

## 与股权收益权转让及回购相关的 实务问题分析

秦悦民 陆安琪<sup>1</sup>

近年来，股权收益权转让及回购已成为一种较为普遍的信托融资方式。笔者曾在早前的文章中指出这类信托融资的实质通常指向收益权所依附的股权本身，但是由于各种原因，融资方不宜或不能直接转让股权，而是以股权的收益权作为标的。例如，持有限制流通股股权的融资方有融资的需求，由于其所持股权无法直接进行转让，于是信托公司以限制流通股的收益作为标的发行信托计划，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制流通股的收益权，从而达到为融资方融资的目的。<sup>2</sup>

对于股权收益权的法律性质，目前我国法律法规尚无明确的条文加以规定，其可以说是一种市场实践中的产物，笔者倾向于认为股权收益权是一种“将来债权”。<sup>3</sup>对于股权收益权转让及其回购协议的效力，有实务人士指出这类协议本身仅是创设了一种新的交易方式，不违反法律法规的强制性规定，在不损害第三人利益的情况下，从鼓励交易的角度出发，应认可其效力。<sup>4</sup>笔者虽倾向

于支持这种观点，但笔者认为仍应谨慎对待此类交易安排。实践中，股权收益权转让及回购交易仍有一些不确定因素。例如，信托公司通常为保证信托财产安全而要求融资方将收益权所依附的股权反向质押给信托公司，并对《股权收益权转让合同》及《股权质押合同》进行公证，由公证处出具《具有强制执行效力的债权文书公证书》，赋予其强制执行效力。笔者了解到，在司法实践中，各地法院对该类《具有强制执行效力的债权文书公证书》及相关附属担保文书的态度不一，对由其产生的《执行证书》是否予以执行的裁定各异，值得相关业内人士注意。

### 一、 不予执行：四川信托申请执行公证债权文书案（下称“四川信托案”，详见：（2014）赣执审字第1号执行裁定书）

该案中，四川信托（受让方）与华申投资（转让方）于2012年签订《股权收益权转让合同》，其中约定四川信托以信托资金受让华申投资所合法持有的赣州银行4600万股标的股权对应的收益权，转让价款不超过15860万元。

双方以“股权收益权的结算”的名义约定了转让方的回购事宜，主要包括标的股权收益权结算期和最低结算限额，其主要内容为：“标的股权收益权结算，自标的股权收益权转让之日起满720日后，进入标的股权收益权结算期，以每股不低于2.67元的平仓线价格的基础上完成标的股权的变现，标的股权收益权金额不低于：标的股权收益权转让价款×（1+12.05%×信托实际存续天数÷365）。”

对于该《股权收益权转让合同》，公证处出具了《具有强制执行效力的债权文书公证书》。2014年，四川信托为收回到期信托资金，遂向公证处申请并获得了《执行证书》，执行标的为：截至2014年7月11日的剩余

<sup>1</sup> 复旦大学法学院2015级硕士研究生，经济法专业。本文原载于高杉 legal 法律微信公众号。

<sup>2</sup> 详见：秦悦民、夏亮《股权收益权信托中的“股权收益权”法律性质初探》，《通力律师事务所资产管理法律简报》2009年1月

<sup>3</sup> 对于股权收益权的性质也可参见：夏亮、孙晓静、汤雯婷，《浅析以“收益权”作为信托财产的法律可行性》，《通力律师事务所资产管理法律简报》2012年7月

<sup>4</sup> 参见：雷达，《股权收益权转让及回购协议赋予强制执行效力的可行性》，载《中国公证》2012（11）

回购价款人民币 16941 万元（后又更正为 18834 万元）及 2014 年 7 月 12 日至执行完毕之日止的迟延履行金（计算公式： $15860 \text{ 万元} \times 12.05\% \times 2014 \text{ 年 } 7 \text{ 月 } 12 \text{ 日至执行完毕之日止的天数} \div 365$ ）。

