

信  
托  
业

# 报

# 2015 年专题研究

TRUST SECTOR RESEARCH REPORT 2015

# 告

下册

中国信托业协会  
编





# 《2015 年信托业专题研究报告》 评审专家

## 中国信托业协会行业发展研究领导小组

组 长：王晓龙

副组长：王丽娟

组 员：许 文 漆艰明 路 强 徐卫晖 牛成立  
姚江涛 王道远 陈 赤 李 荻 战伟宏  
顾 攀 叶凌风 周小明 李宪明 郑 智

## 中国信托业协会合作智库机构

中国人民大学信托与基金研究所

复旦大学信托研究中心

西南财经大学信托与理财研究所





自2012年中国信托业协会（以下简称“协会”）主导启动信托业重点课题研究工作以来，引领和推动了行业研究工作的发展，其研究成果为监管部门制定行业监管规则提供了重要参考，也为信托公司立足于信托制度开拓新业务、加快转型创新提供了新的思路和探索的路径。2015年，信托业面临“五期叠加”的外部环境，中国银监会杨家才主席助理对信托公司提出了适应新的经济形势、切实履行“八大责任”的要求。基于此，2015年的行业重点研究课题一方面继续夯实信托基础制度健全与完善的研究，另一方面在经济新常态、万众创新的背景下，对行业共同关注的转型发展、业务创新过程中的热点、难点问题进行了积极的探索和研究。

2015年协会进一步完善了行业发展研究领导小组的工作机制，在重点课题遴选、课题牵头单位选聘、课题报告初评及修改意见、行业专题报告的终评等关键环节充分发挥行业发展研究领导小组专家和协会智库机构的作用。行业重点研究课题报告课题组在协会的统一协调和组织下，开展了提纲评审、课题调研、报告撰写、报告修改、课题汇报等工作，通过辛勤而又富有创造性的努力，最终形成了11篇行业重点研究课题报告。同时，协会还开展了信托公司自主研究课题报告的评选活动，经过协会智库机构及行业发展研究领导小组的评审，从信托公司报送的自主研究课题报告中评选出10篇有代表性的报告。

2015年的行业课题研究工作得到了中国银监会信托部、行业发展研究领导小组的悉心指导，以及全体会员单位的大力支持和积极配合，在此一并感谢！

为更广泛地分享研究成果，协会将11篇行业重点研究课题报告及10篇信托公司自主研究课题报告汇编成集。希望本报告对行业理论研究和业务实践带来启发并发挥引导的作用，更期待在今后行业的研究工作中，通过协会搭建的研发平台，汇聚行业智慧，整合行业内外资源，共同探索信托业转型发展、创新进取、可持续发展之路！

中国信托业协会  
2015年12月



# 目录

## Contents

### 行业研究篇

壹、信托业务经纪责任研究 .....	3
课题牵头单位：中盛律师事务所	
贰、信托业税收制度研究 .....	53
课题牵头单位：北京国际信托有限公司	
叁、信托会计核算研究 .....	93
课题牵头单位：德勤华永会计师事务所	
肆、信托舆情管理与应对体系建设研究 .....	163
课题牵头单位：陕西省国际信托股份有限公司	
伍、信托公司治理研究 .....	207
课题牵头单位：华能贵诚信托有限公司	
陆、信托公司合规管理研究 .....	253
课题牵头单位：华鑫国际信托有限公司	
柒、信托公司专业子公司研究 .....	289
课题牵头单位：中诚信托有限责任公司	
捌、互联网金融下的信托业务创新研究 .....	341
课题牵头单位：中铁信托有限责任公司	
玖、政府与社会资本合作（PPP）信托应用机制和有关风险防范 .....	383
课题牵头单位：中信信托有限责任公司	
拾、信托公司开展国际化业务的业务模式研究 .....	431
课题牵头单位：昆仑信托有限责任公司	

拾壹、消费信托研究 .....	491
课题牵头单位：中信信托有限责任公司	

## 自主研究篇

拾贰、产业经济学视角下的房地产信托业务均衡研究 .....	541
课题单位：中泰信托有限责任公司	
拾叁、互联网信托展业路径研究 .....	593
课题单位：上海国际信托有限公司	
拾肆、家族财富管理信托研究 .....	615
课题单位：百瑞信托有限责任公司	
拾伍、债权型信托直接融资工具基础研究 .....	655
课题单位：中航信托股份有限公司	
拾陆、房地产信托风险管理研究 .....	699
课题单位：重庆国际信托股份有限公司	
拾柒、信托业开展产业链金融业务的体系设计 .....	735
课题单位：英大国际信托有限责任公司	
拾捌、对冲基金行业的现状分析及未来展望 .....	773
课题单位：百瑞信托有限责任公司	
拾玖、新三板信托业务研究 .....	793
课题单位：四川信托有限公司	
贰拾、信托公司设立专业子公司的现状、趋势和对策 .....	813
课题单位：厦门国际信托有限公司	
贰拾壹、经济新常态下资本市场九大业务机会 .....	833
课题单位：中融国际信托有限公司	

言必信  
信而不  
是金  
推心致腹  
人信

# 自主研究篇

---

INDEPENDENT RESEARCH REPORT





## 产业经济学视角下的 房地产信托业务均衡研究

课题单位：中泰信托有限责任公司

课题组联席组长：陈乃道

课题组成员：王岸欣

王 珍

郑弘平

刘天齐

王婷婷





## 摘要

本文是中泰信托《房地产信托业务研究》课题的年度报告。本文从宏观、微观、策略三个层面展开论述。

### (1) 宏观层面

本文从产业经济学的角度分析了中国房地产行业发展的内在动力，未来的人口、资金要素流动方向，及主要的热点分布。主要的观点是房地产行业从高速成长期进入稳健成长的后成熟期，仍然有较长的可持续发展时期。未来在要素净流入的区域仍有较好的房地产投资机会。

### (2) 微观层面

本文以合作博弈的分析框架，分析了房地产商、投资者、信托公司三方在新时期的博弈格局，重点通过夏普利值的计算，分析了在不同情景变化下，信托公司的均衡点迁移。

### (3) 策略层面

根据前述分析，本文提出了信托公司可以采用的几个策略。并重点推荐金融创新，来提升公司管理能力，从而提升夏普利值。由此对中泰信托在房地产业务的发展中，提出了几点建议，供管理层参考。

**关键词：**房地产信托 产业经济学 夏普利值 均衡分析



## 目 录

前言 .....	546
一、房地产行业的产业经济学分析 .....	546
(一) 房地产行业进入“白银时代” .....	547
(二) 人口要素的流动分析 .....	550
(三) 房地产供需均衡的变化 .....	551
(四) 房地产行业的柯布—道格拉斯生产函数 .....	553
(五) 房地产行业 ROE 变化及融资模式的选择 .....	555
(六) 房地产行业从“制造业”转向“服务业” .....	557
(七) 小结 .....	559
二、新形势下房地产信托的合作博弈分析 .....	560
(一) 房地产信托三方博弈下的夏普利值 .....	563
(二) 不同情景下的夏普利值敏感度分析 .....	565
(三) 其他对于博弈均衡点的影响因素 .....	571
(四) 信托公司房地产业务夏普利值的减损 .....	572
(五) 有效提升夏普利值的几条路径 .....	574
(六) 小结 .....	575
三、金融创新提升信托公司夏普利值 .....	575
(一) MBS 的简介及其作用 .....	576
(二) MBS 引发的博弈均衡点迁移 .....	577
(三) REITs 的简介及其作用 .....	578
(四) REITs 引发的博弈均衡点迁移 .....	580
(五) 金融创新在中国的发展前景 .....	581
(六) 小结 .....	583
四、中泰信托的应对策略 .....	583
(一) 中泰信托发展房地产信托的 SWOT 分析 .....	583



(二) 从合作博弈角度看中泰信托发展房地产信托的较优策略 .....	584
(三) 小结 .....	588
五、结语 .....	588
参考文献 .....	589



## 前言

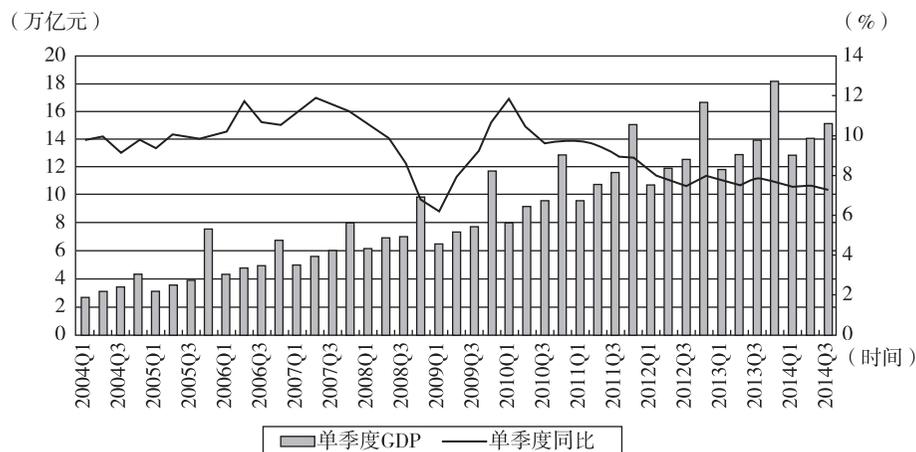
从2013年起，房地产行业进入了低迷期，一个时常被提到的词“新常态”用来形容房地产真是再贴切不过了。商品住宅积压，房企回款艰难，开发商不惜代价地融资，其行业寒意连与房地产密切相关的信托行业都感同身受。

房地产行业究竟怎么回事，现在的低迷是暂时性质还是永久性的，信托行业在目前的态势下，如何应对房地产低迷格局，是努力开拓一条新路，还是就此抽身旁观，是个非常值得研究的课题。

从2015年8月开始，中泰信托设立了“房地产信托业务研究”课题，专门就这个问题加以深入了解和探讨。

### 一、房地产行业的产业经济学分析

在2009年的“4万亿”刺激计划之后，中国经济的增速逐年下滑，到2014年第三季度更是创下了7.3%，自2008年以来的单季度增速新低。



数据来源：Wind、中泰信托研发中心。

图1 中国单季度GDP增速的下滑

作者认为，以后经济增速将长期徘徊在6%~7%，这是由中国经济增长模式转型和管理层不再强调“唯GDP论”所决定的。和经济增长率下滑所对应的，是房地产行业的增速也开始下滑，两者互为因果。



数据来源：Wind、中泰信托研发中心。

图2 2013—2030年我国城镇住宅存量的增长情况预测

如图2所示，一个有代表性的数据是我国城镇的住宅总存量，同比增速将从2013年的12%下降至2030年的2%。这对房地产行业而言，至少意味着两点：每年新开工、竣工面积减少，行业利润率下降；新批土地开发将逐步让位于旧区改造，房地产行业的成本抬升了。

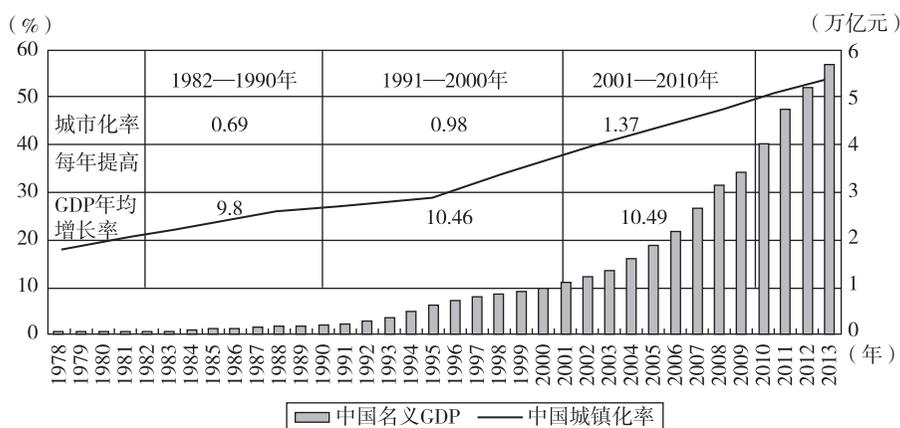
即便如此，作者认为，房地产行业的“好日子”并未结束，只是从过去20年的“黄金时代”过渡到了一个“白银时代”，行业仍然有相当的利润空间。但是拿块地、造套房子就能赚钱的时代过去了，以后对房企的经营管理水平提出了更高的要求，粗放式的经营扩张模式难以为继。那么在房地产的“白银时代”里，行业呈现出怎样的变化呢？

### （一）房地产行业进入“白银时代”

从1978年以来，中国经济增长的一个很重要驱动因素就是城镇化率的上升，尤其是从2001年以来，每年城镇化率上升1.37个百分点，达到了历史上最快的水平，对国民经济增长的贡献率超过了60%，如图3所示。

在这种高速的城镇化进程驱动下，中国的城镇人均住宅拥有量在迅速上升，将在2019年达到人均1.1套的均衡水平，随后刚性需求将回落，如图4所示。

人均拥有住宅套数的激增，反映了房地产行业供给量的激增，而能够支撑这样的供给，主要是基于需求的激增。原因在于以下几点。



数据来源：Wind、中泰信托研发中心。

图3 中国城镇化率的上升情况



数据来源：Wind、中泰信托研发中心。

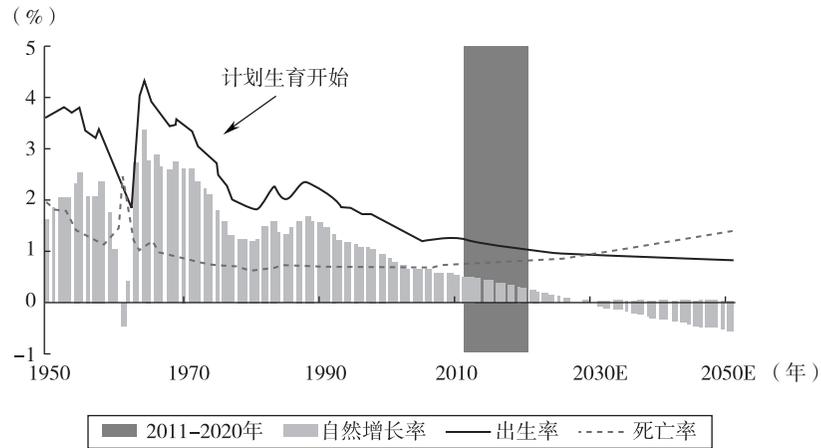
图4 中国城镇人均拥有住宅套数增长预测

(1) 经济增长带来的社会购买力上升。

(2) 20世纪70年代“婴儿潮”出生的人口，在21世纪第一个10年代长大成人，进入买房高峰期，如图5所示。

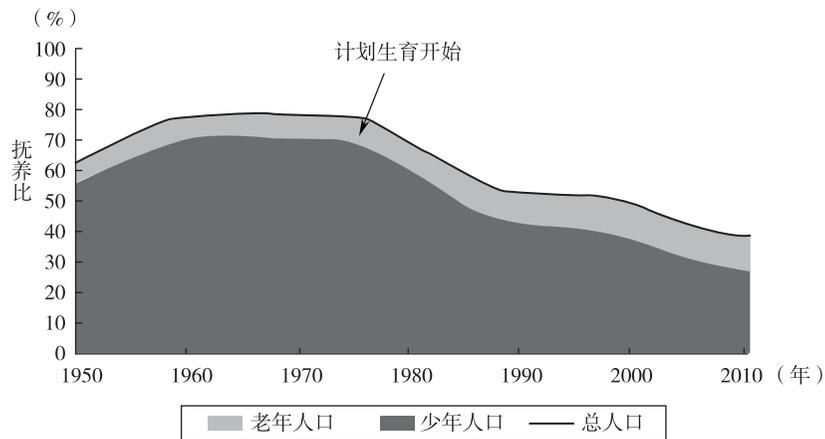
计划生育的实施，导致了近30多年来，中国抚养比的急剧下降，从而使得年轻人有更多资金来买房，如图6所示。

需求和供给的双双增长是过去20年中国房地产行业高速发展的主要原因。但我们注意到，从2030年开始，人口死亡率将超过出生率，中国人口将出现负增长，如



数据来源：章冬斌根据《中国统计年鉴》绘制，2013。

图5 中国人口的自然增长率情况



数据来源：章冬斌根据《中国统计年鉴》绘制，2013。

图6 中国抚养比的下滑情况

图5所示。可以断言，在那之后，房地产需求的增速必然下滑，甚至出现负增长。事实上，在这之前，可能到2015年，随着中国人口老龄化的来临，抚养比就结束下降趋势，出现拐头向上的走势，预示着房地产需求增速的下降。其逻辑是，年轻人攒钱买房作为一种货币的储存，当年纪老了之后没有收入来源，就必然会进行房屋的抛售以换取货币。

在2030年之前，房地产行业仍将保持平稳增长的态势，只不过增长速度不如以往年份，从高成长的“黄金时代”走进了成熟期的“白银时代”。



## (二) 人口要素的流动分析

从产业经济学的角度看，房地产业在供需两端的核心要素是人口和资金，城镇化的建设进度取决于人口和资金的流动方向。在这其中，人口又是关键性的要素，资金的流向由人口的流向所决定，因此分析人口流动情况是分析房地产行业发展的关键点。作者认为，从2000年以来，中国的人口流动呈现出典型的区域集聚效应，在东部、中部、西部三大区域，核心城市呈现出明显的人口、资金吸附现象，而周边乡镇区域则呈现不断的人口流出情形。

流动人口最密集的区域是在长江和珠江这两个三角洲区域，而这两块区域也集中了房地产业三个一线城市（上海、深圳、广州），及众多二线城市，属于房价最高，房地产业最发达的地区。

表 1 中国的流动人口分布概述

大区划分	构成省份	面积占比 (%)	流动人口占比 (%)	基本特征
东部带	上海、江苏、浙江、福建、山东、广东、广西、海南	9.9	56.1	(1) 流动人口最密集地带；(2) 珠江和长江三角洲人口流入最密集；(3) 男女性别比 1.37，低于全国平均数 1.63；(4) 暂住时间 1 月—1 年的占 57%，高于全国平均数 55%；(5) 外省流入人口占 55%
中部带	山西、河南、湖南、湖北、河北	9.6	14.8	(1) 流动人口第二密集地带；(2) 性别比 1.98，高于全国平均数；(3) 暂住 1 年以上的占 32%，高于全国平均数 27%；(4) 省内流动人口占 74%
西部带	内蒙、四川、贵州、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏	47.3	10.5	(1) 流动人口最稀疏地带；(2) 川东地区是本带较为密集的地区；(3) 性别比高达 2.06，远高于全国平均数；(4) 暂住时间 1 月—1 年的占 57%，高于全国平均数 55%；(5) 省内流动人口占 74%
京津区	北京、天津	0.3	3.6	(1) 流动人口第三稠密地带；(2) 性别比 2.6，是性别比最高的区域；(3) 暂住时间 1 月—1 年的占比高达 66%；(4) 省外人口流入占比高达 95%，是全国最高的区域
东北区	黑龙江、辽宁、吉林	8.5	6.1	(1) 大连、沈阳、长春、哈尔滨等市是流动人口聚集区域；(2) 性别比 1.72，略高于全国平均水平；(3) 暂住时间 1 年以上占 35%；(4) 省内流动人口占比 62%



续表

大区划分	构成省份	面积占比 (%)	流动人口占比 (%)	基本特征
皖赣区	安徽、江西	3.1	2.6	(1) 南昌、九江、合肥等市是流动人口聚集区域；(2) 性别比1.99，水平较高；(3) 暂住时间1月以下的占10%，低于全国平均水平；(4) 省内流动人口占比77%
新疆区	新疆	17.2	3.3	(1) 城区和沿边地区流动人口较密集；(2) 性别比2.43，水平较高；(3) 暂住时间1月—1年的占30%，远低于全国平均数；(4) 外省流入人口占比60%，远高于西部其他省区
云南区	云南	4.1	3.0	(1) 昆明、西双版纳等市是流动人口密集区域；(2) 性别比2.2，水平较高；(3) 暂住时间1月以下的占32%，高于全国平均水平19%；(4) 省外流动人口占比48%，高于西部其他省区

资料来源：中泰信托研发中心根据《公安部2013年流动人口统计公报》进行分析归纳得出。

通过表1的分析，建议关注以下几个指标：

(1) 人口暂住时间：1个月以内的流动性人口对当地经济影响较小，1年以上的人口可能逐渐转化为常住人口，带来住房的需求，刺激资金流入和经济发展。

(2) 性别比：较高的性别比意味着男人把家眷留在老家、或者难以在流入城市择偶，对住房的需求就会受到压制；反之较低的性别比意味着流动人口在新城市安家的可能性增加，住房需求就会上升。

(3) 省内外流动人口：省内的流动人口在中心城市安家的欲望和可能性更大，对住房的需求更大，省外的流动人口则对住房的需求要小得多。

总体而言，由于中国人口上升趋势减缓，乃至出现拐点，人口红利逐步减弱乃至消散，房地产行业的全面上升态势也将扭转。未来的行业热点将是局部而非全局性的，主要出现在人口净流入的省份和地市，人口净流出的地区则更多表现出行业的风险特征。

### (三) 房地产供需均衡的变化

#### 1. 核心客户群保持稳定

将20~50岁的中青年群体定义为住房需求者的主体，因为这个年龄段的人口属于盈利群体，既有购房需求也有购房能力，能够提供有支付能力的有效需求。

如前文图3所示，我国在1960—1970年和1985—1990年，有过两次人口出生高



峰。前者出生的人口目前正处于购买力的顶峰，后者出生的人口目前正处于刚需的顶峰，这是支撑国内住宅需求的核心力量，我们将之称为住房的核心客户群。

如图7所示，中国在2006—2010年，20~50岁核心客户群的数量出现激增，每年平均增幅在5%以上，就和1985—1990年的第二次婴儿潮有关，这批出生人群开始过了20岁这一关口，开始成家立业，形成了买房刚需一族。



数据来源：Wind、中泰信托研发中心。

图7 中国20~50岁人口数量的变化一览

随着“婴儿潮”的退去，从2010年后核心客户群增速就急剧下滑，预计到2020年后每年仅能新增100万人，但核心客户群仍然维持稳健增长，直到2030年到达顶峰3.85亿人。之后将出现拐点，随着人口的老化，核心客户群数量将出现加速回落。

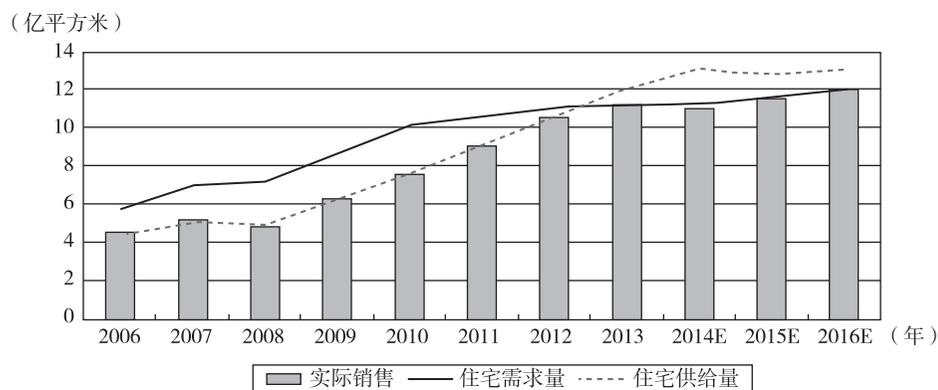
## 2. 房地产销售从“以产定销”转向“以销定产”

根据国家统计局数据，我国287个城市2012年人均住宅建筑面积是32.9平方米，当年农村人均居住建筑面积约为37.1平方米，城市与乡村的差别不大。考虑到农村居民可以基本自主地决定自己合意的居住面积（即使占地面积不可以完全自由选择，但至少建房层数是可以自由选择的），因而其人均居住面积可以作为我国目前合意居住面积的参照标准。按家庭人均3人计算，我国城镇平均家庭居住面积与合意面积只有12平方米的差别，可以认为供需已大致平衡。即使在被认为是需求大的一线城市，北京人均居住面积2013年为31.3平方米，上海2013年为34.3平方米，广州2012年人均居住面积为22.5平方米，深圳2012年人均居住面积为27.9平方米，人均居住面积的统计数据也不低。以上数据意味着，当前我国城镇居民的基本居住需求总体上已基本满足。



未来我国住房供给情况从商品住宅和保障房两个方面看。从商品住宅角度看，2013 年末商品住宅施工面积 48.6 亿平方米，这相当于 2005—2012 年商品房竣工面积的总量，估计将新增 0.43 亿套，可供 1.3 亿人居住。在保障房方面，政府已承诺建设保障房 3600 万套，按照户均 3 人，城镇人口 6.7 亿计算，意味着可兜底至少一亿城镇人口，预计将覆盖 15%~20% 的城镇家庭。再加上棚户区改造，未来的住宅供给巨大，可以覆盖新增城市人口的需求。因此，我们判断未来房地产可能处于供需基本平衡的状态，这种状况可能持续 15 年的时间。

实际商品住宅的销售数据也验证了我们的观点，如图 8 所示，从 2012 年起，商品住宅市场从“供不应求”转向“供过于求”。相应地，商品住宅的销售面积在 2012 年前与供应面积接近，而在 2013 年后就与需求挂钩。换言之，房地产市场从“以产定销”转向“以销定产”，从卖方市场转向了买方市场。



数据来源: Wind、中泰信托研发中心。

图 8 全国商品住宅的供需变化及实际销售面积

不过，目前的供过于求局面是暂时性质的，是由于 2012—2013 年房地产建设力度过大，施工项目太多所导致的。随着房地产行业景气，2014 年后施工面积减少，供求缺口将再度弥合，并维持在一个稳定水平上，直到 2030 年。

#### (四) 房地产行业的柯布—道格拉斯生产函数

传统的柯布—道格拉斯生产函数是排斥房地产行业的。柯布和道格拉斯两个人均认为，土地不能作为生产要素，因为土地增值会极大影响企业价值，而这个增值部分又是无法兑现的（除非企业破产清算或转让）。而房地产行业的利润很大部分来自土地增值，不能用传统的柯布—道格拉斯生产函数来表达。

但作者认为，房地产行业相比传统行业有特殊之处，土地是其主要生产要素，土



地的增值与其另一个重要要素——资金有着密切联系，不能认为土地增值就是土地的天然属性，由此认为土地是稀缺和不可复制，因此不能作为稳定要素。上述的观点在20世纪40年代至80年代欧美的土地价格飙升时期有其道理，但在目前土地价格稳定阶段，实际已经欠缺说服力。

对于中国的房地产行业而言，近年来土地的价格增速和资金的价格都比较稳定，行业的产值主要取决于土地和资金的供应。和传统行业不同，劳动力供给在房地产行业并不重要，这是因为房地产生受政策导向、土地和资金的制约极为明显，在其他要素受限制的情况下，劳动力过量投入并不会带来效益增长。如果土地和资金问题没解决，开发商是不会雇人建房的。

因此设计房地产业的柯布—道格拉斯生产函数为  $Y = AK^\alpha L^{1-\alpha}$ ，其中  $A$  为政策调控因子， $K$  为资本投入， $L$  为土地投入， $\alpha$  为权重系数。由于政策总是要落实到土地和资金的供给上，因此它应该是两者的函数，即  $A = F(K, L)$ 。

所以房地产行业产值为  $Y = [F(K, L), K, L]$ ，可以归结为一个土地和资本的两变量非线性模型。

以中国1990—2013年房地产行业销售总额（亿元），以及全国土地出让总面积（万亩）、房地产行业融资总额（亿元）三个数据系列（来自Wind数据），通过回归分析，得出房地产销售量与土地及资金要素的拟合方程如下所示：

$$Y = 10235 + 1.271K^{0.855}L^{0.145}$$

其中拟合优度  $R^2 = 0.89$ ，接近于1，表明方程拟合度较为理想；自相关检验值  $DW = 1.85$ ，接近于2，表明残差序列几乎不存在自相关性。

从上述回归方程中，得出以下两个结论：

(1) 资本  $K$  在房地产行业的生产过程中占据了主导地位，0.855的权重意味着它对于房地产的影响是举足轻重的。从过去来看，房地产行业的周期变化取决于银根的变化而不是地根的变化，已经足以说明这一问题。土地的增值、建筑技术的进步、劳动力的投入几乎都是由资金成本和周期来决定。

(2) 土地  $L$  的系数仅为0.145，说明和大多数人的看法不同，土地其实并非房地产的关键制约因素，土地的大量供应并不能推动行业走上升周期。土地的供应要依靠资金的结合，才能转化为实际的房地产产值。一个明显的例证是，中西部地区的土地供应远比东部充裕，但东部的房地产市场要比中西部发达得多，房价也高得多。在某种程度上，土地的稀缺由于能带来保值作用，反而更刺激房地产的发展，因此土地供



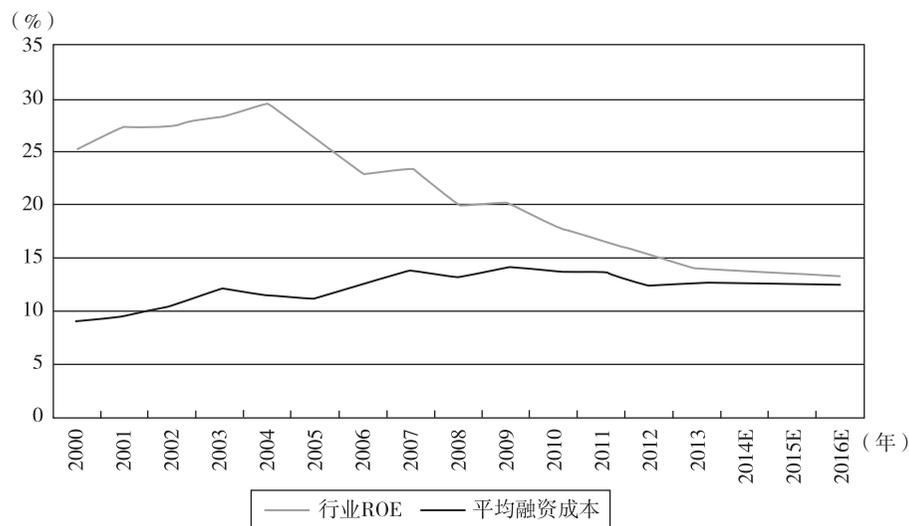
应的充裕还是紧缺，对房地产行业的影响并不确定。

从产业经济学的角度看，资金和人口的流动就决定了房产供求的变化和局部热点的产生。

#### （五）房地产行业 ROE 变化及融资模式的选择

众所周知，中国房地产行业的融资模式是高度单一的。目前我国房地产企业的融资来源主要来自银行贷款，2000—2013 年，银行贷款在我国房地产业的融资结构中平均占 70% 的比重，大大超过 30%~40% 的世界平均水平<sup>①</sup>。自筹资金（历年滚存利润和民间借贷等）占比大约为 15%，信托融资大约为 12%。其他的融资渠道如发行股票融资、预收账款、工程承包融资、发行债券融资、合作开发等所占比例微乎其微。

换言之，在过去 10 多年里房地产行业严重依赖债务融资，其比例超过 90% 以上，股权融资比例不足 10%。之所以如此，是因为这段时期房地产行业处于暴利时代，净资产收益率大大高于债务融资成本，开发商不愿和投资者分享利润，更愿意采取债务融资的手段，如图 9 所示。



数据来源：中泰信托研发中心根据 Wind 数据推算。

图 9 房地产行业 ROE 和融资成本比较

在过去，房地产行业之所以能够保持远高于国民经济平均水平的净资产收益率

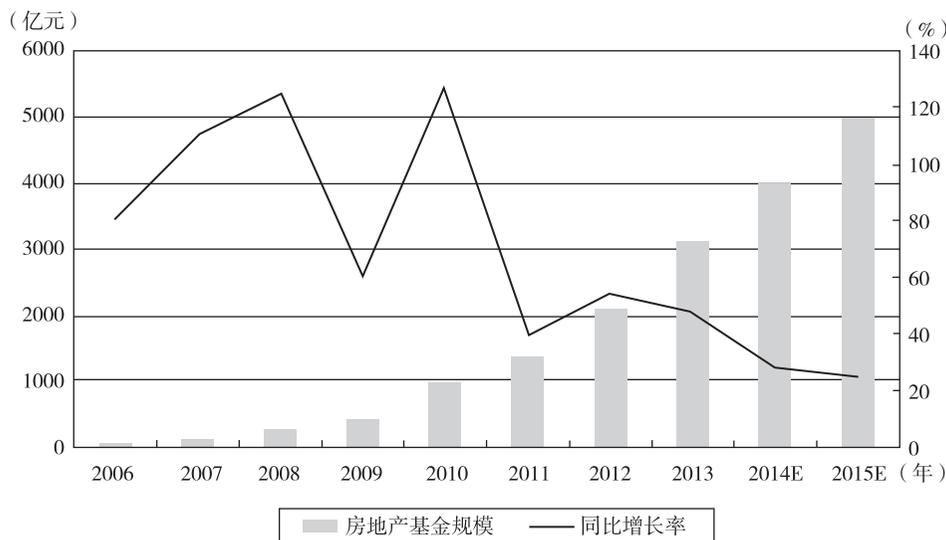
<sup>①</sup> 数据引自王仁涛：《房地产投资信托基金理论与实践研究》。



(ROE)，主要有两个原因：一是商品房刚需强烈，供求矛盾突出。二是行业监管不力，加之预售房制度的存在使得房企杠杆率非常高。

但现在随着城镇化率不断提升，供需矛盾缓解，到2019年预计就将达到人均1.1套住宅的均衡水平。监管也在加强，对土地出让金的支付，以及预售条件监管大大加强，降低了房企的杠杆率。加之人工和材料的价格上涨速度超过了房价的上升速度，因此房企ROE水平下降，最终回归经济平均水平是必然趋势。

随着ROE水平趋近于融资成本，开发商利润变薄，风险加剧，更愿意采取股权融资的模式，和投资者共享风险和收益。因此，未来房地产行业的股权融资，尤其是房地产投资基金将会获得比较大的发展空间。事实上，过去8年，房地产私募股权投资基金以年均90%的惊人速度在发展，如图10所示。



数据来源：中泰信托研发中心根据德信资本数据推算。

图10 房地产私募股权基金的发展速度（不含资管类产品）

从现在直至2030年，由于行业规模总量仍然在稳步增长，房地产行业虽然“黄金时代”不再，但仍处于一个“白银时代”。债务性的融资模式还将处于一个主导地位，“银行+信托+债券”所占比重仍然维持在70%以上。这是由目前房地产行业总体风险不高、金融机构的房地产专业知识不足、投资者风险偏好较低等因素共同决定的，短时间难以扭转。

不过在此期间，股权类投资产品将迅速增长，其中券商基金资管类中的股权投资品种可能增速放慢，甚至淡出市场。私募股权基金将有巨大的发展空间，未来其增速



虽然不可能维持过去 90% 的水平，但维持两位数增长应无问题，预计到 2030 年它在房地产行业融资占比将从 2013 年的 4% 上升到 25% 的水平。<sup>①</sup>

而到了 2030 年以后，随着 20~50 岁核心客户群人数下降，房地产的绝对需求减少，行业的“白银时代”也将结束。此时行业将进入后成熟期，乃至衰退期，整体风险急剧上升，行业 ROE 水平逐步回落至国民经济平均水平甚至以下，再也无法承受高额债务融资成本，对项目资质的专业识别能力变成赢利的第一要素，专业投资机构的作用突出。那时，中国房地产业将向欧美看齐，股权融资将成为首要的融资模式。

#### （六）房地产行业从“制造业”转向“服务业”

房地产业自身不占有资源，融入土地、资金，外包设计、建筑、装修、物业等诸项业务，房企提供的只是一个运营理念和管理（如果有的话）。从过去看，既不提供服务价值，也没有带来不动产增值。

在行业高涨时期，在土地价格和房产价格不断上扬的过程中，资产周转的速度越快、杠杆比率越大，利润率就越高。这种简单复制的增长模式类似于制造业。

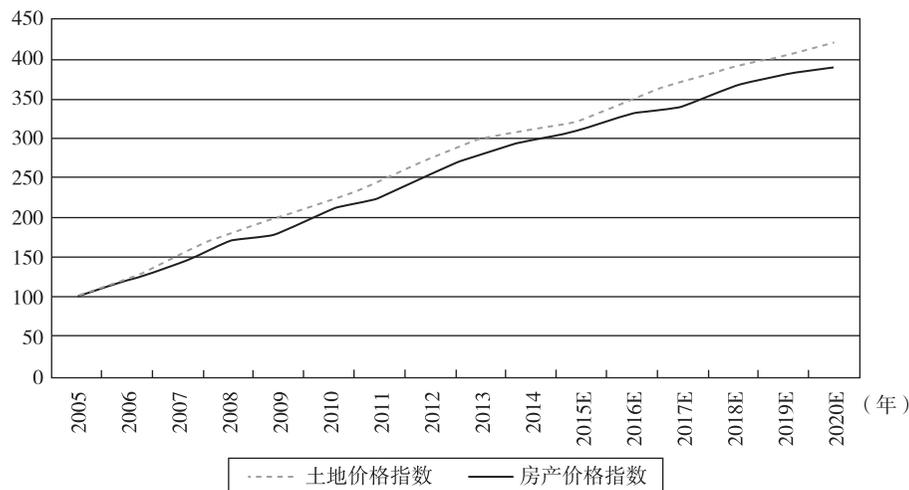
将中国指数研究院的土地价格指数和房产价格指数都归一到 2005 年为 100，如图 11 所示，可以明显看出，土地价格的上涨速度快于房产价格。换言之，面粉比面包贵是一个常态。这从一个侧面反映出，房地产行业的存在并没有为老百姓提供增值服务，土地的增值为房地产利润的贡献率超过了 100%。

房地产业目前转型压力还不大，事实上它还是一个非常热门的行业，每年的新登记房企数量和注册资本额也在节节攀升，如图 12 所示。而且房企的平均注册金额也在增长，说明新企业的规模还在扩张。

目前来看，做得好的房企无非两种手段：一是处理好同政府关系，以较低成本拿地；二是融资成本低，能够低成本囤地。房企自身能否创造价值，和其成功与否关系不大，因此行业缺乏转型动力。但是如果资产价格下跌，或者仅仅是上涨速度放慢，那么房地产商就会面临困境。因为土地增值的幅度不足以补偿融资成本，拿地造房就变成亏本买卖。现在这个现象还不明显，但从长远看，土地价格滞胀和回落是必然会出现的现象，房企不可能永远高枕无忧。

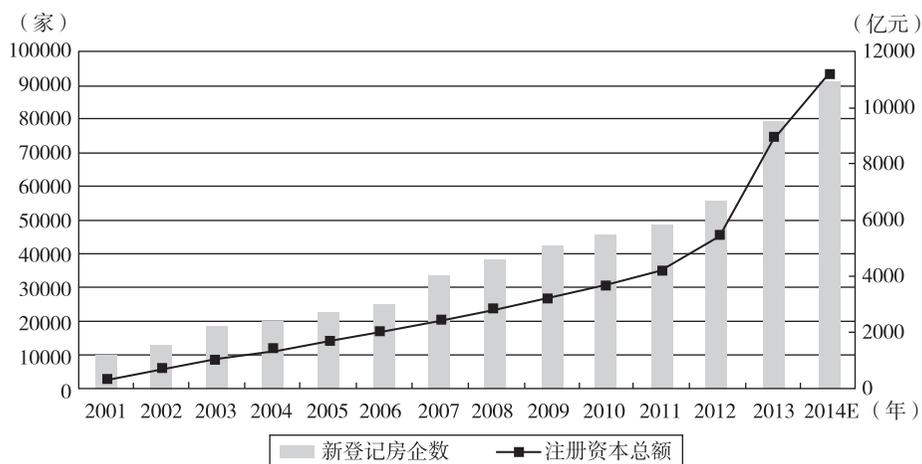
传统的制造业在发展到成熟阶段后，无法再从制造中获取价值，都会走上向服务

<sup>①</sup> 根据 Wind 数据，2013 年房地产行业融资总额为 77650 亿元，根据德信资本 2013 年数据，2013 年末房地产私募投资基金的总额为 3000 亿元。



数据来源：根据中国指数研究院和 Wind 数据计算得出。

图 11 土地价格指数增长快于房地产价格指数



数据来源：中国指数研究院。

图 12 历年房地产新登记企业数量和注册资本总额

业转型的道路，典型的如汽车行业，目前经济型整车已经近乎零利润，只有两条发展道路：一是售后服务，靠维修和零部件挣钱。二是走豪车、定制车，靠高价限量提高利润率。

房地产业现在的利润率远高于汽车业，但从长远看，终究会出现普通住宅、物业无法挣钱的现象，因此向服务业转型是未来一个重要方向。就目前来看，中国已有或将出现的房地产服务模式可能有几种。

(1) 金融服务：房地产企业在统合了银行、信托等金融机构的前提下，为买房



者、工程商、物业管理等提供融资服务，发挥房企的金融属性功能。或者在买房者中，通过集资为房企提供融资服务（比如产权型酒店），未来还有多种组合。

(2) 重构价值链：将工程、物业、销售诸链条加以整合，重新分配价值。

(3) 定制化服务：定制化装修、高端物业管理、甚至定制化建筑，来提升利润率。

房地产金融服务的主要目的是为了克服房企的资金瓶颈，运用多种金融方式和金融工具筹集和融通资金，支持房地产开发、流通和消费，促进房地产再生产过程中的资金良性循环，保障房地产再生产过程的顺利进行。

目前来看，房地产金融可以在附带预购权的定向股权增发、住房储蓄、不动产资产证券化等方面取得进展，其中金融创新的空间很大，无论是房地产企业还是金融机构，都对此有不小的兴趣。随着政策面对房企逐渐趋暖，监管力度减弱，未来行业创新和转型的可能性在变大。

房地产行业的转型之路并不好走，现在的问题有以下几点：

(1) 房地产企业的日子相对还比较好过，转型压力不大。

(2) 房企管理层的思维还难以扭转，经营理念停留在过去老观念里。

(3) 房地产企业、金融机构、销售中介、建筑商等，彼此的利益和立场长期对立，统合难度大，合作意愿不强。

(4) 房地产企业习惯了高高在上，对客户的服务意识严重缺乏，要放下身段，培育服务意识绝非一朝一夕之功。

总之，房地产企业未来必定会走上向服务业转型之路，但它总体上是被外部压力、内部竞争所逼出来的。在行业仍然保持一定景气度的情况下，指望房企自由自发地转型是不现实的。

### （七）小结

本部分以宏观分析为主，从产业经济学的视角，考察了目前房地产行业所处的发展阶段、未来的发展方向、供需平衡、融资模式等一系列核心问题，糅合了研发中心在过去一段时间的多项研究成果，也借鉴了诸多专家的重要观点。

本部分可以归结为五个要点。

(1) 房地产目前的低迷和产能过剩是暂时的、局部的，行业从“黄金时代”转向“白银时代”的新常态，需求仍将增长至2030年，之后才会有大幅度下滑。

(2) 随着需求紧缺告一段落，供需总体均衡下，房地产行业未来不再有全局性



行情，开始向局部热点转化，人口净流入地区容易出现热点，人口净流出地区则可能更多地体现出风险。

(3) 在中国房地产行业的发展过程中，起决定作用的要素是资金，土地要素的重要性不大。而资金的流向和人口的流向是有密切关联的，因此人口的净流入地区，在供给和需求两端都能获得优势。

(4) 随着房地产行业进入“白银时代”，行业 ROE 水平下降，房地产行业的融资偏好和模式将从债务融资型转向股权融资型，房地产私募投资基金将是未来几年的一个发展热点，值得关注。

(5) 房地产最终的发展走向是从“制造业”转向“服务业”，但光靠房企自发转型是不现实的，需要外部环境和内部竞争来推动。

## 二、新形势下房地产信托的合作博弈分析

本部分从微观层面探讨在房地产行业的新常态下，单个信托公司应选择的策略集，用来应对房地产行业的变化，从而实现互利共赢的最终目的。

在房地产行业的高涨时期，信托公司、房地产企业、投资者三方之间的博弈格局是非合作博弈：信托公司希望尽可能高价地将资金借贷给房企；房企希望尽可能贵地将房子卖给投资者；投资者希望尽可能买最高利息的信托产品。由于行业没有风险，博弈集体的总体收益在不断增长，参与者要在不断扩张的蛋糕中尽可能多分一块。

但是在行业的成熟期乃至衰退期，总体蛋糕不再变大，甚至有变小趋势时，博弈各方就必须改变非合作博弈的策略。如果大家还是你争我抢，以邻为壑，就可能导致博弈破局，即各方参与者都无法实现利益最大化，连基本的纳什均衡都无法实现。

在新常态下，合作博弈必将成为主导型的博弈策略，它与非合作博弈的主要区别是，当博弈进行时，参与者之间能否达成一个具有约束力的合作协议。一旦产生了一个有形或无形的协议，合作博弈即成立，博弈集体转化为博弈联盟。最典型的例子就是寡头市场上的竞争与合作。如果两个寡头进行 Cournot 竞争，均以自身利润最大化为目标，而不管对方的利润如何，就是非合作博弈。但是，如果两寡头签订协议形成垄断，共同最大化垄断利润，然后将合作所带来的总利润在两寡头之间进行分配，这就属于合作博弈的研究范畴。

比较而言，合作博弈和非合作博弈的侧重点不同，合作博弈强调的是集体理性 (collective rationality)，强调公平和效率，当两者存在冲突时，不同的合作博弈解会强

调公平或者效率的不同侧面；非合作博弈强调个体理性（individual rationality），强调个体决策最优，其结果往往导致集体利益受损，反过来使得个体决策无效率。总之“和为贵”，合作提供了一个改进集体决策效率的可能性。

如果博弈中的所有参与者都决定进行合作，那么就出现一个问题：总收益如何在所有参与者之间进行分配？如果联盟中的一个或多个参与者认为既定的分配方案对自己不利，就可能离开联盟。采用何种原则分配收益使得联盟最稳定呢？这就涉及合作博弈策略解的概念。在此对核心、夏普利值、核仁等与合作博弈解有关的重要概念先做个解释。

### 1. 核心

核心是最早由 D. B. Gilites 于 20 世纪 50 年代早期提出的一个概念，由夏普利（Shapley）和舒比克发展为一个解的概念，它是指对任何联盟都不能被占优的分配向量的集合。

具体定义为：对于一个  $n$  人合作博弈对策  $(N, V)$ ，分配集  $E(V)$  中不被任何分配向量所占优的分配，其全体称为核心，记为  $C(N, V)$  或  $C(V)$ 。图 13 是一个三方合作博弈中的一组核心策略集。

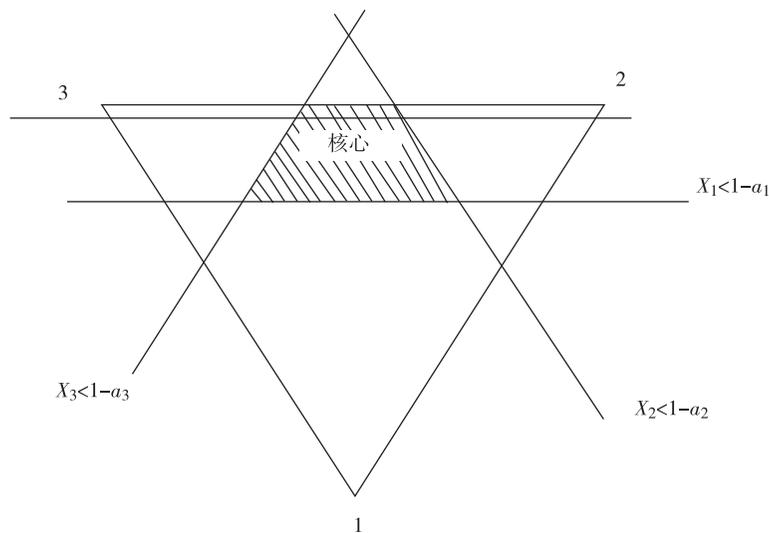


图 13 合作博弈模型中的核心策略集

将核心中的分配向量作为博弈问题的解是可行的，因为即使存在某一联盟  $S$  喜欢另一分配  $y$ ，也会由于  $y(s) < v(s)$  而无法将  $v$  变为  $y$ 。换言之，核心中的分配使得任何联盟都没有能力和动力去推翻它。在核心中的每个参与者都寻求保护自己与其他人



合作的权利，从而每个参与者最终都不会偏好于其他可行的合作联盟， $V$ 就是这个联盟的最佳分配向量。

通俗来说，核心就是三方博弈过程中，一组对所有参与者都相对有利的协议安排策略集，这一组核心策略能保证博弈联盟的稳定持续，偏离这个核心策略集必然会导致联盟解体。但现实中这个核心策略很有可能不存在（为空），或者是策略数量极多，使得其存在毫无意义。

