问题。理由为：

- (1) 根据我国民法理论，财产具有占有、使用、处分、收益四种权能，各种权能相互作用、彼此独立，皆能分割对应、衍生出相应的权利，收益权能的分立具备充分的法律理论基础。股权的财产属性表现为股东获取股息红利、享有转让股权后的利益的权利，故基于股权财产属性的权利统称为股权收益权。股权收益权其本质上是一种财产权，股权收益权可以从股权中分离并予以转让。

- (2) 根据《信托法》第十四条的规定，法律、行政法规规定的禁止流通物不得成为信托财产。据此，限售流通股因《公司法》142条“一段时间（视具体情形）内不得转让”的规定而无法成为信托财产。但是，股权收益权不同于限售流通股，并不属于禁止或限制流通物，其转让并不直接导致限售流通股转让的法律后果，因此上市公司限售流通股的股权收益权符合成为信托财产的条件。⁵

否定说认为，限售流通股股权收益权作为《股权收益权转让及回购合同》的标的存在以下法律障碍：

法律障碍一：

《公司法》第四条规定，“公司股东享有资产收益、参与重大决策和选择管理者等权利。”可见，股东从公司获得资产收益的权利属于股东权利的一部分。由于股东权利总体上是基于股东身份获得的，因此具有一定的身份属性，股东的股权收益权或其他单一权能能否单独转让在理论上尚有争议。

法律障碍二：

根据《公司法》的规定，股东向公司主张和行使权利应以股东名册为依据。若认为在股权收益权信托中的股权收益权已经转让给信托公司，但因登记在公司股东名册上的仍为股东（信托计划的融资方），故信托公司仍不能依据《股权收益权转让及回购合同》直接向融资方主张和行使权利。⁶

法律障碍三：

将限售流通股股权收益权作为《股权收益权转让及回购合同》的标的也会与股票质押的一般理论产生矛盾。

股票质押的一般理论认为，股票质押的出质人应为有权处分股票的权利人，股票出质后，质权人

⁵ 《和信托业一起长大》冯加庆

⁶ 《股权收益权信托中的“股权收益权”法律性质初探》秦悦民、夏亮

享有质权，而包括资产收益权（包括送股、分红派息、配股和配售的股份）在内的股权仍为股东享有。

在上市公司限售流通股股权收益权信托集合资金计划中，一般会要求融资方与信托公司签订《股权质押合同》，并将《股权质押合同》的生效和登记作为集合资金信托计划成立和《股权收益权转让及回购合同》生效的前提条件。《股权质押合同》生效并登记后，信托公司成为股权的质权人，融资方成为出质人。当《股权收益权转让及回购合同》生效后，信托公司成为股权收益权的受让人，其同时又作为股权质押合同的质权人，只对自己所有的质物享有质权，这与股票质押的情况下包括资产收益权在内的股权仍为股东享有的一般理论产生矛盾。