江西省高级人民法院对该《执行证书》裁定不予执行。法院认为，涉案《股权收益权转让合同》中的 4600 万股赣州银行股权收益权标的，不仅包括“股权卖出收入，还有股息红利、股权因分红、公积金转增、拆分股权等而形成的收入”。因此，股权收益权的金额取决于市场和赣州银行的经营情况，是一个动态数额。对于《股权收益权转让合同》中约定的股权收益权最低结算限额——不低于  $(15860 \text{ 万元}) \times (1 + 12.05\% \times \text{信托实际存续天数} \div 365)$ ，法院认为这同样不是一个“明确的金额”。综上，法院认定该案《股权收益权转让合同》存在“给付的内容、债权债务的标的、数额不明确”的情况，不符合《最高人民法院、司法部关于公证机关赋予强制执行效力的债权文书执行有关问题的联合通知》中关于公证机关赋予强制执行效力的债权文书应当具备“债权债务关系明确”的条件。该《联合通知》第一项规定：“公证机关赋予强制执行效力的债权文书应当具备以下条件：（一）债权文书具有给付货币、物品、有价证券的内容；（二）债权债务关系明确，债权人和债务人对债权文书有关给付内容无疑义。”

## 二、准予执行：长安信托申请执行公证债权文书案（下称“长安信托案”，详见(2014)鲁执复议字第 47 号执行裁定书）

该案中，长安信托（受让方）与志高实业等五方（转让方）于 2012 年分别签订了《股权收益权转让及回购合同》、《支付协议》、《股权质押合同》、《抵押合同》、《保证合同》，且于公证处办理了《具有强制执行

效力的债权文书公证》。后由于转让方没有全部履行股权收益权回购义务，长安信托于 2013 年向公证处申请并获得《执行证书》，执行标的为 330708333.33 元，以及违约金、赔偿金、实现债权费用等相关费用。

随后，长安信托向山东省高级人民法院申请强制执行，该院作出执行裁定书，指定济南铁路运输中级法院执行。被执行人（即转让方）向济南铁路运输中级法院提出异议，认为该案中所涉担保合同（即《股权质押合同》、《抵押合同》、《保证合同》）不在公证机关赋予强制执行效力的债权文书范围，并对执行标的数额不予认可。

济南铁路运输中级法院认为，该案《具有强制执行效力的债权文书公证》具有货币给付内容，债权债务关系明确，当事人在不履行义务或不完全履行义务时，有自愿接受依法强制执行的承诺，符合《最高人民法院、司法部关于公证机关赋予强制执行效力的债权文书执行有关问题的联合通知》中关于公证机关赋予强制执行效力的债权文书应当具备的条件和范围，遂驳回被执行人的异议申请。后转让方再以前述异议理由，外加该案所涉法律关系复杂等理由，向山东省高级人民法院申请复议。

山东省高级人民法院在复议过程中，对“公证机关赋予强制执行效力的包含担保协议的公证债权文书能否强制执行”的问题向最高人民法院请示。

最高人民法院在对该问题的《回复》中明确指出：“现行法律、司法解释并未对公证债权文书所附担保协议的强制执行作出限制性规定，公证机构可以对附有担保协议债权文书的真实性与合法性予以证明，并赋予强制执行效力……公证机构依法赋予强制执行效力的包含担保协议的公证债权文书，人民法院可以强制执行。”<sup>5</sup>

<sup>5</sup> 详见：最高人民法院《关于公证机关赋予强制执行效力

结合该案案情，最高人民法院认为：受让方与转让方在公证活动中，提交书面证明材料，认可本案所涉《股权收益权转让及回购合同》、《支付协议》、《股权质押合同》、《抵押合同》、《保证合同》等合同的约定，承诺在合同、协议不履行或不适当履行的情况下，放弃诉权，自愿直接接受人民法院强制执行。但当债权人（即受让方）申请强制执行后，本案担保人却主张原本由其申请的公证事项不合法，对公证机构出具执行证书提出抗辩，申请人民法院不予执行，作出前后相互矛盾的承诺与抗辩，有违诚实信用原则，不应予以支持。