## 2. 夏普利值

夏普利值是夏普利于1953年提出的概念，它是诠释博弈参与者在合作联盟中付出收益比的一个算量。

如果存在一个  $n$  人的博弈，所有局中人的集合为  $N = \{1, 2, 3, \dots, n\}$ ，特征函数为  $V(S)$ ，如果博弈问题中所有局中人都同意相互结盟形成整体联盟。夏普利值就是博弈参与者在每个参与的子联盟中的边际贡献的平均值。按照夏普利的思想，参与者获得的收益应该等于该参与者对每一个他所参与的联盟的边际贡献的平均值，也就是夏普利值。

夏普利值的计算公式为

$$\varphi_i(V) = \sum_{S \subseteq N/i} \frac{s!(n-s-1)!}{n!} (V(S \cup \{i\}) - V(S))$$

方程右端括号里  $V(S \cup \{i\})$  代表参与者如果参加某个联盟策略安排  $i$  之后，该联盟的效用总和， $V(S)$  是联盟原本的效用，两者相减就代表其边际贡献，将所有的边际贡献计算均值，就得出夏普利值。抛开繁琐的数学公式，夏普利值的经济含义非常浅显易懂：就是参与者为联盟付出了多少，承担了多大的风险，就该得到多少收益。一个能够成立的核心策略解，一定是让所有参与者都能使其所得和付出大致相当的。

举个现实例子说明：假设信托公司卖给投资者的信托产品收益率为9.5%，这个9.5%是如何产生的呢？投资者在现实中有很多的投资方向，比如股票（预期收益15%）、房地产（预期收益15%）、银行存款（预期收益3%）、债券（预期收益7%）、其他理财产品（预期收益7.5%）等，每个产品的预期收益都是投资者和出售该产品的金融机构之间博弈联盟的机会成本，他放弃了所有这些产品来购买信托产品，其平均机会成本就是

$$(15\% + 15\% + 3\% + 7\% + 7.5\%) / 5 = 9.5\%$$

这个平均机会成本就是投资者的夏普利值，信托公司给予他的收益就是对其机会



成本的补偿，应该等于他的夏普利值 9.5%。信托公司在博弈联盟中的利益划分同样遵守这个规则。信托公司不同产品的信托报酬率不同，是因其合作条件不同，带来的夏普利值不同所引起。比如通道业务，信托公司理论上只出租了信托牌照，付出的夏普利值很少，所以收益率可以低至万分之二；政信业务中信托公司承担调研、刚兑等责任，收益率就提高至 1%；房地产业务信托公司承担调研、管理、刚兑等责任，而且无政府信用担保，夏普利值大大提升，收益率就提高至 3%。因此夏普利值既代表了参与者的付出，又代表了其能够获取的利益。

### 3. 核仁

在求解  $n$  人合作博弈问题方面，还有一个比较重要的概念是由 Schmeidler 在 1969 年提出的“核仁”。合作博弈核仁解所依据的基本思想是，如果某收益分配满足核仁的条件，那么该解对应的联盟要优于任何其他分配向量的联盟。言外之意，核仁解对应的联盟是在所有联盟中最理想的一个联盟。

核仁解的解决思路与核心的思路截然不同，核心是追求所有人都满意的结果。而核仁则是保证参与博弈的每一个局中人尽管在其最为不利的分配配置中，其不满程度仍然是最低的。很显然，如果说核心的目标是所有人的利益最大，那么核仁的目标就是所有人的损失最小，是平均主义的思想，并不完全符合合作博弈的利益分配中多付出多得益的宗旨。

每一个博弈问题都一定会有一个唯一的核仁解，与核心解的方法相比这避免了后者可能存在的一个较大隐患即无解现象。但是与夏普利值相比，核仁值的计算方法过于复杂，不利于实际应用和推广。

#### （一）房地产信托三方博弈下的夏普利值

以下我们以夏普利值为核心指标，分析信托公司在合作博弈中的策略集。

##### 1. 构建模型

首先我们构建一个标准的房地产信托模型，即信托公司设立信托计划，吸引投资者购买该计划，将所筹集的资金为房地产开发商融资，同时为了保障受益人的权益，信托公司会监督资金的运用情况，为房地产公司提供管理建议。房地产开发商在信托公司的监督和协助下，综合运用自有资金和信托资金，投入施工人员，开发房地产项目。最终的增值收益在投资者、房地产开发商和信托公司之间进行分配。

假设在房地产信托项目的博弈过程中，所有投资者（无论其多少或以什么方式参与）均视为一个博弈方，以购买的总的信托资金（ $I_1$ ）作为自己的策略。信托公司



在参与信托计划时，以预留的准备金  $I_2$  和投入房地产项目的管理人员  $L'$  及其报酬  $P'$  作为自己的策略。房地产公司以自有资金和投入房地产项目的施工人员  $L$  及其报酬  $P$  作为自己的策略。

参与者的集合为  $N = (1, 2, 3)$ ，其中参与者 1 为投资者，2 为信托公司，3 为房地产开发商。参与者 1 的策略为向量  $(0, I_1)$ ，2 的策略为向量  $(0, I_2 + L' + P')$ ，3 的策略为  $(0, I_3 + L + P)$ 。

博弈的三方在博弈前采用合作博弈的形式签订契约，则对参与者  $i$ ，其夏普利值为  $\varphi_i(V) = \sum_{S \subseteq N/i} \frac{s!(n-s-1)!}{n!} (V(S \cup \{i\}) - V(S))$ ，这个值可以反映由于三方合作而导致第  $i$  个参与者所获得的收益情况。

## 2. 定义特征函数

$V(1)$ ，即投资者完全不参与合作，只能获得自有资金的利息收入，即  $V(1) = I_1 * r_0$ 。

$V(2)$ ，即信托公司完全不参与合作，只能获得信托行业的平均收入，即  $V(2) = I_2 * r_1$ ，这里  $r_1$  为行业的平均信托资产收益率。

$V(3)$ ，即房地产开发商完全不参与合作，只能依赖自有资金和施工人员获得产出，即  $V(3) = A_{11} I_3^\alpha L^\beta - I_3 r_0 - L * P$ ，其中  $A_{11} I_3^\alpha L^\beta$  是单个房地产企业的道格拉斯生产函数， $I_3 r_0$  是他自有资金的机会成本， $L * P$  是劳动力工资。

$V(1, 2)$ ，即投资者与信托公司合作，其共同资金  $(I_1 + I_2)$  可获得信托投资的平均回报率，即  $V(1, 2) = (I_1 + I_2) * r_1$ 。

$V(1, 3)$ ，即投资者与房地产开发商形成联盟，在现实生活中，投资者可以通过购买国债或者参与房地产公司新股发行等方式将资金投入房地产企业中，即  $V(1, 3) = A_{11} (I_1 + I_3)^\alpha L^\beta - I_1 r_0 - I_3 r_0 - L * P$ 。

$V(2, 3)$ ，即信托公司和房地产开发商形成联盟，由于房地产发商主要缺少资金，而信托公司的自有资金也很有限，所以光凭二者难以达成合作，这两者合作的收益其实就是各自收益之和，即  $V(2, 3) = V(2) + V(3) = I_2 * r_1 + A_{11} I_3^\alpha L^\beta - I_3 r_0 - L * P$ 。

$V(1, 2, 3)$ ，即投资者、信托公司和房地产开发商形成联盟，这是合作博弈最理想的结果，投资者购买信托计划，信托公司将自有资金和信托资金投入房地产项目，开发商将自有资金和投入的资金综合运用房地产项目。另外信托公司投入到房地产项目的管理技术，可以起到和科学技术水平同样的作用将全面提高房地产开发商的产出水平。



$$V(1,2,3) = A_{11} * A_{12} (I_1 + I_2 + I_3)^{\alpha} L^{\beta} - I_1 r_0 - I_2 r_1 - I_3 r_0 - LP - LP'$$

### 3. 三个参与者各自的夏普利值

将前述的7个特征函数代入夏普利值的计算公式，可以计算得出三方各自的夏普利值为

$$\begin{aligned} \varphi_1(v) = & \frac{1}{6} A_{11} (I_1 + I_3)^{\alpha} L^{\beta} + \frac{1}{3} A_{11} A_{12} (I_1 + I_2 + I_3)^{\alpha} L^{\beta} - \frac{1}{2} A_{11} I_3^{\alpha} L^{\beta} + \frac{1}{6} I_1 r_1 \\ & - \frac{1}{6} I_1 r_0 - \frac{1}{3} LP' - \frac{2}{3} I_2 r_1^2 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \varphi_2(v) = & \frac{1}{3} A_{11} A_{12} (I_1 + I_2 + I_3)^{\alpha} L^{\beta} - \frac{1}{3} A_{11} (I_1 + I_3)^{\alpha} L^{\beta} + \frac{1}{6} I_1 r_1 - \frac{1}{6} I_1 r_0 \\ & - \frac{1}{3} LP' + \frac{1}{3} I_2 r_1 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \varphi_3(v) = & \frac{1}{6} A_{11} (I_1 + I_3)^{\alpha} L^{\beta} + \frac{1}{3} A_{11} A_{12} (I_1 + I_2 + I_3)^{\alpha} L^{\beta} + \frac{1}{2} A_{11} I_3^{\alpha} L^{\beta} - \frac{1}{3} I_1 r_1 \\ & - \frac{2}{3} I_1 r_0 - I_3 r_0 - \frac{2}{3} I_2 r_1 - \frac{1}{3} LP' - LP \end{aligned}$$

将求得的夏普利值标准化，得出：

$$\text{投资者分配到的收益 } y_1 = \frac{\varphi_1(v)}{\varphi_1(v) + \varphi_2(v) + \varphi_3(v)}$$

$$\text{信托公司分配到的收益 } y_2 = \frac{\varphi_2(v)}{\varphi_1(v) + \varphi_2(v) + \varphi_3(v)}$$

$$\text{开发商分配到的收益 } y_3 = \frac{\varphi_3(v)}{\varphi_1(v) + \varphi_2(v) + \varphi_3(v)}$$

## (二) 不同情景下的夏普利值敏感度分析

接下来我们就将上述的计算结果应用到现实情况中。

### 1. 基准模型

基准参数设置如下：假定房地产行业规模报酬不变，投资的产出弹性系数和劳动力的产出弹性系数分别设置为0.65和0.35。信托公司参与房地产信托计划的管理人员为10人，这些管理人员的因参与信托计划所得报酬为15万元，房地产项目的劳动人员平均得到的报酬为5万元。信托计划筹集资金5亿元，信托公司投资0.15亿元，房地产开发商投资2.2亿元。房地产商投入劳动人员500人，技术水平 $A_{11} = 1$ ，信托公司投入管理提升技术水平为 $A_{12} = 1.2$ ， $r_0 = 5\%$ ， $r_1 = 10\%$ ，即



$\alpha$	$\beta$	L	L'	P	P'	I1	I2	I3	R0	R1
0.65	0.35	500	10	0.5	1.5	5000	15	2200	0.05	0.10

将这些数据代入之前的公式，可以得出：投资者分配收益比例为 35.54%，信托公司分配收益比例 8.20%，房地产开发商分配收益比例 56.26%。

## 2. 信托规模变化的情景分析

让投资者投入资金即  $I_1$  从 5000 到 15000 以步长 500 递增，令  $I_2 = 0.003I_1$ ， $I_3 = \frac{3}{7}I_1$ ，其余变量保持不变，观察  $I_1$  的变化对三个博弈参与者收入分配比例的影响，可以得到表 2：

表 2 信托规模变化的情景分析

信托规模 $I_1$	投资者分配的比例 (%)	信托公司分配的比例 (%)	开发商分配的比例 (%)
5000	35.54	8.20	56.26
5500	36.60	8.28	55.12
6000	37.56	8.35	54.08
6500	38.44	8.43	53.14
7000	39.24	8.50	52.26
7500	39.98	8.57	51.45
8000	40.67	8.64	50.70
8500	41.31	8.70	49.99
9000	41.91	8.76	49.33
9500	42.48	8.82	48.70
10000	43.01	8.88	48.11
10500	43.51	8.94	47.55
11000	43.99	9.00	47.02
11500	44.44	9.05	46.51
12000	44.87	9.10	46.03
12500	45.28	9.16	45.56
13000	45.68	9.21	45.12
13500	46.05	9.26	44.69
14000	46.42	9.31	44.28
14500	46.76	9.35	43.88
15000	47.10	9.40	43.50

根据表 2，可以得到如下结论：



(1) 总体来看,随着信托规模的增大,投资者和信托公司分配的收益逐步增大,房地产开发商分配的收益逐步减小。这意味着,在这个博弈联盟中,资金投入规模对投资者和信托公司是一个正向的影响因素,而对房地产开发企业而言是一个负向的因素。房地产开发企业如果需要更大的投资规模,就必须在博弈中适当的让出部分收益比例才能够形成合理的博弈分配。相应地,在合理和公平的条件下,理性的投资者和信托公司都会倾向于规模更大的信托计划。

(2) 从分配变化的趋势来看,随着投资额的增加,投资者和信托公司收益增加幅度逐渐减小,房地产开发企业收益减少幅度逐渐减小。即投资规模这一因素对分配比例的影响程度是随着规模的扩大而逐渐放缓的,规模越大,边际影响值会不断下降,这是因为博弈三方的夏普利值相对于信托规模而言较为稳定的缘故。

(3) 从敏感性来看,相对其原本的比例而言(而非绝对比例),相同的步长下,投资者和房地产企业对投资规模的敏感性更高,而信托公司的敏感性相对较小。这是因为信托公司作为金融中介,其报酬是“从量计征”的,因此其分配比例受信托规模的影响较小。

### 3. 信托行业收益率 $r_1$ 变化的情景分析

让信托资产平均收益率  $r_1$  从 6% 到 12% 以步长 0.5% 增长,其余变量保持初始状态不变,观察  $r_1$  的变化对三个博弈方收入分配比例的影响,可以得到表 3:

表 3 信托资产收益率变化的情景分析

信托资产收益率 $r_1$ (%)	投资者分配的比例 (%)	信托公司分配的比例 (%)	开发商分配的比例 (%)
6	34.35	6.99	58.66
6.5	34.50	7.14	58.36
7	34.65	7.29	58.06
7.5	34.80	7.44	57.76
8	34.95	7.59	57.46
8.5	35.10	7.74	57.16
9	35.25	7.89	56.86
9.5	35.40	8.04	56.56
10	35.54	8.20	56.26
10.5	35.69	8.35	55.96
11	35.84	8.50	55.66
11.5	35.99	8.65	55.36
12	36.14	8.80	55.06

根据表 3,可以得到如下结论:



(1) 从总体来看随着信托资产平均收益率的增加，投资者和信托公司分配的比例增加，而房地产开发商分配的比例减少。这意味着，信托业整体收益率对信托公司和投资者是正向的因素，对房地产开发企业是负向因素。在公平和合理的条件下，这一结论是符合逻辑且容易理解的。在社会资金紧张，融资成本高企的情况下，开发商必须让出部分利益以换取投资者和信托公司的合作。

(2) 从变化的趋势来看，信托资产平均收益率的变化趋势对三方参与者的影响程度是保持不变的，即无论信托资产整体收益率升高或降低，三方的分配比例变化的绝对值是相同的。

(3) 从敏感性方面来看，相对其原本的比例而言，相同的步长改变对信托公司的收入分配比例影响最大，对房地产企业的影响为其次，投资者受其影响最小。换言之，提高信托的总融资成本，最大的受益者是信托公司；降低总成本，最大的牺牲者也是信托公司。

#### 4. 无风险收益率 $r_0$ 变化的情景分析

让投资者资金的无风险收益率  $r_0$  从 0.5% 到 7% 以步长 0.5% 增长，观察  $r_0$  的变化对三个博弈方收益分配的影响，可以得到表 4：

表 4 无风险收益率变化的情景分析

无风险收益率 $r_0$ (%)	投资者分配的比例 (%)	信托公司分配的比例 (%)	开发商分配的比例 (%)
0.5	33.04	8.55	58.41
1	33.29	8.51	58.20
1.5	33.55	8.48	57.97
2	33.81	8.44	57.75
2.5	34.05	8.40	57.51
3	34.36	8.36	57.28
3.5	34.65	8.32	56.03
4	34.94	8.28	56.78
4.5	35.24	8.24	56.52
5	35.54	8.20	56.26
5.5	35.86	8.15	55.99
6	36.18	8.11	55.71
6.5	36.52	8.06	55.43
7	36.86	8.01	55.13

观察表 4，主要结论如下：

(1) 总体来看，随着无风险收益率  $r_0$  的增加，投资者收益分配的比例增加，信



托公司和开发商收益分配的比例下降。 $r_0$ 的高低体现出市场资金的宽松程度，当 $r_0$ 较低时，说明市场上资金比较充裕，投资者的资金难以得到高回报率，信托产品相比其他投资方式有更高的风险收益比，其相对价值上升。此时在博弈中投资者的地位不利，利益分配相对较少。而当 $r_0$ 较高时，意味着市场上资金比较紧张，房地产开发商筹集资金的难度加大，愿意放弃部分收益以获得资金，此时开发商分配的收益减少，而信托公司在此时与银行储蓄相比竞争力有所下降，所以房地产企业和信托公司分配的收益降低，投资者收益提升。

(2) 从变化的趋势来看，必要收益率对投资人和房地产企业的影响是随着 $r_0$ 的提升而逐渐增强的，而其对信托公司的收益分配影响几乎是一致的，没有明显的加速或衰减。

(3) 从敏感性方面来看，必要收益率对信托公司的影响很小，而投资者和房地产企业对这一因素的敏感性基本一致。

#### 5. 宏观因素 $A_{it}$ 变化的情景分析

让表示宏观政策宽松程度和技术水平的  $A_{it}$  从 0.7 到 1.1 以步长 0.02 递增，其余变量维持不变，观察  $A_{it}$  对三个博弈方收益分配比例的影响，可以得到表 5：

表 5 宏观变量变化的情景分析

宏观变量 $A_{it}$	投资者分配的比例 (%)	信托公司分配的比例 (%)	开发商分配的比例 (%)
0.7	39.96	9.71	50.33
0.72	39.51	9.55	50.93
0.74	39.10	9.41	51.49
0.76	38.71	9.28	52.01
0.78	38.35	9.16	52.49
0.8	38.01	9.04	52.95
0.82	37.70	8.93	53.37
0.84	37.40	8.83	53.77
0.86	37.12	8.73	54.15
0.88	36.86	8.64	54.50
0.9	36.61	8.56	54.83
0.92	36.37	8.48	55.15
0.94	36.15	8.40	55.45
0.96	35.94	8.33	55.73
0.98	35.74	8.26	56.00
1	35.54	8.20	56.26
1.02	35.36	8.13	56.50
1.04	35.19	8.07	56.74
1.06	35.02	8.02	56.96
1.08	34.87	7.96	57.17
1.1	34.72	7.91	57.37



观察表 5，主要结论如下：

(1) 总体来看，随着宏观因素的收紧、 $A_{11}$  的下降，投资人和信托公司在最终分配中所占的比重将逐步提升，而房地产开发企业的分配比例则逐步下降，这是因为当宏观政策收紧的时期，房地产行业的融资被行政性手段强制性的收紧了，而住宅销售回款也因为政策调控受到很大的影响，在资金链紧张的情况下，房地产开发企业不得不放弃部分的利益换取房地产信托这一合作博弈方式的成立。

(2) 从变化的趋势来看，宏观因素对三方分配比例的影响是随着宏观政策的收紧而不断加大的，即宏观政策越紧，对三方利益分配比例的影响程度就会越大。反之政策越宽松，对分配比例的边际影响就越小。

(3) 从敏感性方面来看，相对其原本的比例而言，相同的步长改变对信托公司收入分配比例影响最大，对房地产企业的影响为其次，投资者受其影响最小。

#### 6. 信托公司管理能力 $A_{12}$ 变化的情景分析

让信托公司管理能力  $A_{12}$  从 1 到 1.4 以步长 0.02 增长，其余变量维持不变，观察  $A_{12}$  对三个博弈方收益分配比例的影响，可以得到表 6：

表 6 信托公司管理能力变化的情景分析

信托管理能力 $A_{12}$	投资者分配的比例 (%)	信托公司分配的比例 (%)	开发商分配的比例 (%)
1	36.11	1.74	62.15
1.02	36.04	2.53	61.42
1.04	35.98	3.28	60.74
1.06	35.91	4.00	60.09
1.08	35.85	4.68	59.46
1.1	35.80	5.34	58.87
1.12	35.74	5.96	58.30
1.14	35.69	6.55	57.76
1.16	35.64	7.12	57.24
1.18	35.59	7.67	56.74
1.2	35.55	8.20	56.26
1.22	35.50	8.70	55.80
1.24	35.46	9.18	55.36
1.26	35.42	9.65	54.94
1.28	35.38	10.09	54.53
1.3	35.34	10.52	54.13
1.32	35.30	10.94	53.76
1.34	35.27	11.34	53.39
1.36	35.23	11.73	53.04
1.38	35.20	12.10	52.70
1.4	35.17	12.46	52.37



观察表 6，主要结论如下：

(1) 总体来看，随着信托公司融资能力和管理水平的提升，信托公司分配的收益显著增大，其增大的幅度明显超过前述几个变量，说明管理能力对信托公司而言是一个非常核心的要素。随着管理能力增强，投资者和房地产开发商分配的收益逐步减小，说明在合作博弈过程中，信托公司会因为其具有更高的管理能力，而要求得到更大比例的利益分配。同时，信托管理能力提升可以带来博弈联盟的整体利益提升，所以理性的投资者和开发商乐于看到  $A_2$  的提升，并为之让出一定的收益比例。

(2) 从分配变化的趋势来看，伴随信托公司能力的提升，信托公司收益增加幅度逐渐减小，投资者和房地产开发企业收益减少幅度逐渐减小。这说明管理能力也是边际影响力不断衰减的因素， $A_2$  越大则影响相对变小，信托公司的能力提升不会改变三方之间根本性的分配格局。

(3) 从敏感性来看，相对其原本的比例而言，相同的步长下，信托公司对管理能力这一因素的敏感性远远高出于投资者和房地产公司，这说明管理能力是信托公司最为关注的因素。同时，在其余两方之中，开发商对信托管理能力相对更敏感一些。这说明投资者更关心信托产品的收益率，而开发商更关注信托公司的能力。

### (三) 其他对于博弈均衡点的影响因素

根据 (二) 中的情景分析，得出如下结论：

(1) 投资规模、信托行业整体收益率、市场必要报酬率、宏观政策因素和信托公司的管理能力均会影响房地产信托博弈的参与者。

(2) 在大多数的情况下，各类因素的变化对投资者和信托公司产生的影响是一致的，而房地产企业是与之相反的，反映出委托人和受托人的利益一致性。但是投资者和信托公司之间依然存在博弈，从某些因素变动对两者效果相反可以看出，比如信托公司管理能力。

(3) 在大多数情况下，信托公司收益分配对因素变化的敏感性最强，投资人的敏感性最弱，房地产企业介于其中。

理论上讲，只要我们能够提取投资规模、信托行业整体收益率、市场必要报酬率、宏观政策因素和信托公司的管理能力这五个变量，就可以获知房地产信托博弈的均衡点在哪里，也就是得出投资者、信托公司、开发商三者的利益分配比例。

但经过和实际的信托公司案例进行对比之后（限于篇幅关系，具体案例不再列示），发现理论的均衡点和实际均衡点仍然存在一定的偏离，其影响因素可以归结为



以下几点：

(1) 开发商的议价能力。在现实案例中，大开发商的获取的利益分配比例远高于小开发商，也大于模型推算的结果，而小开发商则通常低于推算结果。主要原因是大开发商的融资手段更丰富，因其规模和人脉关系，拥有更强的议价权。在信托合作博弈中，所付出的机会成本更大，其夏普利值更高，理当获得更多的利益分配，在信托谈判中获得更有利的条件。议价能力这种影响因素很可能是长期乃至永久性的。

(2) 市场短期的供求变化。政策因素、投资者偏好都会导致市场供求发生波动。比如房地产调控会导致投资者对房地产信托偏好下降，信托公司为了加大推销力度，只好让利于投资者。随着《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（“43号文”）颁布，政信合作项目抢“末班车”成风，市场上政信项目激增，也会导致利益分配格局向投资者倾斜。但这种短期波动一般不会持久，不能在长期起扰动作用。

(3) 信托牌照的垄断性。信托公司在实际收益分配中占的比例明显高于模型推算的结果，而且在所有现实案例中都或多或少地有所体现，特别是在宏观因素收紧的情况下尤为明显。这说明信托公司在利益分配中受到了限制性准入政策的保护，是一种垄断性因素。所以信托公司的博弈能力被非市场因素放大，也可以认为是这种排他性的垄断提升了信托公司的夏普利值（因为信托公司能够提供其他机构无法提供的稀缺资源），从而提升了其收益，但这种垄断从长期来看是不可持续的。

#### （四）信托公司房地产业务夏普利值的减损

根据前述模型，我们推算了信托行业在房地产信托过去多年的利益分配比例，发现从2009年迄今，信托公司的利益分成总体是在不断下降的，如图14所示。

在合作博弈中的利益分配比例是严格与参与者的夏普利值相对应的，所以当信托行业的收益分配出现下降的时候，就意味着其夏普利值出现了减损。那么是什么导致了这种减损呢？可能有以下几个原因：

(1) 信托牌照的稀缺性下降。信托牌照原本是具有垄断性的稀缺资源，构成了信托公司夏普利值中的很大一部分。但随着泛资管、泛信托时代的到来，券商和基金公司大量从事信托业务，导致了信托牌照的稀缺性明显下降。

一个非常鲜明的例证就是通道业务费率的不断下滑。理论上，在纯粹的信托通道业务中，信托公司不承担风险，不付出或付出很少人力，仅仅出租信托牌照，因此通道费率就反映了信托牌照的租金率，是信托牌照稀缺与否的最好体现。但如图15所示，2005年迄今，信托通道费率下滑的速度非常快，而通道业务要占到信托资产规

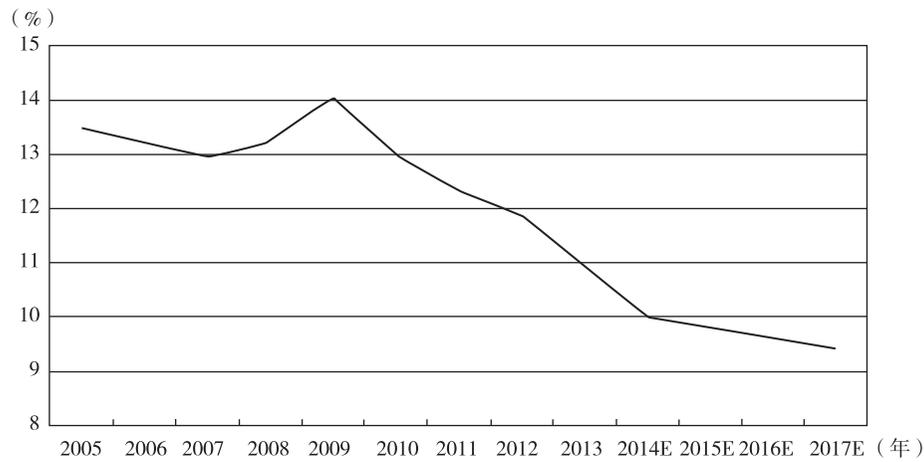
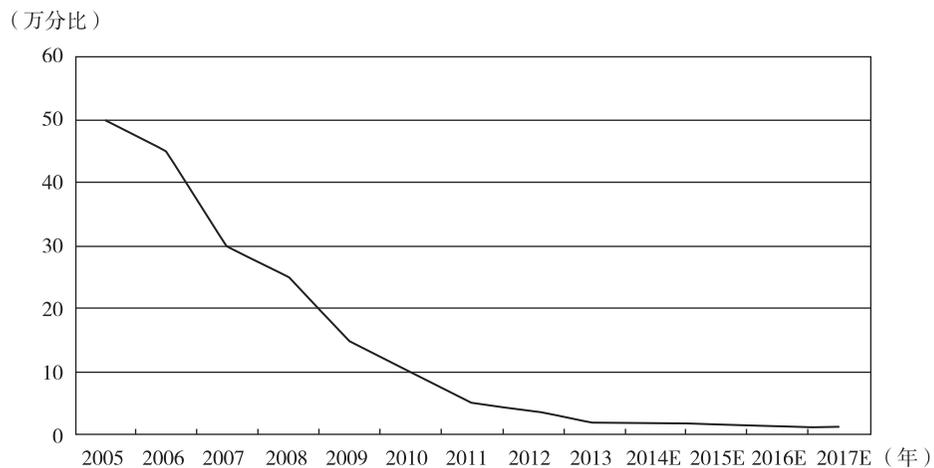


图 14 信托业在房地产信托中的利益分配比例的下降

模的 70% 以上，通道费率的下降对信托公司而言具有相当大的负面影响，反映了行业景气度的下降和信托牌照稀缺性的下降。

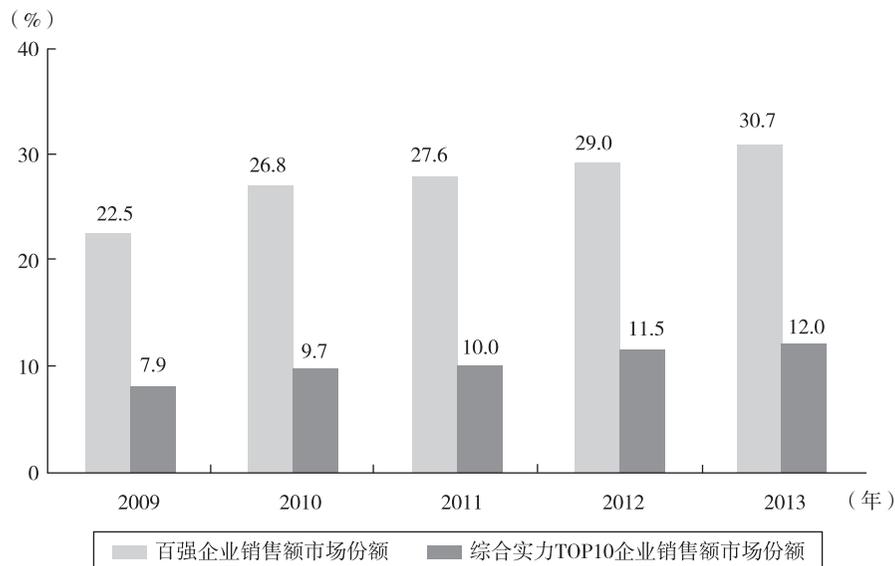


数据来源：中泰信托研发中心调研搜集。

图 15 信托通道业务最低管理费率的变化情况

(2) 房地产行业集中度提升。如图 16 所示，近年来，房地产行业的集中度不断提升，大型房企的市场份额迅速上升，中小房企受到强烈的竞争压力。

房地产行业的集中度提升，必然会带来行业平均的夏普利值提升，因为大型房企的夏普利值远高于中小房企，大房企的权重提升自然就抬高了行业平均夏普利值。与之相应的，信托公司的夏普利值就相对下降，从而导致在利益分配上向房企倾斜，信托公司由此遭受了利益损失。



数据来源：房地产研究院：《2014 中国房地产百强研究报告》。

图 16 房地产百强和十强企业的市场份额变化

#### (五) 有效提升夏普利值的几条路径

信托规模、无风险收益、信托收益、宏观政策等几个变量大多由外部要素决定，信托公司很难在这些变量上做出改变。即便能够改变，如前文分析，对信托公司夏普利值的影响也比较有限。信托公司最应该也最有把握改变的变量是信托管理能力  $A_2$ ，一旦改善后提升的夏普利值也是最为可观。

要提升  $A_2$ ，有以下几条路径可供选择：

(1) 提升风险识别能力。在泛信托时代，房地产行业夏普利值提升，可供选择的融资渠道增多，优秀的低风险项目收益率下降。寻求信托融资的项目风险度提升，即房地产信托整体呈现“次级化”特征。如果信托公司能够提升自己的风险识别能力，可以在一堆较烂的苹果中挑选出不怎么烂的苹果，那么就可以获得比同行业公司更低的不良率，在同样的信托收益率面前，更低的不良率就意味着超额收益，这是非常直接的夏普利值提升路径。要走这条路径，信托公司就需要投入成本，进行员工培训，外部招聘专业人才，建设房地产行业的专业风控队伍，从而提升风险识别能力。

(2) 提升产品销售能力和流动性。所谓销售能力是指在同等时间内为开发商提供更多融资，或者同等规模融资在较短时间内筹集，这种销售能力必定使开发商乐意



向信托公司让渡部分利益，从而实现信托夏普利值的提升。所谓流动性是指信托公司发出去的产品，可以自由交易，让投资者购买的信托产品在保证收益性、安全性的基础上享有一定的流动性，投资者自然愿意为换取这个流动性让渡部分收益，从而实现信托夏普利值的提升。要做到这一点，就需要信托公司在营销体系构建和产品创新方面有想法、有动作。而且从某种程度上讲，这两个问题其实可以合二为一，如果能够实现较高的流动性，这款产品肯定是好卖的，所以信托公司必须在产品创新方面下更大的功夫，投入更多的资源。

(3) 提升项目管理能力。在以往房地产信托合约里，派人实地监管往往沦为一句空话。信托公司既无能力监管，开发商也对信托监管专员有排斥心理。如果信托公司能够培养出专业房地产人才队伍，能够对房企的项目管理提出专业化合理意见，能够有效提升项目的经营质量，那情况就大不相同了。如果短时间无法培养出有效的管理队伍，那么额外支付一定成本，委托专业房地产管理机构加以监管，也可以降低项目风险，提升信托公司夏普利值。

#### (六) 小结

本部分以合作博弈的分析框架，对微观视角下开发商、投资者、信托公司三方的博弈均衡、利益分配进行了分析，并提出了夏普利值这样一个核心指标。

其实夏普利值怎么计算，到底是多少并不重要，重要的是它反映了这样一个伦理价值观：市场是公平的，所得与付出是严格对等的。要想有更多的收益，就必须有更多的付出，这个道理不只在信托行业，在社会的方方面面都是适用的。

在过去很长一段时间，信托公司所付出的夏普利值，很大一部分是其稀缺的信托牌照（另一块比较大的部分是刚性兑付的隐性承诺）。所以当牌照稀缺性下降的时候，信托公司的夏普利值下降是非常明显的，对行业产生了较大冲击。因此为了补偿夏普利值的减损，信托公司就不得不付出更多努力，在风险识别、产品销售和流动性、项目管理上面下更多功夫，要走专业化道路，这是信托行业必然的发展趋势。

### 三、金融创新提升信托公司夏普利值

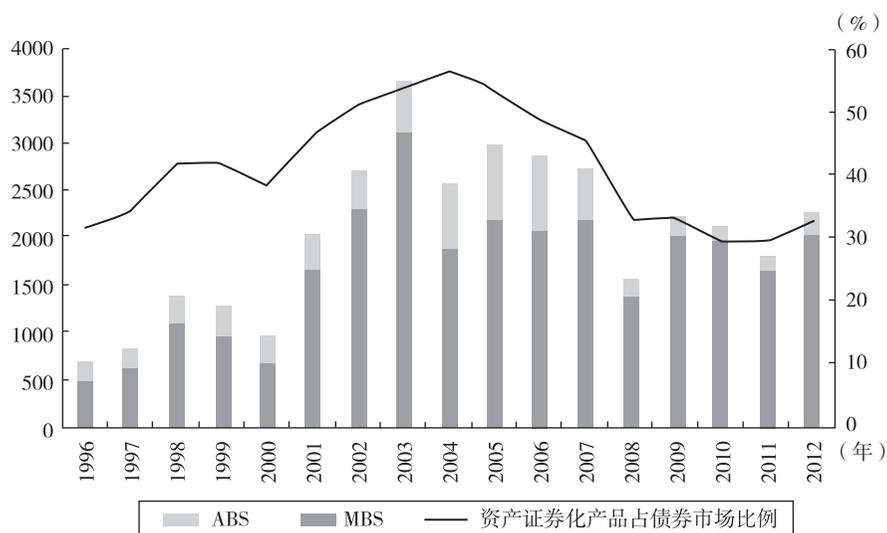
如前所述，提升信托公司夏普利值几条路径中，增强项目管理能力、提升风险识别能力、加强营销体系建设都需要长期的努力，短期能够见效的路径就是业务和产品创新。通过创新提升产品的流动性、安全性，来换取交易对手和投资者的利益让渡。



房地产信托相关的创新产品非常多，本报告仅试举两类，即 MBS 和 REITs，以供其他信托公司参考。

### （一）MBS 的简介及其作用

MBS (Mortgage - Backed Security)，意即抵押支持债券或者抵押贷款证券化。MBS 是最早的资产证券化品种，产生于 20 世纪 60 年代的美国。它主要由美国住房专业银行及储蓄机构利用其贷出的住房抵押贷款，发行的一种资产证券化商品。MBS 基本结构是，把贷出的住房抵押贷款中符合一定条件的贷款集中起来，形成一个抵押贷款池 (pool)，利用贷款池定期发生的本金及利息的现金流入发行证券，并在公开市场交易，由政府机构或有政府背景的金融机构对该证券进行担保。因此，美国的 MBS 实际上是一种具有浓厚的公共金融政策色彩的证券化商品。



数据来源：过新伟：《住房抵押贷款证券化（MBS）研究：国际经验与中国实践》，2012。

图 17 美国资产证券化产品占债券市场比重 1/3

如图 17 所示，美国资产证券化产品在债券市场中“三分天下有其一”，而在资产证券化产品中，房地产类的 MBS 占 90%，普通资产类的 ABS 仅占 10%，说明 MBS 在美国市场具有举足轻重的地位。

2015 年 9 月 30 日，人民银行、银监会联合发布《进一步做好住房金融服务工作的通知》，并提出鼓励银行业金融机构通过发行住房抵押贷款支持证券（MBS），发行期限较长的专项金融债券等多措施筹集资金，专门用于增加首套普通自住房和改善型普通自住房贷款投放，引发了市场的广泛兴趣和热议。



其实 MBS 早在 2005 年就引入中国,但从 2005 年至 2014 年的十年间,仅发行了三单 MBS,分别是建设银行的建元 05 (29.26 亿元),建元 07 (40.21 亿元),邮储银行的邮元 14 (68.14 亿元),总规模不足 140 亿元,在房地产融资总额中几乎可以忽略不计。

MBS 之所以在国内发展缓慢,主要有三点原因。

(1) 制度缺失:目前国内缺乏关于资产证券化的立法规范,金融、承销机构都是处于摸索阶段,敢于试水的都是大机构,中小机构大多在观望。

(2) 收益率不够:国内的 MBS 是和房地产按揭贷款对接,而按揭贷款的平均利率为 7.0% ~ 7.5%,扣除各种管理费用,落到 MBS 上的平均收益率仅为 6.5%。以邮元 14 为例,其优先 A 档利率仅为 5.8%,优先 B 档为 6.79%,面对信托产品 9% 以上的收益率就缺乏吸引力。

(3) 流动性不足:国内债券市场流动性不好,市场交易冷清,MBS 在国外是通过衍生产品来刺激流动性的,国内在短时间内无法推出衍生产品,因此缺乏流动性来补偿收益率的不足,也就吸引不到买家。

但是,MBS 在国内有着广阔的发展前景:截至 2013 年末住房按揭贷款总额高达 11 万亿元,占人民币贷款余额的 15%。如果能够利用 MBS 将这些贷款充分的贴现处理,可以为银行回收 10 万亿元以上的资金,从而大大增强银行的放贷能力和杠杆能力,所以银行是发展 MBS 最有动力的金融机构。

就目前而言,信托公司是最好的发行信托产品中介 (SPV),它连通实业和金融的全能优势,以及通过信托牌照赋予 MBS 的合法性,在资产证券化缺乏制度规范的情况下是弥足珍贵和不可或缺的。信托公司参与资产证券化发展进程可以大大提升自身的夏普利值,也可以在 MBS 这个巨大的蓝海市场里获取较多的管理费收入。

## (二) MBS 引发的博弈均衡点迁移

目前银监会对于信托公司发行资产证券化产品是有资格认证的,如果能够取得资质本身就是一种夏普利升值。能成功发行 MBS 产品,就证明信托公司拥有较强的行政公关能力和市场营销能力。如果还可以设计有创意的产品,保证 MBS 拥有一定的流动性和安全性,则能证明信托公司的产品创新及管理能力。因此 MBS 的成功引入,对于信托公司的能力  $A_2$  是一个较大的促进,肯定会大幅提升其夏普利值。

假设信托公司通过引入 MBS 的策略,使得自身的  $A_2$  从 1 提升了 0.2,那么其均衡点 (收益分配比例) 的迁移如表 7 所示。



表 7 引入 MBS 后信托公司均衡点的迁移

原来的 $A_2$	信托公司分配比例 (%)	引入 MBS 后的 $A_2$	开发商分配的比例 (%)
1	1.74	1.2	8.20
1.02	2.53	1.22	8.70
1.04	3.28	1.24	9.18
1.06	4.00	1.26	9.65
1.08	4.68	1.28	10.09
1.1	5.34	1.3	10.52
1.12	5.96	1.32	10.94
1.14	6.55	1.34	11.34
1.16	7.12	1.36	11.73
1.18	7.67	1.38	12.10
1.2	8.20	1.4	12.46
平均值	5.19	平均值	10.45

如表 7 所示，引入 MBS 后使得信托公司的收益分配比例均值提升了整整 1 倍，换言之信托公司的夏普利值因为 MBS 的引入提升了一倍。

### (三) REITs 的简介及其作用

REITs (Real Estate Investment Trust)，意即房地产信托投资基金，又称为房地产投资基金、不动产投资信托基金等。REITs 的基本理念起源于荷兰、英国，成熟于美国，目前已经逐渐在各经济发达国家推出。一般意义上的 REITs，指的是以发行股权或基金份额的形式汇集特定多数投资者的资金，由专门的投资机构进行房地产投资经营管理（一般是对房地产项目、公司做财务投资），并将投资综合收益按比例分配给投资者的一种信托基金。其具体的运作模式如图 18 所示。

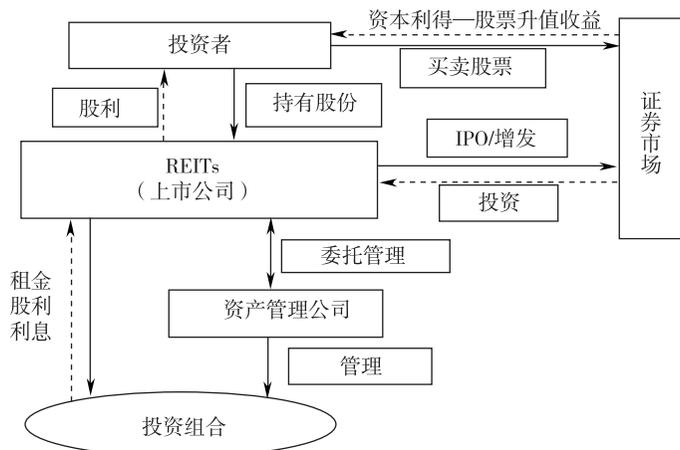
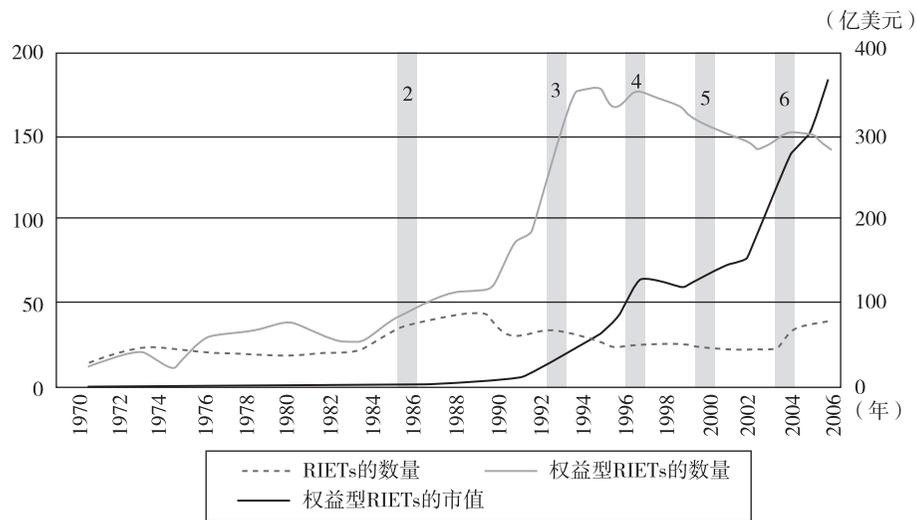


图 18 美国 REITs 的一般运作模式



由于 REITs 是股权形式的基金，因此是可以上市的。美国目前市场上共有 142 家公开交易的 REITs 户。美国通过 FTSENAREIT Equity REITs Index（简称 NAREIT 指数）来衡量上市 REITs 的业绩，指数中包括 106 只 REITs。截至 2011 年，NAREIT 指数中的成分 REITs 达到 273 亿的总市值，拥有的房地产总市值达到 415 亿美元，如图 19 所示。



数据来源：美国 RAREIT，招商证券。

图 19 美国上市 REITs 的数量增长情况

就投资回报和风险来看，1972 年以来，权益型 REITs 年收益率为 12.99%，其中分红收益率年均 8.42%，占 65%，资产增值带来的收益占 35%；同期的标普 500 和道琼斯威尔希尔 5000 指数的年收益率均低于 REITs，且 70% 的回报来自于资产增值，波动性更大。REITs 的投资对象丰富多样，从抵押贷款、健康保障型住房、公寓、城市商场、购物中心以及办公大楼等，给不同风险偏好的投资者提供不同投资选择。

最近 30 年各类金融品种的收益率情况如表 8 所示，权益型 REITs 在 30 年里的年化收益率也达到了 11.77%，独占鳌头。

表 8 美国 REITs 的投资收益率比较 单位：%

	所有 REITs	权益型 REITs	道琼斯指数	标普 500	纳斯达克
1 年	-47.51	-47.97	-36.75	-38.63	-38.22
3 年	-18.47	-18.25	-9.70	-11.78	-13.81
5 年	-4.80	-3.67	-5.27	-4.25	-6.50
10 年	5.13	5.62	-1.56	-2.65	-5.15
15 年	6.16	6.64	4.77	5.60	4.17
20 年	6.73	7.84	6.33	7.56	6.73
25 年	6.86	8.87	7.81	9.42	7.06
30 年	9.41	11.77	7.81	10.51	8.55



REITs 引入中国也很早，2003 年就有北国投发行过类 REITs 产品，国内信托公司也广泛开展过对 REITs 的研究。但是，真正意义上的股权型 REITs 在国内还从未出现过。2010 年在天津和上海进行过 REITs 的试点，也是雷声大雨点小。REITs 在国内难产主要是几个原因。

(1) 缺乏退出机制。国内证券法规不允许基金公司、尤其是私募基金上市。对于 REITs 而言，就封闭了通过上市交易退出的途径，这就在很大程度上打消了投资者的兴趣。

(2) 投资者群体需要培养。信托公司的客户主要是以低风险偏好者为主，他们对浮动收益的股权类产品还是心存疑虑。如果股权分红金额不确定还勉强能够接受，那么本金何时收回都无法确定（缺乏退出渠道）的话，这个就难以接受了。

(3) 缺乏专业的房地产管理机构。REITs 募集到的资金一般是委托专业机构进行房地产投资管理，而国内能够进行专业化房地产投资管理的机构非常匮乏。目前涌现的一些房地产私募投资基金，都是以房企和金融机构合作组建，或者房企子公司形式进行募集运营，鲜有独立运作的专业机构。

但是 REITs 在中国的发展前景依然被看好，主要基于两个原因。

(1) 实现房地产专业化分工。REITs 可以真正实现房地产投资、开发、管理相分离，实现专业化运营，使房地产业发展向更加专业的方向发展。

(2) 提供新的房地产融资渠道。它使得房地产股权融资渠道大为拓宽，并且更趋市场化。信托公司和银行都欠缺风险识别能力，在房地产行业高涨期，总体低风险状态下，二者作为主要的融资中介并无问题。在房地产行业进入后成熟期，风险开始加强后，信托公司和银行的风险识别能力与其自身的风险承受能力是不匹配的，就需要有专业机构出来接替它们的角色，提供新的股权型融资渠道。

#### (四) REITs 引发的博弈均衡点迁移

信托公司在 REITs 发行中扮演的角色与 MBS 主要有两点不同。

(1) 在 MBS 里，信托公司是 SPV，是主要的设计和管理者，也是资产证券化资质的提供者；在 REITs 里，信托公司仅是资金的募集者及相关的信息披露者，主要的投资管理委托给外部专业机构来进行。

(2) 作为债务融资工具，在 MBS 里信托公司实际是隐性承担了刚性兑付的责任，而刚性兑付是非常重要的夏普利值构成要素；而 REITs 是股权融资工具，信托公司作为中介或参股方是不承担刚性兑付责任的，其夏普利值大为减少。