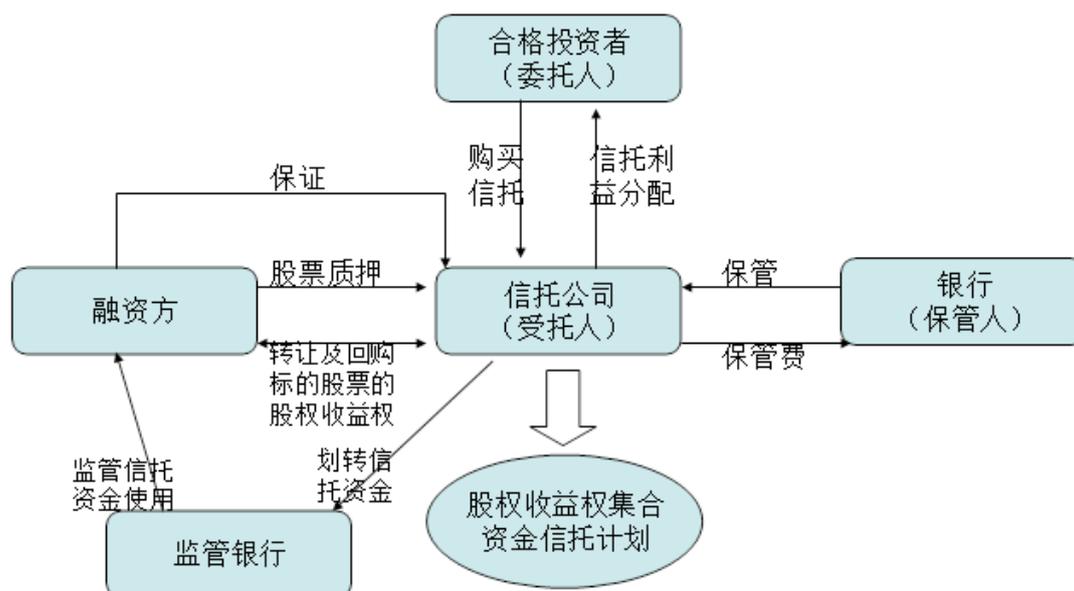
法律障碍四：

从本质上看，该种限售流通股股权收益权转让回购模式的实质为以限售流通股股权收益权转让回购为名行贷款融资之实，故不排除银监会随时出台相关政策规范，甚至叫停此类融资项目。

三、操作模式

1、结构设计及主要合同

目前实践中，上市公司限售流通股股权收益权信托集合资金计划的基本结构如下：



为构建上述结构，信托计划相关当事方一般签署如下合同：

(1) 《集合资金信托合同》

信托公司与合格投资者签订《集合资金信托合同》建立双方信托法律关系，约定合格投资者认购信托单位⁷、由信托公

司将信托计划资金⁸投资于信托公司与融资方之间的限售流通股股权收益权购买及溢价回购交易、信托公司按期向合格投资者分配信托利益⁹。

(2) 《保管协议》

⁷ 信托单位：指计算、衡量信托财产以及合格投资者认购数量的计量单位。一般来说，信托计划成立时，每一份信托单位的价格为人民币壹元。

⁸ 信托计划资金：指信托计划项下信托资金的总和。（信托资金：指根据信托文件，各投资人合法拥有且按信托合同规定交付给信托公司的资金。）

⁹ 信托利益：指信托公司根据信托文件的规定，计算并分配给合格投资者的现金或财产

信托公司与保管银行签订《保管协议》，约定信托财产由保管银行保管、信托公司以信托财产承担保管费。

(3) 《账户监管协议》

信托公司、融资方、监管银行三方签订《账户监管协议》，约定融资方以自己名义在监管银行开立监管账户、信托公司将信托计划资金从信托财产专户¹⁰划入监管账户、融资方编制《资金使用计划》并通过提交《用款通知书》方式提款。在该《账户监管协议》中还可约定将融资方还款来源所得款项纳入监管范围以确保融资方按时、足额履行《股权收益权转让及回购合同》项下支付回购款项的义务。

需要说明的是，《保管协议》和《账户监管协议》虽然均由银行作为协议一方当事人，但上述两协议在以下几个方面存在显著不同：

A. 当事人不同

《保管协议》的当事人仅为两方，即信托公司和保管银行；《账户监管协议》的当事人为三方，即信托公司、融资方、监管银行。（实践中，虽无法律明确要求，但为保证银行履行各自义务的独立性，监管银行和保管银行通常为两家无隶属关系的相互独立的银行。）

B. 设置目的不同

《保管协议》设置目的为，通过保管银行保管信托资金、并由第三方银行审慎监管信托公司运用信托资金是否符合法律法规、《集合资金信托合同》的方式防止信托公司发生违规运用资金、携款潜逃等信用风险及道德风险。

《账户监管协议》设置的目的是，通过监管银行监管融资方依《股权收益权转让及回购合同》取得之转让款使用的方

式，防止融资方发生违反约定使用转让款的信用风险。

C. 是否为规范性文件所强制要求

依据《信托公司集合资金信托计划管理办法》规定，信托计划的资金实行保管制。信托计划存续期间，信托公司应当选择经营稳健的商业银行担任保管人。

《信托公司集合资金信托计划管理办法》也规定了保管协议必须包含的内容。由此可见，《保管协议》为集合资金信托计划中法律强制要求必须具备的文件。

截止目前来看，并无中央层面的规范性文件对集合资金信托计划设置《账户监管协议》作出强制性要求。实践中，部分地方银监局会综合考量集合资金信托计划规模、信托资金用途、信托公司评级情况等多方面因素，对是否必须设置《账户监管协议》作出不同要求。