最终，山东省高级人民法院驳回转让方的异议申请。法院在在裁定中指出，人民法院对公证债权文书的司法监督主要应围绕两个方面：（一）债权人的债权是否真实存在并且合法；（二）当事人是否自愿接受强制执行。只要公证债权文书能够反映债权合法存在，债权的数额和种类确定，当事人自愿接受强制执行的意思表示清楚，人民法院应当予以执行。法院认为，长安信托（受让方）与志高实业等五方（转让方）分别签订了《股权收益权转让及回购合同》、《支付协议》、《股权质押合同》、《抵押合同》、《保证合同》，约定了各方当事人的权利、义务。各方当事人自愿办理了《具有强制执行效力的债权文书公证》并承诺在不履行和不适当履行合同、协议义务时，自愿直接接受人民法院的强制执行，且在出具《执行证书》过程中，公证处向当事人送达了《核实函》，当事人未提出异议。因此，法院认定各方当事人“意思表示真实一致”，相关合同、协议“内容具体、明确”，转让方作出前后相互矛盾的承诺和抗辩，有违诚实信用原则。

---

的包含担保协议的公证债权文书能否强制执行的请示》的回复（2014）执他字第36号

### 三、综合分析

“四川信托案”和“长安信托案”都是有关《股权收益权转让及回购协议》及其附属担保合同强制执行争议的典型案例。笔者认为，从上述案件中可以归纳出以下问题值得厘清：（1）公证机关赋予强制执行效力的包含担保协议的公证债权文书能否强制执行？（2）股权收益权的法律本质究竟为何？股权收益权转让及回购合同性质及效力如何？（3）股权收益权转让及回购合同以及其附属担保合同是否可以赋予强制执行效力？

（一）公证机关赋予强制执行效力的包含担保协议的公证债权文书能否强制执行？

长期以来，由于《公证程序规则》和《最高人民法院、司法部关于公证机关赋予强制执行效力的债权文书执行有关问题的联合通知》皆规定：具有强制执行效力的债权文书应以给付货币、物品或者有价证券为内容。而抵押、质押合同都不以给付为内容，与主债权合同在当事人、履行期间、履行方式等方面皆存在很多区别，因此公证担保合同强制执行效力时常在司法实践中收到质疑和否定。<sup>6</sup> 最高人民法院通过“长安信托案”的《回复》，对此问题给出了较为清晰和明确的答案。该《回复》肯定了公证机构可以对附有担保协议债权文书的赋予强制执行效力，人民法院也可对其强制执行。

2015年5月5日，最高人民法院发布《最高人民法院关于人民法院办理执行异议和复议案件若干问题的规定》（下称《规定》），其第二十二条进一步明确：“公证债权文书对主债务和担保债务同时赋予强制执行效力的，人民法院应予执行；仅对主债务赋予

---

<sup>6</sup>（参见：吴娟萍，《2014年度金融债权实现中的那些不一样》）

强制执行效力未涉及担保债务的，对担保债务的执行申请不予受理；仅对担保债务赋予强制执行效力未涉及主债务的，对主债务的执行申请不予受理”；“人民法院受理担保债务的执行申请后，被执行人仅以担保合同不属于赋予强制执行效力的公证债权文书范围为由申请不予执行的，不予支持。”

依照《规定》，股权质押合同等作为设定担保债务的合同，其可与主债务合同一并办理公证并赋予强制执行效力，在此情况下其强制执行效力将获得法院认可。至此，困扰实务界多年的问题终于得到权威解答。

（二）股权收益权的法律本质究竟为何？股权收益权转让及回购合同性质及效力如何？

对于股权收益权的法律性质，尚无法律规范给予明确界定。实践中有合同当事人将股权收益权描述为“标的股权上的财产收益性权利”。笔者注意到，虽然《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”，可见资产收益是股东权利下的一项权能。但由于股权须依附于股东身份获得，因此具有一定的身份属性，股东获取资产收益的权利或其他单一权能是否具有转让的独立性在理论界尚有争议。

此外，由于所谓“股权收益权”具体包含的收益范围在法律上也没有明确界定。如果收益权包括了股权在何情形下的卖出收入，那是否意味着收益权有一种“追及”的功能使股权本身的每一次转手收入都会归属于收益权持有人？如果答案肯定，那么这显然对后手的股权持有人极为不利，其手中的股权几乎丧失了流通价值。从这个角度来看使作为股权权能的收益权具有转让上的独立性是不适当的。