由于上述两个原因，所以信托公司通过发行 REITs 提供的夏普利值升幅，是要低于 MBS 的。

假设信托公司通过引入 REITs 的策略，使得自身的  $A_2$  从 1 提升了 0.1，那么其均衡点（收益分配比例）的迁移如表 9 所示：

表 9 引入 REITs 后信托公司均衡点的迁移

原来的 $A_2$	信托公司分配比例 (%)	引入 REITs 后的 $A_2$	开发商分配的比例 (%)
1	1.74	1.1	5.34
1.02	2.53	1.12	5.96
1.04	3.28	1.14	6.55
1.06	4.00	1.16	7.12
1.08	4.68	1.18	7.67
1.1	5.34	1.2	8.20
1.12	5.96	1.22	8.70
1.14	6.55	1.24	9.18
1.16	7.12	1.26	9.65
1.18	7.67	1.28	10.09
1.2	8.20	1.3	10.52
平均值	5.19	平均值	8.09

如表 9 所示，引入 REITs 后使得信托公司的收益分配比例均值提升了将近 60%，虽然较之 MBS 略有不如，但提升幅度仍然是显著的。

### （五）金融创新在中国的发展前景

从博弈论的角度看，金融创新可以带来金融机构夏普利值立竿见影式的上升，因此金融机构一直是金融创新的最有力推动者。进入新世纪以来，中国的金融创新层出不穷，但是和发达国家相比仍然有较大差距，主要体现在几点。

（1）创新背景的差异。西方国家金融创新是在 20 世纪 80 年代以来金融全球化浪潮冲击的背景下出现的，包括金融自由化、国际化和一体化三个方面。世界各国放松金融管制、开放金融市场、放开资本项目管理，使资本在全球各地区、各国的金融市场自由流动、最终形成全球统一的金融市场、统一的货币体系之趋势。而我国目前还存在金融管制，资本项目还没有完全开放。我国的金融创新是在激烈但并不充分的市场竞争中产生的，并且以抢占市场份额、扩大中间业务覆盖面为特征。

（2）创新环境的差异。金融创新至少应具备两方面的金融环境：一是公平竞争



的市场，创新是竞争的产物，只有竞争的市场才会迫使金融机构进行创新；二是金融管制的放松，放松金融管制才能为金融创新提供广阔的空间。目前我国金融创新的环境还不够理想，高度的垄断和严重的金融管制都不利于创新。

(3) 创新动机的差异。发达国家金融创新的动机有二：一是追求利润；二是逃避监管。对市场份额和资源的争夺与占有以及利润的诱惑是金融创新的真正动机。西方国家每推出一项金融创新都经过系统的策划，充分考虑其成本和收益、技术条件、市场需求度等诸多因素。而我国的金融创新的动机往往有所偏差：偏重于在无序的竞争中抢占市场份额，从而缺乏明确的金融创新策略和目标；出现了赶时髦、拍脑袋、为创新而创新的现象，善于开发同质同类产品，缺乏对自己的客户结构和客户需求的充分分析，也不能与自身的市场营销策略有效衔接，甚至与自身的业务能力不相匹配，这样的创新难以真正达到提高自身竞争力和经营效率的目的。

(4) 创新效果的差异。如果和纵向历史比较，我国金融创新的效果是明显的；但若从横向与发达国家比较，我国金融创新的效果还有待提升。原发性创新少，舶来品较多，绝大多数创新实质上就是直接克隆国外金融产品。同时，由于风险管理技术手段上的落后，很多金融机构仅仅做到了照猫画虎，可以学会产品的构造，但是其背后配套的风险定价机制和管理措施却不是通过简单模仿就能做到的。在缺乏定价技术和风控手段的情况下盲目追求创新，无疑是不审慎的，容易埋下隐患。

虽然目前中国的金融创新还处于低级、原始模仿阶段，但对未来其发展前景非常看好。除了国内金融机构逐步走向市场化，都有强烈地提升夏普利值的冲动之外，还有几点原因。

(1) 拉动内需的需要。对中国而言，与第二次世界大战后美国的情况一样，生产不是瓶颈，消费需求才是瓶颈，并且这种局面短期不会逆转。中国目前企业和个人的储蓄已经超过了中国 GDP 的 50%，而这些储蓄转化为财富创造的投资活动的效率还相当低下，转化的渠道也相对单一。如何有效转化这笔巨额储蓄，应该说是中国金融业面临的一个重大任务，也是中国经济转型为以内需为主导的经济发展模式的一个重要环节。

(2) 满足资产配置需求。中国人均 GDP 已达到 5000 美元，标志着中国已步入中等发达国家之列，接下来发展的重点是解决生活安全问题，包括养老、医疗、意外风险需要等，都涉及收入、价值在不同时空之间的配置，而这又是金融交易的核心，只



能通过金融市场来实现。只有经过广泛的金融创新，不断推出各类金融新产品，才能促进内需增长。

(3) 金融深化的需要。中国有很多土地、资源等企业未来收入流和个人未来收入流，但这些“死”财富、不能动的未来收入却很难被资本化，不能用于今天消费，也不能变成再投资的“活”资本。如果把未来现金流证券化后，社会中的“活钱”会因此增加，让财富产生财富，加快了资源的配置速度，降低了配置成本，并且提升了配置效率。随着国内资产证券化的发展，资本市场不断对民企开放，部分行业已经尝到甜头，不仅激励了互联网、传媒、太阳能、零售、制造等众多行业的创新活力，也塑造了一大批的年轻亿万富翁榜样，激发了整个社会的创新意识。

总之，未来中国金融创新前景非常好，信托业乃至整个金融行业将不断走向市场化，既带来了挑战，也是一种机遇。在竞争的大潮中，勇于创新、敢于创新者才能赢得机遇，战胜挑战。

#### (六) 小结

(1) 信托行业通过金融创新可以立竿见影地提升自身的夏普利值，而且幅度很大，这是短期提升收益的最佳策略。

(2) MBS、REITs 这些创新品种在国内过去由于种种原因，发展一直比较缓慢，但随着房地产行业进入后成熟期，未来会有比较大的发展空间。

(3) 金融创新目前在国内还处于对外原始模仿阶段，但基于拉动内需、资产配置、金融深化等需要，在未来会有很好的发展前景，信托公司理应抓住机遇，积极探索创新路径。

## 四、中泰信托的应对策略

### (一) 中泰信托发展房地产信托的 SWOT 分析

表 10

中泰信托的 SWOT 表

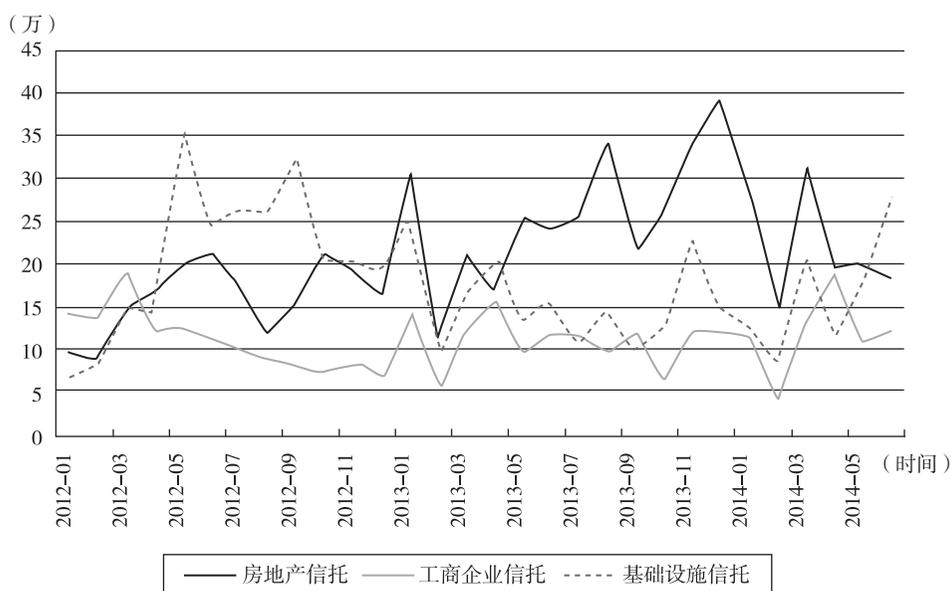
优势 (strength)	劣势 (weakness)
1. 风控机制完善，风控措施得力； 2. 没有历史包袱和债务漏洞，财务健全； 3. 有较长的经营历史，存续性强； 4. 培养了一批有一定忠诚度的客户群体。	1. 规模偏小，资产规模、注册资本在行业中处于靠后位置； 2. 经营策略较为保守，创新能力不强； 3. 股权关系复杂，股东利益彼此掣肘。



续表

机遇 (opportunity)	挑战 (threat)
1. 房地产行业进入后成熟期，中小房企不欲被市场淘汰，融资需求强烈； 2. 信托行业进入转型期，金融创新层出不穷，正是一个大洗牌阶段，创新成功者有很大的机会排名靠前； 3. 政策面对房地产业趋向宽松，对房地产融资有鼓励倾向，房地产信托政策风险不大。	1. 房地产行业宏观风险不大，但由于市场低迷，销售困难，个别项目风险加大； 2. 金融创新本质上是一个加杠杆的过程，如果不能提升风险识别能力，创新就可能成为双刃剑，反过来伤害自己； 3. 房地产行业向寡头垄断市场发展，长远来看，信托公司的议价能力在下降。

总体而言，中泰信托未来在房地产信托领域，是挑战机遇并存。在国内，2014年初国内房地产信托无论是从绝对量，还是从占信托资产比重来看，都处于一个快速下滑的阶段，如图 20 和图 21 所示：



数据来源：用益信托工作室。

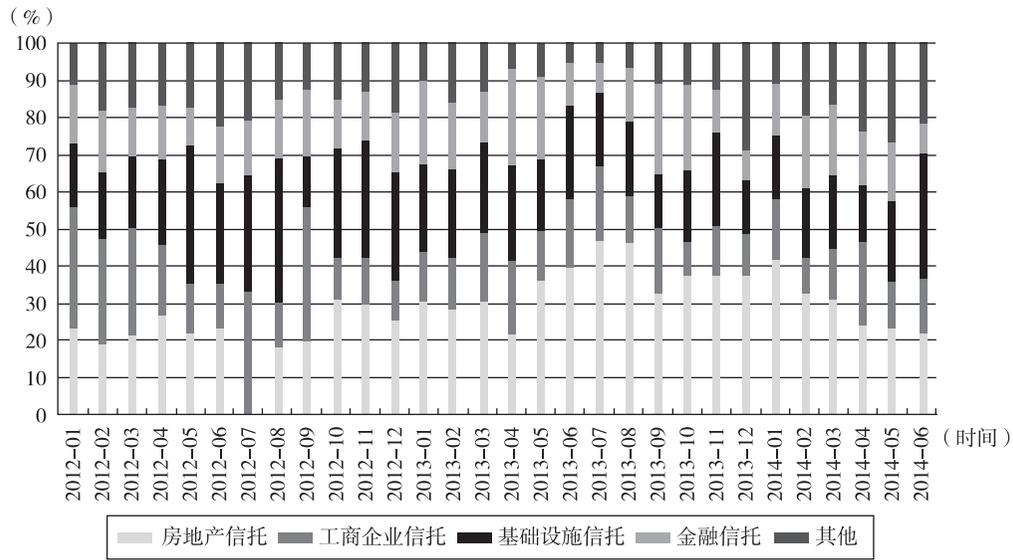
图 20 2012 年迄今三大信托品种绝对发行量变化

房地产信托数量和比例的下滑，与房地产行业的低迷是密切相关的，反映了信托行业总体上是非常谨慎，行业稍有风吹草动就开始全面下马房地产项目。

### (二) 从合作博弈角度看中泰信托发展房地产信托的较优策略

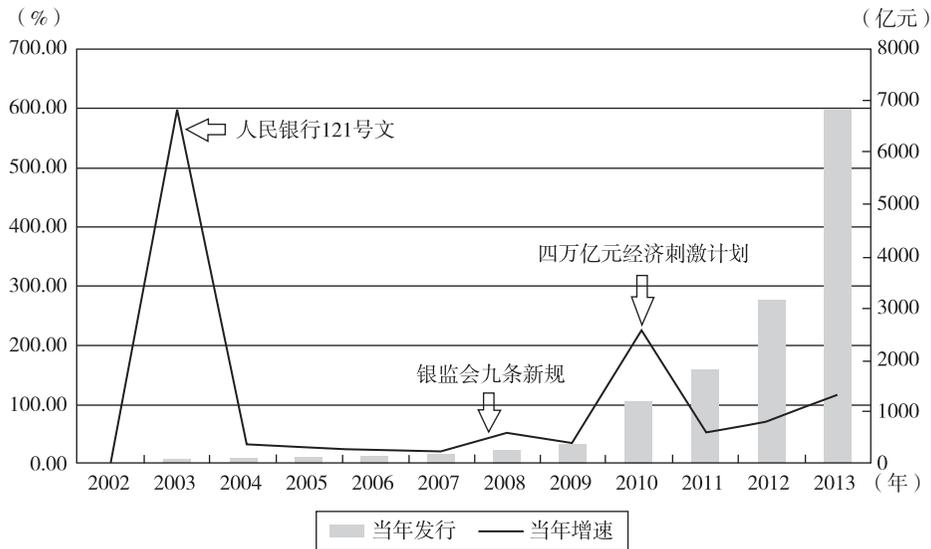
房地产信托仍然大有可为，现在的产品数量下降只是短期现象，从历史上看，房地产信托 2~4 年就会经历一个周期，如图 22 所示。

目前房地产信托虽然是走下坡路，但政策面已经在转暖，也许过不了一两年，房地产信托又要进入高速增长期了。



数据来源：用益信托工作室。

图 21 2012 年迄今各信托品种所占比例的变化



数据来源：中泰信托研发中心。

图 22 房地产信托发展与政策面的相关性

为了更好地开拓业务，防范风险，提出如下策略供参考。

- (1) 树立和增强对客户的服务意识。在合作博弈框架下，利益的分配比例根据参与者的付出（夏普利值）来划定。要想保住自己的分配比例不变，并能稳步增长，就需要强化自己的服务意识，多为客户做贡献，创造价值。信托公司理应改变过去的



“朝南坐”思维，想客户所想，急客户所急。

针对开发商而言，要综合考虑其资产规模、融资能力、用款进度，设计最有效的信托融资方案。将资金到账时间与其用款进度匹配起来，在保证本方风险水平不上升的情况下，尽可能满足交易对手的要求。与有实力的对手建立长期的合作、信任关系，通过历史的积累、客户的口碑做高自己的夏普利值。

针对投资者而言，要进行周密的市场调查，做定期的回访，对可能的风险点尽早清除。积极开发最适合客户需求的信托产品，而不是单纯地“我做什么，就卖给你什么”。在产品拆细、拆短、增加流动性方面多动脑筋，既保住原有的客户群，也开发新客户群。另外，在信托公司其他服务功能尚未跟上之前，刚性兑付作为信托公司夏普利值的重要组成部分，不要轻易放弃。可以开发浮动收益的股权投资类产品，但本金的刚兑仍要有所体现。

总之，信托行业全面向服务业转型只是时间问题，在这方面，中泰信托要尽量走在前面。

(2) 建设风险控制人员队伍。项目的不良率是反映其风险程度与融资成本的重要指标。根据调研和推算，房地产信托项目的历史平均不良率（涵盖违约和展期）大约为3%。而政信合作项目没有出现过名义违约，但出现过展期情况，其不良率估计为1%。因此房地产信托相对于政信项目有2个百分点的超额不良率，为了补偿这个不良率，房地产信托的融资成本平均要比政信项目高2个百分点左右。

不良率也是信托报酬的一个客观衡量，房地产信托的不良率达到3%，所以其信托报酬率也平均在3%左右。换言之，即便不良项目全坏掉无一分钱回收（实际并非如此），全部由信托公司刚性兑付，依靠3%的信托报酬率信托公司也能保本。政信项目的信托报酬率是1%，也对应了1%的不良率。

信托公司建设风控队伍的目标，就在于降低项目的不良率。房地产信托就好比在一堆烂苹果中挑选出一批不那么烂的苹果，如果别人的烂苹果率是3%，而我们只有2%，在同等融资成本下，自身的收益率就平白高出一个百分点，所以建设扩大专业风控人员队伍是有利可图。但风控队伍的扩张，并不能带来不良率的无限制下降。事实上，如图23所示，不良率的下降是非线性的，当风控人数、成本投入到一定程度后，不良率下降就极为缓慢，而管理成本的上升则是线性的，到后期再投入风控成本就会得不偿失。

风控队伍不必一味求全求大，维持在图23中的均衡点就是最佳策略。为了实现

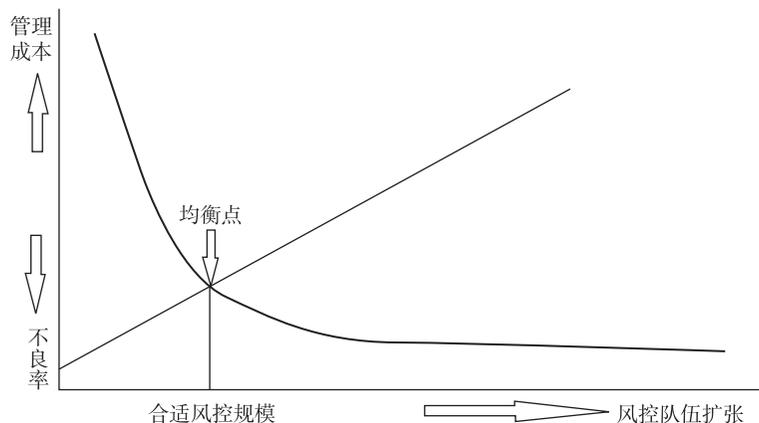


图 23 风控成本投入和项目不良率的关系图

这个最佳策略，每年都要对项目不良率进行实时监控测算，分析利弊得失，动态调整公司的风控团队和投入成本。

(3) 完善制度建设，降低道德风险。根据调研了解，近年来有许多其他信托公司的房地产信托项目出现违约、刚性兑付情况，并非是风控措施不力，而是团队经理，甚至公司高管出现了道德风险的问题。如果主要的经办人，出于种种原因，对公司风控刻意隐瞒了项目风险点，那造成的后果是非常严重的。

由于信托行业存在第三方、中介、掮客等，项目互相介绍，收取顾问费的现象很多，出现道德风险的几率很大，防不胜防。在这方面加强制度建设是非常重要的，我们建议参照平安信托的做法，对信托经理强化道德约束，具体措施如下：

①信托经理有存续项目尚未到期的，一般不允许离职，有特殊情况的除外。②信托经理离职后，其经手的项目出现违约风险，确认信托经理存在道德风险乃至渎职问题的，应对该信托经理启动问责和无限追索机制，乃至向信托业协会申诉，要求取消其信托从业人员资格等。③经常性地开展信托经理培训，加强职业道德教育，提升职业素质，加强道德约束。

(4) 积极尝试和开展金融创新业务。开展创新业务是最快提升信托公司夏普利值的捷径。今后公司应扩充创新人员队伍，加大对创新业务的投入。可以考虑在公司内部开展有奖征集创新提案获得，对能够提出合理提案最终录用，或获奖者给予一定的物质和精神奖励，并针对较为新颖、普遍看好的创新提案成立推进小组，积极予以推动，定时检验其推进成果。

加强公司员工的内训机制，将国外较为新颖的金融创新产品时不时地向公司内部



进行推介，强化公司上下的创新意识。要求公司的创新部门，每个月都要撰写国内外的创新业务动态，跟踪先进信托公司的最新产品，有值得学习和模仿之处，中泰信托也不妨积极跟进。

每年都要制定一个公司的创新规划，争取每年都推一个创新产品理念，真正让“创新带动增长”，“创新创造价值”的理念深入人心。

### （三）小结

合作博弈论的价值观，可以用《老子》的一句话来描述“将欲取之，必固与之”。中泰信托的最佳策略，就是让自己变得比别的公司更有作用，更有效率，能为客户创造更多的价值。要从树立一切为客户服务，一切从客户利益出发的意识，建设风控队伍，强化和完善制度建设，积极开展金融创新业务等经营策略，也都是围绕着客户需求而展开。如果能做到这一点，很容易就能在客户群中建立起良好的口碑，实现和别的信托公司不同的差异化经营特征。这个策略不论是对于房地产信托，还是对于别的信托业务品种，都将是极其有效的。

## 五、结语

在全世界任何一个国家或地区，房地产都是支柱性产业，对国民经济有举足轻重的影响。与房地产相关的金融业务都是极为活跃，拥有强大生命力的业务板块。在中国、印度、巴西这样新兴经济体国家是如此，在欧洲、日本这样房地产行业已经进入后成熟、甚至衰退期的国家同样如此。我们坚信，房地产行业在中国仍然有着光明的未来和长期可持续发展周期。

一些信托公司因为短时间的低迷就对房地产行业失去信心，乃至将房地产业务全面停顿，甚至砍掉房地产业务部，这种做法并不可取。面对困难，知难而进，迎难而上，在风险激流中磨砺自身，增强自己的风险掌控能力，才是一个有抱负、有远见的信托公司应该选择的策略。一些信托公司的做法，反而为我们逢低进入房地产行业提供了机会。

当然这绝不是说，“反周期抄底”就是做房地产信托万无一失的策略，占优的策略仍然是努力培养自己的能力，提升公司自己的夏普利值，才能获得稳定、持续的利益分配比例提升。

从产业经济学角度出发，选择人口、资金要素净流入的区域，开拓房地产业务，这个属于外延扩张的占优策略；从合作博弈的角度出发，提升自己的主动管理能力，



赢得在行业内的相对优势，这个属于内生增长的占优策略。两个策略应该齐头并进，“两手都要硬”。当然，两项策略都不容易实现，都需要一个长期的过程来布局、酝酿、发展，但如果能够成功地实现，对于中泰信托而言，将产生巨大的发展推动力。

## 参考文献

- [1] 陈太珠、杨和礼：《房地产信托融资分析与研究》，载《建筑管理现代化》，2004（6）。
- [2] 陈灿煌：《房地产信托投资风险与防范》，载《价格理论与实践》，2006（5）。
- [3] 杜小建：《我国房地产投资信托基金（REITs）发展研究》，重庆大学专业硕士学位论文，2008。
- [4] 戴建华、薛恒新：《基于 Shapley 值法的动态联盟伙伴企业利益分配策略》，载《中国管理科学》，2004（4）。
- [5] 段伟、孙伟、王昊洁：《基于 CD 生产函数的北京市房地产业投入产出分析》。
- [6] 洪毅、贺德化、昌志华：《经济数学模型》，华南理工大学出版社，2002。
- [7] 鲁粟：《基于合作博弈核仁解的输电固定费用分摊》，湖南大学硕士论文。
- [8] 李冬花、尚成新：《基于博弈论视角论资产证券化基础资产选择》，哈尔滨，黑龙江对外经贸出版社，2010。
- [9] SuHanehan、JohnEriekson、Kowang 著，刘洪玉等译：《房地产投资信托—结构、绩效与投资机会》，北京，经济科学出版社，2004。
- [10] 孙大为、刘人境、汪应洛：《区域经济合作的博弈论分析》，载《系统工程理论与实践》，1998（41）。
- [11] 特瑞斯·M. 克劳瑞特、斯泰西·西蒙著，尤奋杰等译：《房地产金融—原理与实践》，北京，经济科学出版社，2004。
- [12] 唐焕文、贺明峰：《数学模型引论》，北京，高等教育出版社，1991。
- [13] 施锡铨：《博弈论》，上海，上海财经大学出版社，2000。
- [14] 徐翔、赵文：《房地产信托投资基金和金融发展与创新》，载《金融理论与实践》，2006（5）。
- [15] 杨辉：《房地产企业信托融资问题研究》，西南财经大学硕士论文，2005。



- [16] 王仁涛：《中国房地产金融制度创新研究——基于 REITs 理论的探讨》，上海，复旦大学出版社，2009。
- [17] 用益信托工作室：《2010 年集合信托产品统计分析》。
- [18] 用益信托工作室：《2011 年集合信托产品统计分析》。
- [19] 用益信托工作室：《2012 年集合信托产品统计分析》。
- [20] 用益信托工作室：《2013 年集合信托产品统计分析》。
- [21] Gillies D. B. : Some Theorems on  $n$  – person games, Princeton University, 1953.
- [22] Harsanyi J. C. ' Selten R, A. : General Theory of Equilibrium Selection in Games, Cambridge MIT Press, 1988.
- [23] Hart S. : An axiomatization of Harsanyi's non – transferable utility solution, *Econometrica*, 1985.
- [24] Harsanyi J. C. , Selten R. : A General Theory of Equilibrium Selection in Games, Cambridge MIT Press, 1988.
- [25] J. Von Neumann、Oskar Morgenstern: *Theory of Game and Economic Behavior*, Princeton University Press, 1944.
- [26] Jone Nash: *The Bargaining Problem*, *Econometrical*, 1950.
- [27] Jone Nash: *The Two Person Cooperative Games*, *Econometrical*, 1953.
- [28] Jone Nash: *Equilibrium Points in  $N$  – Person Games*, *Proceedings of the National Academy of Science of the United States of American*, 1950.
- [29] Jone Nash: *Non – Cooperative Games*, *Annals of Mathematics*, 1951.
- [30] Robert M. Solow: *Technical Change and the Aggregate Production Function*, *The Review of Economics and Statistic*, 1953.
- [31] Shapley: *A value for  $n$  – person games in Kuhn and Tucker editors*, *Contributions to the Theory of Games*, Princeton University Press, 1953.
- [32] Selten R. : *A simple model of imperfect competition where 4 are few and 6 are many*, *International Journal of Game Theory*, 1973.
- [33] Selten R. : *Reexamination of the perfectness concept for equilibrium points in extensive games*, *International Journal of Game Theory*, 1975.
- [34] Shapley L. S. 、Shubik M. : *A method for evaluating the distribution of power in a committee system*, *American Political Science Review*, 1954.



[35] Shapley L. S. 、 Shubik M. : Quasi – cores in a monetary economy with nonconvex preferences, *Econometrica*, 1966.

[36] Shapley L. S. 、 Shubik M. : The assignment game: the core, *International Journal of Game Theory*, 1972.

[37] Von Neumann, Zur: *Theorie der gesellschaftsspiel*, *Mathematische Annalen*, 1928.

[38] Yue Hu、 Liuyan Jiang、 Sun Yao: Profits allocation mechanism of the venture capital under the frame word of cooperative game, 2012 (7) .





## 互联网信托展业路径研究

课题单位：上海国际信托有限公司

课题组成员：简永军

戴怡琼

付宇翔





## 摘要

互联网技术正在深刻改变金融行业，探寻互联网金融的未来发展方向是金融业的共同课题。信托行业作为目前我国第二大金融子业，其制度灵活性和创新积极性能与互联网以客户体验为中心，垂直化扁平化运营的思维很好地契合，为信托公司拥抱“互联网+”提供了天然便利，在行业转型发展的大背景下，着力研究和探寻切实可行的互联网信托业务发展模式对于信托业创新和经营模式改变有着重要意义。

本报告从国内互联网金融的整体现状出发，结合互联网信托已有的业务创新探索，提出互联网发展的战略方向，并从客户服务、销售交易平台建设、产品创新、大数据挖掘等角度提出了下一阶段互联网信托发展的可行实践路径。具体展业路径主要体现在四点：（1）通过网上销售平台、手机客户端、微信公众号等网络基础服务设施的搭建，改变以往面对面的客户服务方式，让服务摆脱空间和时间的限制。在互联网基础设施的帮助下打通线上线下一体化、扩宽信托服务功能以及提高专业服务能力，真正做到“以客户为中心”。（2）构建互联网信托销售和交易平台进行一级市场产品销售和二级市场的产品流转，并开展平台之间的合作共享，能够极大提升信托市场效率。（3）积极开展信托产品的创新，利用互联网技术的优势，实现以客户需求为导向的新型产品开发和销售模式。（4）互联网技术为客户记录了大量的数据信息，利用云计算和大数据技术可以有效搜集和分类客户信息，进一步提高信托行业的经营效率。

当然，互联网信托目前还处于萌芽状态，在《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》的指导下，其未来的发展离不开监管政策的鼓励和支持，本报告在最后提出互联网信托发展的政策建议，以期为监管机构制定互联网金融监管政策提供参考。

**关键词：**信息技术 互联网信托 展业路径 转型



## 目 录

一、互联网金融的兴起与影响	597
(一) 互联网金融的兴起与快速发展的原因分析	597
(二) 互联网金融对传统金融机构的影响	599
(三) 互联网金融的政策框架	600
二、信托公司互联网金融业务的发展现状	601
(一) 产品创新不断涌现	601
(二) 服务模式不断多样化	603
三、互联网信托发展的战略目标	604
(一) 秉承互联网基因提升客户体验，实现“客户中心主义”转变	605
(二) 用垂直化理念完善营销方式，实现互联网和物理渠道有机结合	605
(三) 保持金融先发优势，打造“全面金融服务提供商”	605
(四) 运用大数据发掘有效客户，完善高端客户培育体系	605
四、互联网信托的展业路径分析	606
(一) 升级网上服务平台，优先提升客户服务	606
(二) 搭建互联网信托平台，实现信托产品的线上线下销售与交易	608
(三) 积极开展产品创新，实现资产端的互联网转型	609
(四) 发挥云计算和大数据挖掘的功能，进一步提高经营效率	609
五、政策建议	611
(一) 加强互联网信托的风险管理	611
(二) 合理降低信托客户门槛	611
(三) 加快互联网信托基础设施建设	612
(四) 努力创建信托管理云平台	612
参考文献	612



我国金融行业正在经历着金融管制放松和利率市场化的深刻变革，又恰逢互联网技术的“入侵”，传统金融业的效率甚至整体运行结构都正在发生深刻的变革。信托业作为金融行业的重要业态之一，截至2015年上半年，信托业以15.87万亿元的资产管理规模稳居资产管理行业第二位。信托业还是金融业制度灵活性最高、创新能力最强的子行业，存在与互联网快速深度融合的先天优势，它能有效弥补互联网金融信用监督缺失的不足。同时，在大众创业、万众创新的新环境下，国家监管政策对互联网信托的创新和发展十分鼓励和支持，积极倡导信托公司探索切实可行的新型业务模式，这都为信托行业切入互联网金融提供重大机遇。因此，结合新型信息化技术探索互联网信托的创新业务模式是我国信托业转型和发展的重要主题之一。

## 一、互联网金融的兴起与影响

互联网金融是传统金融机构与互联网企业利用互联网技术和信息通信技术实现资金融通、支付、投资和信息中介服务的新型金融业务模式。互联网与金融深度融合将对金融机构的产品创新和服务提供产生深刻的影响，对促进小微企业发展发挥了传统金融机构难以替代的积极作用，也为大众创业、万众创新打开了一扇新的大门。

### （一）互联网金融的兴起与快速发展的原因分析

互联网具有便捷、快速、去中心化的特征，而金融业正处于去媒介化的过程中，两者一拍即合，互联网金融的新型模式便应运而生。互联网金融是将互联网的基因植入金融，是互联网特质与金融特质融合后的共生共存，为金融机构加快产品创新、延伸服务触角、转变经营模式带来了新的历史性机遇，互联网金融将深刻改变金融服务的经营方式。

2013年可谓是我国互联网金融兴起的元年，以“余额宝”为标志的产品受到广泛关注，而后一发不可收拾，互联网金融驶入迅猛发展的快车道。在互联网金融发展的初期，监管部门始终以开放和鼓励的态度对待互联网金融的发展，并在2014年3月“两会”上第一次将“互联网金融”写进《政府工作报告》，这标志着互联网金融已经正式进入决策层视野。经过短短几年的发展，互联网金融已经从起步走向了繁荣，形成了丰富多样的互联网金融产品，极大拓展了我国金融行业的边界，提高了金融公司的运行效率。根据统计数据，截至2014年底，包括支付、P2P、众筹、网络小贷、基金销售、金融机构创新、财富管理等互联网金融业务模式的业务规模已超过10万亿元，2015年国内互联网金融用户和渗透率将达历史新高。



互联网金融从诞生之日起就受到广泛关注，纵观互联网金融诞生和快速发展过程，主要有几方面原因带来了互联网金融的飞速发展。

#### 1. 庞大的金融供需断层创造互联网金融发展的空间

传统金融行业的准入门槛较高，金融服务呈现分级化，导致很多居民，尤其是弱势群体的需求断层不能被充分满足。同时，由于银行在金融行业中处于垄断地位，弱势群体的议价能力较弱。互联网金融开始向这一断层蔓延，凭借着低门槛、信息透明、去中心化的金融服务模式快速得到了广大投资者的认可。早期的互联网金融主要是为电子商务发展服务的第三方支付公司，现已经在网络技术的促进下朝向多种业态模式迅速发展壮大。

#### 2. 迅速增加的网络用户提供互联网金融的需求基础

我国网民人数规模庞大，现已经成为全球网民人数最多的国家。截至2014年12月，我国网民规模达6.49亿人，全年共计新增网民3117万人。互联网普及率从2002年的4.6%提升至2014年47.9%。手机网民规模从2007年的5040万人上升至2014年6月的5.27亿人，占整体网民的比例从2007年24%上升至2014年6月的83.4%，智能化手机的普及带来上网设备的便携化和上网的无缝接入。熟悉互联网的年青一代渐成为社会主流，网络用户群庞大，具有极大的“传染性”。互联网金融还具有支付流程简单便捷、手续费较低等优势特征，受到当前主要消费群体的欢迎。

#### 3. 日渐成熟的信息技术保障互联网金融的长远发展

随着搜索引擎、云计算等互联网技术的创新，互联网金融的长久发展得以实现。在互联网金融模式中，个人或机构将其拥有的个人信息、消费习惯、经营情况等通过社交网络发布、传递和共享，尽可能地将现实中真实的社会关系数字化到网上并加以拓展，产生相关信息。使用搜索引擎以及数据挖掘技术对此类数据进行搜集和加工，形成针对性、标准化、动态连续的金融信息。这些信息是互联网金融得以在未来长期快速发展的“基础设施”，随着“基础设施”的建立和完善，互联网金融的发展将得到质的飞跃。

#### 4. 大数据时代的信息共享推动互联网金融进一步繁荣

传统银行业征信过程复杂、人力物力成本较高，而互联网利用大数据和便捷信息完全颠覆了传统金融征信。阿里巴巴集团设计的“蚂蚁信用”对个人和商业客户从多个角度进行信用评价，得出信用评价指数。随着阿里集团进军金融帝国，这套信用评价体系被完善成信用数据库，交易双方都以此评估对方信用，有效地降低交易的风



险水平，也拓展了客户群体，增大了交易量级。

可以说，互联网金融是现代金融服务的延伸，有助于解决中小微企业和个人的融资问题，极大地提高了交易便捷性和效率。我国经济处于转型升级期，无论是中小企业还是普通民众，对互联网金融都具有切实的需求。互联网技术的发展为金融业普惠服务提供了有效途径，让传统的“二八定律”成为历史，“长尾理论”成为焦点。在供给和需求得到有效匹配下，互联网金融便开启了快速的发展道路。

## （二）互联网金融对传统金融机构的影响

互联网金融新业态的产生和发展对传统金融机构产生较大冲击，业务模式、业务品种、业务格局都发生了较大的变化，其“鲶鱼效应”会促进传统金融机构迎来颠覆式的变革。

### 1. 销售渠道互联网化

传统金融机构以互联网为载体，搭建网上销售平台，将各类产品和服务移植到网上平台进行销售，客户通过电脑、电话等远程渠道和移动终端来获取产品和服务。销售渠道互联网化突破了传统物理网点和人员在地域和时间等方面的限制，可以有效提高服务的效率和便捷性。这是目前大多数传统金融机构参与互联网金融最快捷的切入点，以“余额宝”为代表的各类“宝宝”产品快速发展就是典型代表。互联网金融发展的关键，首先是客户思维，围绕客户需求，不断拓展和优化服务功能和业务领域，银行目前力推的网上银行、直销银行、零距离银行就是销售渠道互联网化的产物；其次是平台思维，提供的产品和服务不仅是来自于内部制造，还要来自于外部采购，要为客户提供公司范围内以及全市场乃至全球的优质资产和先进服务。

### 2. 金融生态平台获得推广

传统金融服务模式以 B2C 为主，金融机构直接向客户提供产品和服务。在互联网思维的影响下，金融业务不再追求“大而全”的业务模式，金融业务出现外包化、分散化，金融机构开始构建金融产业链或金融生态系统，C2C 的金融平台模式得到大发展。金融平台的建立将有利于加深客户之间的联系，提高客户满意度水平，增强客户对平台的粘性。

### 3. 中小型金融机构开始兴起

在互联网金融的冲击下，一些目前由银行系统主导的金融基础设施，包括支付系



统、企业和个人数据库（含征信系统），甚至是风险定价系统，逐渐开始转移到银行体系外，成为全社会的公共产品。如阿里集团和腾讯公司都正在建立数据量庞大的个人和小微企业征信系统。对大金融机构而言，突出业务主要优势，将非核心业务外包是可行的战略选择，将贷款审查、贷后管理、支付、基金和理财产品发行等业务委托给专门的中小型金融机构，可以有效降低成本，提升大型金融机构的利润率。由此产生大型金融机构规模经济弱化，中小型专业化金融机构逐渐兴起的格局。

互联网深刻改造着传统金融的方方面面，站在“互联网+”的风口，顺潮流而动是所有金融机构的必然选择。对于信托行业，由于其灵活的制度优势和天然创新的基因，互联网对信托的改造也呈现出燎原之势。在产品方面，信托业利用互联网技术已经推出了多款消费型信托产品，深得广大投资者追捧；在服务方面，绝大多数信托公司都已经开设微信公众号和手机APP，让客户服务无微不至；在销售流转方面，信托公司也开始着力打造一级和二级市场的销售和流转平台，为投资者提供便捷的产品购买和转让服务。可以看出，互联网对信托业的影响十分深远。

### （三）互联网金融的政策框架

互联网金融从诞生之日起的发展速度十分惊人，这离不开法律和监管部门对互联网金融的鼓励和包容态度。但也必须看到，互联网金融的本质仍属于金融，没有改变金融经营风险的本质属性，也没有改变金融风险的隐蔽性、传染性、广泛性和突发性。因此，在互联网金融的发展过程中既要鼓励创新，又需要合理界定各种业态的业务边界及准入条件，明确风险底线，保护合法经营，坚决打击违法和违规行为。

2015年7月18日，人民银行等十部委联合印发了《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》（以下简称《指导意见》），首次明确了互联网的业态形式和分类监管原则，将不同的业态形式划归不同监管部门进行监管，由此形成促使互联网金融良性发展的分类监管体系。纵观全文，总体态度是十分支持传统金融机构与互联网技术深度融合，积极鼓励互联网金融平台、产品和服务创新，激发市场活力。《指导意见》的出台为互联网金融明确了健康快速发展的“跑道”，无论从短期还是长期看，都有利于互联网金融的健康、有序发展。

《指导意见》首次提出“互联网信托”概念，并明确互联网信托为互联网金融的主要业态之一，鼓励加强互联网信托业务创新。互联网金融的快速发展以及《指导意



见》的正名，为正处于转型关键时期的信托业提供了一个新的方向。信托公司可以凭借灵活的制度优势，主动探索如何整合互联网基因与传统金融元素，在此基础上开发新型业务，从产品和服务两方面提升客户体验，充分利用互联网探索信托行业转型发展的可行之路。

表 1 各互联网金融业态的具体监管部门

部门	类别	监管主要内容
人民银行	互联网支付	清晰界定各方权利义务 建立有效的风险隔离机制和客户权益保障机制
证监会	股权众筹	减持小微融资，是多层级资本市场的组成部分
	互联网基金销售	强调信息披露 不得通过违规承诺收益方式吸引客户 有效防范资产配置中的期限错配和流动性风险 不得与基金产品收益混同 第三方支付机构的客户备付金只能用于办理客户委托的支付业务，不得用于垫付基金和其他理财产品的资金赎回
银监会	互联网信托	审慎甄别客户身份和评估客户风险承受能力，不能将产品销售给与风险承受能力不相匹配的客户 制定完善产品文件签署制度，保证交易过程合法合规，安全规范
	互联网消费金融	制定完善产品文件签署制度，保证交易过程合法合规，安全规范
	网络借贷	将 P2P 定位为中介，不得介入信用
保监会	互联网保险	建立管理制度 建立必要的防火墙 不得进行不实陈述、片面或夸大宣传过往业绩、违规承诺收益或者承担损失等误导性陈述

资料来源：上海信托根据公开资料汇总整理。

## 二、信托公司互联网金融业务的发展现状

信托行业由于其天然的创新属性，与互联网技术的化学反应迅速而且多样。到目前为止，互联网信托的发展成果十分丰富，从信托产品到客户服务，信托业都在充分利用互联网技术带来的红利，探索着具有信托行业特色的互联网金融业态形式。

### （一）产品创新不断涌现

产品开发创新。信托公司自身具有私募投行的优势，在产品设计时可以自行寻找项目标的，然后进行包括交易结构在内的一系列产品设计，进而向投资者销售。由于信托产品具有合格投资者人数限制，每家信托公司都有相对固定的合作客户，在这些



条件下开发新的产品很容易产生无法寻找到目标客户的问题。然而，在互联网时代，客户的边界得到了极大的拓展，寻找匹配客户不再是难题，信托公司利用其产品设计和开发优势可以对新型信托产品进行大胆尝试。如2014年百度金融联合中信信托、中影股份等机构推出了互联网消费信托产品“百发有戏之《黄金时代》”以及阿里巴巴与国华人寿联手开发的“娱乐宝一期‘国华华瑞1号终身寿险A款’投资连结型保险产品”。此类产品对接互联网平台，并在产品上增加了电影及周边商品的消费权益，充分发挥了金融机构的产品设计优势和互联网的普惠属性，是信托产品融入互联网设计的有益尝试。

表2 百度有戏和娱乐宝创新产品基本信息

	百发有戏之黄金时代	娱乐宝一期“国华华瑞1号终身寿险A款”的投资连结型保险产品
产品形式	众筹	保险理财产品
最低门槛	10元	100元（影视剧）/50元（游戏）
权益回报	8%~16%	7%
收益性质	最低收益8%	本金收益均不作承诺，投资收益和影视产品利润不挂钩
期限	6个月	1年
参与方	百度金融、中信信托、中影股份、北京德恒律师事务所	阿里巴巴、国华人寿
标的电影	《黄金时代》	《小时代3》、《小时代4》、《狼图腾》、《非法操作》、游戏《魔范学院》
消费权益	制片人权益章、贵宾权、决策权、明星代言权、影厅承包权等多项套餐，男女主演录制专属视频、通话服务等	影视剧主创见面会、电影点映会、独家授权发行的电子杂志、明星签名照、影视道具拍卖、拍摄地旅游等
募集情况	两分钟内意向认购达到1500万元，最终实际销售1800万元	共募集7300万元

资料来源：上海信托根据公开资料汇总整理。

产品销售方式转变。除了上述产品创新外，借助互联网技术实现信托产品销售对象大众化，降低信托产品投资门槛是目前互联网信托产品销售的热门方式。借助互联网平台，将信托产品“大拆小”和“长拆短”已成为改变信托产品销售常见的两种模式。“大拆小”是由中介机构（如网站公司）作为信托受益权的代持机构，将信托产品收益权分拆后卖给投资人，由此实现降低信托产品认购门槛、提高投资者收益的目的。比较典型的案例是“信托110”网站，网站通过将信托产品拆分，在交易中扮演了“代持者”的角色，网站获取信托受益权，投资者获得对应的信托收益权。“长拆短”是将长期高收益产品分拆为短期较高收益产品，中介机构



(如网站公司) 承担流动性风险并获得收益差价。此类比较典型案例是“51 信托网”，该网站公司首先通过折价收购信托持有人手中的存量信托计划，然后根据信托公司、产品风险等因素重新定价，将信托收益权划分为短期、小额收益权后，发布到网上由投资者认购。

表 3 信托产品销售方式转变

创新业务方式	信托拆分销售——“大拆小”	信托拆分销售——“长拆短”
主要公司	信托 100 网	51 信托网
上线时间	2013. 12. 15	2015. 4. 25
收益率	8% ~ 12%	6% ~ 12%
期数/交易规模	- / 10 亿元 +	150 期 + / 1 亿元 +
最低认购额度	100 元	1000 元
产品特点	投资者持有信托产品收益权，网站代持信托受益权	网站公司折价收购信托持有人手中的存量信托计划，根据变量重新定价，再由网上投资者认购
风险因素	如果网站公司破产，投资者无法向信托公司伸张权利，投资者利益难得到保护	信息披露不透明，投资者不知具体信托产品信息；存在设立资金池或者资金挪用的风险

资料来源：上海信托根据公开资料汇总整理。

## (二) 服务模式不断多样化

互联网金融产品的目标是极致的客户体验，对于服务于高净值客户的信托行业，超预期的客户体验是提升客户满意度的重要方式，真正体现出“以客户为中心”的理念。

客户体验服务。目前绝大数信托公司都已经上线了涵盖微信公众号和手机客户端的网络服务平台，信托公司通过互联网技术为客户提供信托产品预订服务、网上支付服务、网上信息查询服务等，能够显著增强客户的黏性，提高客户的忠诚度。信托公司还运用微博、微信等平台的推广功能，与客户保持密切的沟通，第一时间了解客户的需求动态。如中航信托推出了包括中航财富、中航资管、中航研究在内的多个微信公众号，构建中航信托的线上品牌；平安信托与陆金所合作，进行互联网平台的销售，在 P2P 领域占有半壁江山；中融信托设立的中融金服，为持有公司产品的客户提供流动性等综合服务；上海信托、华宝信托等信托公司已经实现了网上申赎等服务功能。

除网上服务外，线下的面对面沟通与交流也是提升客户体验的必要服务形式。定期组织行业交流会、创新产品发布会以及投资策略会，为所有线上客户提供除资产管理与投资策略等金融服务以外的增值服务，进一步提升客户满意度水平。如外贸信托



通过微信公众号“财富私塾”栏目开展客户的线下交流，从冬季养生、珠宝鉴赏、秋季健康游到时尚运动，为客户打造高品质、精致健康的生活方式。通过线下与线上的完美结合，不仅增加了客户的满意度，还可以大幅提升公司形象，增强公司行业影响力。

客户融资服务。存量信托产品流转一直是信托行业的热点议题，目前我国信托市场尚未建立较为完善的二级市场流转平台，而对于高净值客户的融资需求也尚未满足。目前已有信托公司帮助客户使用信托受益权进行质押或者增信来获取融资，信托投资人通过第三方平台把受益权进行质押，然后按照使用计划，配合产品的时间进度包装成不同的产品，通过互联网与投资者进行对接融资。“信托宝”是此类平台的成功范例，目前产品发行数量已经超过了700期。

“中融金服”也参照了这种模式，将信托受益权作为借款人的补充还款来源。“中融金服”将网站平台定位于服务中融信托高净值客户的融资需要，同时也满足广大投资者的投资需求，将“中融信托”高净值客户的信托资产作为增信措施，以“中融金服”网络平台做为渠道，向广大投资者进行融资。

表4 主要互联网信托经营模式创新

创新业务方式	受益权质押	受益权增信
主要公司	信托宝	中融金服
上线时间	2014. 11. 25	2015. 6. 12
收益率	8% ~ 12%	6. 5% ~ 9. 2%
期数/交易规模	700 + 期/ -	7 期/1000 万元 +
最低认购额度	10 元	5000 元
产品特点	是一种以信托受益权为质押的（债权）融资产品	将中融信托的高净值客户所持有的金融产品作为增信措施，向投资者借款
风险因素	存在资金池产品共有的期限、风险错配风险	融资方为信用较好的中融信托高净值客户，将金融产品作为增信措施，风险较低，但难以推广

资料来源：上海信托根据公开资料汇总整理。

### 三、互联网信托发展的战略目标

互联网应用升级、大数据时代到来和金融服务创新等趋势将不断改变人们的消费习惯和理财方式。信托公司应拓展业务思路，密切关注互联网金融的发展趋势，提前研究和布局可行的业务方向。在合法合规的前提下，把互联网和金融因素有机整合，从产品设计、市场营销、资产管理、客户服务全面创新转型，进一步推动资产管理和



财富管理事业的可持续发展。信托公司打造互联网复合金融生态圈的战略目标主要有四个。

#### （一）秉承互联网基因提升客户体验，实现“客户中心主义”转变

互联网技术的得到广泛运用得于其致力于提升客户体验。随着移动互联网行业的快速发展，各类终端、应用的不断丰富，在培育了大批互联网用户的同时，更使得客户的体验要求和服务期望值得到大幅提升。信托公司需要运用互联网思维，秉承互联网基因，加快转变服务方式，提高客户服务意识，增强客户服务手段，对客户快速变化的需求进行及时响应，有针对性地进行创新，切实从“产品中心主义”向“客户中心主义”转变。

#### （二）用垂直化理念完善营销方式，实现互联网和物理渠道有机结合

目前信托公司的产品销售主要以直销、银行代销和第三方理财公司推介等方式为主。然而受限于直销能力较弱，银行代销成本较高、第三方理财推介存在合规瑕疵，信托公司急需借助互联网渠道解决信托产品的销售难题。信托公司可以利用互联网金融的渠道垂直化、扁平化的特征，发挥自身的品牌影响力和稳定的客户群体优势，建立网络营销平台，并与商业银行、基金公司、券商直销平台等多渠道对接，实现产品的快速销售。同时，实体网点仍具有不可替代的优势，要与网络平台有机结合，形成优势互补和资源共享，起到1+1远大于2的效果。