(4) 《股权收益权转让及回购合同》

信托公司与融资方签订《股权收益权转让及回购合同》，约定信托公司作为受托人以信托计划资金受让融资方持有的限售流通股股权收益权、该合同有效期内融资方依约定支付限售流通股股权收益权回购溢价款、信托期限届满融资方收回限售流通股股权收益权。

(5) 《股权质押合同》、《保证合同》

融资方与信托公司签订《股权质押合同》和《保证合同》担保其回购义务的履行。（实践中也存在融资方、或其关联方通过其他方式就融资方之回购义务向信托公司提供其他形式担保的情形。）

2、信托计划设立流程介绍

上市公司限售流通股股权收益权信托集合资金计划一般通过如下流程设立：

(1) 尽职调查

信托公司自己或委托律师对融资方从项目设计依据及背景、项目具体情况、项目

¹⁰ 信托财产专户：指以信托计划名义开设的，用于保管信托财产的银行专用账户。

交易结构及流程、限售流通股股权收益权回购人情况介绍、标的股票分析、风险揭示与分析等方面进行全面而细致的尽职调查，并出具尽职调查报告。

(2) 风控、合规审核

信托公司风险控制部门对尽职调查报告进行审核，通常侧重财务方面的审核。

信托公司合规风险审查部门对尽职调查报告进行审核，通常侧重法律方面的审核。

(3) 过会

信托公司投资决策委员会结合风控、合规部门意见，对是否设立此上市公司限售流通股股权收益权信托集合资金计划进行评估。

(4) 文本起草及法律意见书出具

信托公司自行起草或聘请专业律师起草、审阅本文章第三部分第3.1项列明的与信托计划相关的合同文件。

信托公司聘请专业律师从信托公司设立信托计划的主体资格、信托文件在形式上

的合法性、信托文件在内容上的合法性等方面出具法律意见书。

(5) 信托公司合规审查与信托计划相关的合同文件

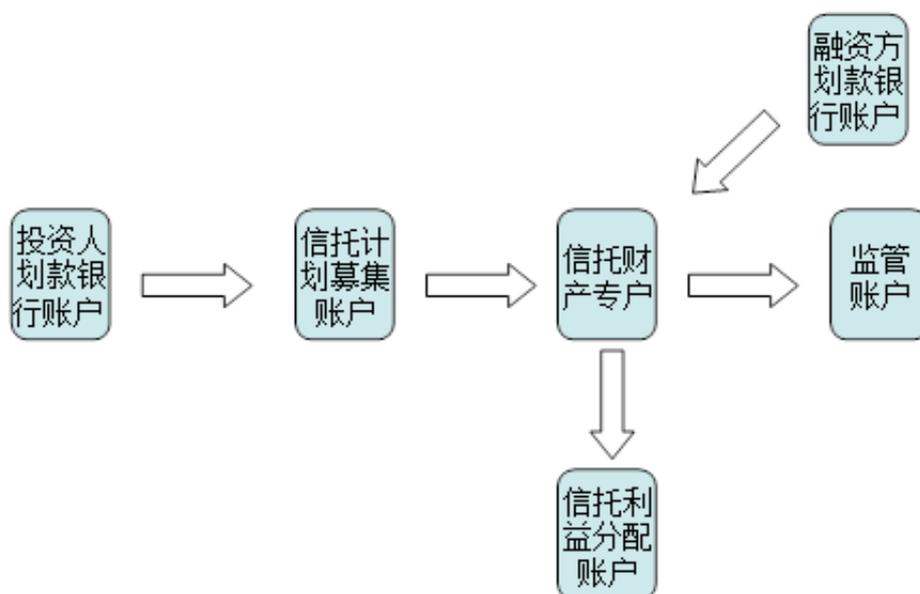
(6) 信托公司将与信托计划相关的合同文件报送银监局（一般为地方银监局）备案

(7) 信托公司就信托计划进行推介，投资人认购信托计划

(8) 信托资金募集至指定数额或达到信托合同中约定的条件后，信托公司宣布信托计划成立

3、账户设置及资金流向

上市公司限售流通股股权收益权信托集合资金计划运行过程中通常会存在多个银行账户。本部分以第三部分第3.1项载明的结构图为例、以上市公司限售流通股股权收益权信托集合资金计划顺利设立、运行、终止为假设前提，对上市公司限售流通股股权收益权信托集合资金计划涉及的账户中的资金划转流向梳理如下：



