

券商资产管理业务：问题与对策建议

孙永文

(天津大学管理与经济学部, 天津 300072)

摘要：做强资产管理业务，对券商营造新的盈利模式、构建核心竞争力起到至关重要的作用。近年来，券商资管业务的发展环境发生了深刻的变化，券商资产规模也得到了快速的发展壮大。但是，其市场份额仍然相对较低，行业影响力有限，同时存在着资管业务发展结构不均衡，通道业务比重较大的问题。本文在分析证券公司资产管理业务发展的环境变化基础上，对券商资管业务发展的主要问题和风险进行分析，分别从监管部门与券商的角度提出推动资管业务进一步健康发展的对策建议。

关键词：券商资产管理；集合资产管理；定向资产管理；通道业务

Abstract: Strengthen asset management business (“AMB”) is vital for securities companies to build a new profit model and core competence. The development environment of AMB has changed greatly and the asset sizes of securities companies have grown rapidly in recent years. However, the market share of AMB is still relatively low with limited industry impact. In the meantime, there is a problem that the development structure of AMB is disequilibrium and channel business takes very high proportion. On the basis of environmental change analysis of AMB development, this paper analyzes the main problems and risks of AMB, and presents policy suggestions on promoting further development of AMB.

Keywords: asset management of securities companies, collective asset management, directional asset management, channel business

作者简介：孙永文，天津大学管理与经济学部博士生。

中图分类号：F830.9 **文献标识码：**A

当前，证券业作为支撑中国资本市场发展的重要金融服务产业，正在以建设现代投资银行为前提和根本任务，加快业务转型，拓展业务内容，积极提高资本市场综合金融服务能力。其中，资产管理业务作为证券公司发挥专业优势，支持实体经济健康、高效发展的重要手段，2012年以来在业务发展环境发生重大变化的新形势下，其业务规模迅速扩大。但是，相对于国内其他资产管理机构，证券公司资产管理业务在国内理财市场份额的占比仍然较低，同时存在着发展结构不均衡，通道业务比重较大的问题。

券商资产管理业务发展环境发生变化

一、资产管理业务相关法律规定

根据中国证监会《证券公司客户资产管理业务管理办法》(证监会令第87号，以下简称《资管办法》)第11条的

规定，证券公司可以依法从事下列客户资产管理业务：一是为单一客户办理定向资产管理业务；二是为多个客户办理集合资产管理业务；三是为客户办理特定目的的专项资产管理业务。此外，中国证监会配套发布《证券公司集合资产管理业务实施细则》(证监会公告[2012]29号，以下简称《集合细则》)以及《证券公司定向资产管理业务实施细则》(证监会公告[2012]30号，以下简称《定向细则》)，进一步规范了集合资产管理业务和定向资产管理业务。上述法规与《证券法》、《证券投资基金法》、《信托法》、《合同法》、《证券公司监督管理条例》一起组成了证券公司资产管理业务基本法律体系。

二、资产管理业务相关制度环境变化

根据修订后的《资管办法》及配套实施细则，证券公司资产管理业务的制度环境发生了重大的制度性突破。

《资管办法》及配套实施细则的修订是证券行业放松管制的重要标志，有利于改变证券行业在同业竞争中的弱势地位。银行、信托等金融机构理财业务的发展经验表明，产品备案制是推动理财业务快速发展的重要制度基础。证券公司集合资产管理计划由行政审批改为备案制大大缩短了发行时间，证券公司可以根据市场风格、不同客户的需求相应设计不同类别的产品，证券公司迎来了资产管理快速发展的时期。

券商资产管理业务开展情况和发展特点

截至2013年底，全国证券公司受托管理资金本金总额5.20万亿元。2013年证券公司新发行集合理财产品1948只(按推广起始日计)，其中，股票型21只，混合型678只，债券型799只，货币型106只，其他型3只。尽管集合理财产品发行相比于2012年的235只实现了大幅增长，但平均发行份额从2012年的4.64亿份减少至1.74亿份。

伴随着券商资管规模的快速发展，其业务发展主要呈现如下特点：

1. 受托管理资产规模快速增长。证券公司创新发展研讨会的召开以及“一法两则”的修订，带来了证券公司受托管理资产规模的快速增长。2013年底资产管理规模比2012年底增长175.13%。