#### （三）保持金融先发优势，打造“全面金融服务提供商”

互联网企业的创新能力促使它能较快切入到某一具体金融领域。信托公司要在竞争中胜出，就必须提升自身的核心竞争力，将客户的个性化需求细化，为不同风险偏好的客户提供不同收益的产品和服务，满足客户差异化的需求，扮演全面金融服务提供商的角色。互联网技术的发展为信托公司提供了绝佳的合作创新平台，通过大数据云服务的整合应用，为公司创新产品研发、项目中后期管理等提供有力支撑。同时，借助互联网渠道，信托公司还可与银行、保险公司等大型金融机构整合客户资源和产品链，打通金融产品设计与销售脉络，为高净值财富人群提供一站式的客户服务体系。

#### （四）运用大数据发掘有效客户，完善高端客户培育体系

互联网的开放性为信托公司挖掘潜在客户提供了可能，信托公司可以利用互联网技术采取多种措施提升高净值客户的转换率。例如，为特定高端客户群体定期推送产



品信息，同时提供可优先预约产品、参与各种形式的论坛和学习讲座的增值服务。信托公司还可以通过建立客户管理系统进行数据挖掘和分析，根据高端客户信息指导产品设计、销售以及客户财富管理方案，不断完善高端客户的培育体系。

## 四、互联网信托的展业路径分析

在互联网信托战略目标已经确定的前提下，在现有的互联网信托的实践和探索的基础上，信托公司应该大力运用互联网技术，结合信托行业的制度特征和现实状况，走出具有信托行业自身特色的互联网信托之路。结合信托公司的实际情况，可以从四方面发展互联网信托业务。

### （一）升级网上服务平台，优先提升客户服务

客户服务主要是以优化客户体验为核心的一系列增值服务，包括：申购赎回、产品发布、查询通知、信息推送、合格投资者远程认证、支付消费等。互联网的优势在于能够通过大数据、云计算等计算机技术的运用，针对客户快速变化的需求，开发更快、更便捷、体验更好的电子渠道服务，并针对不同类别的客户进行差异化服务和产品推荐，让客户获得极致的用户体验，这是目前大多数信托公司布局互联网战略的重点。主要有以下几个方面：

#### 1. 建立网上服务平台

通过搭建网上销售平台、手机客户端、微信公众号等一系列网络交易和服务平台，将各类产品和业务移植到网上平台进行销售，实现在线申购赎回、产品推介、收益查询、信托转让等自助功能。客户通过电脑、电话等远程渠道和移动终端来获取产品和服务，突破传统物理网点和人员在地域和时间等方面的限制，有效提高服务效率。未来异地客户还可以通过在线视频实现信息咨询、身份认证、首次开户、风险提示等一系列合规和尽调过程。通过互联网化压缩客户交易成本、极大地提升信托公司的客户覆盖面和交易的便捷性。

#### 2. 转变客户服务方式

随着移动互联网行业的快速发展，各类终端、应用的不断丰富，必然驱使客户服务工作由传统的面对面服务、电话服务等向着更快速、更便捷、体验更好的电子渠道服务方向转变。信托公司应加快转变服务方式和服务媒介，提供信托产品在互联网，尤其是移动互联网客户端的定制化服务，使特定客户自主决定在诸多移动金融服务中



的个性选择和灵活下载，从而最优化用户体验。同时，面对金融行业日益激烈的竞争和网上营销服务的发展趋势，整合升级客户体验平台，创新针对中高端客户的服务手段，优化服务流程，切实提升客户购买体验。

### 3. 扩展信托基础功能

在金融业务多元化，服务功能综合化的趋势下，信托公司需要通过技术创新带动业务的增长，并为客户提供更加优质、专业、多元化的服务，逐步实现从产品销售到理财规划，再到财富管理的发展路径。其中很重要的一点就是要实现信托银行化，要实现信托账户的多功能用途，在现有的资金管理的基本功能上融入支付和消费的功能，打通客户的资金流和消费流，打造基于现金管理类产品的信用卡还款、房贷还款、联名信用卡等附加功能模式，力争通过互联网整合，为客户提供更有价值的增值服务，建立专业化、个性化、差异化的客户服务体系。

### 4. 优化客户体验

与其他金融产品不同，信托产品不能公开推介，具有一定投资门槛，是私募性质的高端理财工具，良好的客户体验显得更为重要。通过微信公众号等互联网手段，可以有针对性的推送服务信息，提高客户沟通效率，从而提升客户满意度水平。主要服务措施包括：第一，为特定人群的高端客户群体办理具有微信条码的VIP卡，具有该资格的客户可以享受多种线上线下增值服务；第二，与移动互联网第三方平台合作，定向为特定客户推送产品信息、管理报告、反馈信息、受益权转让信息等；第三，利用大数据技术搜集客户认购产品的信息，分析其风险偏好，同时结合产品预约情况了解客户的资金使用安排，由此指导信托产品结构设计与规划产品销售模式、调整客户服务方案，在产品认购等待期内为客户提供碎片化的理财服务，保证资金不闲置；第四，进行信托知识的普及，对不同类型的信托产品进行解读和分析，帮助广大投资者更好地理解 and 掌握信托业务模式、信托产品及信托监管政策。通过提升客户的服务水平，优化客户的服务体验，可以有效提高潜在客户的转化率，极大地提高信托公司的直销能力和客户开拓能力，为信托公司长远发展奠定客户基础。

### 5. 提升专业化服务水平

在互联网时代下，客户需求将呈现多样化、个性化的趋势。因此信托公司要着力提升自身的专业化水平，提高资产配置方案的产品设计能力和执行能力，不断满足客户的综合金融服务需求，为不同风险偏好的客户提供不同收益的产品和服务。同时，信托公司要担任“整合金融服务提供商”的角色，借助互联网渠道，与银行、保险、



基金、券商等金融机构合作，整合客户资源和产品链，打通金融产品设计与销售的网络，为高净值客户提供更全面、更多样化的金融产品图谱，实现跨市场、跨领域、跨国界的资产管理服务。

## 6. 打通线上线下服务体系

目前，信托公司的客户服务仍以物理网点为基础，通过物理网点完成产品销售、认购签约、合格投资者认证、推介营销等各类活动。下一步，信托公司要在物理网点的基础上，建立网上服务平台，实现网上自助服务体系，同时打通线上、线下的服务资源，充分发挥物理网点客户认知度高、基础设施完善、增加信任感和网上服务渠道操作便捷、响应速度快、自主化程度高的优势，起到“1+1”远大于2的效果。

### (二) 搭建互联网信托平台，实现信托产品的线上线下销售与交易

传统信托产品的销售渠道主要有直销、银行代销以及第三方理财公司销售，这都存在一定的限制和劣势。从交易环节看，虽然很多信托公司都建立了公司内部的转让平台，但仍主要集中于一级市场的发行，二级市场的流通转让规模较小。在互联网金融战略下，将以平台思维，对信托产品的销售和交易模式进行创新。

#### 1. 搭建二级市场流转平台

解决存量信托产品的流动性问题将是互联网信托发展的重要方向。信托公司将对现有的转让平台进行功能升级，通过对非标信托产品的改造和标准化产品的创设，为平台提供可交易的基础资产，同时创新信托产品的交易方式，实现信托产品在二级市场的转让流通。

信托产品的二级市场交易将可以分为撮合交易和做市交易两种模式。撮合交易的具体方式是，转让方提出转让需求，线上报价，待受让方在平台找到转让信息，向平台提出需求，达成一致后线下交易。做市交易的具体方式是：平台指定做市商，提供报价信息，协助线下交易，转让方和受让方都可以根据报价信息选择接收与否。

可交易的基础资产有几种类型：一是信托产品，目前大多数信托公司已经有类似的实践操作。二是响应《关于信托公司风险监管的指导意见》的号召，对信托产品进行改造，推出债权型信托直接融资工具，即以信托计划项下按照委托人意愿发放的信贷资产作为基础资产支持而发行的经标准化设计的信托受益权，由于是经过标准化设计的信托产品，所以更易于定价和转让。三是引入外部产品，如契约型基金，即由基金投资人、基金管理人之间所签署的基金合同聚集投资人的资金，投资人将资金交由其管理，基金管理人运用组合投资的方式投资于特定标的，以获取资本利得或利



息，投资收益按投资者出资份额共享，投资风险由投资者共担的金融工具。

## 2. 开展互联网渠道合作

信托公司除了使用自身的互联网平台进行产品销售、提供客户服务外，还可以借助第三方渠道进行产品销售，扩大产品销售半径。主要有两种方式：一是将产品和客户经理接入第三方平台，起到产品销售和客户服务的目的；二是将信托产品与这些平台发行的理财产品进行对接，间接实现信托的网上销售。

同时信托公司还可以整合银行、证券、基金、保险机构的直销平台、P2P平台、云金融平台、商户服务平台、第三方支付平台、征信平台等金融机构网上平台和基础性互联网接口，实现从简单的产品销售到为客户提供一站式多样化的金融解决方案的转型，通过渠道网络化发展打造综合性的线上金融超市。

### （三）积极开展产品创新，实现资产端的互联网转型

#### 1. 深化互联网消费众筹的产品模式

在互联网信托产品的探索上，将信托产品与互联网消费众筹的模式相结合，创新性地实现了“消费众筹+信托”的新型商业架构，为信托行业的互联网金融实践提供了一个全新样本。在信托产品上嫁接消费功能，使投资者在实现资金增值的同时，还获得了消费权益，同时又通过与互联网平台的对接，降低了投资者的门槛，提高了信托产品的普惠性。这一模式是互联网金融时代下，信托公司践行普惠金融的重要切入点。同时消费信托的产品可以在医疗养生、酒店住宿、休闲旅游、影视娱乐、教育培训等诸多领域得到广泛应用，具有很大的发展空间。

#### 2. 建立以“客户为中心”的开发模式

信托公司借助自身私募投行的优势，发挥项目搜集、交易结构设计、尽职调查、风险控制等方面的专业能力，将在线下已经筛选并做好风控措施的项目在互联网上募集资金，根据不同的资金特点匹配不同的信托项目，或者从线上客户需求出发，线下进行产品的开发设计，彻底打通客户需求端和产品供应端，建立以“客户为中心”的产品开发模式。

### （四）发挥云计算和大数据挖掘的功能，进一步提高经营效率

信托公司掌握大量的客户数据资源和数据信息，能满足大数据技术的处理需要，应充分利用互联网技术，运用微信平台、客户端、网上交易系统沉淀的大数据，对客户实现360度分析，以大数据分析为载体，在客户分类、精准营销、拓宽客户范



围、投研、风控、信息共享等方面得到应用。

#### 1. 实行客户分类下的精准营销

信托公司在同质化的产品竞争、刚性兑付和业务转型压力下，迫切需要对投资者进行分类，并根据不同类别的投资者实施差异化营销，在提升客户体验的同时，极大地提高客户的拓展效率，降低客户开发成本。通过对沉淀客户数据的挖掘和整理，结合数据模型，对客户偏好、客户习惯、客户行为的特征进行分析，合理划分客户类别。同时，信托公司结合运营信息，核定客户信用等级，评定客户信用额度，实施差异化的客户管理和各有侧重的客户服务。比如对中低端客户提供标准化产品，对高端客户提供资产配置方案，对超高端客户提供全面的家族管理服务。通过实施精准营销，大大提高产品的覆盖面和普惠率。

#### 2. 拓宽目标客户的外延

大数据处理、云计算等互联网技术的广泛应用，使得获取信息的成本大大降低，而信息成本的降低则扩展了资产管理机构的客户范围，将部分潜在客户转化为可提供服务的目标客户，将资产管理业务向部分信息半透明、甚至是不透明的客户延伸。比如信托公司的投融资业务将不仅仅局限于服务大型企业等透明客户，其业务还将涵盖部分财务半透明、信用较好的小企业和个人，从而有效扩大资产端客户范围的半径。

#### 3. 提高投研和风控能力

在投研方面，利用各类技术的革新和更丰富的信息获取手段，改造投研流程、缩短决策路径，强化数据处理模块，提高数据的分析和计算能力，从而提高投资决策的前瞻性和准确性；风控方面，通过对投融资交易对手海量数据的分析和动态跟踪，对其资产、信用状况进行整体把握和正确评估，从而有效提高风控水平。

#### 4. 实现行业基础资产信息共享

信托产品最特别的属性在于标的资产的信息非标准化，未经标准化的基础资产自身包含大量私有信息，无法达到透明化的程度。在互联网时代，信息基础设施建设显得尤为重要，共同建立和完善信息共享平台，有利于促进行业稳步健康发展，在提高效率的同时降低行业的整体风险水平。信托公司可以利用互联网大数据和云计算技术，根据不同公司具有差异化的产品优势、地域优势和专业优势，发挥项目搜集、交易结构设计、尽职调查、风险控制等方面的专业能力，将不同项目的基础信息录入数据平台进行共建共享，在互联网共享经济的理念下减少其他公司的重复劳动成本，促进行业发展的良性循环。比如，前期尽职调查占用了房地产信托业务的巨大资源，在



深入融合互联网技术后，可以通过信息的共建共享将房地产信托业务变为一种标准化的金融产品，房地产项目的位置、环境、价格以及房地产企业的资质、行为记录等等都可以作为标准化的数据传送到某一信息中心，所有信托公司只需联网该信息中心即可完成所有前期调查，还可以通过大数据分析设计不同风险收益的房地产信托产品。

## 五、政策建议

虽然经历了近两年的快速发展过程，互联网信托毕竟是新生事物，在快速发展的过程中也暴露出了一些问题和风险事件，给我国金融行业带来了潜在的风险隐患。金融风险具有隐蔽性、传染性、广泛性和突发性。互联网信托的本质仍属于金融，在经营过程中的风险本质属性并没有改变。我们结合互联网信托的已有实践，提出四条政策建议，以此促进互联网信托的健康发展。

### （一）加强互联网信托的风险管理

信托产品由于其收益率较高的属性，目前产生了较多绕过合格投资者规定，将信托产品拆分销售给普通投资者的情况，出现很多“100元买信托”的现象。由于是第三方公司在交易中扮演了“代持者”的角色，普通投资者一方面并没有合格投资者的资格，缺乏对信托产品风险因素的认知；另一方面投资人也未直接和信托公司签订合同，在法律层面投资者不是委托人，也不是信托受益人，一旦代持公司发生违约风险，网站投资人无法向信托公司主张权利。有的网站公司还存在设立资金池或者资金挪用的风险，甚至会演变成“庞式骗局”。建议监管部门应该加大对此类风险的关注和监管，以防止可能存在的风险发生和蔓延，有利于保证互联网信托行业的健康发展。

### （二）合理降低信托客户门槛

合格投资者的门槛要求是目前影响信托业与互联网深度融合的关键因素。在互联网的冲击下，信托业正在积极探索如何在识别投资者风险的基础上，降低投资者购买信托产品的投资金额下限，实现降低信托产品的客户门槛，扩大信托的客户范围。现有的大数据和云计算等互联网技术，可以根据多维度的客户信息将客户进行风险分类，而不仅仅是根据某一方面来进行合格投资者认定。信托公司可以给予不同类型的信托产品评级及风险等级，向不同风险类别的投资者推介和销售，实现投资者风险水平和信托产品风险水平的完美匹配。另外，信托公司可以通过远程识别的方式，对投



投资者进行合格投资者的认定并进行网签，减少了客户的签约成本，扩大客户的范围。建议监管部门对降低信托产品认购门槛、扩大信托产品客户范围的措施给予鼓励，并开展试点进行先试先行。

### （三）加快互联网信托基础设施建设

信托行业目前产品销售还主要是直销和金融机构代销两种模式，在实施互联网信托的战略过程中，有效拓宽销售渠道是互联网信托战略的重要方面。标准化的交易平台是实现金融产品流转的前提，而信托登记制度的缺失，制约了信托产品的标准化进程。建议尽快建立统一的信托登记制度，盘活信托财产存量、实现信托受益权的流转。我国存量信托资产规模已经超过万亿元，通过建立信托登记制度和信托流转平台，可以有效盘活万亿存量资产，减少现有信托流转过程中的交易成本，为信托行业开拓出新的一片战略蓝海。因此建议监管部门有步骤、有组织地逐步推进、建立和完善信托产品市场化流动性基础设施，开展存量信托流转试点。

### （四）努力创建信托管理云平台

互联网技术的发展使得数据信息之间的互联互通成为常态。信托公司内部的信息系统建设已经覆盖了从客户端、交易对手、风险控制和运营结算等一些列流程，信托公司一方面可以储存利用这些数据，建立内部标准模型，实现公司内部系统流程的统一化管理；另一方面还可以与评级机构合作，相互对接系统，通过数据之间的共享，实现云平台的管理。以动态整合的信息与数据平台为基础，以大数据数据分析和处理为依据，有效控制信托业务的投融资风险，优化风控和运营体系，实现在控制风险的前提下利润最大化。

非标准化是信托行业的重要特征，信托公司在未来可以依据数据云平台，建立行业范围的信息化系统，推动信托行业整体的信息化系统建设，实现行业内信息的共享。用数据化的思维和运行方式改造信托行业，实现行业内部的数据共享，可以有效地降低非标准化产品的开发设计流程，实现风险的全方位管理，升级信托行业的金融服务水平。

## 参考文献

[1] 陈鸿祥：《互联网金融的经济逻辑与演进安排》，载《金融发展研究》，2014（11）。



- [2] 冯军政、陈英英：《P2P 信贷平台：新型金融模式对商业银行的启示》，载《新金融》，2013（5）。
- [3] 宫小林：《互联网金融模式及对传统银行的影响》，载《南方金融》，2013（5）。
- [4] 汲静韬：《透视互联网理财产品的法律监管》，载《金融世界》，2015（3）。
- [5] 李二亮：《互联网金融经济学解析——基于阿里巴巴的案例研究》，载《中央财经大学学报》，2015（1）。
- [6] 牛新庄：《对互联网金融产品创新的思考》，载《银行家》，2015（3）。
- [7] 牛锋、杨育婷、徐培文：《当前我国网络借贷发展中存在的问题与对策》，载《西南金融》，2013（9）。
- [8] 皮天雷、赵铁：《互联网金融：逻辑、比较与机制》，载《中国经济问题》，2014（4）。
- [9] 邱勋：《互联网信托 P2B 网络借贷模式探析》，载《新金融》，2014（3）。
- [10] 孙晓兵：《信托业该如何触网》，载《新财经》，2014（4）。
- [11] 王方宏：《关于互联网金融产品创新的思考》，载《国际金融》，2014（2）。
- [12] 王丽娟：《中国信托业的自律与发展》，载《中国金融》，2010（11）。
- [13] 吴晓求：《互联网金融：成长的逻辑》，载《财贸经济》，2015（36）。
- [14] 席月民：《我国当前民间借贷的特点、问题及其法律对策》，载《政法论丛》2012（6）。
- [15] 袁吉伟：《信托项目风险成因与处置方法研究》，载《金融发展研究》，2013（9）。





## 家族财富管理信托研究

---

课题单位：百瑞信托有限责任公司

课题组成员：陈 进

程 磊

邢子岩





## 摘 要

家族财富管理信托，简称家族信托，是以家族财富的管理与传承为目的的信托。自《信托法》颁布实施以来，中国信托业已经走过了近 15 年的历程，信托业务已经进入转型升级和结构调整的关键时期。家族信托在中国有广阔的发展前景，但是家族信托的大规模发展不但需要信托登记、信托税收等制度层面的完善，也需要信托公司提升主动管理和资产配置能力，同时需要逐步培育中国的信用文化和信用机制，为家族信托的开展提供支持和保障。相信经过合理的制度设计和一定时间的积累，家族信托可以成为信托业务未来发展的方向。

**关键词：**财富传承 家族信托 保护人 离岸信托



## 目 录

一、引言 .....	619
(一) 选题背景和选题意义 .....	619
(二) 文献综述 .....	621
(三) 主要研究内容和研究方法 .....	622
二、家族信托基础理论 .....	623
(一) 信托的内涵 .....	623
(二) 家族信托的含义与历史 .....	629
(三) 小结 .....	632
三、家族信托在中国的可行性研究 .....	632
(一) 家族信托的制度优势 .....	632
(二) 家族信托是信托转型方向 .....	634
(三) 小结 .....	636
四、中国家族信托现状及其完善机制 .....	637
(一) 中国家族信托现状分析 .....	637
(二) 家族信托的障碍与完善机制 .....	639
五、家族信托制度设计与业务模式 .....	643
(一) 家族信托制度设计 .....	643
(二) 家族信托的业务种类和模式 .....	647
(三) 离岸家族信托 .....	650
六、结语 .....	653



## 一、引言

### (一) 选题背景和选题意义

#### 1. 选题背景

自2001年中国颁布《信托法》以来，信托业得到了飞速发展。据中国信托业协会统计，截至2015年第二季度末，信托公司受托管理资产规模为15.87万亿元，突破15万亿元大关，坐稳了中国“第二大金融业态”的交椅。不过从信托的功能来看，目前中国信托公司的信托业务仍然以资金信托为主，包括融资类信托和投资类信托，而以事务管理为主要目标的服务信托发展则要缓慢得多。家族财富管理信托就是典型的事务管理型信托。

家族财富管理信托，又称家族信托（family trust），是以家庭财富的管理、传承和保护为目的，受益人一般为本家族成员。其设立主要用于解决财产跨代传承问题，尤其是使家族企业实现有效、平稳的家族股权转让和管理。这更接近于受人之托、代人理财的信托本意。家族信托诞生于中世纪的欧洲，为了满足贵族的需求，欧洲的银行家搭建集法律、税务、金融等功能于一体的财富管理平台，协助贵族完成财富由一代人向另一代人的传承，由此诞生了一些古老的私人银行以及家族办公室，提供家族信托服务。长期以来，欧美地区多数富豪家族选择借助于家族信托的方式传承财富，成就了家族财富的常青基业。例如，美国石油大亨洛克菲勒家族<sup>①</sup>，美国钢铁大王卡内基家族，以及政治世家肯尼迪家族等。

随着中国经济的发展，中国的高净值人群逐渐增多。2015年5月26日，招商行为和贝恩公司联合发布的《2015中国私人财富报告》显示，2015年中国个人可投资资产在1000万元人民币以上的高净值人群规模已超过100万人，全国个人总体持有的可投资资产规模达到112万亿元人民币。如何实现财富的管理与财富传承成为日益突出的问题。家族财富管理逐渐进入人们的视野，比如SOHO中国的潘石屹、张欣夫妇、玖龙纸业的张茵、龙湖地产的吴亚军等，他们早已在海外设立了家族信托，并通过家族信托来持有公司股份。但家族信托在中国仍属于新鲜事物。2012年9月平安信托推出境内首个家族信托——平安财富·鸿承世家系列单一万全资金信托，成为中

---

<sup>①</sup> 美国的洛克菲勒家族从1934年便开始为后人设立了一系列遗产信托，遗产由信托机构进行专业管理，家族中有能力的人可以参与企业管理，大部分人则定期从信托基金获得一笔生活保障金。这样既保证对家族产业的控制力，也不会导致子女因争夺财产而反目成仇。



国境内首个推出正式家族信托产品的金融机构。2013年7月，招商银行也在深圳宣布成立境内私人银行首家家族信托业务。截至目前，中信信托、中融信托、平安信托、外贸信托、长安信托、资金信托、中航信托等都已经启动了家族信托业务。

总体而言，与欧洲和美国长达数百年的家族财富管理历史相比，家族财富管理和家族信托在中国刚刚起步，但其步伐并不小，这源于市场对家族信托的需求。因此，家族财富管理信托的研究亟需加紧跟进，为家族财富的管理设计合理合规的信托运行机制，并且为实践中家族信托的运行提供理论上的支持。

## 2. 选题意义

作为一项古老的信托制度，家族财富管理较中国信托公司长期从事的政信合作、银信合作业务更贴近于传统信托的本质。在家族信托在中国刚刚兴起阶段，对其进行系统深入的研究，有重要的理论意义和现实意义。

(1) 理论意义。信托在中国真正繁荣的时间并不长，中国学界对信托的研究并不系统深入，而且现有的研究集中在信托公司从事的投融资信托，对于传统意义上的事务管理信托并无太多的研究。作为典型的事务管理类信托，家族信托在西方亦被称为“遗产信托”，是指遗嘱人立下遗嘱，将自己的遗产设立成专项基金，并把它委托给受托人管理，基金收益则由受益人享有的三方关系。受益人既可以是继承人，也可以是慈善机构或者任何个人或组织。此外，遗嘱人还可以根据自己的需要为基金的管理和支配设定各种条件和要求。委托人、受托人和受益人三方之间的关系，以及各方的权利义务和具体的制度设计是家族信托的关键问题，而这些也是信托法理论的核心问题。因此，借鉴国外的经验，结合中国的实际，对家族信托的运作原理与制度设计进行系统的研究，对家族信托理论的深入，乃至整个信托法理论的完善都有重要的意义。

(2) 现实意义。《2013 中国私人财富报告》显示，只有约 25% 的企业主明确表示希望由子女接管家族企业，接近 35% 的“二代继承人”希望接掌家族企业，帮助家族企业更好地发展，其他 60% ~ 70% 的受访“创富一代”和“二代财富继承人”则希望以引入职业经理人或者只担任股东的方式延续家族企业经营，或退出并转卖企业。“二代继承人”不愿意接手父辈家业现象将激发以“家族信托”为标志的家族财富管理的需求，通过信托的形式能够帮助企业家一方面防止子女“无度挥霍”家族财产，出现“败家子”现象，亦可让其子女不至于“无钱可用”享有合理的优渥生活，更为重要的是可以让其规避未来可能出台的遗产税的困扰。从实践的角度



看，家族信托不但可以迎合巨大的市场需求，而且特有的制度优势为其长远发展奠定了良好的基础。因此，以家族财富管理为基础，对家族信托进行研究有重要的现实意义。

## （二）文献综述

家族信托在国外已经存在了近 1000 年，最早起源于 13 世纪英国的土地信托，土地所有人将土地转让给受托人，受托人为了他人（受益人）的利益持有和管理该土地。由于其存在的历史长，国外关于家族信托的研究也相对较多，如《管理家族信托》<sup>①</sup> 等。此外，由于家族信托源于土地信托，目前有关信托的研究都与不动产紧密相连，还成立了专门的不动产与信托法国际学术研究中心<sup>②</sup>，该中心定期召开会议，出版房地产与信托法研究方面的论文集。虽然中国的土地所有制与国外有一定的区别，但不动产仍然是家族财富的主要部分，并且随着 2007 年《物权法》的颁布实施，私有财产的观念深入人心，不动产信托自然是家族财富管理信托的重要内容。因此，国外既有的研究成果，可以为本文的研究提供很好的借鉴和参考，国外发达的家族信托制度也可以为我们设计家族信托的结构提供有益的帮助。

很长时间以来，国内对家族信托的研究并不多见。2013 年以前，与家族信托相关的研究主要集中在两部分：一是家族企业治理模式，主要的研究成果有“家族企业治理模式及其优化”<sup>③</sup>、“家族企业研究”<sup>④</sup>、“信任与家族企业的成长”<sup>⑤</sup>、“家族企业有效治理模式分析”<sup>⑥</sup> 等，这些研究侧重于家族企业治理模式的优化与变革问题，但与家族信托的目的——都着眼于家族财富的传承与家族企业的延续。但这些研究成果对于了解家族企业的现状，以及传统家族财富的管理模式有重要的借鉴意义，可以作为研究家族财富管理信托的基础。二是股东表决权信托，股权是家族财富的重要组成部分，表决权是股权的表现形式之一，因此，股东表决权信托是家族财富管理信托的一部分。中国有学者对表决权信托进行了研究，如“股份表决权信托：解决家族企业控制权转移的一种方式”<sup>⑦</sup>、“表决权信托：控制权优化配置机制”<sup>⑧</sup> 等。虽然这些

① Rikoon: *Managing Family Trusts*, Wiley, 1999.

② <http://www.international-academy.org/>.

③ 李慧：《家族企业治理模式及其优化》，西北工业大学硕士学位论文，2004。

④ 储小平：《家族企业研究：一个具有现代意义的话题》，载《中国社会科学》，2000（5）。

⑤ 储小平、李怀祖：《信任与家族企业的成长》，载《管理世界》，2003（6）。

⑥ 马丽波：《“家族”企业有效治理模式分析》，载《经济与管理》，2002（11）。

⑦ 汪其昌：《股份表决权信托：解决家族企业控制权转移的一种方式》，载《上海经济研究》，2010（6）。

⑧ 覃有土、陈雪萍：《表决权信托：控制权优化配置机制》，载《法商研究》，2005（4）。



研究只是家庭财富管理信托的冰山一角，但却表明，家庭财富管理信托具有可行性，并且已经逐渐受到学界的关注。随着信托的日益繁荣，社会各界对家族信托的关注也逐渐增多，近两年来，关于家族信托的研究也逐渐增多。2011年12月，诺亚财富就家族信托做了一份专题研究报告——《家族财富管理信托面临的障碍》。《家族办公室与财富管理》、《家族办公室——家族（企业）保护、管理与传承》，以及译著《家族财富传承》等有关家族财富传承的著作，也包括了对于家族信托的研究。

本课题拟在以上研究的基础上，借鉴国外家族信托理论研究成果，对中国家族财富管理信托进行系统深入的研究。

### （三）主要研究内容和研究方法

#### 1. 主要研究内容

第一，家族信托的运作机制。家族信托是以信托实现财富传承、风险隔离、合理避税等目标，通过财富的合理长远规划最终实现财富保全和家族传承。目前高净值家族有越来越多的特殊需求，例如，巨额财富如何投资更有效率，家族和企业如何分离以更好地实现子女接班，如何打破富不过三代的魔咒，如何有效控制家族矛盾引发的变故及各类债务的风险隔离，以及如何处理税务筹划以应对即将到来的遗产税和房产税等税务负担。因此，家族信托的制度设计和运作机制就至关重要。

第二，如何构建家族信托的信用体系和制度保障。与资金信托相比，家族信托特别需要信用基础和制度保障。在家族信托业务中，信托机构需要建立客户对其充分的信任，针对客户不同的需求，在充分沟通的基础上，提供相应的定制化服务。此外，信托制度不完善、配套制度不健全也是制约家族信托发展的因素，如何构建完善的家族信托法律制度体系，直接关系到信托在家族信托财富管理方面运用的广度与深度。

#### 2. 研究方法

本文拟采用比较分析方法、实证分析方法和逻辑分析方法对家族财富管理的信托机制进行系统深入的研究。

由于家族信托是源于英国并成熟于欧美国家的信托制度，因此，在家族信托基础理论部分，主要借鉴比较法上的资料，运用比较分析方法展开研究。

家族信托的研究是为家族财富的管理与传承服务的，因此，对家族信托在中国的可行性研究和制度设计等必须结合实践中既有的家族财富管理信托案例和家族财富管理的现状，在对实践中的案例进行分析的基础上，进行系统研究。



## 二、家族信托基础理论

### (一) 信托的内涵

#### 1. 信托的含义

信托在西方国家已经存在了数千年，最早起源于古罗马；在几个世纪之后的中世纪重新繁荣起来，在今天，信托已演变成一种特殊的法律关系规范存在于各个法系之中。

信托是基于信任产生的一种关系。委托人，也就是信托的设立人，将财产转移给受托人，受托人享有被转移的财产（信托财产）法律上的所有权，受托人对委托人负有受信义务，为了受益人的利益持有和使用信托财产，受益人享有信托财产实质上的所有权（衡平法上的所有权）。

信托本身是一个法律实体，受托人和受益人分别持有该实体的一部分。受托人和受益人之间的关系并不像按份共有或共同共有中的共有关系一样，各个共有人持有共有财产的一部分。在信托中，财产归信托所有，受托人和受益人持有的是信托，但并非信托财产。<sup>①</sup> 信托的目的信托财产被恰当地管理，其收益被支付给委托人希望从信托财产中获利的人，信托不仅可以在委托人的有生之年存在，而且可以延续到委托人身后的几代人，向身后的几代人分配收益。这是一个人去世以后在坟墓中依然可以控制自己财产的有效手段。<sup>②</sup> 信托可以由委托人在世时，通过将财产转移给受托人而设立，即生前信托；也可以通过遗嘱而设立，即遗嘱信托。

对受益人而言，通过设立信托将财产转移给受益人，比直接赠与给受益人由以下几大优势：

第一，受益人可能因为年龄原因或健康原因没有能力管理管理财产，通过设立信托，由受托人管理财产，可以保证财产的增值保值，为受益人提供一个稳定的收入来源。

第二，由于信托可以存续好几代，委托人可以确保自己的财产留存多代，而不至于被第一代继承人全部挥霍掉，一点也不留给后代继承人。

第三，通过生前信托，将财产放入信托之中，委托人去世时，信托财产将不属于

<sup>①</sup> Jeffrey A. Helewitz: *Basic Wills, Trusts, and Estates for Paralegals*, 4<sup>th</sup> edition, Wolters Kluwer, p. 63.

<sup>②</sup> Jeffrey A. Helewitz: *Basic Wills, Trusts, and Estates for Paralegals*, 4<sup>th</sup> edition, Wolters Kluwer, p. 63.



遗产，可以有效避免遗产税。而且可以顺利地实现委托人希望把财产留给另一个人或子孙后代的目的。

## 2. 信托的要素

成立一个有效的信托因具备以下五个要素：委托人、信托财产、信托目的、受托人和受益人。

(1) 委托人。委托人是财产的最初拥有者，也是信托关系的设立人。为了设立信托，委托人必须拥有可以移转的财产权，也就是说，委托人有权利将财产转移给第三人。在美国法律中，委托人是一个一般意义上的概念，是指设立信托的人。根据转移的财产性质的不同，委托人在法律上有不同的称谓：当被移转的财产是不动产时，被称为财产授予人；被移转的是其他财产时，则被称为委托人。委托人不局限于自然人，任何拥有可以转移财产的法律组织也可以是委托人，只要其拥有可以转让的财产并且在法律上可以成为财产的让与人。

(2) 信托财产。在英美法系，几乎任何可以移转的财产都可以成为信托财产，包括所有的不动产、有形和无形的财产。只有政府养老金债权、侵权赔偿金债权和其他法律禁止移转的财产或附有禁止转让约定的财产不能成为信托财产。此外，作为一项基本原则，信托财产应该是可以带来收益的财产，如果委托人将不能直接产生收益的财产移转给受托人，并且在合同中没有约定可以出卖该财产以获得收益，这个名义上的信托，实质上是保管或寄存。例如，Rose 从祖母那里继承得到一条很昂贵的项链，Rose 希望自己的女儿 Davida 最终可以得到这条项链，因此，她以这条昂贵的项链为“信托财产”设立“信托”，约定 Davida 到一定年龄以后可以使用该项链并最终拥有它。这并非一项信托，因为受托人仅仅是为 Davida 保存无任何收益的财产，从法律关系上看，是为保管人设定了一定义务的保管。<sup>①</sup>

作为信托设立的有效要件，信托财产必须是合法的，并且具有足够程度的确定性，在信托设立时，委托人应当拥有信托财产的所有权。换句话说，期待权或委托人对财产不具备转让利益时，不可以作为信托财产。然而，这些财产可以作为信托财产加入已经设立信托的。例如，Loretta 为 Evan 设立了一个信托，在她订立的保险合同中，约定受益人是已经设立的信托，这是完全有效的。实际上，相当于财产具备可移转性时，将会被作为信托财产，加入信托。<sup>②</sup>

<sup>①</sup> Jeffrey A. Helewitz: *Basic Wills, Trusts, and Estates for Paralegals*, 4<sup>th</sup> edition, Wolters Kluwer, p. 67.

<sup>②</sup> Jeffrey A. Helewitz: *Basic Wills, Trusts, and Estates for Paralegals*, 4<sup>th</sup> edition, Wolters Kluwer, p. 68.



中国《信托法》第十四条第一款规定，信托财产是受托人因承诺信托而取得的财产，<sup>①</sup> 根据《信托法》的规定，信托财产应具备合法性（《信托法》第七条和第十一条第三项）、确定性或可确定性（《信托法》第七条和第十一条第二项）和可流通性（《信托法》第十四条第二款和第三款）。此外，信托财产还应具有权利性，即应当表现为法律上的权利、具有法律上的独立权利形态。<sup>②</sup> 据此，中国信托财产的种类包括不动产、动产（包括资金）、有价证券、知识产权中的财产权、股权、债权、用益物权、担保物权等。

（3）合法的信托目的。信托必须有合法的信托目的，违反民事或刑事法律目的的信托是无效的。许多人设立信托是为了给家庭成员或自己提供收入来源，也可以是为了公益目的。英美法上，为了利用婚姻财产减税（marital deduction），许多通过遗嘱为生存的配偶设立信托，配偶去世后，财产再转移给其他人，这就是限制性附期限权益财产信托（qualified terminable interest property）<sup>③</sup>。设立的一项信托有效，不但要求信托目的合法，而且信托目的必须在信托文件中明确地列示出来。如果信托文件中对信托目的的约定不明确，或者不能被确定，信托将是无效的。此外，在英美法上，信托目的的实现必须要求受托人履行一定的义务，如果受托人并不负有比一般的保管人更多的义务，该信托被认为是被动的，信托财产视为直接归受益人所有。<sup>④</sup>

中国《信托法》第十一条第一项规定，信托目的违法法律、行政法规或者损害社会公共利益的无效，也是强调信托目的的合法性；第四项规定，专以诉讼或者讨债为目的设立的信托无效，也是从信托目的的角度进行的规制。

例如，T先生使用其持有的公司股份设立信托，为他家乡需要帮助的孩子提供奖学金，这是一个有效的信托，并且是为了公益目的的信托。再如，一个设立中公司的董事长告诉Oscar，如果他可以确保未来两年内所有与政府签署的合同，公司将为他和他的家人设立一项信托基金。这项信托是无效的，因为违反了民法和刑法的规定。

（4）受托人。英美法系，受托人是指享有信托财产名义上所有权（the legal title to the trust property）的一个人或多个人，受托人负有特定的义务和职责按照委托人的

<sup>①</sup> 《信托法》第十四条第二款规定，受托人因信托财产的管理运用、处分或者其他情形而取得的财产，也归入信托财产。为了与该条第一款规定的财产区分，可以将其称之为存续的信托财产，设立信托时的取得的财产可以称之为原始信托财产。

<sup>②</sup> 周小明：《信托制度：法理与实务》，北京，中国法制出版社，2012。根据周小明博士的分析，企业经营权、特定资产受益权、表决权等并不具备法律上的独立的权利形态，因此，不可以成为信托财产。

<sup>③</sup> Jeffrey A. Helewitz: *Basic Wills, Trusts, and Estates for Paralegals*, 4<sup>th</sup> edition, Wolters Kluwer, p. 68.

<sup>④</sup> Jeffrey A. Helewitz: *Basic Wills, Trusts, and Estates for Paralegals*, 4<sup>th</sup> edition, Wolters Kluwer, p. 69.



意愿（信托目的）去管理信托财产。受托人（trustee）作为受信任（fiduciary）<sup>①</sup>，负有的义务称为受信义务（fiduciary duties）<sup>②</sup>，因为其在信托中的地位，管理信托财产时负有比通常意义上的（法律规定的）注意义务更高标准的注意义务。例如，受托人除了收取约定的管理费外，不得从管理信托财产中获益，不得自我交易；应当按照一定的标准管理信托财产，财产收益归受益人所有；通过管理应当使信托财产升值，否则可能被认定为违法受信义务等。

英美法系规定，任何有能力管理、运用和拥有财产的个体（individual）都可以成为受托人，包括委托人本人也可以成为自己设立信托的受托人<sup>③</sup>。法官在判例中要求，受托人还应当具备缔结合同的能力（contractual capacity）。自然人和法人都可以担任受托人，政府仅仅可以作为公益信托的受托人，不能作为私益信托的受托人。

中国属于大陆法系国家，并没有承认英美法商所有权的二元架构，因此，受托人并不是名义上的所有权人，就是作为受托人存在<sup>④</sup>。中国《信托法》第四章第二节专门规定了受托人，第二十四条规定，受托人应当是具有完全民事行为能力的自然人、法人。但从目前的实践看，主要还是法人（信托公司）担任受托人，自然人担任受托人的情形很少，可能有类似信托的委托财产管理情形，但并未冠以信托的名称。第二十五条规定了受托人的义务，即受托人应当遵守信托文件的规定，为受益人的最大利益处理信托事务。受托人管理信托财产，必须恪尽职守，履行诚实、信用、谨慎、有效管理的义务。第二十五条进一步规定了，受托人不得将固有财产与信托财产交

<sup>①</sup> 对于 fiduciary，《布莱克法律辞典》的解释为：“作为名词是指一个有受托人或者类似于受托人特性的人，该特性包含着信赖与信任，要求审慎的善意与诚实。作为形容词是指信托之特性，具有信托之特点，与信托类似的，与信托相关的或者建立在信托或信任基础上的”；英国 P. H 科林在其法律词典中对“fiduciary”的解释为：“作为名词，是指其他人的受信托人或处于信托位置的人”。

<sup>②</sup> fiduciary duty（受信义务）理论源自于英国衡平法，表示处在信托法律关系（fiduciary relationship）中的受信人必须对委托人和受益人负有的诚信（faith）、忠实（loyalty）、正直（candor）并为其最佳利益工作的义务。在衡平法律关系中，受信人处于一种相对优势的地位，而受益人则处于相对弱势的地位。委托人将某种利益的所有权交付给受信人，受益人的利益获取取决于受信人的行为，受信人对委托人和受益人的服务不能够按普通的专业服务标准约束，法律上对其提出了强制性的受信义务，以保护受益人的利益和信托法律制度的庄严和威力。受信义务产生于英美信托法，但发展到现在已经不局限于信托法，而成为内涵丰富的理论。受信义务的产生取决于一方给予另一方信任的受信关系，受信义务在不同的受信关系中是不同的。中国《公司法》规定了董事、高管对公司的受信义务，《信托法》规定了受托人的受信义务。

<sup>③</sup> Jeffrey A. Helewitz: *Basic Wills, Trusts, and Estates for Paralegals*, 4<sup>th</sup> edition, Wolters Kluwer, p. 71.

<sup>④</sup> 源于英美法系的信托采取受托人享有普通法上的所有权和受益人享有衡平法上的所有权的二元设计，中国作为大陆法系国家遵循物权的绝对性原则，因此，用中国传统的物权法理论很难解释信托财产的所有权归属。由于受托人是为了受益人的利益而管理信托财产，从物权法的角度看，受托人享有信托财产的占有、使用和处分权，而受益人享有信托财产的收益权。因此，受托人并不享有真正意义上的信托财产所有权，信托作为一项特殊的制度，其对应的信托财产权应亦是一种独特的财产权。



易、分别记账、分别管理等义务，实际上都是对受托人管理信托财产应尽义务的规定。

(5) 受益人。任何有效的信托必须具备受益人，并且受益人必须是明确的，例如个人或者群体。任何可以拥有财产的人都可以是受益人，与受托人的不同在于，受益人无需必须具备缔结合同的能力，相当于中国法上的民事行为能力。如果信托指定不止一个人为受益人，那么多个受益人共同拥有受益权，即各个受益人拥有一定份额的可分割的受益权。

中国《信托法》第四十三条规定了受益人，明确受益人可以是自然人、法人或者依法成立的其他组织。委托人可以是受益人，也可以是同一信托的惟一受益人。从中国目前的实践情况来看，大部分是委托人作为受益人的自益信托，原因在于，目前的信托主要是作为一种理财产品销售的信托产品，而非信托本源意义上的代他人管理事务的信托。本文讨论的家族信托的最大不同在于，家族信托通常是为了子孙后代或他人利益设立的他益信托。

### 3. 信托的设立

英美法系规定，信托的设立区分为生前信托（inter vivos trusts）和遗嘱信托（testamentary trusts）。生前信托是在委托人生前成立的信托，委托人可以通过载明以上信托要素的信托声明书（declaration of trust）或者信托文件（trust instrument）。对于个人财产的信托可以通过简单的信托文件设立，如果信托财产是土地的，则必须使用当地土地登记部门的信托契约（trust deed）或信托转移契约（trust conveyance）。美国许多州的有专门的信托文件模板，并且许多法律格式书（law form books）中都有类似的模板。遗嘱信托是在遗嘱中规定遗产在后代之间的分配或者设立公益基金。遗嘱信托与生前信托的最大不同在于设立信托的依据是遗嘱，而非信托契约，并且遗嘱必须满足法律规定的遗嘱生效的条件。需要注意的是遗嘱信托可以是遗嘱的一部分，也可以是单独的文件。<sup>①</sup>

中国《信托法》第八条规定，设立信托应当采取书面形式，包括信托合同、遗嘱或法律、行政法规规定的其他书面文件。但从实践运作来看，目前主要是通过信托合同设立的信托。除信托合同外，集合资金信托计划中还存在信托计划说明书、信托风险申明书等，他们共同构成信托文件。

<sup>①</sup> Jeffrey A. Helewitz: Basic Wills, Trusts, and Estates for Paralegals, 4th edition, Wolters Kluwer, p. 86 - 87.