- (1) 在信托计划推介期内,合格投资者将认购信托计划的资金从其投资人划款银行账户划转至信托计划募集账户;
- (2) 信托计划成立后,信托资金从上述信托计划资金募集账户划转至信托财产专户;
- (3) 当融资方满足《股权收益权转让及回购合同》中约定的特定划款条件时或信托计划成立后特定工作日内,信托公司向保管银行书面提供信托合同复印件及资金用途说明,保管银行将信托财产专户中资金划转至融资方在监管银行处开立的监管账户;融资方依《账户监管协议》约定之条款和条件使用监管账户中资金;
- (4) 《股权收益权转让及回购合同》有效期内,融资方将限售流通股股权收益权回购款按《股权收益权转让及回购合同》约定之期限足额划付至信托财产专户;
- (5) 《集合资金信托合同》有效期内,信托公司依此合同约定之条款按时从信托财产专户中向受益人(委托人)之信托利益分配账户划付信托利益。

4、限售流通股股权收益权回购价款之确定及支付

构建上市公司限售流通股股权收益权信托集合资金计划之核心合同为《股权收益权转让及回购合同》,限于本文之篇幅,无法就该合同进行全面充分的介绍,此处仅就该《股权收益权转让及回购合同》之核心内容——限售流通股股权收益权回购价款之确定及支付简要介绍如下:

(1) 回购价款数额确定

一般情况下,回购价款的计算公式为:

回购价款=标的股票限售流通股股权收益权转让价款+标的股票股权收益权转让价款×【】%×股权收益权实际转让天数÷365。

其中,标的股票股权收益权转让价款一般为该限售流通股股权收益权集合资金信托计划实际募集之资金数额;

【】%为限售流通股股权收益权回购溢价率,计算该溢价率的具体比率一般需结合限售流通股股权收益权集合资金信托计划中信托财产需承担的税费的数额确定。该等税费一般包括,信托财产管理和运用过程中发生的税费、保管人的保管费、信托终止时的清算费用、推介服务费(包括但不限于居间服务费、财务顾问费、代收付费用等)、信托管理费(即受托人报酬)、公证费、律师费、质押登记费、评估费等中介费用,文件或账册制作、印刷费用,信息披露费用等费用以及按照有关规定可以列入的其他税费和费用。

(2) 回购价款付款支付时间

实践中,关于回购价款支付时间的设定较为灵活,当前较为流行的模式为:

将回购价款支付时间与信托财产承担信托费用、受益人预期分配之信托利益的时间相挂钩。

此模式下,与回购价款支付时间相挂钩的信托费用通常为数额较大、支付时间较为确定的费用,如信托报酬、保管费用等。采用此种模式需注意的是,在进行《股权收益权转让及回购合同》回购款支付时间条款的设置时,应保证融资方向信托公司支付每笔回购价款的时间一般应晚于信托公司信托财产承担信托费用的时间,以避免信托公司需划取信托费用或信托报酬时而信托财产专用账户中并无充足资金的情况出现。

小结:实践中,关于回购价款支付时间的设定灵活多样,在进行《股权收益权转让及回购合同》回购价款支付时间条款设定时,信托公司、融资方、有权利收取信托费用的第三方(如保管银行、监管银行财务顾问等)应充分协商,以设定最佳的回购价款支付时间。

四、 结语

虽然限售流通股股权收益权作为上市公司限售流通股股权收益权信托集合资金计划之《股权收益权转让及回购合同》的标的存在诸多法律障碍,但银监会一致默许上市公司限售流通股股权收益权信托集合资金计划的发展,股权收益权转

让回购模式也仍然是实践中大量存在的企业信托融资模式之一。

限售流通股股权收益权之概念的从无到有，上市公司限售流通股股权收益权信托集合资金计划的从无到有反映了我国信托业积极创新、主动发展的态度。律师作为信托计划结构设计和条款的

重要参与力量，在保证信托计划合法合规的前提下，也应保持不断创新和持续进取的精神，在信托从业人员的配合下不断开拓新的信托业务品种以满足实践中融资方的融资需求以及信托公司开拓业务之需要。

易 芳 合 伙 人 Tel: 8621 5298 5488 Email: yif@junhe.com
赵 冲 律 师 Tel: 8621 5298 5488 Email: zhaoch@junhe.com

本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。