同时，根据《公司法》第三十二条的规定，“记载于股东名册的股东，可以依股东名册主张行使股东权利”。若“股权收益权”信托中，获得资产收益的权利已转让给信托公司，但股东名册上的股东仍为原股东，信托公司并不能直接向公司主张和行使权利。因此，笔者认为，信托产品中的“股权收益权”，并非通常意义上作为股东自益权中的获得资产收益的权能。

那么，股权收益权信托中的投资标的“股权收益权”，究竟是一种什么权利呢？笔者认为，将其作为合同上的将来债权更为妥当，即通过合同安排，受托人享有对融资方请求与融资方从公司取得的股权收益（分红等）及转让股权获得的收入等额资金的权利。

具体而言，信托关系中的受托人（信托公司）与融资方签订股权收益权转让合同。在合同项下，受托人的义务是将信托资金交付给融资方使用，融资方所支付的对价是与融资方所持有的公司股权有关的所有收益（包括融资方作为公司股东获得的分红或者将股权处分后所得的收益）等额的资金。

值得注意的是，在上述安排中，受托人和融资方仅具有债权债务关系，受托人并不享有标的股权上的任何实质性权利。融资方仍为股权包括股权收益权的完全所有者，向公司主张收取分红以及处分股权的权利仍由融资方行使，只不过融资方受到与受托人之间的合同约定，必须将与收取的股权收益等额的资金交付给受托人。在合同的履行中，受托人对融资方的履行是现实和即期的，合同成立后受托方就按照合同约定向融资方支付了转让价金，而融资方对受托人的履行是预期的，同时融资方对于受托人的履行内容是不确定的，可能会根据融资方履行时的具体状况而改变，因此信托计划的收益具有一定的不确定性。

但另一方面，受托人（信托公司）和融资方又会在合同中约定股权收益权的回购条款或结算条款。这些条款往往以一个类似于固定利率到期本利和的计算公式为融资方的履约金额设定最低限额。如在“四川信托案”中，当事人为融资方设立了最低履约限额：“进入标的股权收益权结算期，以每股不低于 2.67 元的平仓线价格的基础上完成标的股权的变现，标的股权收益权金额不低于：标的股权收益权转让价款×（1+12.05%×信托实际存续天数÷365）。”

在实践中，当事人也有可能直接约定确定的融资方履约金额。如在某公司与某银行关于股权收益权转让及回购安排中，约定该公司（融资方）的回购金额=“标的股权收益权收购基本价款（5.5 亿元）+标的股权收益权收购基本价款×9%×（标的股权收益权转让实际天数/360）”<sup>7</sup>

在将股权收益权理解为股权上的财产收益性权利（即可以单独转让的某项权能）时，股权收益权转让及回购的过程较为容易理解，这类似于股权的转让及回购。而在将股权收益权理解为一种“将来债权”的情形下，可能产生的疑问是融资方在股权收益权转让安排中对受托方（信托公司）负有给付与股权收益等额的义务。而在回购安排中，融资方又有按照某一计算公式支付“回购款”的义务。这两种义务存在怎样的关系，是否存在矛盾？笔者认为可以从债之混同的角度进行理解。债之混同是指债权债务同归一人，使债的关系消灭的事实。在股权收益权转让安排中，受托方拥有一个对融资方的债权，而后，融资方再通过回购安排将这个债权买回，从而债权债务同归于一人，使债的关系消灭。

<sup>7</sup> 详见：《华夏幸福关于下属子公司股权收益权转让及回购事项的公告》  
<http://www.cninfo.com.cn/finalpage/2015-07-16/1201299873.PDF>