#### 4. 信托案例解析

从上文的分析可知，要成立一项有效的信托，必须有一个拥有可移转财产的委托人，委托人通过信托文件将信托财产转移给信托，受托人成为该财产名义上的所有人，并负有为了受益人的利益管理信托财产的义务，受益人享有信托财产衡平法上的所有权，但受到委托人在信托文件约定的限制。为了更好地理解信托的含义，下面以一个案例来展示信托要素。<sup>①</sup>

一个母亲有两个孩子：女儿 11 岁，儿子 10 岁，目前到银行的信托部门，将 50 万美元存入银行，并签署了一份由银行提供的书面的信托协议。根据该协议，银行是受托人并被授予管理运作这笔资金以获得收益，用来支付两个孩子的教育费用。假如每年的投资收益超出两个孩子的教育费用，超出部分将加入到信托本金之中；假如每年的投资收益不足以支付两个孩子的教育费用，受托人有权利动用信托本金弥补不足。当最小的孩子到 25 岁时，信托终止。信托终止时，每个孩子可以直接得到 10 万美元，10 万美元捐给美国癌症学会（American Cancer Society），如果还有剩余则归母亲所有。

该信托的要素可以分解如下。

- ▶ 委托人：母亲，拥有 50 万美元可以移转的财产。
- ▶ 信托目的：支付两个孩子的教育费用。
- ▶ 信托财产：50 万美元。
- ▶ 受托人：银行（法人受托人）。
- ▶ 信托义务：对信托资金进行投资，产生收益；支付两个孩子的教育费用；当收益不足以支付教育费用时，动用信托本金弥补不足。
- ▶ 受益人：女儿和儿子。
- ▶ 受益范围：教育费用。
- ▶ 信托期限：15 年（儿子满 25 岁）。
- ▶ 终止时财产分配：女儿 10 万美元，儿子 10 万美元，美国癌症协会 10 万美元。
- ▶ 剩余信托财产归属：母亲（如有）。

这个信托是自由裁量信托（discretionary trust），因为受托人有权决定信托财产收益在受益人之间的分配，因为信托文件并未约定每个受益人可以获得的受益份额。

<sup>①</sup> 该信托实际上是一个简单的家族信托的案例，案例来源于：Jeffrey A. Helewitz: *Basic Wills, Trusts, and Estates for Paralegals*, 4<sup>th</sup> edition, Wolters Kluwer, p. 77 - 78。



## （二）家族信托的含义与历史

### 1. 家族信托的含义

家族信托 (family trust)，又称家族财富管理信托，是指个人为委托人，按照自己的意愿将部分或全部财产委托给受托人，受托人为受益人的利益或特定目的管理信托财产的财富管理模式，受益人一般为家族成员。从性质上看，家族信托属于典型的民事信托，民事信托是指信托事项所涉及的法律依据在民事法律范围之内（民法、继承法、婚姻法、劳动法等）的信托，例如涉及到个人财产的管理、抵押、变卖，遗产的继承和管理等事项的信托。

家族信托的目的是保护委托人及其家人，因为在人的一生中不可避免出现各种各样的变故，这些变故可能带来一些风险，例如财产安全的风险会直接影响到自己及家人的生活，而家族信托可以规避这种风险。基于每个家庭的情况并不相同，因此，家族信托要根据具体情况进行个性化、具体化的设计。

### 2. 家族信托的历史沿革

家族信托的雏形可追溯到古罗马时期的遗产信托 (fideicommissum)。遗产信托是处于对他人的信任而进行的托付，从技术上讲，它是一种临终处置，它被委托给继承人或其他受益人执行。许多制度尤其是继承法中的制度开始时都只不过是信托制度。致使人采取这种极端手段的原因很多，主要地讲，并不是所有的市民尤其是身处异邦的市民都便于通过遗嘱来安排遗赠，而且有时候人民还希望向无权接受遗赠的人留些财产。奥古斯都皇帝首先在一些特殊情况中从法律上认可了这一制度，要求执政官通过非常方式处理这类情况<sup>①</sup>。由于专设裁判官来负责此类诉讼，因此，遗嘱信托也称裁判官信托<sup>②</sup>。但是按照当时罗马法的规定，能够顺利遗产信托的人要有立遗嘱权 (乌尔比安《论遗产信托》)<sup>③</sup>。受托人起初是出于道德观念或自身利益需要而接受委托的，后裁判官法予以承认形成了正式的信托制度。现代信托制度最早可溯源到罗马法，但毕竟有很大的不同，近现代意义上的信托主要源于英国<sup>④</sup>。

英国信托法起源于英国衡平法对“用益制度 (USE)”的干预和确认<sup>⑤</sup>。信托制度

① [意] 彼得罗·彭梵得著，黄风译：《罗马法教科书》，北京，法律出版社，2005。

② 江平、米健：《罗马法基础》（第三版），北京，中国政法大学出版社，2003。

③ [意] 桑德罗·斯其巴尼编，费安玲译：《婚姻家庭和遗产继承》（罗马法民法大全翻译系列），北京，法律出版社，2001。

④ 江平、米健：《罗马法基础》（第三版），北京，中国政法大学出版社，2003。

⑤ 周小明：《信托制度：法理与实务》，北京，中国法制出版社，2012。



的灵活性可以满足人们多样化的需求，自然可以实现家族财富管理和传承的需求。当时的富裕阶层通常希望他们拥有的土地在子女之间进行分配，因此就出现一种协议安排契据（deed of settlement）。随着英国法律的发展，信托的概念在英美法系国家的民法中成为重要的组成部分，并且这种作为协议安排相较于直接的转移更加受欢迎。<sup>①</sup>

在美国，家族信托出现于19世纪末20世纪初，最初是由一些富裕家庭创造的。早期的家族信托受相同的法律法规监管，设立家族信托的方式较为单一，随着社会和经济的发展，许多州的法律变得更灵活，设立和运营家族信托也变得更加容易，富人因此更容易实现其财富规划和传承的目标。享誉世界的洛克菲勒家族（Rockefeller）、肯尼迪家族（Kennedy）、班克罗夫特家族（Bancroft）等全球资产大亨都通过信托的方式来管理家族财产，成就了家族财富的恒久基业。现如今，家族信托并不专属于顶级富豪，一般富裕家庭也可以使用家族信托规划财产传承。

### 3. 家族信托的性质

根据信托的创设方法不同，信托可以分为明示信托、默示信托和法定信托。法定信托是由法律规定以信托的形式持有财产。默示信托（implied trust）又可以分为归复信托（resulting trust）和推定信托（constructive trust）。<sup>②</sup> 明示信托（express trust），也称宣示信托（declared trust），是指委托人宣布他将特定财产纳入信托。明示信托的进一步区分可以见表1。

表1 明示信托的分类

受托人的义务是否确定	简单信托	又称消极信托，是指委托人并未对受托人施加任何积极的义务，而是留待法律确定受托人的义务。
	特定信托	信托文件确定了受托人的职责，委托人明确的指出了信托的性质和受托人的职责，受托人必须履行这些职责。
受益人的受益权是否确定	固定信托（fixed trust）	受益人对于信托资产的一分享有确定的权利。例如，委托人将10万美元纳入信托，指示将信托收益分配给自己的儿子。
	自由裁量信托（discretionary trust）	受益人不享有确定的受益权，受托人享有自由裁量的权利，按照其认为合适的对象和数额，向受益人分配信托收益。又分为用尽信托收入的自由裁量信托和积累收入的自由裁量信托。
信托财产是否依法移转	完全设定信托	委托人已经合法、有效地将财产转移给受托人
	不完全设定信托	委托人未能合法、有效地将财产转移给受托人

<sup>①</sup> Family Trusts: A Plain English Guide For Australian Families of Average Means,

<sup>②</sup> 归复信托和推定信托都是英美衡平法上的概念，归复信托是指某些特殊情况下由法院施加的信托；推定信托是针对某些特定情形，衡平法认为，财产所有者纯粹为自己的利益而持有财产是不合良心的，因而由法院或者法律施加的一项信托。何宝玉：《信托法原理与判例》，北京，中国法制出版社，2013。



续表

信托是否完全设定	已执行信托	委托人设立信托后已将财产授予受托人，受益人的具体权益已经明确界定，委托人已经做了一些事情使信托生效。
	待执行信托	委托人设立信托后已将财产授予受托人，但受益人的权益有待随后的文件予以确定。
信托目的	私人信托	为了私人利益而设定的信托
	慈善信托	为了不特定社会公众利益为设立的信托

国外的家族信托较为复杂，涉及的情形较多，一个信托中可以同时包含私益和公益目的；可能是简单信托，也可能是特定信托，但通常属于规定了受托人义务的特定信托；既可能是已执行信托，也可能是待执行信托；但以财产传承为目的的家族信托通常属于自由裁量信托<sup>①</sup>，也称酌情信托、全权信托，受托人被授予就如何分配信托基金中的收入和本金给各个受益人的酌情决定权（discretion）。受托人拥有的酌情权一般包括谁是受益人、每个受益人应得的收入和本金份额、何时分配、如何分配等。不同的信托中，对于受托人的酌情决定权有不同的规定，例如，梅艳芳设立的信托中，仅规定梅妈和四个侄子侄女为受益人，以照顾她们的生活为目的，但是对于如何照顾、每个受益人取得多少收益，如何取得并无规定。

中国信托的分类与国外有所不同，《信托法》将信托分为营业信托、民事信托和公益信托。实践中根据信托财产来源、信托功能、信托资金运用方式等可以由不同的分类（见图1）。

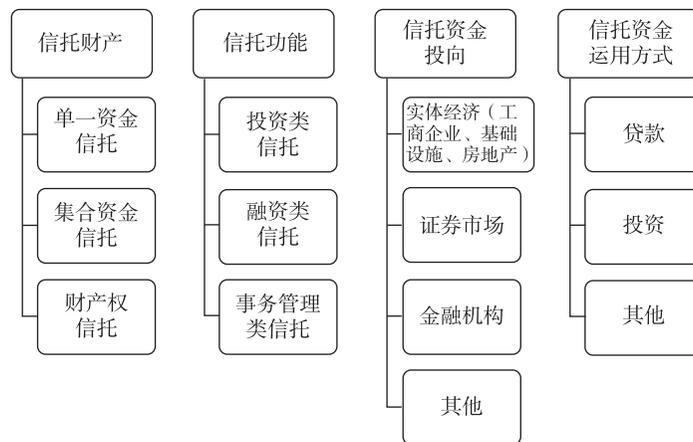


图1 中国信托的分类

<sup>①</sup> 自由裁量信托的灵活性，使信托成为对家族理财非常具有吸引力的一种工具。参见 [美] D. J. 海顿著，周翼、王昊译：《信托法》（第4版），北京，法律出版社，2004。



家族信托很难归入到现行的分类之中，从信托财产来看，家族信托既有资金信托，也有财产权信托；从信托功能来看，应当归入事务管理类信托；从信托资金投向和信托资金运营方式看，应当包括但不限于现有的类型，因为当不动产、股权等其他财产加入到信托财产中以后，肯定会有不同的管理方式。

### （三）小结

由以上论述可知，家族信托具有一般信托的特质，在国外，家族信托属于信托的重要组成部分。由于中国的信托起步较晚，实践中的信托主要以融资类信托为主，与作为事务管理类信托的家族信托相差较远。但从中国信托业目前所处阶段来看，转型需求日益迫切，传统业务不可持续，家族财富管理信托可以成为转型的方向之一。

## 三、家族信托在中国的可行性研究

### （一）家族信托的制度优势

家族信托是家族财富管理和信托制度结合的产物。利用信托的制度优势，家族信托可以实现财富的代际传承、资产的隔离保护、全球范围内的资产配置和合理的税务筹划等功能。

#### 1. 财富传承的“定制化”

在过去的很多年，财富传承很少被中国人关注，原因在于：第一，中国传统观念里，对于身后事情总抱着忌讳的态度，认为属于不祥的事情，大多不愿意探讨；第二，中国经济真正发展起来的时间短，财富并没有太多的积累，自然谈不上财富传承的需求。随着居民财富的积累，富裕阶层逐渐显现，财富传承的需求便自然显现了。

财富传承的工具主要包括继承、保险和信托，相较而言，信托在财富传承领域具有独特的优势，在英美法的判例法体系下，已经积累了成百上千的案例，对信托安排中涉及财富传承的方方面面进行了检验和论证，可以说已经是相当成熟的工具了。<sup>①</sup>

总体来看，实现“定制化”的财富管理和财富传承是富豪们建立家族信托的一个重要原因。委托人可以根据自身财务需求和风险偏好、资产规模及配置情况、家族经营业务情况等，在信托合同中约定信托期限、收益分配条件和分配方式，如“年满18周岁”、“结婚”、“婚姻变故”、“面临法律诉讼”等。必要情况下，还可以设置保

<sup>①</sup> 王小刚：《富二代老了怎么办？——财富规划与信托安排》，北京，法律出版社，2012。



护人、监察人等，解决委托人与受托人之间的信息不对称问题，最大程度保护委托人的利益和信托财产的安全。具体架构如图 2 所示：

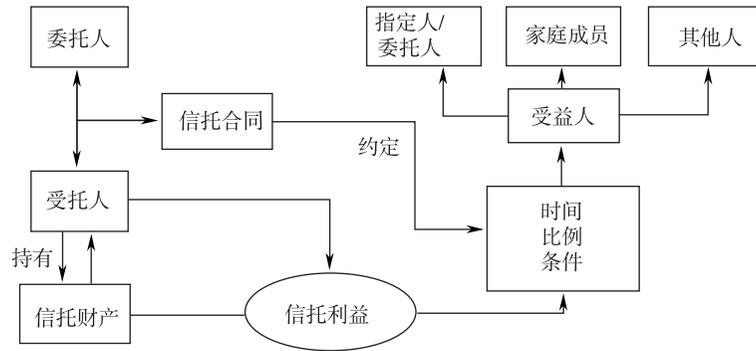


图 2 家族信托的财富管理与传承架构

## 2. 财产的保护 (assets protection)

设立家族信托使信托财产具有独立性，不但独立于委托人未设立信托的财产，而且独立于受托人的自有财产以及受托的其他委托人的财产，因而可以起到隔离保护的作用，当委托人面临财务危机等其他任何变故时，不影响信托财产的独立存在和继续传承。其基本原理在于，当资产被放入信托后，该部分资产的所有权已经从委托人转移到受托人名下，并且信托受益人也不享有信托财产的所有权。因此，信托财产既不会出现在委托人的资产负债表里，也不会出现在受益人的资产负债表里。受托人虽然是信托财产名义上的所有权人，但是独立于受托人的固有财产。将来无论是委托人、受托人，还是受益人发生债权债务上的纠纷，都不会影响到已经放入信托的财产的安全。

## 3. 税务筹划 (tax planning)

信托的税务筹划功能是信托广受关注并在国外被大量使用的原因。西方国家普遍开征遗产税，经过合理设计的家族信托可以减少一定的遗产税，最大限度地保留家族财富，这也是家族信托在西方国家盛行的原因之一。当遗产税被纳入税收体系时，必然会有反避税措施一同纳入，最为典型的的就是赠与税，否则，被继承人可能在死亡前的一段时间把遗产赠送给子女，以达到避税的目的<sup>①</sup>。目前，一些国家开始取消遗产税和赠与税，例如澳大利亚，但大多数国家仍征收这两个税种。

中国目前正在讨论开征遗产税的问题，2010 年财政部修订了《中华人民共和国

<sup>①</sup> Family Trusts, a Plain English Guide For Australian Families of Average Means.



遗产税暂行条例（草案）》，虽然家族信托能否避免遗产税还需要具体的法律法规明确，但家族信托具备的税务筹划功能会使其受到更多关注，遗产税开征的预期将加速推动中国家族信托的发展。

#### 4. 保密性（confidentiality）

英美法上，财产转移给信托以后，受托人变成财产名义上的所有人，委托人可以隐藏到信托的背后，但是委托人可以作为受益人或受益人之一。根据英美法的规定，受托人不可以把受益人名单公布出来，这样最终从信托财产中获益的人，就合法地隐藏起来了<sup>①</sup>。这种安排下，受益人自身可能都不知道自己是某项信托的受益人，除非发生信托利益的支付。例如，父母设立信托，约定女儿为受益人，当女儿年满22岁时开始进行信托财产的分配。此种情形，除非父母告知女儿，否则受托人有保密的义务，女儿不可能知道信托的存在。

家族信托的保密性也是备受青睐的原因，这也是许多家族信托无法知悉的原因，例如，梅艳芳的家族信托广为人知是梅妈提起的旷日持久的诉讼，并且关于受益人的安排只是根据诉讼的情况进行的推断；沈殿霞的家族信托也是专业人士根据零星的信息整合判断所得，受益人如何取得信托利益，保护人是谁等这些信息并不为公众所知。

中国目前的信托制度对于信托登记等事项规定并不明确，实践中的信托以自益资金信托为主，对于不动产、股权作为信托财产时，如何进行登记、是否需要披露相关信息等有待明确。

### （二）家族信托是信托转型方向

#### 1. 中国信托业的现状与问题

自2001年《信托法》实施以来，信托业已经走过了15年的历程，2012年信托资产规模超过保险，成为第二大金融体系，信托业成为备受瞩目的金融子行业。根据中国信托业协会公布的数据<sup>②</sup>，截至2014年末，信托资产规模创历史新高，达到13.98万亿元，较2013年末的10.91万亿元增加3.07万亿元，增速为28%，为2010年以来增速最低值（见图3）。2013年以来，整体经济进入新常态带来的行业周期下行与泛资管格局全面开启的市场竞争的加剧，使得信托业必须进行业务结构的调整，

<sup>①</sup> 王小刚：《富一代老了怎么办？——财富规划与信托安排》，北京，法律出版社，2012。

<sup>②</sup> 本文使用的数据，绝大多数为各家信托公司披露的年报统计的数据，采用中国信托业协会公布的数据的，会单独注明。



开启转型之路。

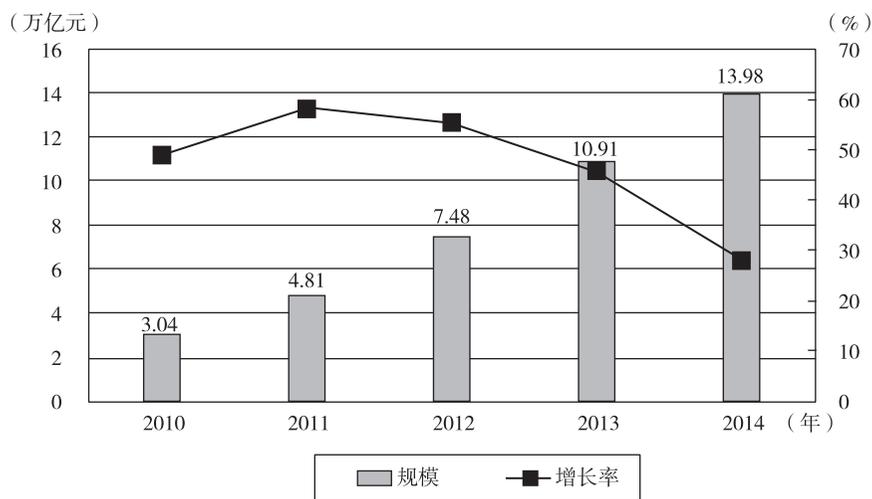


图3 2010—2014年信托资产规模及增长率走势图

## 2. 家族信托是财富传承的最佳选择

尽管境内家族信托刚刚起步，但在境外却有着悠久的历史，并被广泛采用。在西方发达国家，百年家族比比皆是。享有盛名的洛克菲勒、福特、希尔顿、穆里耶兹、皮特卡恩、罗斯柴尔德、肯尼迪、杜邦、沃尔玛等名门望族，即便在数百年动荡中，依然能长盛不衰，其背后无不借助家族信托的保障与支撑，并以此成功实现了家族财富世代相传和基业常青。默多克的家族信托基金持有超过38.4%拥有投票权的B类股票，从而实现了对新闻集团的控制；中国香港的216家上市家族公司中，也有三分之一的企业以家族信托形式控股；而包括李嘉诚、李兆基、陈启宗、邵逸夫、杨受成、王守业等中国香港富豪的家族财团，则在多年前就相继成立各自的家族信托基金，并通过家族信托基金持有上市公司的股票，以摆脱财富传承带来的各种困扰。

随着财富多元化的发展，高净值客户往往不仅拥有存款、股票、基金，而且还持有PE投资、企业股权、房地产投资等多种形式的资产，也只有信托，可以把多元化的资产纳入统一的管理模式之下，为客户提供完善的财富管理解决方案，并提供财富报表服务。高净值客户具有个性化的财富管理和传承需求，尤其是民营企业，不仅有财富层面的传承需求，而且有家族企业股权管理和传承的需求。信托作为最有效率的财富传承方式，信托的私密性、量身定制特征可以很好地满足客户需要。



### 3. 家族信托可以成为未来发展方向

信托制度特有的财产独立和隔离功能，决定了其在财富管理和传承领域具有天然的优势，家族信托可以成为信托业未来发展的方向。

家族财富管理信托是可以真正发挥信托制度优势的业务模式，也是信托本源意义上的业务类型。信托行业进入转型期以后，监管部门出台了一系列文件，意在防范信托风险，同时也为信托行业的转型提供方向性的指引。2014年银监会《关于信托公司风险监管的指导意见》提出“探索家族财富管理，为客户量身定制资产管理方案”。2014年末的信托业年会上，家族财富管理信托分别被杨助理和李主任讲话中分别强调，并认为以财富传承为目的设立的家族信托是信托业发展的最高阶段。杨家才主席助理提出，信托最大的转型就是实现由受托人主动发起变委托人主动发起，即由为了增值保值做信托向为了财富传承做信托发展<sup>①</sup>。财富管理是家族财富管理的核心要义，家族信托则很好地实现这一功能。信托公司经历了多年的发展，不但积累了一定的高净值客户资源，并且在资产的管理和配置方面也积累了一定的经验，已经具备开展家族财富管理的能力。

由此可以看出，监管层认为回归信托本源才是正确的发展方向，对于信托业推动中国家族信托业务发展创新持积极肯定的态度，家族信托将成为信托业务转型的重要方向。

#### （三）小结

中国目前实践中开展的信托，主要是作为理财方式的信托产品。从本质上看，信托可以作为一种理财的方式，但并非仅局限于理财（财富的增值）。信托具有的财富传承与财产保护等功能在过去很长一段时间并未得到重视。随着信托业务转型的日益迫切，作为信托制度本源的家族财富管理信托逐渐受到关注。高净值人士的财富管理需求已超越单纯的财富增值保值，逐渐向个性化的、综合性的财富管理需求转变，也推动了家族财富管理信托业务的开展。从现阶段发展情况来看，越来越多的信托开展布局家族财富管理信托，着力发挥信托制度的优势，挖掘信托的财富管理职能，逐步向以“财富管理为中心”的财富管理信托业务转型。

<sup>①</sup> 杨家才在2014年信托年会上的讲话。



## 四、中国家族信托现状及其完善机制

### (一) 中国家族信托现状分析

#### 1. 概况

(1) 离岸家族信托。信托在中国起步较晚，具有信托本源意义的家族信托更是在近两年才受到关注并有所发展。受制于法律、税收和制度等问题，中国的许多企业家最开始在境外设立家族信托。例如，SOHO 中国的潘石屹、玖龙纸业的张茵、龙湖地产的吴亚军等。对境外家族信托的设立地而言，比较受欢迎的是英属维尔京群岛 (BVI)、开曼群岛、卢森堡等。BVI 在资产保护、信托私密性与税务筹划上都具有显著的优势，开曼群岛和卢森堡具有发达的基金市场、稳定灵活的监管制度和税收制度。离岸家族信托的基本架构如图 4 所示。

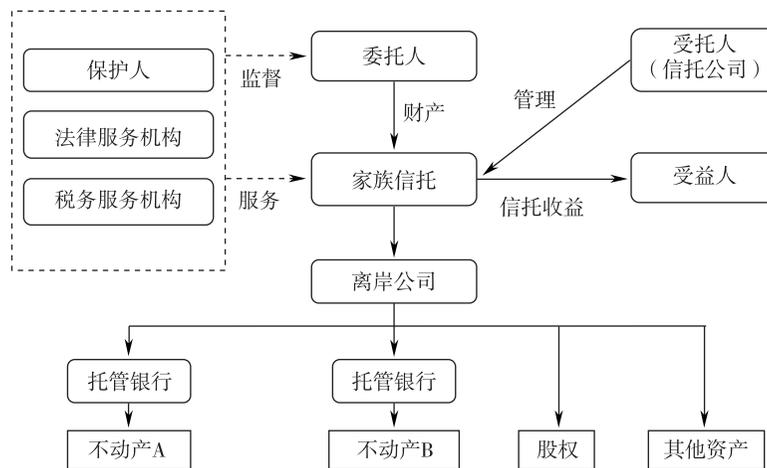


图 4 离岸家族信托的基本架构

(2) 境内家族信托的实践。2012 年 9 月，平安信托在境内发行第一单家族信托，由此拉开了家族信托在中国本土化发展的序幕。继平安信托之后，家族信托在私人银行领域也实现了“破冰”。2013 年 7 月 11 日，招商银行在深圳宣布成立境内私人银行第一单家族信托。北京银行私人银行也与北京信托合作开展家族信托业务，家族信托受托资产门槛为 5000 万元，存续期限 5 年以上，初期受托的资产类型限于现金存款，未来将有望逐步引入股权、房产等作为委托财产。

家族信托被公认为信托业务的新蓝海，然而，信托财产登记制度、税收制度等基础制度的缺失以及信用机制的缺失、人才的匮乏等，导致家族信托的发展缓慢且曲



折。随着信托行业转型压力的加剧，家族信托逐渐受到重视。2013 年被称为“家族信托元年”，家族信托开始进入公众的视野，经过一年多，家族信托已经取得较大的进展。平安信托、北京信托、外贸信托、中信信托、长安信托等已经推出了家族财富管理信托产品，其他多家信托公司也在酝酿相关的产品，部分信托公司家族信托系列产品介绍可见表 2。

表 2 市场上的家族财富管理信托产品一览表

信托公司	产品名称/系列	个性化服务	合作机构
平安信托	平安财富·鸿承世家系列单一万全资金信托	委托人与平安信托共同管理这笔资产，委托人可通过指定继承人为受益人的方式来实现财产继承；其资金主要投向物业、基建、证券和加入集合资金信托计划，预计年收益在 4% ~ 4.5%；固定管理费年费率为信托资金的 1%，年信托收益率高于 4.5% 以上的部分，收取 50% 作为浮动管理费	
外贸信托	家族信托基金	家族信托基金主要针对家庭总资产 5 亿元以上的客户，其资产门槛为 5000 万元，期限为 30 ~ 50 年（跨代），为不可撤销的信托；据报道，截至 2014 年底，外贸信托家族信托累计规模达十几亿元，签约单数超过 60 单，储备客户有 200 多名	招商银行私人银行部
北京信托	家业恒昌系列家族信托产品	单一信托，委托人限单个自然委托人，受托人为北京信托，北京银行担任信托财产托管银行及财务顾问角色，受益人可由委托人事先指定；受托资产门槛为 3000 万元，存续期限 5 年以上，为不可撤销信托；初期受托的资产类型限于现金存款，未来将有望逐步引入股权、房产等作为委托财产	北京银行私人银行部
中信信托	家族信托办公室保险金信托	2015 年 4 月，中信信托联合中信银行签约国内首单家族信托业务，除包含现金资产外，还涵盖房产、股权、古董收藏品等多类家族财产；中信信托还推出“中信仁信居家护理养老信托”	信诚人寿、中信银行、北京慈爱嘉养老服务有限公司等
紫金信托	“紫金私享”系列信托产品	针对 5000 万元资产以上的客户，根据不同类型高净值客户的理财特征和需求偏好，提供一站式定制化财富管理服务	
上海信托	2014 年 4 月，正式成立了家族信托办公室	为超高净值客户提供涉及财富管理、财富人生规划、接班人培养、公司管理等多方面的服务	
中融信托	中融家族办公室标准化“家族信托”产品	起点门槛为 1000 万元人民币满足客户资产保护、子女教育、婚姻保障、退休赡养、财富传承、全权委托等六大需求	聘请了台湾的专家团队提供咨询服务
长安信托	“长安家风”系列家族信托	平台开放式的战略合作，为高净值人群提供一揽子标准化和定制化的财富管理服务	知名律师事务所
建信信托		建设银行与建信信托合作推出家族信托业务，受托资产门槛为 5000 万元	建设银行
兴业信托	“藏珑一号”家族信托计划	2014 年 12 月 17 日，兴业信托“藏珑一号”家族信托在上海正式签约落地，合同期限为 30 年	



从目前信托公司开展的家族信托来看，各公司在客户来源、组织架构、家族信托产品方案设计等方面各有特色，形成了各自的业务模式。但纳入家族信托的资产类型还是以现金为主，在日后条件成熟的时候，可以纳入债券、股权等金融资产，未来还有可能将未上市企业股权、房地产等都纳入家族信托。总体上看，境内家族信托的结构可以见图5。

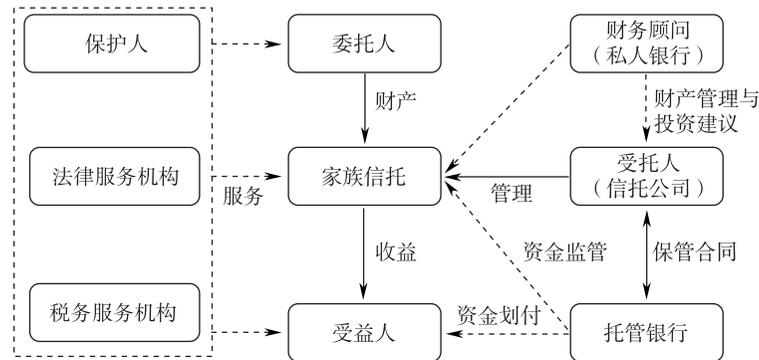


图5 境内家族信托的基本架构

## 2. 存在主要问题

总体上看，信托公司多采取与私人银行、律师事务所等机构合作的方式。在许多项目中信托公司实际上只是充当通道的角色，并且多数家族信托产品的信托财产仅仅是资金，并且投资标的也多是信托公司自己的信托产品。信托公司做家族信托的目的变成可以获得稳定的、长期的和低成本的资金来源，这与真正意义上的以财富传承和保护为目的的家族信托还有一定的距离。

### (二) 家族信托的障碍与完善机制

家族信托涉及的财产形式多样，可以采取多种灵活的设计，要求信托公司必须具有综合的资产管理能力和资产配置能力。可是目前中国大部分信托公司只具有投融资的能力，再加上中国的整体信用体系和法律体系也不是很健全，导致家族信托业务在中国发展缓慢。中国信托公司目前的家族信托业务受托资产几乎全部是资金信托，与家族信托最核心的功能——财富传承，还有很大的距离。这是因为中国开展家族信托仍面临一定的制度约束：信托财产的登记、转移配套制度不完善；税收筹划等功能无法发挥，可能存在重复征税问题；难以实现跨境资产配置等。信托公司应当如何开展真正意义上的家族信托值得深思。



## 1. 法律层面

2013年以来，为高净值人士量身定做的家族信托成为市场的热点，一些金融机构已经推出了家族信托产品，然而，中国家族信托仍处于起步阶段，发展缓慢。一方面是由于中国长期的信用缺失，使高净值人士对于把家族财富委托给信托公司心有余悸；另一方面是由于中国信托法律法规尚不完善，阻碍了家族信托的发展。中国《信托法》第三条明确规定，本法适用于在国内开展的民事、营业和公益信托，因此，在境内设立家族信托并没有原则性或实质性的法律障碍。但在以下方面有待进一步明确与完善。

(1) 明确信托财产的独立性，确保信托财产的安全。《信托法》第二条规定，“信托，是指委托人基于对受托人的信任，将其财产委托给受托人”。立法采用了“委托给”的表述，而非审议稿中的“转让给”，给理论界与实务界留下了争论的空间。一种观点认为，该条的“委托给”应解释为“转让”，信托财产所有权转移给受托人；一种观点认为，“委托”并不等于“转让”，受托人并不享有信托财产的所有权。源于英美法的信托采取受托人享有普通法上的所有权和受益人享有衡平法上的所有权的二元设计，中国作为大陆法系国家遵循物权的绝对性原则，因此，用中国传统的物权法理论很难解释信托财产的所有权归属。长期以来，中国实践中的信托绝大多数为资金信托，对于信托财产归属的要求并不强烈，换言之，信托财产独立性并不明显。而真正意义上的家族信托不仅仅涉及资金，还包括不动产、股权、艺术品等等，作为典型的管理类信托，由于家族信托存续期限长、规模大等，其对信托财产独立性的要求更高。由于受托人是为了受益人的利益而管理信托财产，从物权法的角度看，受托人享有信托财产的占有、使用和处分权，而受益人享有信托财产的收益权。因此，受托人并不享有真正意义上的信托财产所有权，信托作为一项特殊的制度，其对应的信托财产权应亦是一种独特的财产权。信托财产“转移给”受托人不能等同于物权法上的“转移”，而“委托给”的用词容易与合同法上的“委托合同”相混淆。

基于此，建议《信托法》第二条的“委托给”直接修改为“信托给”，明确信托制度独特性。同时，也避免再出现信托财产所有权是否转移给信托公司的争论，对信托而言，只要确保信托财产的安全和独立即可。

(2) 明确信托登记机关和流程，确保信托财产的独立与隔离。《信托法》第十条规定，“设立信托，对于信托财产，有关法律、行政法规规定应当办理登记手续的，应当依法办理信托登记。未依照前款规定办理信托登记的，应当补办登记手续；不补



办的，该信托不产生效力”。明确了信托财产的登记。信托财产登记的意义在于确定信托财产的独立性，以实现信托财产的风险隔离。但中国目前并无统一的信托登记机构和登记程序，又强制要求登记生效，一定程度上阻碍了不动产信托和知识产权信托等的发展。目前，若以家族拥有的房产设立信托，则面临着因无法办理登记手续，而无法设立信托或者设立的家族信托无效的情形。这种合规性风险也是开展家族信托的障碍之一。信托财产的登记应与《物权法》、《不动产登记暂行条例》、《公司法》、《专利法》、《商标法》等作为信托财产的财产与财产权变动的登记相衔接，并且需要在相关的法律法规中予以明确，否则实践中的操作将无据可循。

(3) 完善信托登记的效力，确保家族信托的私密性。信托登记的意义在于保障信托财产的独立性，公示信托关系，维护交易秩序。但是，这与家族信托的“私密性”要求是相违背的，强制的登记生效不利于委托人隐私权的保护，会打击高净值人士设立家族信托的积极性。信托登记是大陆法系国家为了实现公示，维护第三人的利益而设立的；英美法系国家并无登记的要求，可以更好地保护隐私。实际上，在信托发展较早的大陆法系国家，对于信托财产的登记采用的是“登记对抗主义”，即信托财产未办理信托登记，不得以该财产属于信托财产对抗善意第三人，但不影响信托的效力。这种立法模式可以较好地平衡委托人的隐私保护和信托财产公示之间的平衡。

基于此，建议《信托法》第十条修改为“设立信托，对于信托财产，有关法律、行政法规规定应当办理登记手续的，应当依法办理信托登记。未经登记，不得对抗善意第三人”。为了鼓励家族信托的设立，推动家族信托的发展。

(4) 规范与明确信托税收制度，助力家族信托发展。家族信托在国外繁荣发展的一个重要原因是，家族信托可以有效地规避高额的遗产税和资产税。中国目前是否开征遗产税仍处于讨论阶段，因此，家族信托的节税功能并不明显。此外，中国的信托税收制度并不健全，信托制度本身固有的税收策划和节税功能不能得到有效体现，不利于整个信托行业健康持续发展，也使部分高净值客户对于家族信托抱有观望和迟疑的态度。信托税收制度，与信托登记制度均属于信托配套制度，它们的建立和完善是发展家族信托的基础和前提。从规范体系上看，信托税收制度应单独予以规范。

目前《信托法》的许多规定都是围绕营业信托而进行的，监管部门关于信托的部门规章和规范性文件也都是针对信托公司开展的营业信托的。鉴于以家族信托为代表的事务管理型信托是中国未来信托发展的方向之一，《信托法》的修订应侧重事务管理类信托，并注意与《物权法》、《继承法》和《合同法》中有关规定的衔接和配



合，以实现家族信托私人财产保护和传承的功能。此外，开展家族信托应特别注意信托财产来源的合法性和信托目的的合法性，避免通过设立家族信托达到非法目的。《信托法》修订过程中，应对此问题予以明确。

## 2. 其他配套机制

除了需要完善相应的法律机制，为家族信托在国内的发展提供制度上的支撑外，信托公司也应当努力提升自己的资产配置能力，同时应当逐步培育整个社会的信用机制和信用文化，提供家族信托成长和繁荣培育的土壤。

(1) 信托公司应提升自己的资产配置与管理能力。在信托行业转型和发展的关键时期，家族财富管理信托被视为信托业未来的发展方向主义。目前，信托公司开展的融资类业务更多类似于向客户销售理财产品，客户基本是通过预期收益率的高低来选择信托公司。家族信托不仅仅是向客户销售理财产品，信托公司赚取的也不是利差收入；而是为客户提供专业化、定制化的一揽子综合财富管理服务，信托公司收取的是管理费。业务模式和盈利模式的差异决定了信托公司对家族信托业务的管理亦应有所不同。因为是综合财富管理服务，资金端的多样性决定了资产端的配置也必须朝多元化方向发展，资产配置能力就至关重要。资产配置不但包括货币市场、资本市场和实业市场的综合水平和配置，还包括对于房产、艺术品等资产的管理能力。

某种意义上说，如果说信托公司传统的投融资业务比的是低成本资金的获取和优质项目的获取能力，那财富管理类业务比的是获取高净值客户的信任和综合资产配置能力。从目前的情况来看，绝大多数信托公司尚不具备完备的资产配置能力。加强人才的培养和储备，逐步提升资产配置和管理能力是发展家族信托的根本前提。

(2) 创建社会信用机制与培育信用文化。信托即“因信而托”，其本身就是以“信任”为基础的法律机制，“信任”和“托付”是其发展的根基。家族信托是以家族财产为信托财产设立信托，几乎相当于客户将身家性命委托给信托公司进行管理，因此，更需要客户对信托公司有充分的信任，家族信托中的信任应该是比一般信托中的信任程度更高。然而，中国社会长期以来的信用缺失和信托公司作为金融机构可能面临的破产风险，让客户对中国信托公司的信任大打折扣。

因此，大力发展家族信托还需要逐步完善信用机制，培育信用文化，通过信托知识宣传以及合理引导，让更多的人了解信托的制度安排和架构，信托并不会因信托公司自身的问题受到影响。同时，通过引入信托保护人、受托人替代与更换和对受托人权利限制等制度上的设计，弥补社会信用的不足，进而吸引更多的高净值客户选择家



族信托作为财富管理与传承的方式。

## 五、家族信托制度设计与业务模式

### （一）家族信托制度设计

围绕信托的构成要素，家族信托的制度设计主要是从信托的目的、信托财产、信托的委托人、信托的受托人、信托的受益人以及信托保护人六个方面进行讨论与分析。

#### 1. 家族信托的目的

信托目的是委托人确定的，通过受托人委托管理运用信托财产所要实现的目的。委托人设立信托必须要有目的，目的不明确或者不能确定的，受托人无法实施信托，信托自不能成立。根据信托目的不同，信托可以分为公益信托和私益信托。家族信托的目的通常是为了家族子孙后代利益的私益信托，但也可以包含公益的目的，即部分信托财产用来从事公益事业。例如，梅艳芳的家族信托中则同时包含私益和公益的目的。

在家族信托制度中，委托人的信托目的可能是多样的，并且不同类型的家族信托，信托目的有所不同。例如，侧重于子女教育的家族信托主要目的是子女教育费用的支付，侧重于家族财产保护的家族信托主要目的是防止家族财产被分割或侵占。但是许多家族信托的目的可能并不是单一的，而是一个综合的家族财富管理和传承方案，其中及涉及家族财富的传承，也涉及子女的教育、财产的保护、公益事业的参与等目的。

需要特别注意的是，家族信托的核心目的是家族财产的保护和传承，而非财富的增值和保值。这也是家族信托区别于目前信托产品的根本所在。在开展家族信托的起步阶段，囿于法律制度的限制以及高净值客户认识上的限制，信托财产仍以资金为主，与传统的单一资金信托区别不大，但无论是受托人还是委托人都必要摆正态度，正确地认识家族信托的目的。否则，家族信托很难长远地发展下去。

#### 2. 家族信托的委托人

信托法律关系中的委托人是指将财产委托他人管理的人，是通过信托行为把自己的财产转移给受托人并委托受托人为自己或自己指定的其他人的利益或特殊的目的对信托财产进行管理或处分，并以此设立信托的人。委托人设立信托是基于对受托人的



高度信任，如果委托人对受托人欠缺这种信任，则绝不可能将自己的财产交给后者运用，从这种意义上说委托人在信托关系中的地位十分重要。在一定程度上可以说没有委托人就没有信托。

委托人的行为能力。根据《信托法》第十九条的规定，信托法律关系的委托人同时具备民事行为能力和对要设立的信托财产享有所有权或依法处分权。家族信托制度中，委托人在签订信托协议时也应该具有民事行为能力，可以签署合同并承担相应的合同后果。当然，委托人订立的信托是否有效应当结合委托人的身体状况、精神状态等多重因素综合判断。例如，梅艳芳去世后，梅妈和其两个哥哥向法院提起诉讼，请求确认信托无效的理由就是，梅艳芳是在病重、意识不清楚的状态设立信托的，受到医生和其他人的蛊惑，因此，信托并不是梅艳芳真实的意思表示，应当是无效的。香港高等法院在案件审理过程中，对于多份信托文件进行了反复的研究和推敲，认为在不同的信托文件中，随着时间的推移，委托人的语言表述越来越精炼和专业，并结合其他证据，应当认为梅艳芳是在完全有意识的状态下，设立的信托，信托应当是有效的。

### 3. 家族信托的受托人

受托人是指接受委托人的委托，为受益人的利益而管理信托财产的人。受托人在信托关系人中发挥着核心的作用，一方面受托人接受信托财产，使信托得以有效运作，另一方面受托人经营管理财产为受益人利益服务。在信托中，受托人是一个享有极多权利，同时也被苛以极重义务的人。就权利而言，受托人可以象财产所有人一样对信托财产进行占有、使用、管理、处分，决定信托财产的运用方式；就义务而言，受托人必须按照信托条款或信托目的的要求去管理信托财产，处理信托事务，并向受益人承担信义义务。

家族信托受托人的选择。根据《信托法》第二十四条的规定，受托人应当是具有完全民事行为能力的自然人、法人。从理论上来看，自然人（委托人的近亲属、朋友）、法人（信托公司）<sup>①</sup> 均可以作为受托人。但从实践来看，自然人不适合担任家族信托的受托人，理由在于：第一，自然人通常不具备财产管理的经验，不能对家族财产进行很好的管理和运作，而且容易造成资产的减值和贬损，会损害受益人的利益；第二，自然人的道德风险很难防范，中国目前并无信托登记制度，自然人作为受

<sup>①</sup> 在中国，未经银监会批准的信托公司不得开展信托业务，因此，目前阶段法人受托人只能是信托公司。



托人难以实现受托资产和自己资产的分离，容易引发道德风险；第三，目前并无自然人担任受托人的先例，对于高净值客户而言，很难信任自然人作为受托人管理自己的财产。从现阶段情况看，作为经银监会批准开展信托业务的信托公司是家族信托受托人的最好选择。作为受到严格监管的金融机构，信托公司的道德风险较律师事务所、会计事务所以及其他机构要低很多。实际上，如何解决委托人对受托人的信任问题将是制度设计的重点。在家族信托中，可能出现共同受托人的情形，及信托公司和委托人信任的人共同担任受托人，以更好地管理信托财产。

#### 4. 家族信托的受益人

中国《信托法》第四十三条规定，受益人是指委托人欲使其享有信托利益的人。信托关系的本旨决定了信托利益应当由受益人享有：一方面信托是为受益人的利益而设计的一种财产管理制度，一项信托不能没有受益人；另一方面信托的成立与实施都不需要受益人的积极参与，但其享受财产管理所带来的利益。在信托法中，之所以对受托人规定了种类繁多的义务并赋予受托人极大的权利都是为了使受益人能真正地受益。根据委托人与受益人的关系，信托可以区分为自益信托和他益信托，委托人为受益人的是自益信托，中国目前的集合资金信托只能是自益信托<sup>①</sup>。

家族财富管理信托的受益人通常是委托人的家庭成员，一般属于他益信托。具体而言，家族信托制度中的委托人在签订的信托文件中通常会约定信托受益人、信托财产的分配时间，在不同受益人之间的分配顺序等。除了委托人的家庭成员外，委托人也可以指定家庭成员之外的人作为受益人，得到信托的照顾，这正是信托的灵活性所在，并且家族信托特有的保密性，也有助于实现此目的。

受益人的权利。受益权是受益人在信托中享有信托利益的权利，也是其最主要的权利。受益权主要是指受益人享有在信托存续期间取得信托财产收益的权利，在信托终止后委托文件没有另外规定信托财产归属人的情况下获得信托财产的权利。具体而言，受益人的权利包括信托权益的享有权、监督信托事务的权利以及受益人的附随信托受益权的其他权利。家族信托的受益人通常是多个人，在法律上被称为共同受益人。《信托法》第四十五条规定，共同受益人按照信托文件的规定享受信托利益。信托文件对信托利益的分配比例或者分配方法未作规定的，各受益人按照均等的比例享受信托利益。

<sup>①</sup> 《信托公司集合资金信托计划管理办法》第五条。



受益人的义务。就义务而言，家族信托制度中受益人的权益来自信托协议的约定，所以在信托法律关系中不承担任何义务。因此受益人在信托法律关系中仅仅是一个受益者。但是如果委托人在信托文件中约定了受益人取得信托利益的条件和前提的，则受益人应当遵守约定或者履行相应的义务，否则没有办法取得信托利益。例如，北京信托的家业恒昌家族信托中，委托人约定两个孙子应当承担对生父、祖父母之墓进行祭扫的义务，否则将丧失受益权。

### 5. 家族信托的保护人

家族信托较一般信托的特殊性在于，更注重财产的安全，因此，在家族信托的制度设计中，通常会引入保护人的角色，以确保受托人可以按照委托人的意愿管理财产，避免损害受益人的利益。

保护人的定位。中国《信托法》中并未规定信托保护人，仅仅在公益信托部分规定了信托监察人<sup>①</sup>。为了避免与公益信托的监察人相混淆，本文在家族信托的制度设计中使用保护人的概念。委托人、受托人以及受益人均是家族信托制度法律关系当事人，而保护人并非该法律当事人，但保护人与该制度的实施又密切相关。保护人并非必须存在，但考虑到家族信托的复杂性以及对委托人和受益人的重要性，并为信托财产的安全，建议在家族信托中设立保护人。信托保护人是为了在一定的情形下保护受益人的利益而设立的，其主要的职责是在受托人作出针对信托财产的重大处置、决策等影响受益人利益的情形下保护受益人的利益。国外的家族信托中通常设置了保护人，本文开始提到的沈殿霞的家族信托中也设计了保护人，以便可以尽可能保护受益人的利益。

保护人的选择。从国外信托的实践来看，保护人可以是机构，也可以是个人，可以是一个人，也可以是两个人以上的多个人。对于谁可以成为监察人，并没有具体的规定。依据民法的基本理论，无民事行为能力人、限制行为能力人不得担任信托保护人。并且考虑到家族信托的存续期限长、直接影响到子孙后代等家族成员的利益等，建议选择保护人时充分考虑保护人的年龄、身体状况、专业能力等多种因素。鉴于家族信托的复杂性，可以引入专业人士担任保护人，如律师、会计师等，但是也要注意保护人可能与受托人串通损害受益人利益的风险。因此，在信托文件中必须规定保护人的选择标准、保护人的责任等事项，尽可能避免出现保护人滥用职权或保护人缺

<sup>①</sup> 《信托法》第六十四条规定，公益信托应当设置信托监察人。信托监察人由信托文件规定。信托文件未规定的，由公益事业管理机构指定。



位等情形。

总体上看，家族信托除了委托人、受托人和受益人，并引入了保护人外，通常还会有法律顾问、税务顾问等角色。因为家族信托涉及的财产类型复杂多样，并且期限较长，涉及到委托人的子孙后代，其中涉及的税收问题也非常重要，尤其是在离岸信托中，可能需要了解不同国家、地区的法律、税制等。在中国现阶段私人银行和信托公司合作开展家族信托业务的时候，还存在私人银行在整个信托架构中作为财务顾问角色。

## （二）家族信托的业务种类和模式

中国目前市场上的信托主要是作为理财方式的信托产品。从本质上看，信托可以作为一种理财的方式，但并非仅局限于理财。从本质上看，家族信托并非独立的信托产品，而是通过信托安排为家族财富的管理和传承提供服务的总称。根据个性化程度不同，可以分为针对超高净值客户的个性化、定制化的家族信托和专门针对高净值客户某一领域需求的标准化家族信托产品。根据信托财产类型不同，可以分为资金信托、不动产信托、股权信托、艺术收藏品信托以及事务管理信托。根据信托发挥职能的不同，可以分为家族财富传承信托、家族企业股权信托、购房信托、子女教育信托、遗产信托和离婚信托等。

### 1. 遗产信托

遗产信托是非常古老的信托，西方国家许多高净值人士选择遗嘱信托作为身后财产的规划方式，即将全部或者一部分财产成立信托，委托信托公司（受托人）在自己百年后依照遗嘱内容执行信托相关事宜。这样一方面可以按照委托人意愿分配财产，防止他人侵占，另一方面还可以对遗产进行管理运作，避免继承人任意挥霍财产，以致未来生活无法保证。同时，在征收高额遗产税的国家，还可以起到合理避税的效果（见图6）。

### 2. 离婚信托

离婚时最重要的问题是孩子抚养和财产分割，通常情况下，离婚后孩子由母亲负责抚养，分给母亲的家庭财产再加上子女抚养费，会是一笔不小的财富。但如果母亲不善于理财，很可能还未等到子女成人，财产就已经所剩无几。通过信托可以很好地解决这个问题：将赡养费或其他财产作为信托财产设立信托，由信托公司进行管理或投资理财，收益划入信托账户，信托公司定期向收益人支付生活费，并负担疾病等突发事件的费用支出（见图7）。

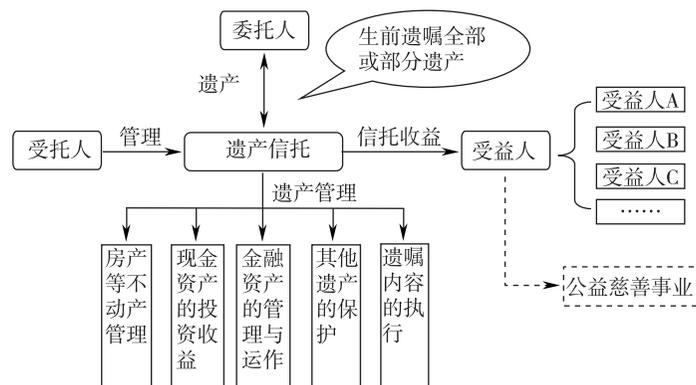


图6 遗产信托的架构

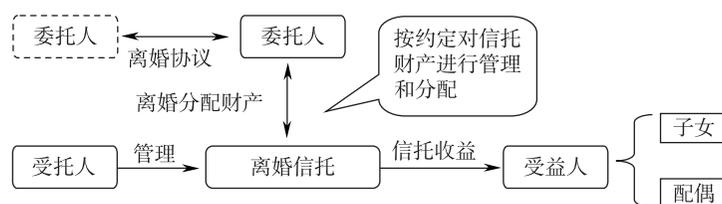


图7 离婚信托的架构

### 3. 子女教育信托

子女教育是家庭财产管理和分配中必不可少的组成部分，对于高净值客户而言，更是如此。子女教育信托是家族信托产品中专门针对子女教育的产品，委托人将信托资金交付给信托公司，设立专门的子女教育信托。信托公司通过专业化投资管理实现信托财产的保值增值，在满足委托人支付子女教育经费目的的同时，还可以实现投资收益（见图8）。