表1 证券公司资产管理业务的相关制度环境变化

政策放松	
审批制度	行政审批转为备案制
投资范围	大集合：增加了中期票据、保证收益及保本浮动收益银行理财计划
	小集合：允许投资期货交易所交易的期货品种，利率远期、利率互换等银行间市场的投资品种，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金融监管部门批准或者备案发行的金融产品以及中国证监会认可的其他投资品种
定向资产管理	允许投资者和证券公司双向约定投资范围，不单独设限
产品设计	允许设计分级产品，丰富产品种类
产品流动性	允许集合计划份额在投资者之间有条件转让

表2 证券公司集合资产管理产品发行情况

日期	新成立产品		股票型		混合型		债券型		货币市场型		其它型	
	总数	份额	总数	份额	总数	份额	总数	份额	总数	份额	总数	份额
2010	97	825.37	4	21.83	68	626.63	5	58.58	2	22.46	1	3.07
2011	108	644.18	5	42.20	73	488.57	9	52.32	2	14.94	2	3.87
2012	235	984.09	4	10.84	66	206.18	75	369.91	43	313.19	1	1.22
2013	1,948	2,026.26	21	7.81	678	677.55	799	784.81	106	206.16	3	4.57

数据来源：Wind。

2. 集合资产管理计划发行数量增加、种类日趋丰富。2013年证券公司发行集合资产管理计划相较2012年增加728.94%。集合资产管理计划除权益类、固定收益类、混合类、基金宝、QDII等传统产品类型外，还出现了现金宝、分级、量化对冲、多空分级、结构化挂钩指数等创新产品。

3. 资产管理业务收入对券商业绩贡献仍有限。2013年券商受托管理资金本金总额达到5.2万亿元，同比大幅增长175.13%，与此同时，资管业务收入实现了162.71%的增长，虽然如此，也仅占券商收入的4.4%。之所以受托管理资产规模大幅增长而收入贡献作用较小，主要是因为受托资金大部分为通道业务，手续费率较低，而主动管理的资管产品占比较低，对券商收入影响较小。未来，券商资管业务将会逐步将重心转到公募基金业务上来，目前该业务才刚刚起步，前景值得期待。

4. 业务功能不断完善。证券公司资产管理业务从单纯证券投资管理拓展到投融资服务，从证券交易市场为主，延伸至银行间市场以及为实体经济服务的广义金融市场。股票收益权专项计划、信贷资产证券化、对接集合资金信托计划等产品陆续出现，在服务实体经济投融资方面的作用不断加强。

券商资产管理业务存在的问题和风险

图1 2005~2013年证券公司集合理财产品新发行情况

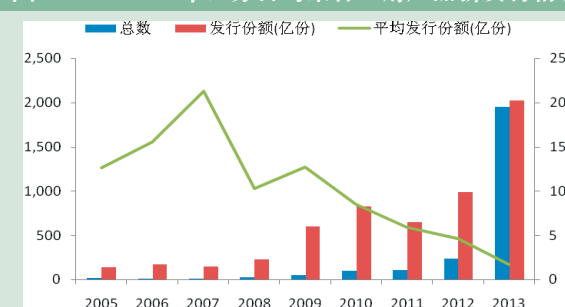
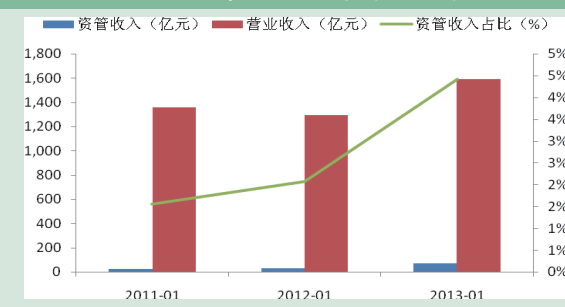


图2 2011~2013年证券公司资管业务收入占比



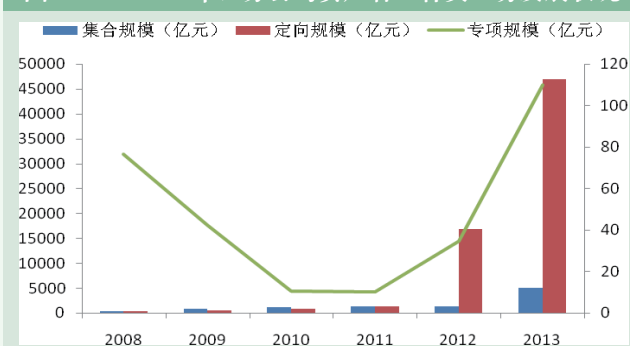
证券公司资产管理业务的快速发展，无法掩盖其发展中存在的问题，以及快速发展带来的相应风险。