以上是笔者从两种不同角度理解对于股权收益权转让及回购安排的梳理。目前，尚未有监管部门出台文件对于股权收益权及相关交易安排加以具体规范。笔者认为，此类交易安排的法律风险一方面来自于“股权收益权”这个模糊的概念本身；另一方面，股权下的收益因公司经营情况、市场波动而并不确定，若以固定利率到期本利和计算公式为融资方设定回购金额，此类交易模式的实质是以股权收益权转让回购为名而行贷款融资之实，实际上并不以股权收益权为计算基础或依据。有实务人士一针见血地指出，按照交易逻辑分析后可以看出，信托公司设计复杂的股权收益权转让及回购法律关系和长时间跨度的交易流程的根本目的不是仅仅为了购入“收益权”获取股权资产的收益，而是要在有效绕开监管规定的同时实现信托资金借贷的出表和运作方便，并最大程度的确保信托资金的安全和及时退出。<sup>8</sup>因此，股权收益权往往仅起到形式上的标的和对价的意义而非双方本意所追求的结果，股权收益权的“受让”其实是放贷的开始，而“回购”是放贷的结束。这样的交易本质无疑会增加监管部门及司法部门对交易性质认定的不确定性。因此，也有实务界人士指出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。<sup>9</sup>从司法实践看，一些法院对于股权收益权转让及回购合同的法律性质及效力采取了不否定的态度。如“长安信托案”中，山东省高级人民法院在其裁定书中指出，“人民法院对公证债权文书的司法监督主要应围绕两个方面：一是债权人的债权是否真实存在并且合法。二是当事人是否自愿接受强制执行

<sup>8</sup> 详见：张鸣，《对“收益权”型信托合同赋予强制执行力的探讨》

<sup>9</sup> 详见：易芳，赵冲：《浅议上市公司限售流通股股权收益权信托集合资金计划》

行。”而后，法院得出结论认为包括《股权收益权转让及回购合同》在内的交易所涉合同、协议是各方当事人“意思表示真实一致”的结果，各合同、协议的内容“具体、明确”。又如，浙江省杭州市中级人民法院在“中建投信托有限责任公司与浙江普达海控股集团有限公司等合同纠纷案”中认为信托公司与融资方所签订的《股权收益权买入返售合同》、《补充协议》及相应的质押合同、抵押合同、保证合同“均系当事人真实意思的表示，不违反法律、行政法规的强制性规定，应认定有效，各方应按约享受权利及履行义务”。该案中，各方当事人在《股权收益权买入返售合同》中约定信托公司以信托计划募集到的资金受让融资方持有的股权收益权，买入价款为信托计划实际募集资金金额；在信托公司买入股权收益权一个月后向融资方进行返售，返售价款等于买入价款。融资方应在买入日起满二十四个月的对应日将返售价款一次性支付给信托公司；同时，融资方按 14.5% 的年利率向信托公司支付资金占用费。<sup>10</sup>

但是，近来也有法院对股权收益权转让及回购交易持负面意见。如在重庆市高级人民法院一审的“新华信托公司与宁波强人置业公司等金融借款合同纠纷案”中，《股权收益权转让合同》作为《信托融资合同》的附件出现。信托公司与融资方在《股权收益权转让合同》中对回购价款并无明确约定，而是在《信托融资合同》中约定融资期限到期后，信托公司从融资方处获得回购款及溢价款而不再享有股权收益权。《股权收益权转让合同》约定的股权收益权转让期间与《信托融资合同》约定的融资期间完全一致。重庆市高级人民法院认为上述约定表明“各方当事人订立《股权收益权转让合同》并非为实际转让股权收益权，而是为了保障《信

托融资合同》的履行”。同时，由于《信托融资合同》关于本金偿还和利息支付的约定中每期回购款及溢价款的计算方式明确固定，并未以股权收益权为计算基础或依据，因此法院认为“回购款本金及利息支付与股权收益权转让并无直接关联”。<sup>11</sup>

### (三) 股权收益权转让及回购合同以及其附属担保合同是否可以赋予强制执行效力？

对于股权收益权转让及回购合同以及其附属担保合同是否可以赋予强制执行效力，“四川信托案”和“长安信托案”中，赣、鲁两地法院给出了不同意见，争议的焦点似乎集中在对信托公司和融资方之间的法律关系是否符合赋予强制执行效力债权文书应具有债权债务关系明确的基础关系要求。