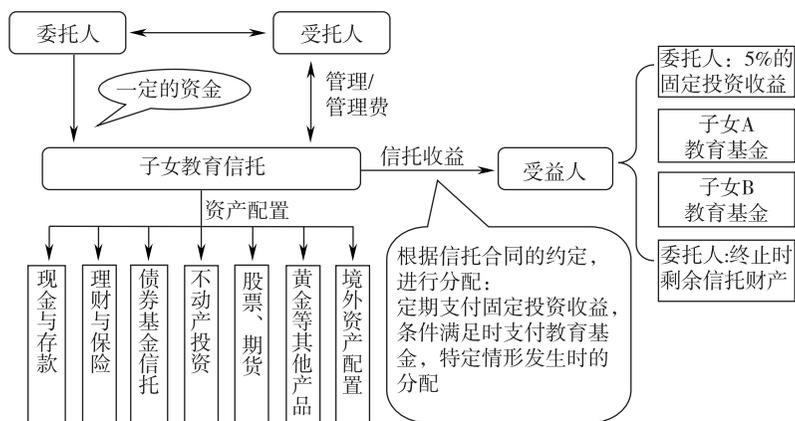


图8 子女教育信托的架构



#### 4. 家族企业股权信托

股权结构稳定是企业稳健运行与持续发展的保障，但是股东会成员家庭状况、婚姻状况的变化可能对公司股权造成重大影响。通过设立信托，以家族信托持有公司股权可以有效维护公司股权的稳定（见图9）。2012年龙湖地产掌门人吴亚军与丈夫蔡奎离婚，但并未影响到龙湖地产的股权结构和运营情况。这得益于提前通过家族信托方式对股权进行分割和安排。

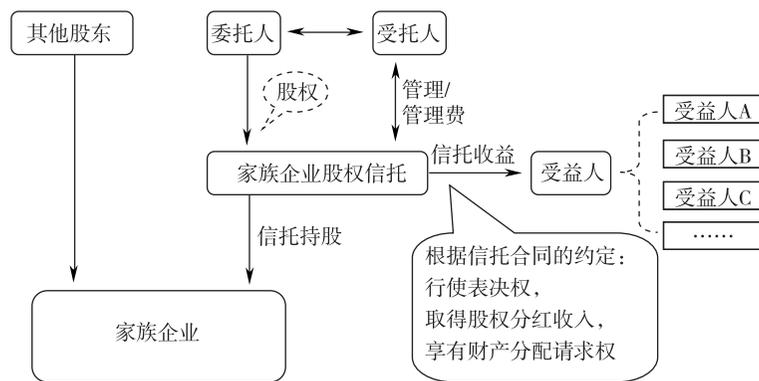


图9 家族企业股权信托的架构

#### 5. 家族财富传承信托

委托人将其持有的现金设立信托，受托人根据信托合同约定对资金进行管理运作实现保值增值，同时按照委托人意愿在约定的条件下向受益人支付信托利益。这样能实现家庭财富与企业资产的风险隔离，实现家族财富的保值增值，实现家族财富的传承，有效节税，避免婚姻风险对家族财富的分割。

在信托合同中进行明确约定，根据客户需求灵活设置分配机制，可包括：定期定额分配，支付生活费、学费；受益人年满18周岁时定额支付；受益人购买房产时定额支付；受益人结婚时定额支付；受益人生子时定额支付；受益人创业时定额支付；剩余财产支付安排。信托期限可以是50年至100年，根据委托人意愿制定，到期经受益人与受托人协商一致可延期。信托资金可以投资于各类金融产品，包括同业存款、银行人民币理财、低风险信托产品、其他低风险金融理财产品、债券、基金、股票、QDII（合格境内机构投资者）、QDIE（合格境内投资者境外投资）境外理财产品。具体投资标的及投资比例由受托人和委托人在信托合同中进行约定。

综上所述，家族信托涉及的财产形式多样，可以采取多种灵活的设计，可以满足不同客户多样化的需求。但正如上文所述，家族信托不但需要相关法律法规的完善，

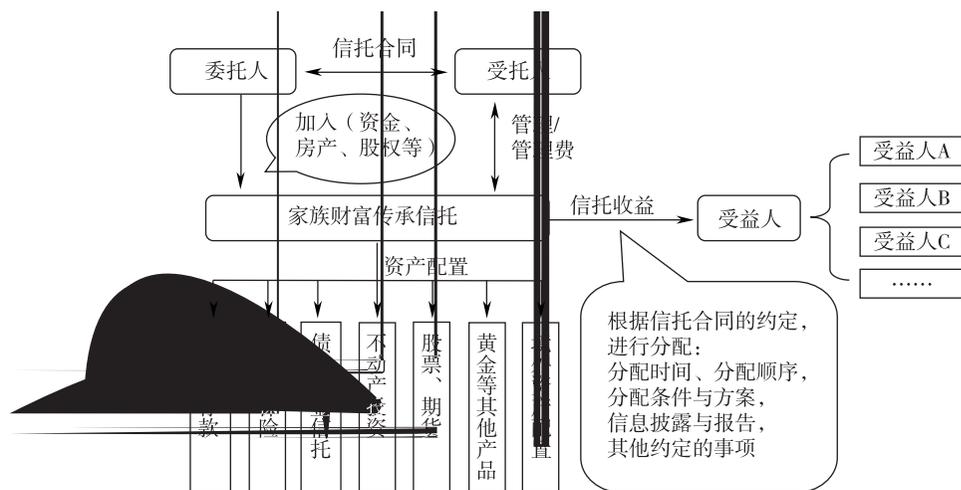


图 10 家族财富传承信托的架构

也要求信托公司必须具有综合的资产管理能力和资产配置能力。可是目前中国大部分信托公司还是更擅长于开展投融资业务，并且信用体制的不完善，没有遗产税和赠与税等税收制度上的刺激，均导致中国的家族信托市场发展缓慢。此种背景下，许多超高净值客户盯上了境外市场，通过离岸家族信托实现包括家族企业股权在内的家族财富的传承。

### （三）离岸家族信托

离岸信托，顾名思义就是在离岸地成立的信托。广义上看，离岸信托是非依本国法律成立的信托；狭义上看，是在特定地区的地区设立的信托，一般而言，这些地区对于信托的规定更有利于实现委托人的意愿，保护受益人利益<sup>①</sup>。换句话说，离岸地是信托法最为灵活和发达的地区，对于信托税收等有多的优惠，其目的也是吸引更多的人来设立信托。

#### 1. 离岸家族信托的架构

离岸家族信托与国内家族信托的基本架构一致，区别在于信托设立地的不同导致离岸家族信托的机构更为复杂。离岸家族信托通常会是有层离岸公司的架构，由离岸公司最终持有分布于不同国家和地区的财产，根本目的是合理、合法地实现委托人保留对信托财产的控制，同时实现税务筹划、财产规划等目的。

（1）离岸家族信托的核心要素。离岸家族信托的设计通常需要考虑以下核心要

<sup>①</sup> 蒋松丞编著：《家族办公室与财富管理——家族财富保护、管理与传承》，广州，南方出版传媒、广东人民出版社，2014。



素，可见表 3：

表 3 离岸家族信托方案的核心要素<sup>①</sup>

要素	委托人	受托人	受益人	信托财产	信托地点
个人因素	性别、因素、爱好、身份、婚姻状况、资产情况	信托机构的选择，信托机构的资质选择	性别、性格、国籍、爱好、婚姻状况、资产情况	信托财产的种类、信托财产的属性、税收	离岸地的选择
家族因素	保护：信托资产独立性、隔离性、私密性； 管理：由专业信托机构进行管理； 传承：通过将家族财富注入信托，实现家族传承	信托机构的选择，信托机构的资质选择	家族传承考虑	家族财富：现金、股权、不动产、税收	离岸地的选择
家族企业因素	保护：信托资产独立性、隔离性、私密性； 管理：可实现适当的控制权安排； 传承：通过将家族企业注入信托，实现家族企业传承	信托机构的选择，信托机构的资质选择	家族企业的传承考虑	家族企业财富：现金、家族企业股权	离岸地的选择

(2) 离岸家族信托的核心条款。离岸家族信托应当充分体现委托人的意愿，较国内家族信托更为辅助。由于涉及到不同的法域，需要由一些特殊的条款，以实现委托人对委托人、受益人利益的保护（见表 4）。

表 4 离岸家族信托的核心条款<sup>②</sup>

核心条款	主要内容
改变信托所在地法条款	如果委托人选择了自己更熟悉法律规定的离岸地，可以通过在离岸信托协议中授权受托人将信托所在地改变为对信托更有利的离岸地法。
更换受托人条款	可以在信托协议中约定，档发生特定的实践时，离岸信托的受托人可以被更换，委托人可以重新指定受托人。
转移信托财产条款	协议中约定，在必要情况下，受托人将信托财产转移至更为有利的管辖地，以保护信托财产，是受托人有合法的理由继续保护信托财产。
反强迫条款	如果受托人有理由相信委托人是在强迫的条件下提出遣返离岸信托收益的要求，离岸地法律允许离岸信托的受托人忽略委托人的请求。
保护人条款	保护人条款是委托人保留控制权和保障信托财产安全的重要手段，保护人的权利包括：解任受托人、转移信托财产的管辖地、冻结支付给遭遇债权人、婚姻等不利处境的受益人的利益；增加受益人；修改信托协议，修正和更新所得税和遗产税的文件。保护人可以是一个人或多个人，保护人委员会。

<sup>①</sup> 谢玲丽、张钧：《家族办公室——家族（企业）保护、管理与传承》，广州，广东省出版集团、广东人民出版社，2013。

<sup>②</sup> 蒋松丞：《家族办公室与财富管理——家族财富保护、管理与传承》，广州，南方出版传媒、广东人民出版社，2014；张天民：《失去平衡法的信托——信托观念的扩张与中国〈信托法〉的机遇与挑战》，北京，中信出版社，2004。



(3) 离岸家族信托的控制。离岸家族信托面临的一个重要问题是控制权的实现，对于亚洲的富裕阶层更是如此。因此，如何实现委托人对家族信托的控制与信托的有效性之间的平衡也是需要考虑的问题。

根据离岸家族信托的实践，控制权的实现主要有以下路径<sup>①</sup>：

选择合适的受托人。主要包括：商定财产的管理、共同受托人、受托人撤销与更换。

巧妙设计受托人的义务。两个以上受托人一致同意规则，勤勉与审慎义务，信义义务，自我交易制度，公平交易制度，禁止同业竞争制度，投资与分配义务，信息披露义务。

多层信托架构。在成立信托时，在信托项下设立两层离岸公司。第一层是离岸公司的股东和董事由受托人担任，第二层离岸公司的董事由委托人或其家族成员担任。所有的信托资产都放在第二层离岸公司项下。

保护人或监察人制度。为信托设立一个保护层，赋予委托人通过选择一个可靠的保护人以监督信托的有效运作。保护人可以是委托人的配偶或者信任的其他亲属、朋友，或者是专业的家族办公室、律师等。

委托人的权利保留。了解信托财产的使用状况，调整信托财产的管理办法，行使撤销权，解任受托人，变更受益人。

## 2. 离岸家族信托的设立

(1) 家族信托的文件。离岸家族信托通常是按照英美法体系下的信托法设立的，与国内信托设立以信托合同为依据略有差别，离岸家族信托的设立主要包括信托合同与意愿书两份文件。

信托合同是对双方签署的有约束力的合同；意愿书是委托人单方意思表示的文书，是对信托合同内容的细化和具体。与信托合同相比，意愿书并不是一份正式的具有约束力的法律文件，理论上，受托人可以选择接受或拒绝。但是从委托人和受托人之间的信任关系看，受托人都选择按照意愿书的要求处理信托财产。<sup>②</sup>

从内容上看，意愿书通常会规定对信托收益权的分配，特别是有多个受益人时，

<sup>①</sup> 蒋松丞：《家族办公室与财富管理——家族财富保护、管理与传承》，广州，南方出版传媒、广东人民出版社，2014。

<sup>②</sup> 谢玲丽、张钧：《家族办公室——家族（企业）保护、管理与传承》，广州，广东省出版集团、广东人民出版社，2013。



意愿书可能会写明对各个受益人的份额额度，委托人对于信托照顾受益人的具体期望等。例如，梅艳芳设立的家族信托中对于梅妈和其他受益人的照顾均是在意愿书中规定的，信托合同中并无体现。意愿书中也可以载明委托人设立家族信托的动机以及其他愿意载明的事项。意愿书的优点在于：第一，有利于实现家族信托的保密性，信托合同中对受益人的安排仅仅是原则性的，具体的规定可以在意愿书中体现。第二，可以方便委托人随时调整受益权分配情况，当受托人受到委托人的多份意愿书时，通常按照最后时间收到的意愿书执行。

(2) 设立步骤。家族信托的设立通常包括以下步骤：

与专业人士沟通设立家族信托的诉求，厘清设立家族信托的影响因素。

选择离岸家族信托设立地和受托人，通常会和第一个步骤同时进行，做好充分的前期准备工作。

选择法律机构和税务机构进行法律、税务筹划。法律筹划和税务筹划应当同时进行，因为不同的法律机构涉及的税收是不相同的。专业机构应当出具不同的方案，供委托人选择。

受托人根据法律税务筹划，充分考虑委托人的诉求，进行家族信托方案的整体设计，包括信托架构的整体安排和可能涉及的各种费用。与委托人进行沟通，修改完善方案，并由法律机构出具法律意见书。

由律师出具相关法律文件，交易当事人进行充分的沟通磋商后，签署正式的信托合同。

委托人出具信托意愿书，对信托合同的内容进行细化和补充。

家族信托的最终实施与调整。在实施过程中，可以根据情况的变化对家族信托的架构进行相应的调整。

## 六、结语

随着中国经济的快速发展，许多早期的创业者累积了大量的财富，这些高净值人士的财富管理和财富传承需求日益增长。中国自古以来“富不过三代”的魔咒更是时刻警示着这些高净值人士要事先做好财富传承的安排。信托因其独有的财产隔离和风险隔离机制而逐渐受到高净值人士的青睐。随着同业竞争的加剧和传统投行业务经营风险的增大，信托公司开始拓展新的业务领域，谋求新的发展空间，逐步向综合的财富管理机构转型。高净值人士的财富传承需求与信托公司的业务拓展需求相结合，



家族信托应运而生。

信托在中国的历史较短，家族信托更是近几年才开始受到关注，在业务转型压力下，境内的信托公司也将家族信托视为转型的方向。从家族信托的制度设计来看，除了委托人、受托人和受益人的基本架构外，还应当引入保护人的角色，保护信托财产的安全，同时应当聘请专业的法律机构和税务机构，实现法律和税务的筹划。从家族信托的性质来看，家族信托多数属于自由裁量信托，这个与目前市场上信托产品的较大区别，自由裁量信托的优势在于可以确保收益权分配的灵活性，适应家族信托期限较长的特色。从家族信托的设立地点来看，可以分为境内家族信托和离岸家族信托，目前境内的家族信托局限于以资金为信托财产并且尚未大规模开展；离岸家族信托主要是境内知名的企业家以企业股权为信托财产在离岸地设立的信托。长远来看，境内家族信托和离岸家族信托应当共同发展。

家族信托之所以受到青睐，在于其独特的魅力。目前，中国有机构已经推出了家族信托产品，但囿于法律环境的限制，当前的家族信托还是以现金管理为主，离真正意义上的家族信托还有一定的距离。从长远来看，中国家族信托市场前景广阔，信托财产转移和登记制度、信托税收机制的完善为家族信托的发展提供制度支撑。信托公司资产配置能力的提升和社会信用机制的培育是家族信托大规模发展的基本前提。



## 债权型信托直接融资工具基础研究

课题单位：中航信托股份有限公司

课题组成员：袁 田





## 摘要

为了有效防范化解信托公司风险，推动信托公司转型发展，银监会发布了《中国银监会办公厅关于信托公司风险监管的指导意见》（银监办发〔2014〕99号，以下简称99号文）。99号文明确提出要改造信贷类集合资金信托业务模式，推出债权型信托直接融资工具。但是无论在实践中还是学理上，尽管信托业实务人士以及专家学者普遍关注债权型信托直接融资工具<sup>①</sup>，业界对于债权型信托直接融资工具都缺乏统一的认识。这主要有两方面的原因：第一，其他五类业务的内涵与外延相对确定，有些业务已经在信托公司的实践中开展或者试点，而债权型信托直接融资工具这个术语对于信托业界来说是全新的，甚至费解的，信托公司不知道如何开展这类业务；第二，信贷类集合资金信托业务是当下信托公司的主要业务，但也暴露出各种弊端，受到越来越多的监管约束。按照99号文的表述，如果债权型信托直接融资工具能够改造信贷类集合资金信托业务模式，作为一项新的业务势必意味着更广阔的发展空间。

然而到目前为止，债权型信托直接融资工具仍然处于信托行业及信托公司的构想与探讨阶段，还未形成现实的市场“蛋糕”，也就无从谈及切割方法。基于此，本文从债权型信托直接融资工具提出背景出发，在理论层面对债权型信托直接融资工具这一概念进行明确界定，进一步辨析该类信托与类似制度的异同，认为债权型信托直接融资工具本质上是在债券直接融资中，引入一种信托机制，由受托人替代债券持有人行使某些债权权能，保障债权人利益，便利债券发行的制度，属于事务管理类信托。

随着我国债券市场规模不断扩大，债券违约事件频现。本文认为，传统的债权人制度以及债权代理人制度由于没有引入信托机制，缺乏专业的机构解决债权人集体行动的困境。债权型信托直接融资工具的信托法律构造相比于传统的信托具有特殊性，在附担保债权型信托直接融资工具中，债券发行人作为委托人与受托人签订信托契约，约定受托人的具体义务，为了全体债券持有人的利益，负责保管、处理担保物，监督债务人履约直至提起诉讼等管理事务。信托财产为担保物权而非债权，债券持有

<sup>①</sup> 刘向东、罗凯：《债权型信托直接融资工具之信托型企业私募债模式创新研究》，载《2014年信托业专题研究报告》，2014。



人仍然享有债权，可以进行交易。在无担保债权型信托直接融资工具中，受托人仅仅负责监督债务人、履行信息披露与起诉等事务，受托人的地位就如同自己拥有债权一般，能够行使部分债权的权能，保障债权的实现。此种情形下信托财产不是债权本身，而是债权的部分权能或者利益，债权人让渡部分权能，构成对自己的约束。

由此可见，债权型信托直接融资工具的核心是受托人制度，需要明确受托人的资格、违约前后的具体义务、救济手段等。在此基础上，本文认为信托公司作为我国法定的受托人，具有专业与经验上的优势，应当努力克服现有政策制度障碍，探索债权型信托直接融资工具业务。这样一方面有利于信托业务转型，提高自身积极主动受托管理的能力，另一方面又能够促进债券市场的负责，服务实体经济，服务投资者。

**关键词：**债权型信托直接融资工具 债券市场 事务管理类信托 受托人义务



## 目 录

一、债权型信托直接融资工具的界定 .....	660
(一) 债权型信托直接融资工具提出的背景 .....	660
(二) 债权型信托直接融资工具的内涵 .....	660
(三) 债权型信托直接融资工具与相似制度辨析 .....	663
二、发展债权型信托直接融资工具的必要性 .....	666
(一) 我国债券市场的发展状况 .....	666
(二) 我国债券市场发展面临的突出问题与挑战 .....	669
(三) 附担保债券的担保品管理问题 .....	674
(四) 债权人会议制度的保护力不足 .....	676
(五) 债券直接融资引入信托机制的必要性 .....	677
三、债权型信托直接融资工具的法律构造 .....	678
(一) 附担保债权型信托直接融资工具 .....	679
(二) 无担保债权型信托直接融资工具 .....	683
四、债权型信托直接融资工具中的受托人制度 .....	683
(一) 适格受托人 .....	684
(二) 发行人与受托人订立信托契约 .....	686
(三) 受托人的基本义务：受信义务 .....	686
(四) 受托人违约时债权人的救济 .....	694
五、信托公司开展债权型信托直接融资工具业务的建议 .....	695
(一) 我国现有法规、政策障碍 .....	696
(二) 信托公司努力探索方向初议 .....	697
六、结论 .....	697



## 一、债权型信托直接融资工具的界定

### (一) 债权型信托直接融资工具提出的背景

任何一个新的理念或者术语的提出，都有其深刻的社会背景，受到当时政治、经济、文化等各方面的影响，同时也是对当时环境的回应。作为直接监管信托业以及信托公司的监管机构，银监会提出债权型信托直接融资工具这一概念，也是基于当前宏观经济以及信托业务出现的问题，推动信托业务的转型。当前，中国经济正处于增长速度换挡期、结构调整阵痛期和前期刺激政策消化期，对信托公司来说还要再加上两期——一是利率市场化的推进期，一是资产管理业务的扩张期。另外，信托业现有发展模式可能面临“三个难以为继”的压力：一是信托产品“高收益、低风险”特性将难以为继；二是信托行业“冲规模、轻管理”的发展路径难以为继；三是以信贷类、通道类为主的业务结构难以为继。

在此前提下，银监会下发99号文提出要改造信贷类集合资金信托业务模式，推出债权型信托直接融资工具，是意识到信托公司当前从事的信贷类集合资金信托业务存在的潜在问题：一方面，信贷类信托可能存在资金池操作、期限错配、刚性兑付等问题，使得信托业聚集了大类的风险；另一方面，信贷类信托使得信托公司有演化为影子银行的风险，无法发挥信托机构“受人之托、代人理财”的金融功能，使得信托公司在资产管理、受托服务等业务上缺乏差异化发展的能力。

由此可见，债权型信托直接融资工具需要能够一定程度上解决信贷类集合资金信托业务存在的问题，在风险可控的同时，发挥信托机构服务投资者，服务实体经济，服务民生的功能。

### (二) 债权型信托直接融资工具的内涵

#### 1. 债权型信托直接融资工具的语义分析

从语词单位来看，债权型信托直接融资工具这一术语可以划分为更小的语词单位，即债权型信托和直接融资工具两个部分。为了准确分析债权型信托直接融资工具这一术语，需要明确债权型信托以及直接融资工具各自的内涵，在此基础上思考，为何将债权型信托与直接融资工具两个相对独立的概念放在一起，两者存在什么样的联系与相互约束。

首先，何为债权型信托？债权型信托又可以划分为“债权型”和“信托”两部



分进行分析。信托是一个相对明确的概念或者制度，最基本的结构是委托人将信托财产转让给受托人，由受托人取得名义上的信托财产，根据特定的信托目的，受托人为了受益人的利益对信托财产进行管理、处分。从语词构造来说，债权型信托是一个偏正结构，债权型用来修饰、界定信托，“型”即表达了债权型信托属于信托的一种。

债权型信托可以有以下几种不同的解释：首先，如果债权型信托中的债权指的是信托财产，那么债权型信托就类似于股权信托，是指委托人将自己合法享有的债权（债券或应收账款等）信托给信托机构，由信托机构作为受托人对债权进行专业管理，实现债权的变现或保值；其次，如果债权型信托中的债权指的是信托资金的投资标的，那么债权型信托就类似于信贷类集合信托，投资者将资金信托给信托公司，由信托公司投资于债券、发放贷款等；当然，债权型信托还可以有更宽泛的理解，信托公司既不受托债权，也不投资于债权，而是在企业发行债券或投资者购买债权过程中以及之后充当与此债权相关的管理者、监督者的角色，如受托担保物权，对债务人的财务进行监督，从而保障投资者的利益，方便企业的融资。此时，债权型信托可以宽泛地理解为与“债权的发行与实现等事务”相关的管理类信托。

由上述可知，单纯从债权型信托这一概念出发，可以有不同的理解，无法准确界定债权型信托的内涵。但是，通过进一步分析直接融资工具的内涵，却有可能界定清楚债权型信托直接融资工具这一术语。

在现代金融学中，根据资金的不同融通方式，可以区分为直接融资与间接融资。直接融资无需通过信用中介，由资金剩余方直接向资金需求方提供资金，企业直接融资主要通过发行股票与债券；间接融资是通过信用中介的融资方式，资金剩余方先将资金借给银行等信用中介，然后由银行将资金再带给资金需求方。在直接融资中，风险主要来源于融资方；而在间接融资中，风险汇聚于银行等信用中介。在我国现有的企业融资结构中，高度依赖于银行体系的间接融资，银行信贷规模不断扩展，而作为直接融资方式的股票市场、债券市场的规模远远不及银行信贷资产规模。但随着经济转型，我国银行体系的不良贷款不断增加，由此导致间接融资的风险加剧，银行为实体经济提供资金融通的能力下降，尤其是中小企业难以获得银行资金的支持。在此背景下，发展股票市场、债券市场的融资功能，由投资者理性决策，分散风险，买者自负，就成为监管层重要的政策倾向。因此，此处的直接融资工具应当是指股票或者债



券融资。

如何将债权型信托与发行股票或债券这些直接融资工具联系起来呢？结合上述对债权型信托的解释，债权型信托直接融资工具不可能指称以债权为信托财产的债权信托。因为这类信托的债权已经存在，一般是那些存在违约风险的债权，债权信托的目的主要在于实现债权的管理，保障债权的实现。在此过程中，委托人的目的是实现债权，与直接融资无关，难以将债权型信托与直接融资工具相结合来理解。那么债权型信托直接融资工具是否可以理解为开展资金集合信托计划投资于债券市场呢？从企业的角度而言，由信托机构直接购买企业或公司债券，属于直接融资的范畴，但是这种债权型信托直接融资工具并没有改变传统信贷类信托的本质，而且信托资金的投向本身就是多元配置的，政府债、公司债都会占一定比例。因此，这种类型的债权型信托直接融资工具很难说是一种新的信托业务，更难以说是一种转型方向。

## 2. 债权型信托直接融资工具的概念界定

那么究竟应该如何理解债权型信托直接融资工具呢？笔者认为，从债权型信托与直接融资工具这两者的结合看，监管机构是希望信托公司在债券市场发挥受托人的职能，提供受托服务。首先，与信贷类集合资金信托不同，在债权型信托直接融资工具下，信托公司本身不从事投融资业务，不建资金池，不承担债务违约的风险，因此也就符合监管机构控制风险，改造信贷类集合资金信托的目的。其次，在债权型信托直接融资工具中，信托公司发挥受托管理的职能，受托管理担保品，并且在企业债务违约的情况下，积极处理担保品，组织债权人会议，以债权人名义进行诉讼等，也就是从事积极的管理业务，是一种差异化的信托业务，符合现代信托公司的本质。最后，信托公司在债券市场发挥积极作用，保护债券持有人的利益，解决债券市场投资者众多所产生的搭便车行为，有助于我国债市的繁荣，从而符合监管机构要求信托公司服务投资者、服务实体经济的目的。基于上述分析，债权型信托直接融资工具可以被界定为：债权型信托直接融资工具是指在政府或企业的债券直接融资过程中，债券发行人与受托人签订信托协议，约定受托人为了全体债券持有人的利益，从事监督债务人、信息披露、债务人违约时协助处置担保物权等其他从属权利等职责的事务管理类信托。由此可见，债权型信托直接融资工具本质上是一类新型的信托业务。不同于信贷类信托等资金信托业务，债权型信托直接融资工具重在受托人的事务管理，而且该事务管理紧密围绕债券市场与债券持有人的利益，债券的风险与受托人无关，受托人只要履行了自己的管理职责，就可以免责。根据发行主体的不同，债权型信托直接融



资根据可以区分为政府债权型信托直接融资根据与企业债权型信托直接融资根据；根据发行债券是否有特定的担保物，可以区分为附担保债权型信托直接融资工具与无担保债权型信托直接融资工具。

### （三）债权型信托直接融资工具与相似制度辨析

债权型信托直接融资工具作为一个全新的概念，为了准确界定其范围，有必要将此概念与相似概念进行比较。

#### 1. 债权信托

债权信托是以金融企业及其他具有大金额债权的企业作为委托人，以委托人难以或无暇收回的大金额债权作为信托标的的一种信托业务<sup>①</sup>。它通过受托人的专业管理和运作，实现信托资产的盘活和变现，力争信托资产最大限度地保值增值。债权人将其在经济活动中所拥有的象征债权的借据、定期存款单、保险证书、票据等作为信托财产委托受托人催收、管理。债权信托通常包括住宅贷款债权信托、人寿保险债权信托及其他类型的债权信托。

债权信托与债权型信托直接融资工具具有共同点，两者都属于事务管理类信托，受托人为了债权人的利益而对信托财产进行管理。但是，债权型信托直接融资工具与债权信托也存在明显的差别。

首先，债权信托设立时，作为信托财产的债权已经合法存在；而债权型信托直接融资工具在设立信托时，还没有实际发行债券。其次，债权信托往往是自益信托，委托人与受益人是同一的单个债权人，而债权型信托直接融资工具属于他益信托，委托人为债券发行人，而受益人则是人数众多而且处于不断变动中的债券持有人；再次，债权信托中，信托财产是债权，债权信托成立后，受托人取得债权，委托人不再是债权人，无法进行债权转让，只能进行信托受益权的让与。债权型信托直接融资工具中的信托财产不是债权，而是抵押权、质押权等担保物权或者债权本身所派生的财产性利益，信托设立后，债券持有人并没有失去债权，仍然能够进行债券交易。最后，债权信托主要是发生在债权实现存在困难的时候，其信托目的是实现债权，而债权型信托直接融资工具主要需要解决的是在债券持有人人数众多且分散，债券人又不断变动的情况下，如何实现担保物登记、管理以及解决集体行动的困境问题。

<sup>①</sup> 余宁：《负担担保公司债信托研究——以公司债债权人利益保护为核心》，中国政法大学硕士学位论文，2010。



## 2. 信贷类集合资金信托

信贷类集合资金信托是当下信托公司的主要业务，也是监管机构重点监管的业务<sup>①</sup>。在信贷类集合资金信托中，投资者将资金委托给信托机构，由信托机构将信托资金用于发放贷款，最后将贷款获得的本息分配给投资者。信贷类集合资金信托属于资金管理类业务，由信托机构负责具体的项目与投资对象，实践中为了满足投资者“低风险，高收益”的要求，容易引发刚性兑付等问题，而债权型信托直接融资工具与此存在很大的差别。

第一，债权型信托直接融资工具中，受托人并不直接获得债权，不承担风险，也没有刚性兑付的问题；第二，债权型信托直接融资工具中，发行人发行债券，投资者根据披露的信息以及自己的判断购买，受托人不参与债券的发行与交易本身。相对于传统的信贷类集合资金信托，债权型信托直接融资工具将信托公司的业务回到受托服务本身，属于回归信托本源的另辟蹊径。

## 3. 公司债信托

在传统的公司融资中就存在公司债信托制度，发行债券的公司作为委托人与受托人签署信托协议，由受托人取得担保物权，为债券持有人的利益管理担保物，组织召开债权人会议以及代表债权人参加诉讼等。公司债信托属于债权型信托直接融资工具的下位概念，债权型信托直接融资工具除了公司债信托之外，还有政府债券、市政公司债券以及一般的企业债的信托。

## 4. 诉讼信托

诉讼信托是指委托人出于诉讼的目的而设立信托，委托人将债权等实体权利及相应诉讼权利转移给受托人，由受托人以诉讼当事人的身份，为实现实体利益进行诉讼，产生的诉讼利益归于受益人的一种信托制度和诉讼当事人形式。成立诉讼信托须以同时转移实体权利和诉讼权利为前提。在诉讼信托中，受托人的职责较具特殊性。虽然诉讼信托的受托人也需对信托财产进行管理或者处分，如收取债权，但其与通常意义上的信托财产管理或处分有所区别：一方面，其管理或处分方式具有特殊性，即仅通过诉讼的方式使实体权利得以实现，而非保管担保物等直接作用于信托财产本身的管理方式，也非投资、买卖等法律行为的管理方式。另一方面，其管理或处分的目的具有特殊性。在诉讼信托中，受托人管理处分财产的目的主要在于实现实体权利，

<sup>①</sup> 陈赤：《附信托私募企业债设计思路》，<http://finance.sina.com.cn/zt/bank/20140919/172520364189.shtml>。



而非追求财产上的增值，即委托人的实体权利在非诉状态下没有得到兑现，受托人通过诉讼方式予以实现。

债权型信托直接融资工具中受托人为了保障债券持有人的利益，可能会参与诉讼，从而成为一种特殊的诉讼信托，但债权型信托直接融资工具与诉讼信托仍然存在很明显的差别：首先，诉讼信托的唯一信托目的就是通过诉讼实现实体权利，而债权型信托直接融资工具的一般信托目的是托管担保物，监督债务人，只有在特殊情况下，受托人才有权并有义务进行诉讼；其次，在诉讼信托的法律构造中，委托人为实体权利与诉讼权利人，信托财产为实体权利以及实体权利所衍生的诉讼权利，而在债权型信托直接融资工具的法律构造中，委托人为债券发行人，而非债券的实际持有者，信托财产也并非主债权，而是附属性的担保物权。

#### 5. 债权代理人

债权代理人由发行人聘任，代理全体债权人监督发行人的经营状况和担保物权的情况，并在发行人违约时，根据债权人的决议，代表债权人行使担保物权。债权代理人制度与债权型信托直接融资工具最大的不同是没有引入信托机制，从而无法发挥信托制度的优势<sup>①</sup>。因此，债权代理人无法实现附担保债权型信托直接融资工具所具有的信托财产的替代性、独立性和追及性。信托财产的替代性要求担保物权变价后的价金仍作为信托财产；信托财产的独立性要求担保物权以及担保物权实现后的价金独立于受托人的其他财产，这就意味着受托人破产时上述信托财产不属于破产财产；而信托财产的追及性则体现了受托人恶意转移信托财产时对受益人的保障。而在委托代理关系中，如果在担保物权变价后、价金分配前的那一段时间内恰逢债权代理人破产，这部分价金只能归入破产财产之中，债权人对其仅享有普通的债权，只能等待破产财产的分配，因此对债权人利益的保护极为不利。另外，委托代理不具有信托所具有的存续性优势。

综上，通过对债权信托直接融资工具这一术语提出的背景、语词构造以及相似概念的辨析，明确界定了债权型信托直接融资工具的内涵，将该概念的场域界定在债券市场，将该信托界定为事务管理类信托。但是，即使债权型信托直接融资工具这一概念在理论上能够与信托公司的传统业务相区别，我们仍然需要进一步分析在当下的经济环境下，债权型信托直接融资工具是否具有潜在的市场。

<sup>①</sup> 周慧：《论公司债信用风险的法律控制》，中国政法大学博士学位论文，2008。



## 二、发展债权型信托直接融资工具的必要性

债券市场在我国已经发展多年，规模也在不断扩大，但债权型信托直接融资工具却是新近提出的概念。在我国现有的债券市场发展环境下，债权型信托直接融资工具是否能够发展为一类业务，需要进一步在理论上分析我国目前发展债权型信托直接融资工具的必要性。

### （一）我国债券市场的发展状况

经过 30 多年的探索和发展，中国债券市场已经形成了包括银行间市场、交易所市场和商业银行柜台市场三个基本子市场在内的综合分层的市场体系，以及以国债、金融债、企业债（包括公司债、中期票据、集合票据、可转债等）、短融及超短融等为主要品种的债券市场产品结构。

#### 1. 我国债券市场规模不断扩大

2014 年，债券市场共发行各类债券 11.87 万亿元，较 2013 年增加 3.17 万亿元，同比增长 36.47%，增速提高 27.42%。未来年度发行量同比增速可能达到 20% 左右<sup>①</sup>。2014 年在中央结算公司登记新发债券 1458 只，发行量共计 5.95 万亿元，占债券市场发行总量的 50.13%；上海清算所登记新发债券 4691 只，发行量共计 5.54 万亿元，占债券市场发行总量的 46.67%；交易所新发债券 624 只，发行量共计 0.38 万亿元，占债券市场发行总量的 3.2%（见表 1）。

表 1 2014 年债券市场发行情况

2014 年债券市场发行情况		
	发行量（亿元）	发行只数（只）
全市场	118749.8	6773
中央结算公司登记托管的债券	59517.84	1458
上海清算所登记托管的债券	55383.99	4691
中证登登记托管的债券	3847.99	624

注：本文中所有涉及上海清算所和中证登的数据均为初步统计结果，后续将根据相关机构发布的数据进行调整；上海清算所登记托管的债券中，4144.9 亿元证券公司短期融资券是在中央结算公司发行的。

数据来源：根据中国债券信息网、上海清算所网站、中国结算网和 Wind 资讯整理。

从银行间债券市场新发债的券种结构来看，不同主体、不同期限、不同发行方式的债券都占到了一定比例（见表 2）。

<sup>①</sup> 牛玉锐：《2014 年债券市场统计分析报告》，载《债券》，2015（1）。



表 2 银行间债券市场 2014 年各券种累计发行量占比 (单位:%)

同业存单	7.5
金融企业短期融资券	3.57
非公开定向债务融资工具	8.59
超短期融资券	9.24
短期融资券	8.85
商业银行债券	0.7
证券公司短期融资券	3.36
企业债	5.86
资产证券化	2.35
二级资本工具	3.03
中期票据	7.95
储蓄国债	1.58
记账式国债	12.08
地方政府债	3.36
政府支持机构债	1.68
政策性银行债券	19.33
其他	0.97

数据来源：根据中国债券信息网、上海清算所网站数据整理。

由上述可知，我国债券市场规模在不断扩大，金融债券、公司信用类债券、地方政府债券（包括城投债）等都保持显著的增长。但在大多数发达国家，企业直接融资占比超过一半以上，而我国中小企业直接融资比例还不足 5%。直接融资比例过低、渠道过窄，已成为制约我国小微企业成长的明显“短板”，债券市场为中小企业提供便利且低成本的融资功能仍有待加强。

## 2. 债券市场创新能力不断增强

债券市场及债券种类创新不断涌现，发行机构与产品多样化设计频现。

第一，境外非金融企业首次在境内发行人民币债券。2014 年 3 月，戴姆勒股份公司首期 5 亿元人民币定向债务融资工具成功发行。第二，稳妥扩大超短期融资券发行主体范围。2014 年 5 月将超短期融资券发行主体范围扩展至 AA 级企业，新增潜在发行企业超过 200 家。第三，推出项目收益票据，探索建立规范透明的城镇化建设融资机制。秉持“使用者付费”理念，以项目收益为偿债来源，在有效防范地方政府债务风险的前提下，为城镇化建设提供资金支持。第四，研究推出永续票据和可转换票据，为实体企业降负债、去杠杆，发挥对债券融资的带动效应。两类产品的权益属



性具有较强的带动效应，在填补资金需求的同时，进一步提升了企业负债能力，预计未来能新增数千亿元债券发行空间。第五，探索多种渠道和方式支持中小微企业优化债务结构、降低融资成本，通过集合票据、区域集优票据累计支持中小微企业发债超过300亿元。支持创投企业、融资租赁企业、小贷公司、供应链核心公司发行债务融资工具。第六，并购票据和碳债券产品创新，服务国家产业结构调整 and 转型升级<sup>①</sup>。这些创新或者开拓实践都大大完善了我国债券市场的基础设施的建设，丰富了我国债券市场的品种，有利于我国债券市场规模与质量的提升。

### 3. 债券市场管理制度进一步完善

2014年以来，随着各类规范政策频频出台，我国债券市场发展环境得到改善。

首先，债券发行、交易、登记、结算等多个环节的制度建设和规范管理持续推进，债券市场的规范性得到有效提高。其次，同业市场的规范促进了债券市场发展。2014年年初，人民银行等五部委联合发布《关于规范金融机构同业业务的通知》（127号文），加强对金融机构同业业务的管理，对商业银行同业非标渠道进行规范。非标理财渠道、同业非标渠道被规范以后，标准化的债券市场得到快速发展。第三，对地方政府债务的管理进一步加强。国务院和财政部分别发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》和《地方政府债务纳入预算管理的甄别方法》，规定地方政府不得通过企事业单位举借债务，政府性债务作为硬指标纳入业绩考核；各地区可申请发行地方政府债券置换，以降低利息负担，优化期限结构，腾出更多资金用于重点项目建设，有利于地方政府债务的合理运用。第四，银行间市场推出《全国银行间债券市场债券预发行业务管理办法》，银行间市场投资者可以把即将发行的债券作为标的进行债券买卖。预发行范围也囊括了国债在内的银行间市场发行的全部债券品种，预发行交易投资者范围、报价成交基本规范按照现券买卖相关管理规定执行。债券预发行交易的开展对于提高债券发行定价的透明度和竞争性，完善债券收益率曲线，活跃二级市场交易均有重要意义。政府与监管机构对于债券市场管理的不断完善能够提升投资者对于债券市场的信心，增强债券市场的透明度，规范债券市场的法制秩序，从而推动我国债券市场的健康发展。

我国债券市场规模的不断扩大，债券市场结构与管理的不断完善，有利于我国企业直接融资比例的不断上升。但与此同时也意味着，我国债券市场的发展将面临全新

<sup>①</sup> 郑联盛：《多层次债券市场体系建设：现状、问题与改革建议》，载《资本市场》，2015（7）。



的挑战。

## （二）我国债券市场发展面临的突出问题与挑战

随着经济发展进入新常态，经济增速下调，部分企业经营困难，微观主体的信用风险可能会逐步显性化。我国债券市场，尤其是公司信用债将面临债务人违约、债权人权益保障等一系列问题。

### 1. 发债条件不断放松

2015年1月15日证监会发布了《公司债券发行与交易管理办法》（以下简称新办法），将包括普通公司债、私募公司债、分离债、可转债、可交换债、金融机构附减记条款公司债等在内的几乎全部品种纳入同一管理框架，自公布之日起实施。新办法最核心的思想是扩大债券发行的主体，放宽债券发行的条件，从而拓宽我国企业的融资途径，降低融资成本。

首先，在债券发行主体上，新办法将公司债的发行主体由原先的境内证券交易所上市公司、发行境外上市外资股的境内股份有限公司、证券公司扩大至所有公司制法人，大大降低了公司债原有的发行门槛，使得中小企业也能够通过发行公司债融资。

其次，新办法丰富了债券发行方式，建立了非公开发行制度。新办法在总结中小企业私募债试点经验的基础上，对非公开发行以专门章节作出规定，全面建立非公开发行制度。这意味着非公开发行终于在公司债层面正式得到了通行证。非公开发行不再对发行人净资产和净利润有严格要求，是否进行信用评级也由发行人确定。非公开发行也无需事前核准，只需发行人在每次发行完成后5个工作日内向中国证券业协会备案。对于非公开发行的主要限制为其只能面向合格投资者，且每次发行对象不得超过200人，不得采用广告、公开劝诱和变相公开方式。这一准入门槛将对一些中小企业具有较大吸引力。

再次，新办法拓展了债券交易场所。公开发行公司债券的交易场所由上海、深圳证券交易所拓展至全国中小企业股份转让系统；非公开发行公司债券的交易场所由上海、深圳证券交易所拓展至全国中小企业股份转让系统、机构间私募产品报价与服务系统和证券公司柜台。需要注意的是，对于公开发行的债券，新办法要求交易所和全国中小企业股份转让系统对其上市交易或转让实施分类管理，实行差异化的交易机制，建立相应的投资者适当性管理制度，并根据债券资信状况的变化及时调整交易机制和投资者适当性安排。发行环节和交易环节的投资者适当性要求应当保持一致，因此后续可能会有更为详细和复杂的安排。对于非公开发行的债券，也可以申请在交易



所、全国中小企业股份转让系统、机构间私募产品报价与服务系统、证券公司柜台转让，但转让仅限于在合格投资者范围之内，转让后同次发行债券的合格投资者合计不得超过 200 人。

最后，新办法简化了发行审核持续时间，新办法取消公司债券公开发行的保荐制和发审委制度。公开发行仍将执行核准制，非公开发行将执行备案制。细节差别在于公开发行公司债券可以申请一次核准，分期发行。发行人应当在 12 个月内完成首期发行，剩余数量应当在 24 个月内发行完毕。

综上，公司债发行主体从上市公司、金融公司扩张到一般公司制法人。这一方面使得中小企业的融资渠道增加；但另一方面，中小企业的财务状况、经营能力与大公司有明显差距，我国中小企业的破产率较高，发展不稳定。因此，允许这些中小企业发行债券势必增加我国债券市场的违约风险。此外，非公开发行的条件大大放宽，非公开发行不再对发行人净资产和净利润有严格要求，是否进行信用评级也由发行人确定。非公开发行也无需事前核准，只需发行人在每次发行完成后 5 个工作日内向中国证券业协会备案。因此，我国公司私募债的风险将显著增加。

## 2. 刚性兑付不断面临挑战

刚性兑付问题存在于银行理财产品、信托计划以及债券市场等各个金融领域，刚性兑付的存在会导致三方面的问题。其一，刚性兑付导致金融风险在金融体系内的集聚，增加了金融体系的整体风险；其二，刚性兑付的引发资金在不同市场间的不合理流动和配置，造成金融资源配置的低效率；其三，刚性兑付减少了投资者识别金融风险的动力，进而鼓励金融机构过度承担风险<sup>①</sup>。

中国人民银行在《中国金融稳定报告（2014）》中明确提出要“有序打破刚性兑付”，要“顺应基础资产风险的释放，让一些违约事件在市场的自发作用下自然发生”。从国家层面到市场投资者层面，债券市场逐渐打破刚性兑付已经越来越形成共识。而近两年出现的一系列债务违约事件或者债务违约风险，都说明我国债券市场的风险将逐渐按照市场规律显现，刚性兑付的神话也逐渐受到挑战。

(1) 11 超日债付息违约事件。“11 超日债”属于一般公司债，2012 年 3 月 7 日发行，发行企业为上海超日太阳能科技股份有限公司，由中信建投证券股份有限公司承销，募集金额 10 亿元，债券票面利率为 8.98%，存续期限为 5 年；2012 年 4 月 20

<sup>①</sup> 朱永康：《债券违约或成常态》，载《中华工商时报》，2015-04-29。



日在深交所上市。上海超日太阳能科技股份有限公司为民营企业，主要经营范围为生产各种型号、规格的单晶硅、多晶硅太阳能组件和太阳能灯具。2014年3月4日晚，上海超日太阳能科技股份有限公司发布公告称，“11超日债”无法全额支付利息，成为历史上第一单出现违约的公募债券。

探究“11超日债”之所以会违约的原因：首先，受光伏行业不景气影响，超日太阳公司业绩不容乐观。“11超日债”发行之后，超日太阳在2011年和2012年连续两年亏损，2011年年报显示公司亏损0.55亿元，2012年年报显示亏损17.52亿元；连续两年亏损导致股票退市警告，“11超日债”已于2013年7月8日起暂停上市。虽然2013年超日太阳如期支付了“11超日债”首期利息8980万元，但公司仍未能走出经营困境，业绩快报显示2014年归属于上市公司股东的净利润预亏13.31亿元。其次，当地政府不再施以援手。2013年，上海地方政府曾出面说服银行将贷款展期，从而避免了一次违约。这次事件中，公司明确表示不会得到地方政府的支持，从而造成结果的发生。因此，“11超日债”违约事件说明了地方政府允许其违约，从而打破了刚性兑付的市场惯例。

“11超日债”事件成为中国债券市场上的第一起实质性违约事件，动摇了投资者“刚性兑付”的信念。有学者通过短时窗事件研究法提出结论认为，“11超日债”事件仅形成了信用债定价在高低等级、不同发行人背景和市场间的分化，在信用债定价中“刚性兑付”信念仍广泛存在，尚未对市场形成根本性影响。其一，公司债券信用价差显著增大，然而信用价差上升幅度较小，说明“11超日债”动摇了投资者的刚性兑付信念。其二，民营企业背景公司债信用价差增加值大于国营企业背景的公司债信用价差增加值，这说明投资者对国营企业背景公司债的定价中刚性兑付的信念仍广泛存在，尚未对市场形成根本性、实质性的影响。其三，高收益公司债信用价差增加值大于低收益公司债信用价差增加值，这说明“11超日债”付息违约事件推动投资加强对债券风险的识别。因此，有序打破刚性兑付是一个长期的过程。<sup>①</sup>

(2) 首单本金违约的公募债——ST湘鄂债。中科云网（原“湘鄂情”）2015年4月1日晚间发布《2012年公司债券无法全额支付利息及回售款项的公告》，称将于4月7日到账的付息和回售资金仍有2.4亿元缺口。这意味着继超日债利息违约之后，ST湘鄂债成为公募债券领域首个本金违约的案例。

<sup>①</sup> 王占浩：《“11超日债”事件对投资者刚性兑付信念的影响——基于事件研究法》，载《证券市场导报》，2015-03。



ST 湘鄂债是民营企业中科云网于 2012 年 4 月发行的 5 年期 3 年可回售公司债，无担保，发行总额 4.8 亿元，票息 6.78%，发行时评级机构鹏元资信评估有限公司（简称“鹏元资信”）给予公司主体评级 AA。第 3 年末，即 2015 年 4 月，公司上调票面利率 100bp 至 7.78%，投资人行使回售权利，回售金额总计 3.99 亿元，但公司未能全额支付回售款项。该债券发行人中科云网主营业务为高端餐饮，主要门店均开在政府机关及大型央企附近，其超预期亏损始于 2012 年限制“三公消费”之后，主营业务收入持续下滑。2013 年，公司先后进入环保和大数据领域，但是转型并未见效，2013 年开始持续亏损，经营活动现金由净流入转为净流出，内部造血功能基本枯竭。与此同时，公司的资产负债率加速上升，而资产质量却在恶化。随着财务数据的恶化，该债券的主体和债项评级也不断被下调，从初始的 AA，一路降至 2014 年 10 月的 BBB，并被 ST，并于 2015 年 4 月降至 CC。2014 年开始，公司积极采取追加抵质押增信、定向增发募集资金、出售商标股权及提前回购等措施保障债券回售兑付，但实际操作过程中遇到诸多障碍，导致目前仍未能能为债券足额偿付提供充足保障。