一、资产管理业务存在的问题

1. 市场份额相对较低，行业影响力有限。证券公司资产管理业务在国内理财市场份额的占比较低，同时在证券公司营业收入的占比也较低，仅为4.4%，专业服务水平和创新能力还有待提高，与证券公司作为资本市场重要中介服务机构和财富管理者的地位不相匹配，发展空间还较大。

2. 发展结构不均衡，通道业务比重较大。2013年，证券公司定向资产管理业务发展迅速，占证券公司受托管理资产增长规模的比例超过90%，其中85%以上为银证合作通道业务，公司主动管理型产品占比不到10%，投资管理能力特别是创新能力、业务增长的质量和效益有待进一步提高。

图3 2008~2013年证券公司资产管理各类业务发展状况



数据来源：Wind。

二、资产管理业务存在的风险

1. 部分定向资产管理业务存在法律风险。按照《资管办法》、《集合细则》、《定向细则》(以下合称“一法两则”)的制度设计，结合《合同法》、《信托法》等相关法律规定，一般认为集合资产管理计划的委托人与证券公司之间属于信托法律关系，而定向资产管理计划的委托人与证券公司之间属于委托代理法律关系。根据《定向细则》第19条、第20条、第23条、第28条、第30条等规定，委托人通过定向资产管理计划投资于场内证券，属于直接代理或者显名代理，但是通道业务无明确规定。实践中，通道业务委托人与证券公司签订定向资产管理合同后，通常是以证券公司的名义与第三方签订投资合同，不明确委托人身份。在为定向资产管理计划签订投资合同时存在三种处理方式：第一种是在投资合同中明确证券公司代表特定定向资产管理计划签订合同；第二种仅在投资合同说明证券公司代表定向资产管理计划签订合同，而不明确具体定

向资产管理计划名称；第三种是投资合同不说明证券公司代表定向资产管理计划，以证券公司名义直接签署投资合同。也就是说，第一种运作模式属于隐名代理法律关系，而第二种运作模式属于间接代理法律关系。学界认为，我国《合同法》第402条、第403条承认了隐名代理，对间接代理无明确法律规定，因此第二种模式存在一定的法律风险。第三种运作模式，如果投资合同出现违约，按照《合同法》第403条的规定，可能导致证券公司自有资产与委托资产隔离失败，存在证券公司承担违约责任的风险。¹

2. 通道业务主体增加，通道费用不断下降。2012年11月1日，《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)施行后，允许基金管理公司设立专门的子公司，通过设立专项资产管理计划开展专项资产管理业务后，基金公司专项子公司已经成为了新的通道业务主体，通道业务迅速发展。此外，更多的证券公司参与到通道业务中，证券公司通道业务收入费率水平不断下降。

3. 通道业务风险有所增加，需防范“影子银行”风险。一是委托方风险增加。虽然定向合同通常约定证券公司不承担兑付责任，但是证券公司作为管理人的“勤勉尽责”责任可能导致证券公司承担连带责任。《中国银监会关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》(银监发[2013]8号，以下简称8号文)下发前，通道业务委托方一般是大型商业银行、股份制银行以及较大的城市商业银行、信托公司、保险公司等金融机构，风险管控能力和专业知识较强，只要证券公司在合同中明确约定双方的权利义务，风险相对较小。8号文下发后部分城市商业银行以及农村金融机构开始积极参与通道业务，上述机构在内部控制、风险管理、履约能力等方面相对较弱，相应的履约风险有所增加。二是通道业务政策风险增大，须防范“影子银行”风险。通道业务主要目的是帮助银行规避监管，且其中部分资金投向房地产企业、地方政府融资平台等受限行业，影响国家宏观金融调控及产业政策的效果。如银行体系、房地产体系或地方政府债务体系等存在较大系统性泡沫的时候，任一种或几种风险将通过各类金融机构间的金融联系、各类金融产品和金融市场间的传导效应对通道业务造成系统性冲击。特别在目前国家监管机构对各类影子银行、资金池等新型金融风险监管不足、相关制度不完善的情况下，金融机构系统风险处于较高水平，进一步提