其中，江西省高级人民法院在“四川信托案”中认为股权收益权不仅包括“股权卖出收入，还有股息红利、股权因分红、公积金转增、拆分股权等而形成的收入”，因此是一个不确定的数额。对于当事人约定的融资方的最低结算限额，法院同样认为这不是一个“明确的金额”。因此，法院认为该债权文书不符合《最高人民法院、司法部关于公证机关赋予强制执行效力的债权文书执行有关问题的联合通知》中关于公证机关赋予强制执行效力的债权文书应当具备“债权债务关系明确”的条件。可见，该案中法院判定不予强制执行的关键理由在于信托公司与融资方基于《股权收益权转让合同》的债权债务关系欠缺明确性。

与此相反，济南铁路运输中级法院在“长安信托案”中则认为，该案所涉《具有强制执行效力的债权文书公证》具有货币给

<sup>10</sup> 详见：(2014)浙杭商初字第 37 号民事判决书。

<sup>11</sup> 详见：(2014)渝高法民初字第 00045 号民事判决书。

付内容，债权债务关系明确。山东省高级人民法院也认为《股权收益权转让及转让合同》等涉案合同、协议“内容具体、明确”，在当事人已经自愿承诺接受强制执行的情况下，从诚实信用原则出发，可以强制执行。

关于债权债务关系是否明确的标准，实务中有不同观点。有公证实务人士认为赋予强制执行效力的债权文书应仅限于单务合同，而不包括双务合同。<sup>12</sup>其理由是通过公证赋予债权文书强制执行效力就是为了简化程序，减少讼累，而双务合同中各方权利义务关系较为复杂，不符合明确性的规定。此外，一些地方司法机关也将赋予强制执行效力的债权文书限制在单务合同，如云南省高级人民法院和云南省司法厅于2009年联合发布的《关于公证债权文书强制执行效力有关问题的通知》中规定，公证机构赋予强制执行效力的债权文书必须具备的条件之一为“债权文书中的偿付义务由债务人单方承担，没有对等给付的情形”。

与以上观点不同，中国公证协会发布的《关于办理赋予强制执行效力的债权文书公证的指导意见》（下称《指导意见》）第五条规定：“申请办理具有强制执行效力公证的债权文书应当对债权债务的标的、数额（包括违约金、利息、滞纳金）及计算方法、履行期限、地点和方式约定明确。当事人互为给付、债权文书附条件或者附期限，以及债权债务的数额（包括违约金、利息、滞纳金）、期限不固定的情形不属于债权债务关系不明确。”可见，《指导意见》对于明确性的标准较为宽松，其认为债权文书中存在“当事人互为给付”的情形不属于债权债务关系不明确。此外，根据该《指导意见》，债权债务的数额也不需要绝对固定，有明确

的计算方法也可以被认为是债权债务关系明确，也就是说在债权实现的时点如果可以依照一定的计算方法得出确定的债权金额即可。

回到“四川信托案”，由于股权收益权本身内容模糊复杂，其所对应的融资方履约金额不确定，且当事人仅约定了融资方回购股权收益权的最低结算限额计算公式，即使从《指导意见》的角度看也并非是一个确定数额。因此，严格来说，该案所涉债权文书中的债权数额确实存在不明确的情形，江西省高级人民法院的判决似乎具有一定合理性。那么，如果在《股权收益权转让及回购合同》中约定一个确定的融资方回购金额计算公式是否就可以符合明确性标准？笔者认为如果仅从满足明确性标准的角度看似如此，但一旦以固定利率到期本利和计算公式为融资方设定回购金额，则该类交易名为股权收益权转让回购实为借贷的本质就暴露无遗。

#### 四、 结论

由于目前“股权收益权”的概念、边界仍然并不清晰，监管机关对于股权收益权转让及回购交易的态度尚不明朗，有限的司法判决也显示司法机关对于此类交易及其相关强制执行申请的认定存在不同意见，因此，信托机构及融资方从事此类交易时应审慎地约定相关合同的权利义务。相关信托计划投资者也应密切关注监管部门动态，了解此类交易的实质和风险，及时根据自身风险承担能力调整投资计划。

<sup>12</sup> 参见：柏建中，《股权收益权转让及回购协议能否被赋予强制执行效力》，载《中国公证》.2010（07）