从市场反应来看，ST 湘鄂债整体流动性较差，自 2012 年 4 月发行以来至 2013 年年初，换手率维持低位，价格保持平稳。进入 2013 年第二季度，公司主营业务不断恶化，财务风险增大，伴随着重大财务和评级消息的出台，换手率上升。2013 年上半年，随着 2012 年第四季度及全年财务数据的公布，主体和债项评级被下调，ST 湘鄂债丧失质押回购资格，换手率上升，抛压增强。

由此可见，随着我国宏观经济形势的变化，企业经营的稳定性下降，极有可能在某些领域集中爆发企业财务危机。

(3) 首单利息违约的银行间国企公募债——11 天威 MTN2。2015 年 4 月 14 日，保定天威集团发布公告称其因巨额亏损可能无法偿付 11 天威 MTN2 本期利息。21 日，即 11 天威 MTN2 本年付息日，天威集团尚未筹集完成应付利息 8550 万元，成为公募债券市场首例国企利息违约事件。

具体来看，发行人保定天威集团原是河北保定当地国企，2008 年被无偿划转给兵装集团，升级为央企，最终控制人为国务院国资委。其主营业务是输变电和新能源，2008 年就进军新能源业务（主要是光伏），为较早涉入新能源的企业。这也是兵装集团当初拿下该公司的主要原因。但后来受新能源行业不景气的影响，公司自 2011 年以来已经连续 4 年净利润为负，且亏损额逐年增大。截至 2014 年年底，公司净资产为 -80 亿元，已经资不抵债。与此同时，公司的资产负债率加速上升，截至



2014年年底已经超过100%，资产质量恶化亦较为明显，该债券的主体和债项评级也是屡屡被下调。2011年债券发行初始，联合资信给予的主体和债项评级为AA+；后受累于光伏业务的连续亏损，2013年7月，其评级被下调至AA，并展望负面；之后，随着盈利进一步恶化，并出现多笔贷款逾期，2014年7月评级再次被下调至A，并最终于2015年3月被下调至BB。

面对危机，大股东兵装集团对天威集团的救助意愿并不明确，基于战略考量，一定程度上以牺牲天威集团来救助上市公司保变电气。第一、资产置换，剥离保变电气的新能源资产并注入天威集团。2013年10月，在兵装集团的主导下，天威集团与保变电气进行了资产置换，置入四家新能源公司，置出七家输变电公司。在该操作下，天威集团财报更加一蹶不振，而保变电气则剥离了新能源业务，成为比较干净的输变电公司，并于2014年实现盈利，摘掉“ST”的帽子。第二、定向增发，获取保变电气实际控制权。2013年12月，天威保变（现保变电气）发布对兵装集团的定增预案，共发行1.62亿股，募集资金8亿元，主要用于补充流动资金，该定增完成后，兵装集团的持股比例由原来的25.64%升至33.47%，取代天威集团成为第一大股东。第三、起诉天威集团违约。2014年1月28日，天威集团逾期违约兵装财务公司4笔合计3.7亿元贷款，后者提出诉讼，法院冻结天威集团核心上市子公司天威保变电气股权，并赋予兵装财务公司优先受偿权。2014年2月12日，兵器集团宣布18笔共计11.5亿元的委托贷款全部提前到期<sup>①</sup>。

由此可见，在产业重组的大环境下，许多国企集团公司出于整体战略考虑，在子公司面临财务危机时并非必然会伸出援手，这也意味着国企有意识地推动债券利率的市场。

2015年随着债市刚性兑付逐步打破，“黑天鹅”事件有可能对债市产生阶段性冲击，可能导致信用利差进一步拉大。事实上，信用风险是金融市场的基本特点，有其客观必然性和后果：一方面，当市场投资者认识到债券市场的风险，对于债券产品的选择也会更加谨慎，进而区分出不同风险偏好的投资者，低风险偏好的投资者倾向于企业财务状况良好，有担保物的债券，而且可能会要求发行人遵守一定的财务约束条款。另一方面，有融资需求的企业为了最大限度的融资，必然会回应市场投资者的需求，推出不同风险程度的债券。

<sup>①</sup> 石磊、薛米江：《信用风险事件与市场反应——从ST湘鄂债和11天威MTN2说起》，载《债券》，2015（6）。



### （三）附担保债券的担保品管理问题

随着我国债券市场发债主体的扩张、发债条件的宽松以及刚性兑付的逐渐打破，风险厌恶型的债券投资者势必要求发行人通过各种增信手段增强信用。为了吸引更多广大的投资者，尤其是风险厌恶型投资者，实践中公司发行债券时往往会提供担保，以确保债券届期时的还本付息，这就是附担保公司债。这种担保包括抵押、质押（分为动产质押和权利质押），还包括第三人保证，其中抵押和质押属于资产担保，第三人保证则属于信用担保。

#### 1. 传统担保方式的妥适性缺失

在我国企业债券的发行实践中，最常见的是保证，其中又以银行为企业债券提供连带的不可撤销的担保为主。然而，在企业债发行中过分依赖保证方式的担保，是存在一定缺陷的。一方面，银行担任连带保证人会把债券市场的风险转嫁到银行间市场，一旦债券到期不能偿付，银行将代为承担偿付责任，这实质掩盖了债券真实风险，以银行信用代替或补充了企业信用，难以建立市场化定价机制；另一方面，担任保证人的独立法人除银行外大都是发行人的关联公司，如母公司为子公司提供担保，这些所谓“人格独立”的公司事实上往往彼此牵连，“一荣俱荣，一损俱损”，难以真正肩负起“增强所发行债券的信用度”这一职能。此外，即使担任保证人的独立法人不是银行，也不是发行人的关联公司，而且在发行债券时该保证人资信非常良好，也难以保证该保证人在风云般变幻莫测、战场般硝烟弥漫的商场中能够一直屹立不倒，其以全部资产为担保的信用可以无限扩大，也可以在一夜间变化成零。

随着我国债券的市场化程度不断提高，发行附抵押、质押的企业债的数量与规模将不断增加。抵押和质押以发行人或第三人的资产为担保，与以保证方式为担保的公司债相比，其风险更低，更容易吸引投资者。然而，企业或公司债与普通债务有着较大的不同之处。其一，企业债的债权人众多而且分散；其二，债券可以在公开市场上自由转让，这意味着债权人的不确定性。这两个特点使得传统的设立担保物权的方式变得不具有操作性。

首先，在设立担保物权时，债权人需与债务人订立书面合同，这意味发行人需与每一个企业债债权人订立书面的抵押合同或质押合同，而且发行人还必须按照债权人的人数对资产进行分割，将每一资产分别进行抵押权登记，或者将动产、权利凭证分割后交给每一个债权人；其次，在附抵押企业债的情形下，当企业债债权人经债券转让而发生变更时，发行人还必须对每一次的抵押权变更进行变更登记；最后，一旦发



行人违约，每一个企业债债权人会分别向法院提起诉讼，要求法院对担保物进行变价。显而易见，在企业债债权人众多而且分散、债券频繁在二级市场中进行自由买卖的情况下，上述情形若付诸实践，不但程序繁琐，而且成本巨大，甚至不具有可操作性。

## 2. 附抵押公司债的制度安排缺失

目前，我国实践中还没有出现过真正意义上的附担保债权型信托直接融资工具，但是已经出现了附抵押公司债。2007年6月14日，湖南泰格林纸集团有限责任公司发行的8亿元公司债券即采取了资产抵押担保方式，这是国内债券市场上第一个采取资产担保的债券（以下简称“07湘泰格债”）。在此，有必要对“07湘泰格债”抵押操作方案进行介绍，并将之与附担保债权型信托直接融资工具进行比较。

《2007年湖南泰格林纸集团有限责任公司企业债券募集说明书摘要》第十四条第二款规定：“发行人特为债券持有人聘请主承销商担任本期债券的债权代理人，代理债券持有人监督发行人经营状况、募集资金使用情况，代理债券持有人与发行人之间的谈判、诉讼义务及债券持有人会议授权的其他事项。同时，债权代理人聘请建行湖南省分行作为抵押资产的监管人，对发行人抵押资产进行监管。”<sup>①</sup>

从上述规定可以看出：（1）在该债券持续过程中，共有两个法人为公司债债权人利益服务：债权代理人（由主承销商担任）和抵押资产监管人（由中国建设银行股份有限公司湖南省分行担任）。发行人和债权代理人之间、债权代理人和抵押资产监管人之间均是委任关系。（2）债权代理人和抵押资产监管人有不同分工，前者主要是监督与发行人相关的情况，并为公司债债权人代言，后者主要是对抵押资产本身进行监管。（3）该抵押操作中并未出现真正意义上的信托，即发行人没有将抵押权设定给债权代理人或抵押资产监管人；在发行人违约后，债权代理人根据公司债债权人决议、在抵押资产监管人的配合下行使担保物权也仅能说明债权代理人和公司债债权人之间是代理与被代理的关系。因此，该抵押操作并没有引入信托机制，不属于附担保债权型信托直接融资工具的范畴。

湖南泰格林纸集团有限责任公司采用“债权代理人+抵押资产监管人”的方式对附抵押公司债进行操作的创新之举是值得肯定的，对此，业内人士称其是“对公司债依赖于银行担保的一次突破”。然而，该方式与附担保债权型信托直接融资工具相

<sup>①</sup> 余宁：《附担保公司债信托研究——以公司债债权人利益保护为核心》，中国政法大学硕士学位论文，2010。



比，还是存在着一定的不足。

首先，在设定抵押权时，将抵押权人登记为“本期债券全体持有人”的做法存在以下弊端：（1）其违反了我国现行法律规定。根据我国《城市房地产抵押登记管理办法》相关规定，办理房地产抵押登记必须将每一个抵押权人的名称或者姓名进行登记，而且双方当事人必须共同办理抵押登记。在我国，“本期债券全体持有人”尚不具有独立的法人资格，成为登记的抵押权人并没有法律依据。（2）将“本期债券全体持有人”作为登记的抵押权人，无法体现每一个公司债债权人所占的抵押权的份额，使得登记的权利情况与实际不符。上述问题在附担保债权型信托中则不会出现，在该制度中，登记的抵押权人为受托人，该受托人统一对担保物权进行保管和行使，在担保物变价之前，不存在担保物权的份额问题。

其次，与信托相比，委任或委托不具有信托所有的两大优势：（1）委托不具有信托所具有的存续性优势，委托关系原则上系于当事人一方死亡、破产或丧失行为能力时即消灭。债券期限一般都较长，比如“07 湘泰格债”的期限为 10 年，在委托合同订立之初无法预见代理人在今后 10 年的经济状况，因此不能保证该委托代理可以在 10 年内一直存续。（2）委托中涉及的财产不具有信托财产独立性的优势。在抵押物变价之后、价金分配之前的那段时间内，债权代理人将持有这些价金，由于委托关系所涉及的财产不具有独立性，如果这段时间内恰遇债权代理人破产，这些价金也将归入破产财产之内；而如果采用信托方式，即使受托人破产，信托财产也不得归入破产财产，公司债债权人权利将不受任何影响。

因此，“07 湘泰格债”运作模式虽然在一定程度上解决了附抵押公司债的操作性问题，但是从保护公司债债权人利益的角度来看，是无法与附担保债权型信托相比拟的，因此，在我国引入附担保债权型信托直接融资工具对于促进附抵押或附质押公司债的发展是非常有必要的。

#### （四）债权人会议制度的保护力不足

公司债债权人会议是由同次公司债债权人组成的，就有关公司债债权人的共同利害关系事项而为决议，其决议对全体同次公司债债权人均能发生效力的法定临时会议团体<sup>①</sup>。在公司债债权人保护上，大陆法系国家一般采用债权人会议，但也有个别国家和地区兼采公司债受托人制度和公司债债权人会议，使得两种制度能够互相配合，

<sup>①</sup> 孙怡虹：《公司债债权人团体法律制度之比较研究》，对外经贸大学硕士学位，2006。



更好地保护公司债债权人的利益。

从功能上看，公司债债权人会议赋予处于弱势地位的广大公司债债权人团体以主体地位，使之能够与发行人相抗衡，但由于公司债债权人众多而且分散，“搭便车效应”极易产生，要把公司债债权人召集起来召开会议有一定的难度。

#### （五）债券直接融资引入信托机制的必要性

随着我国债券市场的不断发展，附担保的企业债规模将不断扩大，债券持有人对于公司的经营、财务状况更加关心，但是单一的债权人又必然面临集体行动的困境。因此，需要在制度上解决债券发行后的担保品保管、发行人财务监督等问题。而在债券直接融资中引入信托机制具有明显的优势：信托机制与其他制度相比，更适合实现附抵押或附质押公司债的发行以及公司债债权人利益的保护。下文将分析附担保债权型信托与其他两种假设的替代制度“委任债权代理人”和“赋予公司债债权人会议独立人格”相比所体现出来的优势，从而论证附担保债权型信托对于附抵押公司债或附质押公司债发行的必要性。

##### 1. 相对于“委任债权代理人”的优势：信托财产的独立性

“委任债权代理人”指发行人聘请债权代理人替全体公司债债权人监督发行公司的经营状况和担保物权的情况，并在发行人违约时，根据公司债债权人的决议，代表公司债债权人行使担保物权。该假设制度与附担保债权型信托的区别是“委任”中不存在担保物权的信托，因此不具有附担保债权型信托所具有的信托财产的替代性、独立性和追及性。

信托财产的替代性要求担保物权变价后的价金仍作为信托财产；信托财产的独立性要求担保物权以及担保物权实现后的价金独立于受托人的其他财产，这就意味着受托人破产时上述信托财产不属于破产财产；而信托财产的追及性则体现了受托人恶意转移信托财产时对受益人的保障。在委托关系中，如果在担保物权变价后、价金分配前的期间内恰逢债权代理人破产，这部分价金只能归入破产财产之中，公司债债权人对其仅享有普通的债权，只能等待破产财产的分配，因此对公司债债权人利益的保护极为不利。

另外，委任不具有信托所具有的存续性优势。委任关系较适用于短期之财产转移或管理，因为，委任关系原则上系于当事人一方死亡、破产或丧失行为能力时即消灭。而债券的期限一般在10年以上，如果债权代理人破产，委任关系立即消灭，也不利于公司债债权人利益的保护。



## 2. 相对于“赋予公司债债权人会议独立人格”的优势：受托人的专业性

另一种替代制度是赋予公司债债权人会议以独立的法律人格，使“公司债债权人”作为一个整体持有和行使担保物权。在具体操作上，由公司债债权人会议选取代表执行相关事务，由于选取的代表本身是公司债债权人，该制度设计可能会在一定程度上减少代理成本。

该制度与附担保债权型信托的区别是：前者不具有附担保债权型信托中受托人的专业性和经济实力。一般而言，各国立法都会对附担保债权型信托中的受托人设立很高的门槛，并且要求其为信托公司或其他金融机构，以保证其服务的专业性；而在上述替代制度中，要求选举出来的代表也具有一定的经济实力和专业的水准则较难实现，因为购买公司债券的投资者总是随机的。

由此可见，附担保债权型信托既可以通过信托财产独立性原理在一定程度上解决代理成本问题，又能为公司债债权人提供比其自身更为专业的受托人来对担保物权进行保管和行使，因此该制度是附抵押公司债或附质押公司债发行时所必不可少的配套制度。

### 三、债权型信托直接融资工具的法律构造

在债券直接融资中引入信托机制，就是要引入债券的受托管理人，由受托人管理与债券持有人的利益相关的事项，保障债权人的法定权利。一般认为，债券受托是指发行人基于信托契约委托受托人（一般为信托公司或其他金融机构），为公司债债权人的利益，查核及监督公司债发行事项，并在附担保公司债的情形下实现或保管发行人为发行债券所设定的担保物权。

从上述定义可以看出，根据发行的债券的类型不同，可以将债权型信托直接融资工具中的受托人区分为两类：附担保的债券受托人和无担保的债券受托人。这两类信托因为信托财产的不同，使得信托构造也存在明显的差异。在采取债券受托人制度的各国和地区立法中，有的将附担保的债券受托人和无担保的债券受托人合并立法，附担保债券受托人在适用无担保债券受托人规定的同时，还要适用专门的条款，比如美国的《信托契约法》（Trust Indenture Act）、我国台湾的“《公司法》”；也有的将附担保债券受托人制度（即附担保债券信托）单独立法，比如日本和韩国都有专门的



《附担保公司债信托法》<sup>①</sup>。

债权型信托直接融资工具就是在债券发行中（无论是公募还是私募）引入信托机制，由专门的信托机构作为受托人，受托管理担保物，监督债务人，执行债权人会议的决议等。因此，债权型信托直接融资工具的本质是信托机制，符合信托与信托法的一般原理，但是与传统的财产信托相比，债券型信托直接融资工具又有其自身的特殊性与复杂性。

### （一）附担保债权型信托直接融资工具

附担保债权型信托是一种解决附抵押公司债和附质押公司债之操作性问题的制度。在发行公司债时，发行人为吸引投资者，在特定财产上设定抵押或质押，但是由于公司债债权人人数众多而且频繁变更，发行人与公司债债权人一一订立担保合同变得不具有操作性，于是，人们将信托原理引入到附抵押公司债和附质押公司债的发行中，即让一个受托人为全体公司债债权人的利益保管和行使担保物权，如果发行人到期不能偿还本金和利息，受托人就可以将担保物变现，并将所得收益在公司债债权人之间进行分配。

#### 1. 附担保债权型信托的制度框架

首先，附担保债权型信托的一个最简单的信托关系的模型：在这一信托关系中，发行人是委托人，公司债债权人为受益人，信托财产是担保物权。

其次，在具体制度的运作过程中必须对该制度的每一个环节都进行设计。比如，受托人具体有哪些权利和义务？他仅仅是消极的担保物权的保管者，还是一个积极的受托人？受托人未履行义务而损害公司债债权人的利益时，公司债债权人如何进行救济？在附担保债权型信托的设立过程中，信托契约是必不可少的。以该制度最为发达的美国为例，19世纪30年代信托契约（trust indenture）就已经出现。为了解决各方当事人的权利义务等问题，发行人和受托人在债券发行之前往往往会签订一个信托契约，投资者购买债券即视为对该信托契约的接受。170多年来，美国的附担保债权型信托制度的发展，可以说是围绕着信托契约展开的，信托契约的内容决定着受托人的义务，决定着受托人应该扮演“消极受托人”还是“积极受托人”的角色，并决定着受托人所需承担的责任。

最后，在信托契约订立时，由于作为信托关系当事人的公司债债权人并没有参与

<sup>①</sup> 罗婷：《公司债受托人法律责任研究》，华东政法大学硕士学位论文，2012。



契约的订立，而发行人与受托人中的任何一方都不可能为公司债债权人的利益代言，因此，信托契约不能完全采取意思自治，立法必须介入其中。根据各国立法实践，为加大对公司债债权人的保护力度。一方面，立法会对受托人的资格进行规制，确保受托人有足够的专业水准和经济实力，并且与公司债债权人没有利益冲突；另一方面，对信托契约的部分内容进行强制性规定，同时扩大受托人的法定义务，即受托人除了保管和行使担保物权之外，还必须履行其他义务。比如美国《信托契约法》规定了公司债债权人名册的送达、受托人报告的提供等，我国台湾“《公司法》”第255条规定了受托人须对公司债的发行进行核查与监督等。这些义务虽然与担保物权没有直接关系，但都是为了保护公司债债权人的利益。这些法定义务或是为了保证受托人对发行人的经营状况有持续的关注和了解，避免发行人在违约前转移担保物；或是方便公司债债权人掌握受托人的履约情况，并且可以互相联络，以便受托人形成集体决议。因此，作为一个健全的附担保债权型信托制度，受托人的角色必须是积极的受托人，其义务必须是多元化的。

由此可见，附担保债权型信托的制度框架可以抽象为三个要点：担保物权之信托、信托契约之订立、受托人义务之扩大。“担保物权之信托”指的是该制度的本质，“信托契约之订立”指的是设立“担保物权信托”的先决条件，而“受托人义务之扩大”则是指随着附担保债权型信托的发展，该制度已经发展成为包括受托人保管和行使担保物权在内的一整套保护公司债债权人利益的机制。

至此，附担保债权型信托可以进行如下定义：附担保债权型信托是指公司在发行附抵押或附质押公司债时，与受托人订立信托契约，将担保物权设定给受托人，使受托人为全体公司债债权人的利益保管并行使担保物权、并为保护公司债债权人的利益而履行其他相关法定义务的一种信托制度。

附担保债权型信托相比于传统信托有其特殊性，而且也对传统的担保制度构成了一定的挑战。

## 2. 附担保债权型信托与传统担保之区别：担保物权从属性之例外

传统担保中，担保物权具有从属性，债权和担保物权必须属于同一个人，转让债权时必须转让担保物权；而在附担保债权型信托中，担保物权与债权相分离，成为独立的信托财产，债权和担保物权也不再由同一个人持有。因此，附担保债权型信托与传统担保法原理存在一定的冲突。

传统观点之所以认为担保物权具有从属性，是与其“担保性”这一权利属性直



接相关的，担保性这一最初功能使得在民法框架构建之初，担保物权就以依附于主债权的姿态而获得“从属性”之定位。然而，随着担保物权种类和功能之扩大化，对担保物权“从属性”的解释和定位正在逐渐得到修正，正如中国台湾物权法学专家谢在全先生所言：“担保物权从属性表现之强弱，并非完全一致，留置权等法定担保物权，法律上因为系保护特定债权而发生，故其从属性特别显著与强烈。至于为融资媒介之抵押权、质权等，其适用则较为缓和，以免造成社会金融之不便。”

担保物权从属性原则并不是完全固定的、不可打破的，为实现个别制度的特殊功能，立法中也是允许存在担保物权从属性之例外的。在设计附担保债权型信托时，我国台湾“《公司法》”第256条就明确规定了担保物权从属性之例外：“公司为发行公司债所设定之抵押权或质权，得由受托人为债权人取得，并得于公司债发行前先行设定。”根据该条文，担保物权和债权可以分属于不同的人，担保物权也可以在债权成立之前先行设定。

仔细探究附担保债权型信托的制度构架，可以发现该制度对担保物权从属性的“打破”只是形式上的：虽然该担保物权为受托人所持有，但是其是为受益人（即公司债债权人）的利益而持有、行使担保物权；受益人（公司债债权人）虽然在形式上不享有担保物权，但是其在享有主债权的同时，还享有要求受托人为其利益行使担保物权的权利，并对受托人损害担保物权实现之行为享有撤销权，因此在实质上，担保物权的从属性并没有被打破。

### 3. 附担保债权型信托与传统信托的差异

如前文所述，附担保债权型信托的本质是一种信托，然而其与传统信托还是有一定区别的。

首先，附担保债权型信托中不存在所有权的转移。在传统信托中，委托人需将信托财产的所有权转移给受托人，让受托人为受益人的利益保管和处分信托财产；而在附担保债权型信托中，信托财产是担保物权，而非担保物的所有权。至于是否可以使用受托人享有“担保物权的所有权”之表述，笔者认为，信托财产的范围和所有权的客体范围并不具有一致性。信托财产具有多样性，包括有形财产、知识产权、股权、有价证券等，甚至包括债权、担保物权。一般认为，只要具有财产价值并且能够自由转让的财产都可以作为信托财产。而所有权是物权中特有的、与担保物权属于同一位阶的法律概念，因此所有权的客体范围要远远小于信托财产的范围。严格来说，随着信托财产的日益多元化，传统信托法中关于“信托财产的所有权”这一表述其



实已不再完全准确，所以，在附担保债权型信托中，虽然担保物权可以作为信托财产，但是该信托中却不存在所有权的转移。

其次，附担保债权型信托是通过订立书面的信托契约设立的，这种信托契约必须符合法定的形式和法定的内容。设立信托的方式有两种：一种是双方行为，即订立信托契约方式设立；另一种是单方行为，即以遗嘱的方式设立。附担保债权型信托只能通过订立信托契约的方式设立。即在公司债发行前，发行人和受托人签订信托契约，根据该契约，发行人在特定财产上设定担保，并且使受托人享有该财产的担保物权，债券发行后，投资者购买该批债券即视为对信托契约的接受。由于附担保债权型信托的设立涉及到债券的发行，其受益人众多，因此立法往往会介入信托契约的订立。

再次，在附担保债权型信托设立时，受益人尚未确定。在传统信托中，通常在信托设立之时委托人就指明了具体的受益人；而在附担保公司债中，信托的设定在时间上早于公司债券的发行，而且在公司债发行后，债券在二级市场可以自由交换，因此受益人可以随时变更，而且受益人的变更无须得到受托人的同意。这也正是体现了信托所具有的集合分散的财产权利的强大功能。

最后，有必要分析附担保债权型信托是他益信托还是自益信托。他益信托是指委托人为第三人的利益而设立的信托，自益信托是指委托人以自己为受益人而设立的信托。在附担保债权型信托中，发行人是委托人，广大公司债债权人是受益人，该种信托应该就是他益信托，这也是台湾学者和大部分大陆学者所持的观点。但是也有观点指出，该信托是自益信托，即在该信托中委托人和受益人都是公司债债权人。该观点认为，信托财产必须是委托人自己所有的财产，在发行附担保公司债时，担保物权最初的享有者应该是公司债债权人，而非发行人，因此发行人不可能将不属于其所有的担保物权信托给受托人。为了解释信托契约由发行人和受托人签订的问题，该观点进一步指出：实际上发行人是代表公司债债权人签订了信托契约，将担保物权转让给受托人，投资者购买债券即视为同意了发行人的代理行为，在债券发行后，发行人就退出了信托关系。

针对上述不同观点，笔者认为，附担保债权型信托的特殊性之一在于其在一定程度上（形式上）“打破”了担保物权对债权的从属性，而使得担保物权在该制度中具有独立性，即使得债权和担保物权可以分属不同的人所有。而这种“独立性”是在发行人在特定财产上设定担保物权开始就存在的，即在该制度中，公司债债权人即使在最初也没有“获得过”担保物权，就当然不可能作为委托人将担保物权信托给受



托人。反过来说，受托人获得担保物权的途径是：发行人在特定财产上设定担保物权，并将该担保物权设定给该受托人，让其为受益人的利益保管和行使担保物权。因此，发行人才是该信托关系中的委托人。

## （二）无担保债权型信托直接融资工具

相比于附担保的债权型信托直接融资工具，无担保的债权型信托直接融资工具中受托人既不受托担保物权，也不受托债权。实践中，受托人在债券发行之后主要负责监督债务人，进行信息披露，若债务人出现违约，则可能代为提起诉讼。可见无担保的债权型信托直接融资工具中的受托人享有债权人的一些利益，可以“像”债权人一样向公司主张某些附属性的权利，但是受托人本身不享有债权，无法进行债券交易。因此，此时受托人拥有一种债权人的地位，享有某些保障债权实现的权能，却没有受托传统财产意义上的信托财产。这种受托制度能够构成信托吗？就此问题，学界存在很大争议。

无担保债权型信托直接融资工具中虽然没有传统意义上的信托财产，但受托人仍然享有债权人一般的地位以及一些附属权利，能够为了债券持有人的利益向公司主张权利提起诉讼等。因此，有必要将信托财产作扩张解释，将这些债权所包含的利益、权能认定为信托财产。由此也可以解释当无担保债权型信托成立时，个别的债券持有人已经将自己的债权中所拥有的一些权能、利益信托给了受托人，自己暂时不再拥有这些权能，因此，当出现违约时，应该由受托人代表所有债券持有人向公司主张权利、提起诉讼，而不能由个别债权人与公司和解，提取诉讼等。这也符合整个债券持有人的利益以及效率原则。

由此可知，无担保债权型信托直接融资工具相比于附担保债权型信托直接融资工具法律关系更加简单，可以类推适用附担保债权型信托直接融资工具的相关规定。下文将两者合并讨论，此处不再赘述。

## 四、债权型信托直接融资工具中的受托人制度

在债权型信托融资工具中，居于核心地位的是受托人制度。政府或者企业在发行债券以后，债券持有人的利益能否得到保障很大程度上依赖于债权型信托关系中的受托人是否履行相应的职责。研究受托人的法律地位及其权利义务关系是研究债权型信托直接融资工具的核心。一方面，世界各国都对债权型信托中的受托人规定了法定资格、法定义务；另一方面，实践中在债券发行人与受托人签订的信托契约中，也明确



约定了受托人应该履行的义务。

### （一）适格受托人

由于债权型信托直接融资工具与广大债券持有人的利益密切相关，此类信托的设立必须接受证券管理机构的审查或核准，审查或核准的内容主要包括受托人的资格以及信托契约的内容。根据各国立法，适格的受托人一般需符合两个方面的要件：积极要件和消极要件。

#### 1. 受托人的积极要件

为了确保受托人有足够的专业水准和经济能力来履行受托人义务，各国立法都规定了受托人必须是机构受托人或至少有一个是机构受托人，一般为信托公司或金融机构<sup>①</sup>。该机构受托人有符合法律规定的资产，并且在担任受托人整个过程中都要符合这一要求。作为经济能力的重要指标，各国立法一般对机构受托人的资产（或相关指标）规定最低标准，而且为保证其持续的履行义务的能力，法律往往会强调受托人在担任受托人的整个过程中都必须符合这一要求。

#### 2. 受托人的消极要件：利益冲突问题

在附担保债权型信托中，设置受托人的目的主要是为了保护公司债债权人的利益。因此，受托人与公司债债权人之间不能有利益冲突。一般而言，只有在发行人发生了违约的情况下，才需要考虑是否存在利益冲突的问题。

（1）利益冲突的前置条件：发生违约。将“发行人违约”作为利益冲突认定的前置条件，降低了对受托人资格的要求，也使得利益冲突的认定更加客观化。在发行人违约之前，受托人与公司债债权人的利益冲突并没有真正发生，而受托人并无为自己利益或第三人利益行为的动机，因而无事先限制之必要。对于违约的认定，一般由信托契约进行约定。其实，此处的违约（default）与一般民法中所讲的“合同违约”并不能完全等同，在各国的实践中，一般会将下列情形认为是违约：①无法按时支付债券本金和利息，这是最为严重的违约情形。②无法按时支付其他债务的本金和利息，这表明发行人的财产状态已经处于不良状态。③对于信托契约其他条款的违反，但并不是任何条款的违反都构成“违约”，要视该条款的违反对按时支付本金和利息的影响而定。④自愿或非自愿破产。需要说明的是，并不是说任何信托契约都会包括以上的违约情形，有可能包含的违约范围较为狭窄，也有可能更为广泛。这些都基于

<sup>①</sup> 廖大颖：《公司制度与企业金融之法理》，沈阳，元照出版公司，2003。



信托企业事前的规定。<sup>①</sup>

(2) 利益冲突的具体情形。当发行人违约时，受托人存在以下三类情形即视为利益冲突。

①双重受托。同时担任发行人发行的两种类型债券的受托人，不论该受托人是担任同一发行人发行的多个债券的受托人，还是担任同一信托契约下不同类型的债券的受托人。禁止双重信托是为了避免发行人违约时（比如资不抵债，不能偿还所有的债券），受托人同时代表两组公司债债权人，而这两组公司债债权人在此时的利益是相冲突的，受托人有可能为了其中一组债权人能获得清偿而故意牺牲另一组债权人的利益。

②受托人与发行人或承销商之间有以下关系。a. 受托人或其董事、执行官员是该债券的承销商。b. 受托人与该债券的承销商有关联关系。c. 受托人或其董事、执行官员是发行人或承销商的董事、高级职员、合伙人、雇员、受任人（appointee）或代表。d. 发行人或发行人的一个董事、合伙人、执行官员、持有受托人 10% 以上的有表决权证券，或者两个以上上述人员累积持有受托人 20% 以上的表决权证券，或者承销商或承销商的一个董事、合伙人、执行官员、持有受托人 10% 以上的表决权证券，或者两个以上上述人员累积持有受托人 20% 以上的表决权证券。e. 受托人持有发行人的表决权证券在 5% 以上或者持有发行人的另一种类的证券在 10% 以上。f. 受托人明知某公司具有以下情形，但仍持有该公司 5% 以上的有表决权证券：（a）持有发行人 10% 以上表决权证券的公司；（b）直接或间接控制发行人的公司；（c）被发行人直接或间接控制的公司。g. 受托人持有下种公司任何种类的证券达 10% 以上：任何持有发行人 50% 以上的表决权证券的公司。h. 受托人以代表人的身份累积持有任何种类的债券达 25% 以上，且这将导致上述 e、f、g 中规定的利益冲突。

③受托人是发行人的债权人或即将成为发行人的债权人，但存在例外情形。结合上述前置条件，即只有发行人违约时，受托人是发行人的债权人或即将成为其债权人才属于“利益冲突”的情形。受托人对发行人的融资很有可能帮助处于财务危机的发行人渡过难关，使发行人能够正常经营运作，从而按期偿还债券的本金和利息。但是，当发行人发生违约时，该商业银行与公司债债权人就处在了“利益冲突”状态，

<sup>①</sup> 廖大颖：《公司债发行之三角关系——发行公司、公司债债权人与股东之间之利益调整》，载《月旦民商法杂志》，2003（9）。



商业银行很有可能以自己的利益为重，为了使发行人先行偿还自己的债务而不惜牺牲广大公司债债权人的利益。<sup>①</sup>

(3) 发生利益冲突后的处理方法。在确定存在利益冲突的一定期限内，发行人违约的情形仍未消除，受托人必须选择消除利益冲突或者辞职。如果受托人辞职，发行人必须按照相关法律规定聘请另一个受托人。如果受托人既不能消除利益冲突又不选择辞职，该受托人必须在上述期限届满后的一定时间内，将该情形通知全体公司债债权人。任何一个善意的、持有该债券一定期限以上的公司债债权人，都可以书面请求受托人消除利益冲突或者辞职，如果受托人仍未履行，该公司债债权人可以以自己或全体债权人（只要在有管辖权的法院）的名义向法院起诉，要求撤换该受托人，并任命新的受托人。

## （二）发行人与受托人订立信托契约

成为债权型信托直接融资工具的受托人，还需要有信托行为。在债券发行之前，各国立法一般都要求发行人与受托人签订信托契约，并对信托契约的内容进行了一定限制。美国的《信托契约法》甚至可以说是一部为信托契约设定最低标准的法案，其核心内容就是对信托契约条款进行规制。

根据该法，除豁免债券外，公司发行债券之前，发行人与受托人必须订立信托契约。在债券进行登记时，必须递交关于信托契约的相关说明，这些说明必须包含以下内容：（1）对于违约的定义，以及在违约发生时，允许受托人延缓通知受益人的几种违约情形。（2）对债券的鉴定、交付，以及与此相关的程序。（3）附担保公司债中，担保物的让与以及担保物的替代。（4）债券偿还。（5）发行人须递交给受托人的关于其遵守信托契约的证明。

世界各国和地区尤其是美国的债权型信托实践中的信托契约文本对于我国信托公司开展债权型信托直接融资工具业务具有重要借鉴意义。

## （三）受托人的基本义务：受信义务

一旦信托契约合法生效，债券顺利发行，受托人就产生信托契约规定的义务，这是一种意定的义务。在实践中，对于意定义务的履行并没有争议。问题主要在于债权型信托的受托人是否负有传统信托制度中的受信义务，这是一种法定的义务。这个问题需要区分违约前与违约后分别讨论。

<sup>①</sup> 王浩编著：《信托理论与实务》，沈阳，辽宁大学出版社，2007。



### 1. 发行人违约前受托人的受信义务

为了更好地保护公司债债权人的利益，美国、日本和韩国都规定了受托人的受信义务（其中，大陆法系国家一般表述为“善良管理人的注意义务”，美国《信托契约法》中的表述为“审慎人的注意义务”）。日本和韩国立法要求受托人遵守善良管理人的注意义务，根据日本《公司法》第 703 条第二款，受托人必须以善良管理人的注意，对公司债债权人进行公司债的管理。韩国《附担保公司债信托法》第 59 条规定：“信托公司应该公平、正义地履行义务，并为公司债债权人利益，尽善良管理人之注意义务。”美国《信托契约法》也规定受托人履行义务时必须遵守“审慎人的注意义务”，但是该法仅要求受托人在发行人违约后采取审慎人标准，该法第 315（c）节规定：“在发行人违约后，受托人须履行信托契约中规定的义务，并以一个审慎人在相同情况下处理自己事务所会采取的注意和技能来履行这些义务。”

对于美国《信托契约法》对受托人履行义务的标准区分发行人违约前和违约后的做法，很多美国学者都提出了批评意见。有学者认为，在发行人违约之前，受托人仅履行信托契约中明示的义务不足以保护公司债债权人的利益，因为当发行人违约后，再采取对公司债债权人的保护已经为时过晚。一旦发行人违约消息传出，发行人的其他债权人可能会赶在第一次公司债债权人会议召集之前采取行动，即使在提供担保的情况下，也可能面临担保物被发行人恶意转移或者担保物发生贬值的风险。因此，在附担保债权型信托设立后，受托人就应该履行对公司债债权人的受信义务，切实保护公司债债权人的利益。

因此，尽管美国立法对受托人在发行人违约前和违约后的义务标准进行了差别对待，法官在判决时却经常忽视《信托契约法》的这种区分。虽然有部分法官认为在发行人违约前受托人仅需遵守合同明示的义务，但从发展趋势上来看，大多数法官还是从保护公司债债权人利益出发，认为即使在发行人违约前受托人也应该遵守默示的受信义务。在美国司法实践中，虽然《信托契约法》没有明确规定受托人在发行人违约前履行受信义务，但是其判例法弥补了这一缺陷。结合美国判例法来看，无论在发行人违约前还是违约后，受托人均应履行对公司债债权人的义务。

### 2. 受信义务履行程度及标准

受信义务可以适用于不同领域，在不同的领域有不同的程度要求。比如，传统信托中的受托人受信义务与公司董事受信义务就有较大的区别，虽然两者都需忠诚行事，并尽到审慎的注意义务，但其履行受信义务的“风格”并不相同：传统信托中



的受托人履行义务的风格属于“稳健型”，受托人的义务较为确定，需要自我判断的事务较少，只要善意行事，较少面临承担责任的风险；相比之下，公司董事的履行义务的风格属于“风险型”，这是因为公司董事在履行义务时需要对各种形势、状况进行积极判断，发挥主观能动性，因而其受信义务的程度更高，而且面临较高地承担责任的风险。

就附担保债权型信托中的受托人而言，笔者认为其受信义务更接近于公司董事的受信义务，因为债券存续期间一般较长，信托契约不可能对将来发生的每一个事项都规定得面面俱到，因此受托人对很多事项须进行自行判断（虽然有些重大问题需要公司债债权人形成决议）。比如当发行人发生非严重违约事件时，是将该情形通知公司债债权人使其采取行动，还是暂时保留该信息，给发行人一段时间以恢复正常经营，这就导致受托人履行义务时往往伴随因判断失误所带来的风险。

鉴于附担保债权型信托中的受托人履行义务的风格属于“风险型”，其受信义务程度要高于传统信托中的受托人，立法往往会规定相关免责条款，如同公司董事可以适用“商业判断规则”一般，给予善意履行义务的受托人一定程度的免责。比如美国《信托契约法》第315（d）节规定，以下三种情况，受托人可以得到免责：（1）在发行人违约前，受托人履行了信托契约中明示的义务而获得的免责；（2）受托人对其高管善意地进行判断时所犯的过错可以获得免责，除非受托人在认定相关事实时存在疏忽；（3）根据持有本金一半以上的债券持有人的指示进行或者不进行相关诉讼的免责。除以上三种情形外，受托人过失的作为或不作为、以及故意行为均不能得到免责。

### 3. 受托人履行具体受信义务

附担保债权型信托兴起初衷是为了解决公司债债权人众多且分散的问题，因此，受托人扮演的角色是消极的，其权力和义务也都是有限的。但实践表明，消极受托人并不能真正保护公司债债权人的利益，比如发行人发行债券的记载事项可能与信托契约中的条款不符，并可能对公司债债权人进行欺诈，如果受托人在债券发行前没有对债券进行核查和监督，公司债债权人的利益可能就会受损；又比如发行人可能在违约前恶意转移担保物，如果受托人对发行人的日常经营行为没有适当的监督，公司债债权人的利益就不能得到保护。

为更好地保护公司债债权人的利益，各国和地区立法都对受托人的义务进行了强制性规定，并赋予受托人一定的权力，但各国和地区的规定各有特色。美国《信托契



约法》一方面将受托人的义务分为发行人违约前的义务（prior to default）和发行人违约后的义务（post - default）：在发行人违约前，受托人只需履行信托契约明示的义务；发行人违约后，受托人不但要履行信托契约明示的义务，还必须以审慎人的标准，如同对待自己事务般履行义务。此外，《信托契约法》规定了受托人的强制性义务，这些义务即使没有在信托契约中载明，也视为该信托契约包含了这些义务，如果信托契约的规定与之冲突，强制性义务具有优先效力。

日本和韩国的《附担保公司债信托法》关于受托人义务的规定较为相似，均规定在“信托契约的效力”这一章，由于两国对信托契约必要条款的规定没有涉及受托人义务，因此为更好地保护公司债债权人的利益，都在该章中对受托人义务进行较为详细的规定。我国台湾“《公司法》”对附担保债权型信托的规定仅有六个条款，简明扼要地涉及受托人的主要义务，但这些规定过于概括性，因此信托契约中受托人义务有很大自由空间。此外，由于日本、韩国和中国台湾都采用了公司债债权人会议制度，因此受托人的义务与公司债债权人会议有一定的关联，比如召集公司债债权人会议、执行公司债债权人会议的决议等，这也体现了本文第一章中所说的受托人制度与公司债债权人会议制度的互相配合。

虽然各国和地区立法赋予受托人一定的权力或职权，但都是为保护公司债债权人利益而必须行使的，不能放弃，就好比民法中的监护权，既是权利又是义务，因此，笔者将受托人的义务、职权、权力一并概括为受托人的义务。

（1）公司债发行之核查。公司债发行之核查是指在公司债发行之前，受托人须对债券记载事项、担保物的价值与信托契约规定的内容是否一致进行审查。受托人履行此项义务能确保发行人在公司债发行阶段遵守信托契约的约定（比如债券记载的偿还方式、利息是否与信托契约规定的内容一致），避免发行人进行欺诈。中国台湾“《公司法》”第 255 条第二款规定：“前项受托人，应为应募人之利益，有查核及监督公司履行公司债发行事项之权。”美国《信托契约法》没有直接规定受托人对公司债的发行进行核查的义务，但是第 315（a）节规定：“对于发行人所提供的、证明发行人遵守信托契约的证据（以下简称“证据”），受托人可以对这些证据的真实性进行善意地信赖，但是必须核查这些证据是否能证明发行人遵守了信托契约。”第 314（b）（c）节对上述“证据”进行了规定：“这些证据包括律师对担保物权已经进行登记的意见书（或者该担保物权不需登记的意见书）、由发行人的执行人员、律师、会计师出具的关于发行人是否遵守信托契约的意见书等。”这些“证据”包含了债券发



行的情况，因此，受托人对这些“证据”的核查即可以视为对公司债发行之核查。美国《信托契约法》的这一规定同时说明受托人对债券的核查不仅仅停留在债券发行阶段，还包括债券发行后的整个阶段，这一点将在“日常信息的送达”中进一步说明。

## (2) 日常信息送达。

①与公司经营状况、担保物相关信息的送达。受托人除了解公司债发行的情况外，还必须持续关注发行人的经营状况和财务状况，并在必要时将这些状况通知公司债债权人。虽然附担保公司债为本金和利息的清偿提供了担保，但是公司债债权人持有债券不仅仅是为了到期能够获得本金和利息的清偿，还可能希望通过买卖债券获得其中的差价。因此，债券的资信等级也是公司债债权人所关心的。资信等级是指专业评级机构根据债券发行机构的财务实力和有关债权保障措施来分析判断债券违约可能性后对债券得出的评价，通常用一系列字母和数字来表示信用级别的高低，AAA表示信用级别最高，D表示信用级别最低。资信等级将影响到债权的价格，而且在债券发行后，资信等级会随着发行人经营状况、财务状况发生变化。一般而言，当资信等级提高时，债券的价格会上升，当资信等级下降时，债券的价格则会下降。因此，使公司债债权人获得与发行人经营状况以及担保物相关的信息是非常必要的。

美国《信托契约法》通过“发行人报告+受托人报告”的方式来实现这一目的。发行人报告 (Reports by obligor) 是指发行人将提供给 SEC 的各种信息、文件同时提供给受托人，是受托人获得发行人经营状况等相关信息的重要渠道。根据第 314 节规定，发行人须向受托人提供下列信息：a. 递交给 SEC 的年度报告和其他文件；b. 递交给 SEC 的关于发行人是否遵守信托契约相关约定的报告；c. 发行人的主要执行人员、财务人员或主要会计出具的关于发行人是否遵守信托契约的意见书（该意见书每次提交的时间间隔不超过一年）。上述信息涉及发行人的经营情况、发行的债券总额等。受托人报告 (Reports by indenture trustee) 是指受托人将与公司债债权人利益密切相关的信息提供给公司债债权人，受托人获取信息的来源分为两部分：一部分来自发行人报告，另一部分来自日常履行受托人职责所获得的信息。根据第 313 节规定，受托人报告分为两类，即年度报告和临时报告。a. 年度报告。受托人至少每 12 个月向公司债债权人提供以下信息：(a) 受托人是否继续符合资格。(b) 设定优先于公司债债权人的抵押权的情况。如果受托人为发行人垫付了某些费用 (make advances)，



但是在发送报告时发行人仍没有清偿，且未清偿数额超过了债券总额的0.5%，受托人可以在其持有的发行人的担保物上设定优先于公司债债权人的抵押权。(c) 发行人其他债券的情况。(d) 受托人实际控制的财产和资金的变化情况。(e) 报告所涉及的时间段内担保物的让与、替代情况。(f) 报告所涉及的时间段内额外发行的债券。(g) 受托人采取的涉及公司债债权人利益以及信托财产的诉讼。

b. 临时报告。受托人须在下列事项发生后的90天内向公司债债权人提供报告：(a) 担保物的让与或者变更（让与或替换的担保物的公允价值低于债券本金10%的除外）。(b) 自上一次报告以来（没有提供过此种报告的，自信托契约开始执行以来），受托人替发行人垫费用，发行人未清偿部分达到债券总额的10%，因而要求在发行人的担保物上设定优先于公司债债权人的抵押权。

从上述受托人报告内容可以看出，《信托契约法》希望通过报告制度让公司债债权人掌握包括受托人是否持续适格、发行人经营状况、担保物让与或替换情况在内的一系列信息，从而方便公司债债权人做出相关判断，并采取必要的行动。

②公司债债权人名单（姓名和地址）的送达。除获取上述相关信息外，公司债债权人之间还有必要获得其他公司债债权人的信息，互相进行联络，以形成多数公司债债权人的意思表示。《信托契约法》第312节规定了公司债债权人名单的送达：a. 发行人应该根据约定的时间（至少每六个月一次）或者在受托人提出书面请求时，提供其所持有或者其支付代理机构（paying agent）持有的公司债债权人名单（包括姓名和地址），并要求受托人对上述信息以适当的方式进行保存。b. 3个以上持有债券6个月以上的公司债债权人可以请求受托人提供上述信息，受托人须在5日之内作出决定，或者直接提供，或者告知其公司债债权人的大概人数以及提供名单的费用。c. 如果受托人认为提供上述信息会损害公司债债权人的利益或者违反法律，必须同时向债券持有人和SEC提供书面说明。

由于债券可以在二级市场上自由流通，公司债债权人会一直处于变动之中，立法要求发行人不断提供新的公司债债权人的信息，并要求受托人不断更新其保存的公司债债权人的资料，以便随时提供给公司债债权人。

(3) 公司债债权人会议之召集与债权人决议之执行。

①公司债债权人会议之召集。受托人对公司债债权人会议的召集分为两种情形。

第一种是主动召集，受托人为保护公司债债权人利益而履行各种义务，一般需要自行判断，但在遇到涉及公司债债权人实质性权利的问题时，则需征求广大公司债债



权人的意见。因此采用了公司债债权人会议制度的各国和地区立法都规定受托人有召集债权人会议的职权（其实质为义务，因为遇到相关问题时，出于对公司债债权人的利益考量，受托人有义务召集债权人会议，不能选择放弃这个职权。此外，受托人并不是债权人会议的唯一召集人，立法可能会赋予承销商或者发行人、持有有一定比例债券的公司债债权人召集债权人会议的职权）。

根据日本《附担保公司债信托法》第31条规定，“受托公司于必要时得随时召集公司债债权人会议”。韩国《附担保公司债信托法》第41条规定：“信托公司或第23条第一款规定的承销商，得于其认为必要时召集债权人会议。”我国台湾“《公司法》”第263条规定：“发行公司债之公司，公司债债权人之受托人，或有同次公司债总额数5%以上之公司债债权人，得为公司债债权人之共同利害关系事项，召集同次公司债债权人会议。”