高了通道业务的相关风险暴露水平。²三是被动投资可能引发管理风险。由于通道业务中，资金来源及投向均由银行控制，证券公司一般不对银行指定的投资品种进行深入的尽职调查。例如定向计划投资于应收帐款，证券公司尽职调查主要是基础合同审核，债务人是否具备履约能力未纳入尽职调查范围，并且投资合同可能约定委托人承担相应的尽职调查工作。如果证券公司与银行资产管理合同约定不明确，一旦出现银行对投资标的审查失效，资金到期难以收回，或者投向不应该投资的行业和项目等情况，证券公司作为管理人难以完全免责，可能承担连带责任。

4. 定向合同受益权相关问题。目前，证券公司定向资产管理计划存在委托人将其定向收益权转让给其他主体的情况。该业务模式借鉴目前较为普遍的信托受益权转让模式，使得定向资产管理业务的委托人与实际受益人分离，但该模式与信托受益权转让模式又有本质上的不同。信托受益权的转让，建立在信托财产的独立性之上，原委托人通过转让其全部的信托受益权已退出该信托法律关系。而证券公司定向资产管理业务为委托代理法律关系，定向合同受益权转让并未实现真正的资产与原有定向合同委托人的剥离。而且目前相关法律法规对定向合同受益权³并没有明确的规定，其具体含义及权利义务关系主要依靠相关协议条款具体约定，本质上属于物权的一项权能还是债权抑或其他法律权利并无定论。即使转让、受让双方约定在证券公司进行登记，该登记不具备公示效力，无法对抗第三人，存在一定的风险敞口。

推动券商资产管理业务发展的对策建议

基于前文关于证券公司资管业务发展的环境变化、资管业务发展的主要问题和风险的分析，我们认为推动资管业务健康发展是一项重要的系统性工程，不仅要求券商采取一系列的应对策略，也需要监管部门适时调整相关政策。因此，本文分别从监管部门与券商的角度提出推动资管业务进一步健康发展的对策建议。

一、对监管部门的建议

1. 建议进一步完善资产管理业务相关法规。新修订的《证券投资基金法》已经正式施行，对证券公司资产管理业务产生较大影响。此外，证券公司定向资产管理业务尤其是通道业务迅速发展，但是定向合同受益权、

定向产品是否需要委托人以外的其他银行托管等问题缺乏相关法规规范。建议修订“一法两则”等相关规定，进一步完善资产管理业务规则体系，保持法规规则之间的统一性，及时弥补法律漏洞。

2. 建议进一步加强监管的一致性。目前，我国银行、保险、证券行业财富管理业务都迅速发展，但是不同类型产品按照发行主体划分，由不同行业监管部门进行监管，而相关监管规定也存在一定差别，此类差异也催生推动了通道业务，导致监管套利的产生。此外，目前证券公司资产管理产品与基金公司基金产品已经交叉重合，但是分属会内不同部门监管，相关规定亦不相同。按照功能监管原则，证券公司设立超过200人的集合资产管理计划，因具有公募性质，应当取得公募基金资格，由基金部作出行政许可决定，而基金管理公司特定资产管理业务与证券公司不超过200人的集合资产管理计划以及定向资产管理计划都具有私募性质，在一定程度上存在同质竞争，但是分别由基金部和机构部进行监管。建议协调不同监管机构、会内不同部门统一监管政策，防止多头管理、交叉管理、监管真空以及监管套利的出现。

3. 加快券商资管产品从“上市转让”向“上市交易”的过渡。《证券公司集合资产管理业务实施细则》第38条规定，证券公司集合资产管理计划存续期间，证券公司、代理推广机构的客户之间可以通过证券交易所等中国证监会认可的交易平台转让集合计划份额。受让方首次参与集合资产管理计划，应先与证券公司、资产托管机构签定集合资产管理合同。目前，有条件的转让主要是在收盘后的交易所平台上开展，下一步各证券公司的柜台系统可能会发挥更重要的作用。随着券商资管产品转让数量的增加，对转让效率或者流动性管理提出了更高的要求。特别是2013年6月1日新《基金法》实施后，200人以上的券商集合产品视同公募基金，券商资管产品上市交易的迫切性进一步高。因此，要加快推进券商资管产品从“上市转让”向“上市交易”的过渡，使得券商资管产品有一个集中竞价、交易活跃的流通市场。

4. 建议强化对商业银行的监管。

目前存在托管人对估值复核、资产查询义务履行不到位、托管报告内容较为简单等情况。而且，目前证券公司集合资产管理产品的销售很大程度依赖于银行、第三方理财等外部机构，但是证券公司无法取得资管产品销售环节的投资者适当性管理等相关材料。（下转第69页）