第二种是被动召集，即发行人或持有有一定比例债券的公司债债权人可以请求受托人召集公司债债权人会议。韩国《附担保公司债信托法》第42条第一款规定：“委托公司（即发行人）或持有债券总额10%以上的公司债债权人得请求信托公司或第23条第一款规定的承销商召集债权人会议。”

②公司债债权人决议之执行。由于受托人本身就有为广大公司债债权人的利益行事的义务，且其具有一定经济实力和专业水准，受托人自然成为公司债债权人决议的最佳执行者。日本、韩国和中国台湾均对受托人施加了执行公司债债权人决议的义务。

根据日本《附担保公司债信托法》第34条，公司债债权人会议之决议，由受托公司执行之；但其性质不容许受托公司执行时，应于会议时定其执行人。韩国《附担保公司债信托法》第54条也做了相同规定。我国台湾“《公司法》”第264条规定：“前条债权人会议之决议……由公司债债权人之受托人执行之。但债权人会议另有指定者，从其指定。”美国《信托契约法》虽然没有规定债权人会议制度，但该法第316节规定了受托人执行公司债债权人特别指令的义务，根据该条款，（当债权人违约时）持有债券总额1/2以上的公司债债权人有权就实施权利救济的时间、方法和地点对受托人进行指示，受托人须根据该指示对公司债债权人实施救济。

（4）违约通知。当发行人违约后，公司债债权人需就债权救济的方式、时间等涉及其实质性权利的事项形成多数意思表示，再指示受托人进行执行。因此，违约发



生后，受托人及时通知公司债债权人，使得其尽快形成决议，就显得非常重要。美国和韩国都规定了受托人违约通知的义务。但在“违约”的定义上，美国和韩国有一定的区别。

如前所述，美国法律认定发行人违约的情形一般由信托契约进行约定，其违约范围不仅仅包括不能按时支付本金和利息，还包括无法按时支付其他债务的本金和利息、发行人破产等。韩国法认定的违约则是指发行人无法按时支付本金利息。美国《信托契约法》第315(b)节规定了受托人违约通知的义务：受托人应该在发行人违约后90日之内，将所知的违约情况通知公司债债权人，但是，除发行人不能按时支付本金和利息、或者不能按时支付偿债基金（sinking fund）或买入基金（purchase fund）的分期付款外，受托人可以为保护公司债债权人的利益而保留发行人违约的情况，不对公司债债权人进行通知。根据上述规定，《信托契约法》实质上将违约（default）分为两种情况：需要及时通知的违约和保护公司债债权人的利益可以不通知的违约，前者包括不能按时支付本金和利息、或者不能按时支付偿债基金（sinking fund）或储备金（purchase fund）的分期付款的情形，此种违约已经没有回旋余地，公司债债权人必须立即作出债权救济的决议，并指示受托人执行；而后一种违约则是指情况不严重的违约，比如不能偿还发行人的其他债务，受托人不将此种违约信息披露，能避免公司债债权人提前采取行动，使得发行人能有资金周转的时间，从而恢复正常经营，并消除违约情形。因此在上述情况下，不将发行人的违约情况通知给公司债债权人反而能保护他们的利益。

韩国《附担保公司债信托法》不但规定了受托人违约通知的义务，还规定受托人对发行人进行催告的义务。根据该法第69条和第70条，如果发行人没有按时进行分期付款超过两个月，或者没有按时支付利息超过三个月，受托人应该根据债权人会议的决议向发行人发出一份催告通知，要求发行人在一定的宽限期内支付本期应偿还金额或支付利息，并告知发行人如果其在上述期限内无法支付本期应偿还金额或者支付利息，“加速清偿条款”将发生效力（即要求发行人提前偿还全部的本金和利息）。当上述加速清偿条款生效时，受托人需对该条款的生效进行公告，并分别通知已知的公司债债权人。

(5) 担保物权的保管及行使。在附担保债权型信托中，担保物权的保管和行使是受托人最基本的义务，也是对公司债债权人利益保护的最重要的防线，即在发行人不能清偿本金和利息或未完成清偿而解散时，受托人必须保证其能为广大公司债债权人



人的利益实现担保物权。担保物权的保管始于担保物权设立之时，贯穿于债券发行后的整个过程。

在担保物权设立之时，须检查担保物上的权利瑕疵。担保物权设立后，得随时关注担保物的状况：当担保物权为抵押权时，应监督发行人是否懈怠对抵押物的妥善保管，当抵押物损毁、灭失时，须及时要求发行人增加担保或重新提供担保；当担保物权为质权时，须妥善保管其占有的质物，防止其损毁、灭失。担保物的实现是指当发行人在债券届期时不能清偿本金和利息，或者在未完成清偿之前发行人解散之时，受托人将担保物进行变价，并将所得价金根据每个公司债债权人持有的债券比例进行分配。

由于附担保债权型信托中担保物权的保管、行使可以适用民法中的担保法原理，因此各国在附担保债权型信托的相关立法中，对受托人的此项义务规定得均比较概括。日本《附担保公司债信托法》第43条第1款规定：“公司债到期不为清偿或委托公司之公司债未经清偿完了而解散时，受托公司应立即行使担保权。”该法第44条第1款规定：“受托人为公司债债权人受领清偿之金额，即应按债权额，交付于各公司债债权人。”第44条第3款规定：“不能确知公司债债权人，或公司债债权人拒绝受领或不能受领时，受托公司应为各该公司债债权人提存前项之金额。”韩国《附担保公司债信托法》也做了类似规定。我国台湾“《公司法》”第256条第2款规定：“受托人对于前项之抵押权或质权或其担保品，应负责实行或保管之。”美国《信托契约法》第317节规定了发行人不能按时支付本金或利息时，可以自己的名义为全体公司债债权人的利益进行诉讼，即在附担保公司债的情况下，可以通过诉讼行使担保物权。

此外，需要指出的是，虽然各国和地区的立法规定了受托人义务，但这仅仅是受托人义务的最低标准，当事人可以在信托约定中约定受托人履行其他义务。

#### （四）受托人违约时债权人的救济

##### 1. 撤换受托人

受托人是法定的公司债债权人利益的保护者，然而受托人与公司债债权人之间并不是天然的“利益同盟关系”，受托人很可能会违反受信义务或者违反信托契约的规定，进行机会主义行事，将自己或者发行人的利益置于公司债债权人之上。因此，必须赋予公司债债权人对违约的受托人和不适格的受托人进行撤换的权利，从而给受托人一定程度的压力，以保证受托人能为其利益进行代言。



根据韩国《附担保公司债信托法》第 87 条和第 88 条的规定：“如果受托公司违反了受信义务，或者不适合担任受托人，或者有其他正当事由，经济服务机构（Financial Service Commission）应该根据委托人之请求或公司债债权人会议的决议，撤销受托公司的职务，并指定继任受托人。”日本《附担保公司债信托法》第 51 条也做了类似规定。

## 2. 对受托人行使诉权

当受托人违反受信义务或信托契约规定的义务，并对公司债债权人的利益造成损害时，必须赋予公司债债权人对受托人进行诉讼的权利，这也是对公司债债权人的最后一层救济。虽然各国立法没有明确规定公司债债权人的这种诉权，但在司法实践中，这种诉权已逐渐为法官所认可，而且并没有对持有债券比例或持有时间做出要求。

以美国为例，在 *Morris v. Cantor* 案中，法官指出：“根据《信托契约法》，SEC 并没有强制执行信托契约的权力，信托契约在生效后仅仅是当事人之间的一个合同，因此国会必须赋予公司债债权人通过诉讼使信托契约条款获得强制执行的权利。”在 *Matthews v. Fisher* 案中，法官进一步指出：“《信托契约法》的立法目的就在于保护公司债债权人的利益，而且国会在立法之初就已经认识到受托人并不能正常地履行其义务，公司债债权人也没有其他有效的手段来确保他们的权利，因此对公司债债权人赋予诉权是必要的。”<sup>①</sup>

司法实践中公司债债权人起诉受托人的情况主要包括：（1）受托人违反信托契约的明示义务。（2）受托人违反默示的受信义务。（3）受托人虚假陈述。（4）受托人欺诈。（5）受托人存在过失。（6）对受托人的董事或职员进行起诉。

## 五、信托公司开展债权型信托直接融资工具业务的建议

虽然我国债券市场不断发展，但是债券的交易以及监管并没有统一。从发债主体而言，企业债与地方政府融资平台发行的债券或城投债存在很大的不同；从交易场所看，银行间债券市场与交易所债券市场也存在不同；从监管主体看，发改委、财政部、人民银行（交易商协会）以及证监会对于不同的债券市场进行监管，其政策与规定具有很大的差异。因此，信托公司要想开展债权型信托直接融资工具这一转型业

<sup>①</sup> Steven L. Schwarcz & Gregory M. Sergi, *Bond Defaults and the Dilemma of the Indenture Trustee*, 59 Ala. L. Rev. 1037 (2008).



务，在债券市场引入信托机制，势必需要考虑我国债券市场的这些实际情况，并且结合信托公司已有的优势，找出适合信托公司的业务类型。

### （一）我国现有法规、政策障碍

最新颁布的《公司债券发行与交易管理办法》（以下简称管理办法）第四十八条明确规定：发行公司债券的，发行人应当为债券持有人聘请债券受托管理人，并订立债券受托管理协议；在债券存续期限内，由债券受托管理人按照规定或协议的约定维护债券持有人的利益。发行人应当在债券募集说明书中约定，投资者认购或持有本期公司债券视作同意债券受托管理协议、债券持有人会议规则及债券募集说明书中其他有关发行人、债券持有人权利义务的相关约定。

但是该管理办法没有明确引入信托机制，而是将此制度定位为“债券受托管理人制度”。鉴于证监会主导修订，该管理办法四十九条规定，作为债券受托管理人必须是本次发行的承销机构或者其他经中国证监会认可的机构担任，且债券受托管理人应当为中国证券业协会会员。这就在事实上使得券商比信托公司在从事该业务上具有了政策优势。

2012年5月22日，沪深证券交易所同时发布了《中小企业私募债券业务试点办法》；中国证券业协会发布《证券公司开展中小企业私募债券承销业务试点办法》。时隔半月之后，东吴证券通过了中国证券业协会中小企业私募债业务试点资格评审。6月8日，由其承销的苏州华东镀膜玻璃有限公司5000万元中小企业私募债券在上海证券交易所成功发行，成为全国中小企业私募债第一单。至此，证券交易所拉开了私募企业债发行的帷幕。

沪深交易所可以发行私募债，理论上说，它们应该可以发行附信托（私募）企业债。但由于沪深交易所隶属于中国证监会，在分业监管的现行金融体制下，两个交易所在其《中小企业私募债券业务试点办法》中均规定了私募证券应由证券公司承销，从而排斥了信托公司等金融机构承销附信托（私募）企业债。因此，在证券交易所推行附信托（私募）企业债，并由信托公司担任受托人和承销商的重要角色，在现行的法律以及监管政策上可能仍然存在一定的障碍。

除上述政策障碍，信托公司与我国现在的券商相比，在企业资源等方面也存在一些差距。当下信托公司以投资型业务为主，主动管理能力有限，这些都是信托公司开展债权型信托的障碍或者困难。



## （二）信托公司努力探索方向初议

银监会 99 号文明确提出发展债权型信托直接融资工具，使得信托公司能够充分利用政策优势。由上述分析可知，我国债券市场不断发展，需要信托机制的引入，信托公司又处于业务转向的重要时期。因此，将信托机制引入我国的发债系统，不仅有利于解决债券市场的一系列问题，服务投资者，服务实体经济，又能够为信托公司发展事务管理类信托提供广阔的市场，这可谓是双赢。

但是信托公司想要在公司债以及中小企业债中开展债权型信托直接融资工具业务，一方面，需要表明自己作为专业的信托机构在债权型信托直接融资工具业务中所具有的专业优势，开展世界各国债权型信托的比较研究；另一方面，信托业需要向监管机构不断提出政策与法规建议，在制度层面真正落实 99 号文所提出的债权型信托直接融资工具。

（1）发行市场：私募市场还是公募市场。债权型信托直接融资工具虽然既可以运用于私募债的发行，也可以运用公募债的发行，但公募市场与私募市场的规则有很大的差异，投资者类型区别明显，对于债权型信托中的信托构造与具体要求也不尽相同，信托公司能够准入的难度也不同。因此，有必要详细研究两个市场引入债权型信托直接融资工具的差异，以及重点突破方向。

（2）其他应用领域：城投债。虽然本文主要是以企业债或者公司债市场的债权型信托作为典型进行分析，但是城投债作为债券之一种，同样存在投资者众多且变动频繁，担保物保管等问题，而且市场广阔。因此，信托公司可以与地方政府详细商谈，考虑在城投债市场引入债权型信托直接融资工具的可能性。

## 六、结论

作为一种特定类型的信托制度，债权型信托直接融资工具有着其他制度无法比拟的优势：一方面可以利用信托原理集合原本分散的担保物权，解决附担保债券的实际操作性问题；另一方面可以利用受托人的专业性和强大的经济实力为债券持有人提供优质的服务，监督债务人的违约行为，又能利用信托财产的独立性避免受托人机会主义行事，从而保护债券持有人的利益。因此，债权型信托直接融资工具是发展附抵押债券和附质押债券、从而形成多层次的债券市场所必需的配套制度。

无论是何种主体发行债券，都面临一个集体行动的困境，而信托机制作为一种简化信任的机制，能够更加低成本、高效地解决债券持有人的集体治理问题。我国信托



公司作为专业的信托营业机构，在资本、经验等方面具有明显的优势。信托公司具有法定的受托人身份，而承销券商同时兼任受托人，将不可避免面临利益和角色冲突。而且按照国际惯例，信托公司是公司债的主要受托管理机构。因此，信托公司应该继续深入研究债权型信托直接融资工具，从该信托产品的设计、合约文本的制定到立法建议的提出等各个方面进行努力，助力信托业能够顺利转型。



## 房地产信托风险管理研究

课题单位：重庆国际信托股份有限公司

课题组成员：汪晓薇

周建伟





## 摘 要

房地产信托是信托业务的重要组成部分，也是房地产企业的重要融资渠道以及信托业重要利润来源。截至 2015 年第二季度末，我国存续房地产信托规模达到 1.32 万亿元，尽管近年来房地产市场的降温使得房地产业信托资金配置比例逐步缩减，但作为信托资金的第五大配置领域，房地产信托仍是信托业的主流业务。信托制度的灵活性为房地产企业提供多元化的融资需求，推动社会经济发展。在房地产业快速发展的同时，房地产信托存在的风险也逐步暴露，2012 年以来房地产兑付风险受到市场关注，房地产信托兑付风险事件屡见不鲜，因此，如何有效防范和化解房地产信托业务风险成为信托行业值得认真研究和解决的重大课题，具有非常重要的现实意义。

本文立足信托公司视角，对房地产行业及房地产信托发展历程进行了回顾，分析了近年房地产项目涉险原因。以此为基础，阐述了定性和定量风险评估在房地产信托风险管理中的运用。文章在第四部分对房地产信托的前、中、后期风险控制措施、事后风险处置方法进行了总结，提出定性定量风险评估、市场化的风险处置方法以及房地产基金化发展为房地产信托的发展方向的新思路。

**关键词：** 房地产信托 风险评估 风险控制



## 目 录

一、引言 .....	703
(一) 研究背景及意义 .....	703
(二) 国内外研究现状 .....	704
(三) 研究方法思路 .....	706
二、房地产业与房地产信托发展 .....	707
(一) 我国房地产业发展特点 .....	707
(二) 我国房地产信托发展状况 .....	711
三、房地产信托风险分析 .....	716
(一) 房地产信托风险因素 .....	716
(二) 房地产信托风险个案——涉险原因分析 .....	718
(三) 房地产信托风险评估 .....	721
四、房地产信托风险控制及处置措施 .....	726
(一) 前期风险识别 .....	726
(二) 中期风险控制 .....	727
(三) 后期风险监控 .....	728
(四) 风险项目处置措施 .....	729
五、房地产信托风险管理展望 .....	731
(一) 定性与定量评估结合 .....	731
(二) 政策性机制与市场化运作结合 .....	732
(三) 风险控制方式 REITs 化 .....	732
六、结语 .....	732
参考文献 .....	733

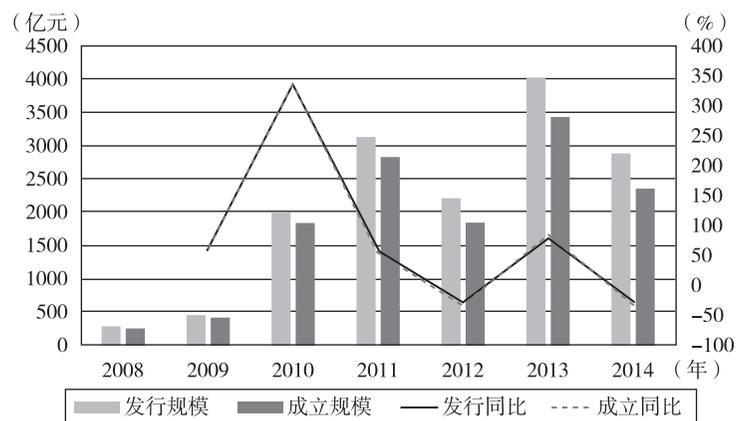


## 一、引言

### (一) 研究背景及意义

改革开放后的中国，房地产行业与建筑、钢铁、建材、运输等行业密切关联，2000年以后房地产市场逐渐繁荣，房地产价格一路上涨。为抑制房地产价格过快上涨带来的负面影响，近年来国家对房地产市场进行了政策调控，作为传统融资主渠道的银行信贷受到严格限制，房地产资本市场融资门槛大幅提高，这使得房地产信托成为重要替代融资渠道，房地产信托进入高速发展。

2010年以来，随着社会经济进步，居民财富稳步增长，居民对于财富管理的需求也逐渐提高，受到高收益率与刚性兑付的驱动，大量投资者将房地产信托作为投资对象，2010至2013年出现了房地产信托投资热潮。根据用益信托网数据，房地产信托发行量从2010年开始迅速增加，2011年共发行房地产集合信托计划1049款，发行规模高达3139亿元，受政府房地产调控政策影响，2012年发行数量降至797款，发行规模2217亿元。2013年房地产信托发行再度火热，并一度达到顶峰，全年发行房地产信托数1119款，规模达到4025亿元，成立规模3440亿元，但同比增速已放缓，如图1所示。由于房地产信托期限一般为一到两年，2010—2012年高集中的房地产信托产品发行使得信托业在随后两年面临较大兑付压力，随着房地产调控的深入和局部地区成交量的下滑，部分房地产企业资金链出现紧张，2011年下半年房地产局部风险显露，2013年房地产信托风险舆情开始大量出现，不断冲击房地产信托刚性兑付



数据来源：用益信托网。

图1 2008—2014年房地产信托发行及成立规模变动



的底线。从实际解决情况来看，近几年发生的问题信托最终都得以解决，没有发生实质性违约，但房地产信托风险管控已成为各信托公司工作重点，如何有效防范和化解房地产信托业务风险成为了信托行业值得认真研究和解决的重大课题。

## （二）国内外研究现状

### 1. 国外研究现状

国外房地产信托已经进入成熟阶段，而且主要以房地产信托投资基金（REITs）形式存在，因此国外学者研究重点在于 REITs 风险管理领域，研究涉及面广泛而且深入，在定性分析的同时也注重利用计量方法进行定量研究。

Richard Imperia（2002）从运作模式和投资原则两方面对 REITs 进行了详细研究，同时注重理论与实务相结合，针对具体房地产基金业务模式对房地产信托风险管理有关理论进行阐述。<sup>①</sup>

Mukesh Chaudhry（2004）运用聚类分析与计量分析方法对房地产投资信托基金风险因素进行分类定义与定量分析，根据研究结果确定了合理的风险回报水平。

Natalya Delcoure（2004）将房地产投资信托基金与开发商之间风险敏感度作为研究方向，通过对 REITs 风险水平与房地产开发商运营风险比较分析，研究两者相互影响机制。特别是注重计量模型的运用，从定量角度分析了美国房地产市场数据、REITs 与房地产公司的敏感性，对房地产企业风险管理具有重要指导意义。

Michael Eevaney（2005）则将各类风险对 REITs 收益影响作为研究重点，运用发达市场的可靠数据，建立相应的风险运行模型，对 REITs 运营过程中各类风险因素对收益的影响进行定量分析并得出相应结论。

除了上述研究以外，模型化管理已经成为西方发达国家包括信托业在内的整个金融业风险管理的新思路与新趋势。目前在全球风险管理行业最富有影响力与最具有公信力的量化模型主要有以下四个：JP 摩根公司研发的 Credit Metrics 模型、KMV 公司研发的 KMV 模型、瑞士银行金融产品开发部研发的 Credit Risks + 模型与麦肯锡公司研发的信用组合观点模型（Credit Portfolio View）。其中信用度量模型与 KMV 模型的出现得益于现代金融理论的大变革，这两个模型的基础均为期权定价理论，信用风险附加模型则是保险精算法在风险管理领域推广后的产物；而信用组合模型构建则依赖

<sup>①</sup> Richard Imperiale: Real Estate Investment Trusts, New Strategies for Portfolio Management, NewYork, 2000.



于信贷经济计量理论与方法，实际上就是把宏观经济变量与债务人信贷质量进行联系再加以分析。

## 2. 国内研究现状

我国包括房地产信托在内的整个信托业发展落后于西方发达国家，属于探索起步阶段，风险管理水平落后于西方国家，风险量化模型没有得到广泛应用，对房地产信托风险管理研究处于对国外先进经验探讨与模仿阶段，对国内实务研究比较少。现有主要研究成果如下：

王浩（2004）在我国房地产信托发展起步阶段敏锐地注意到风险管理问题，他在国内率先对该业务可能存在的风险进行了较为系统化与深入化的研究工作，同时结合实际，对风险管理措施优化提出了一些具有指导性与实用性的建议，包括强化激励约束机制加强信托公司自律、运用信用风险管理模型与增强政策透明度等。<sup>①</sup>

任纪军（2006）将信用风险作为研究重点，认为信托公司与房地产开发企业存在较为严重的信息不对称问题，为解决这一问题，可以采取在房地产信托投资前签订投资协议、项目投资后派驻监管人员等措施。<sup>②</sup>

李红立（2009）重点研究我国房地产信托投资道德风险，指出为防范该风险，应强化激励约束机制、引入 REITs 发展模式、培育机构投资者与加强投资者教育工作。

陆却非、徐莉（2010）根据美国等国家（地区）的房地产投资信托基金（REITs）市场数据进行实证分析，探讨 REITs 的系统性风险特征，认为 REITs 的系统性风险与基准市场收益率选择以及 REITs 的基础资产类别有关，并因此呈现时变性与横截面差异，也对我国房地产信托风险识别与管理具有一定借鉴意义。

尹阿东、何海凝（2011）对房地产信托项目常见风险进行了深入分析，从信托公司的角度提出了加强内部管理控制、盈利能力控制、现金流量控制与内部审计等风险控制措施来降低房地产信托项目的风险，保证信托计划的安全。

王欢欢、盛佳佳（2012）指出当前我国房地产信托主要面临政策、市场、信用与流动性四大风险，并针对上述风险提出一些防控建议。

总体来看，由于国内信托业尚处成长期，信托法律体系近十年才陆续开始建立，对于房地产信托风险管理研究也处于探索阶段，务实研究较少，提出的多数风险管理

<sup>①</sup> 王浩：《浅议融资房地产的集合资金信托风险管理》，载《经济研究参考》，2004（22）。

<sup>②</sup> 任纪军：《发展上市房地产投资信托的路径选择》，载《中国房地产》，2005（9）。

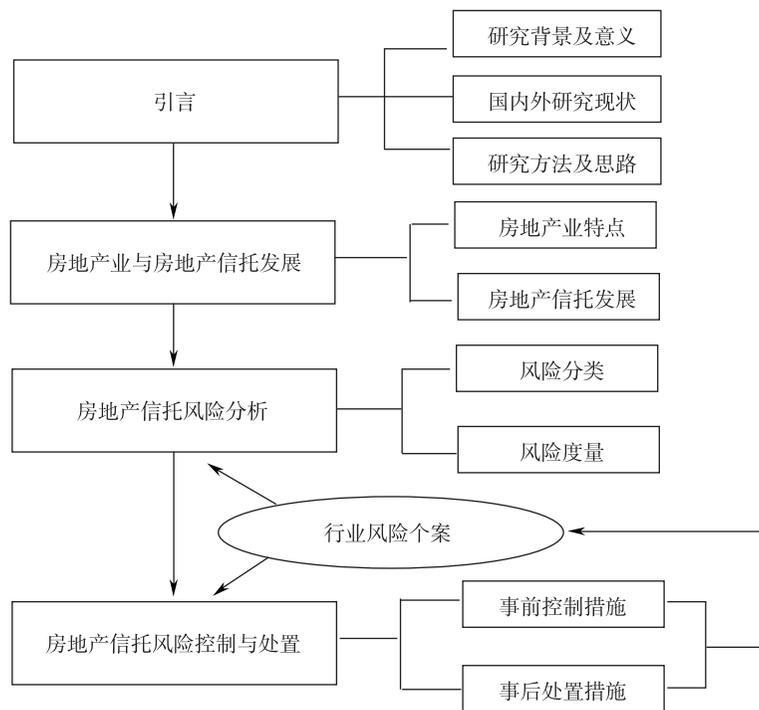


政策也仅局限于企业层面的微观视角，对于整类房地产信托业务的风险管理没有提升到战略体系和标准化管理层面，更没有提出切实有效的风险管理模型和防控机制。

### （三）研究方法及思路

近年来房地产信托业务的飞速发展本文为研究奠定了基础，尤其是大量房地产风险项目的出现，为房地产信托风险管理研究提供了宝贵的素材。因此，本文的研究方法主要是基于对房地产信托近几年来发展的定性总结，并结合详实的数据、图表，进行综合分析。自房地产信托暴露出兑付风险以来，市场上关于房地产信托风险的报道不断，但相关研究缺乏对近些年的风险案例的系统梳理总结，通过梳理各机构风险案例，可以从实践角度对房地产信托业务的风险特征、管理处置方法进行分析，为整个信托业房地产业务风险管理提出有效的应对方法。

基于上述思路，本文的研究框架主要在三个方面展开：一是房地产行业及房地产信托发展特点概述，二是房地产信托风险因素分析，三是房地产信托风险控制与处理。本文研究思路如图2所示：



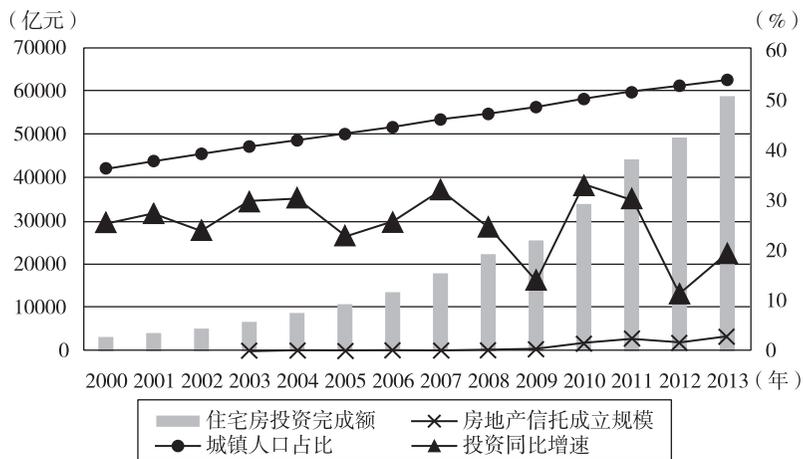
资料来源：重庆信托信托管理部。

图2 研究思路及结构



## 二、房地产业与房地产信托发展

改革开放三十多年来，我国经济总体经历了较为快速的发展，人民生活水平的提高使得衣食住行的需求不断增长，尤其是住房需求在中国人口剧增和大规模流动的大背景下急剧扩张，带动了地产行业迅猛发展，而由于房地产行业规模大、涉及的相关产业多、带动性强，目前它已经成为我国国民经济的支柱产业之一，直接关系经济的发展和稳定。而与此同时，信托这一古老的制度在改革开放后的中国也同样经历了翻天覆地的变化，自 21 世纪初信托业走上新的发展道路后，房地产行业与信托制度的结合产生了巨大的能量，房地产信托的发行量迅速增长，不仅为房地产行业的快速发展提供了资金支持，也促进了信托行业的快速发展。



数据来源：国家统计局、iFIND。

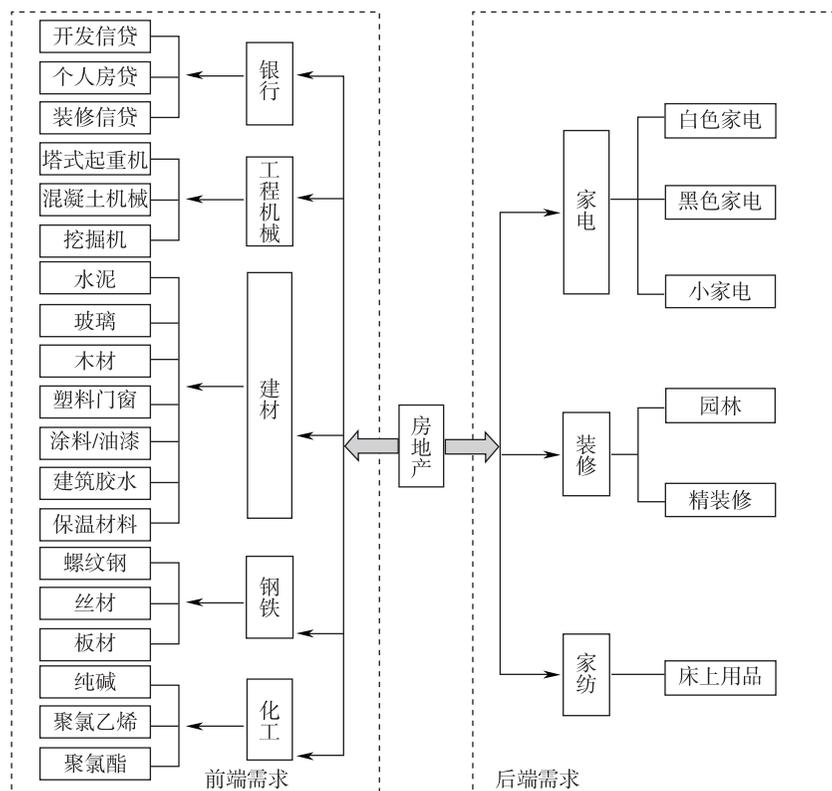
图 3 城镇人口占比、房地产投资与房地产信托成立规模关系图

### (一) 我国房地产业发展特点

#### 1. 房地产行业涉及面广

房地产行业是一个综合性产业，从土地的获取和开发、地上工程建设、房屋建设装修管理，到土地使用权的划拨、流转，再到建筑房屋的买卖、租赁等，最后形成的房地产开发、建设、装修、信贷市场，这些都可以归为房地产行业范围。不仅如此，土地获取和开发、工程建设就涉及到大型机器设备行业，涉及大量的农民工劳动力就业问题，而房屋装修工程涉及门板、窗帘、锁具、厨房、家具、洁具、涂漆等诸多小行业，房屋的买卖和租赁又催生了庞大的房地产中介市场和房地产信贷市场。另外，

房地产项目开发完成后又需要大量的配套生活设施，涉及水、电、气等各种工程，可以说整个房地产行业跟人们的生活息息相关，详细情况参见图4。



资料来源：海通证券研究所。

图4 房地产产业链

作为《国民经济行业分类》(GB/T 4754 - 2011)<sup>①</sup>的主要行业之一，房地产业关联着其他各大产业，包括第一产业中的林业，第二产业中的采矿、制造业、电力等行业，还有第三产业中的批发和零售业、住宿和餐饮业和其他服务业等等，有如此涉及面的大类行业屈指可数，有研究表明，房地产业对其他产业的关联度高达 1.416，其中金融保险和商业为 0.145，建筑业为 0.094。<sup>②</sup>

## 2. 房地产项目周期长

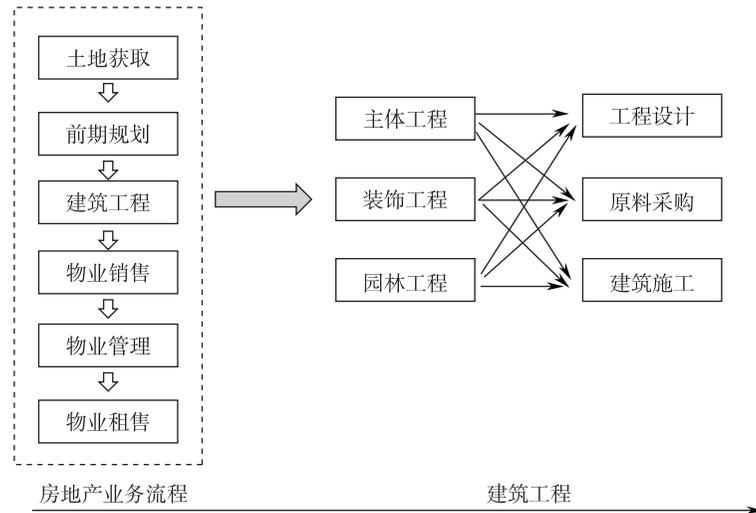
每个房地产项目经过最初的土地获得，到设计施工，最后销售回款，这个周期一般来说至少 1 年时间，通常需要 2 ~ 3 年的时间，周期长的项目则可能还需 5 年以上

<sup>①</sup> 《国民经济行业分类》国家标准于 1984 年首次发布并经多次修改。本标准采用经济活动的同质性原则划分国民经济行业，即每一个行业类别按照同一种经济活动的性质划分，而不是依据编制、会计制度或部门管理等划分。

<sup>②</sup> 黄平、吴春义：《我国房地产业发展现状以及趋势分析》，载《物业研究》，2011 - 10 - 11。



时间。因为除了房地产开发商自己安排的建设施工等需要大部分时间，整个流程涉及的监管部门就有国土资源部、发改委、住建部等诸多单位，每一个取证或取得许可的环节都有可能需要较长的业务周期，在取证后项目实施和工程建设也存在诸多环节。

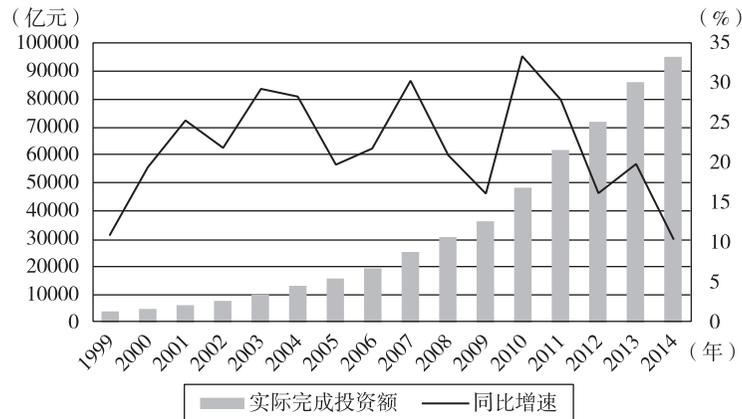


资料来源：重庆信托信托管理部。

图5 房地产项目业务流程

### 3. 房地产项目资金需求大

房地产项目建设周期较长，同时又涉及多个产业，因此需要投入大量的资金，房地产业是典型的资金密集型行业。伴随着中国房地产开发投资的增加，其融资需求和融资量在近些年显著增长。自1999年到2014年，中国房地产开发投资完成额从4010.17亿元增长到95036亿元，按月计算的平均累计同比增长率达到了23.01%。这



数据来源：iFIND。

图6 1999—2014年房地产实际完成投资额

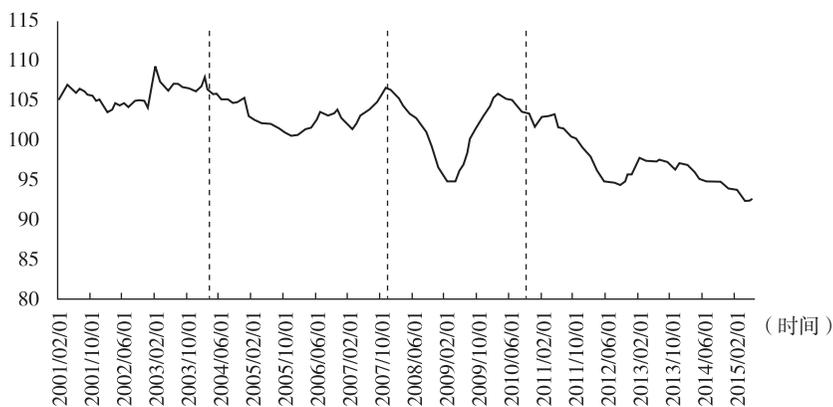


也带动了房地产开发融资的增长，其中银行贷款和非银行金融机构贷款（信托贷款为代表）的增长明显，按月累计值的平均增长率分别达到 18.89% 和 30.70%。同时，从绝对量来看，房地产开发资金累计值合计在 2013 年 11 月就已经超过 10 万亿元（超过上述开发投资完成额，原因是还有大部分的在建工程等），规模庞大，而申请的贷款额就达到 17666.81 亿元。

#### 4. 房地产业周期性明显

房地产行业由于涉及面广、项目期限长，对资金量的依赖较大，而且成为国民经济支柱产业之后，政府出于民生等各方面的考虑对其管控较多、较严。因此，房地产行业的发展受到各方面因素的影响，不仅包括市场本身的价格波动、市场购买力的变化，还包括人们的消费习惯、文化风俗，更包括金融市场信贷情况、政府的调控政策以及市场主体的经济预期。这样一来，房地产行业虽然体量很大，但是波动性却不小，仅仅 21 世纪以来，我国房地产行业就经历了大小周期数个。

以国房景气指数为例，2001—2003 年，我国房地产行业经历衰退、萧条、复苏和繁荣的短周期，这一时期谷底和顶峰的景气指数极差为 5 左右。2003 年底至 2007 年也经历了一次波动幅度不大的周期，景气指数极差大致为 6。然而，在 2008 年全球金融危机的冲击下，我国房地产行业经历了一次落差非常大的周期，2009 年初，国房景气指数跌破 95，属于较低水平，但到了 2010 年初顶峰时期，国房景气指数还是接近 106。在这次周期后，2011 年至今，又经历了一次深度的调整（见图 7）。



数据来源：Wind。

图 7 国房景气指数

#### 5. 房地产业道德风险多发

中国的房地产行业由于发展历史并不长，还处于初步发展阶段，在行业中的房地



产开发企业良莠不齐，既有实力雄厚、风控严谨的开发企业，也有运作不规范的中小企业，甚至有很多开发企业抱着投机的心态来从事房地产开发，而信托公司和房地产开发企业之间又存在典型的信息不对称的问题，因此当开发企业获得融资后，在主观上容易存在不还款的冲动导致故意的败德行为，这就会使房地产信托项目面临尴尬的道德风险。从目前来看，中国房地产行业周期性强，调控力度大且各地政策不尽一致，在资金断裂、经营困难、负债严重的情况下，开发企业管理者跑路的现象时有发生，烂尾工程出现的情况不少，这都是中国房地产行业道德风险多发的表现。

## 6. 区域差异性大

房地产属于不动产范围，基本上不可进行地域的转移，这就导致房地产行业具有明显的区域性。不同地区对住房、厂房、写字楼等的需求因经济发展情况、人口因素、人均可支配收入水平的差异而不尽相同，各区域市场供需关系不尽一致，房地产销售价格、信心指数和景气度也不一样。除此之外，不同地方政府对房地产行业的政策也有可能存在差异，诸如土地供给、信贷政策、登记政策、预售条件等，这可能会导致房地产项目开发存在较明显的区域化差异。

### (二) 我国房地产信托发展状况

#### 1. 房地产信托发展历程

中国房地产信托业务的真正发展始于2002年7月信托业第五次整顿。2002年首创集团与荷兰国际集团共同出资成立“中国房地产开发基金”，该基金是全球首家直接面向中国市场的房地产开发基金，也是最早的一批房地产信托产品。出于业务拓展与风险管理的需求，信托公司纷纷将房产信托业务作为新的利润增长点与业务主攻方向。近年来随着房地产调控逐渐加强与长期化，房地产开发商投融资渠道受到阻碍，信托融资以其灵活性等优点成为房地产开发融资的新渠道。从投资角度而言，作为一种新型金融投资产品，房地产信托产品收益率一般远远高于同期银行存款利率，同时受到刚性兑付的制约风险相对较低，非常适合资金实力较强、风险偏好低的投资者，容易受到投资者广泛关注。从近十年来看，我国房地产信托发展表现出明显的逆周期特征，大致经历了三个阶段：

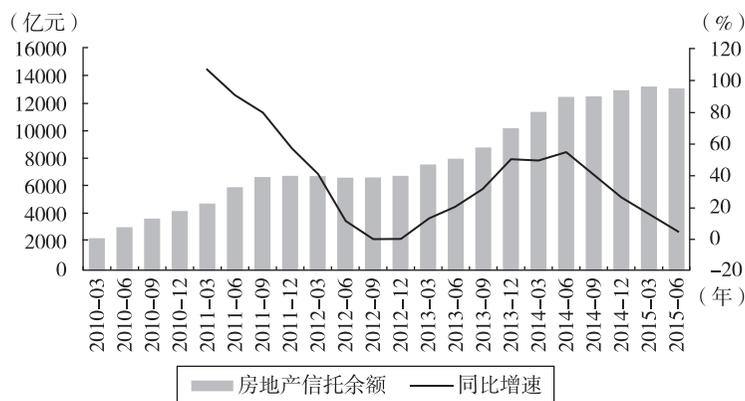
第一阶段为2002年至2008年，该时期我国GDP保持高速增长，尤其是2005年至2008年，经济平均增速达到11.4%，最低增速为2005年第三季度的9.8%，而同期房地产信托新成立规模一直徘徊在几十亿的数量水平。

第二阶段为2009年至2013年，房地产信托规模进入高速增长期。在2009年，



政府为摆脱金融危机不利影响，中央出台经济刺激政策，并将房地产业作为刺激内需、促进经济复苏的重要产业加以扶植。在政策利好刺激下，房地产市场持续升温，土地市场上“地王”接连出现，房价节节攀升。随着房地产业资金需求的持续增加，房地产信托也随之获得大发展，发行规模与数量均显著提高。由于2010年第一季度国内经济出现过热迹象，决策层加快退出刺激政策的步伐，包括出台史上最为严厉的房地产调控政策，使得房地产传统融资渠道收紧，房地产信托成立规模出现小幅调整，在2012年有所降低，但由于信托制度灵活性优势和银行挤出效应，仍保持着高热度，2013年信托成立规模反弹至4025亿元。

第三阶段为2014年至现在，房地产信托进入调整期。随着经济下行以及监管效力的影响，房地产信托发行规模进入调整，存量比例持续压缩至低位，这一时期，房地产市场热度已退去，房地产销售价格、成交量均跌入低谷，房地产局部风险持续发酵。受制于房地产信托兑付压力，各信托公司均加大了房地产项目准入门槛，以风险管理作为工作重点。房地产市场进入区域分化发展阶段，使得房地产信托发展进入价值发现和平稳期，截至2015年6月末，信托业房地产信托规模占比从2011年17.24%的高位降至8.93%（见图8）。



数据来源：根据中国信托业协会数据整理。

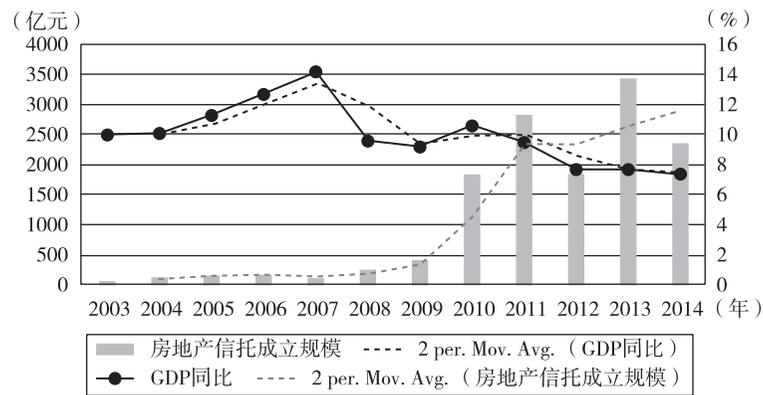
图8 2010—2015年房地产信托发展趋势

## 2. 房地产信托发展特征

现实表明，房地产信托发展具有显著地逆经济周期特征，其根本原因在于信托业在我国金融行业中一直处于从属地位。在经济顺周期时，由于银行信贷的亲周期性，银行等主流金融机构会出现群体性多贷现象。房地产开发贷款、抵押贷款和按揭贷款是银行的追逐对象，房地产信托由于资金成本较高，缺少发展的主流空间。而在逆经



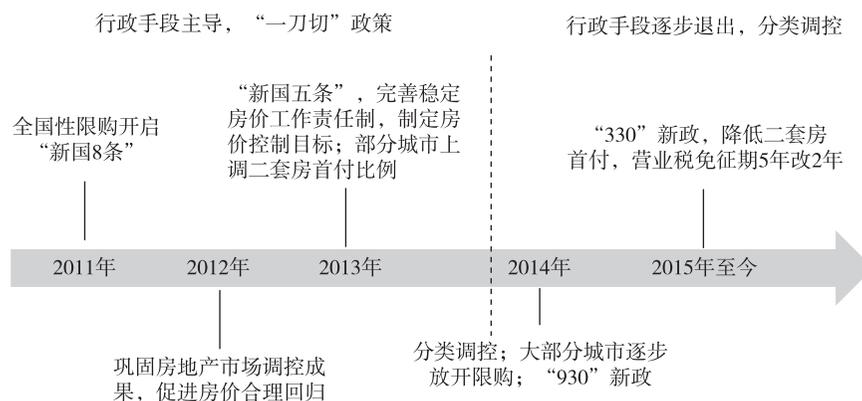
济周期时期，主流金融机构会更多地考虑信贷资金的安全，出现群体性拒贷现象。房地产信托作为房地产开发投资资金来源之一，在银行信贷收紧、融资渠道收窄的情况下能作为银行信贷的有效补充，加上房地产信托“刚性兑付”潜规则带来的高安全边际和市场化的资金成本，房地产信托受到高净值客户的追捧，被动获得阶段性的市场机遇。从2010年第一轮房地产调控银行开发贷收紧、首付比例提高，到限购、限贷等深度调控政策助力房地产信托异军突起，制度博弈色彩鲜明（见图9）。



数据来源：根据 iFIND 数据整理。

图9 房地产信托与经济增长表现出逆周期特征

房地产信托逆经济周期的发展与我国政府对房地产业的调控政策高度相关，2011年以来，我国房地产调控经历了从行政手段主导，“一刀切”政策到如今“行政手段逐步退出，分类调控”的过程（见图10）：



资料来源：根据政府房地产历年调控政策整理。

图10 我国房地产业政策导向变化

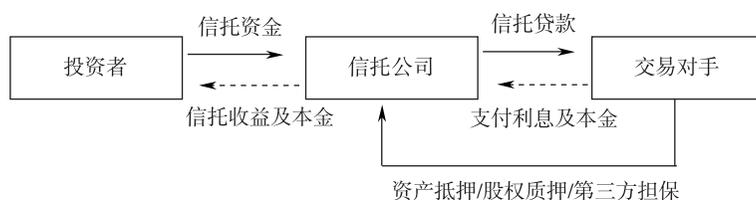


也正是因为房地产信托的上述特征，使得房地产成为信托投向领域风险最为集中的地带，房地产信托一方面弥补了房地产企业的融资空缺，但同时，在经济下行和房市不景气状况下，也容易成为银行机构规避监管、转移风险的媒介。

### 3. 房地产信托模式

房地产信托类型繁多，一般按照融资过程中的产权关系及运用模式进行划分，主要有债权型、股权型、混合型（夹层融资）与财产受益型四种模式。

(1) 债权型。债权型是目前我国应用最普遍的房地产信托运作模式。信托公司发起成立集合资金信托计划，募集不特定投资者的委托资金，然后按照信托合同规定向目标项目与房地产开发商提供信托贷款，信托公司定期向开发商收取贷款利息而且需要在信托计划期限届满时收回本金，投资者作为信托计划受益方则可按期获得分期受益并在计划届满时收回本金。交易结构如图 11 所示：

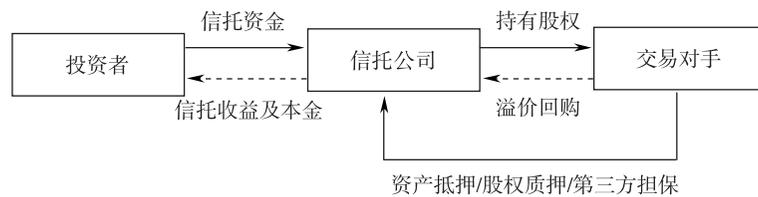


资料来源：重庆信托信托管理部。

图 11 债权型房地产信托

(2) 股权型。股权投资模式主要是信托公司通过信托计划持有房地产企业股权，并行使股东权利。这种模式下信托公司能影响房地产企业的决策与经营策略，并监督公司日常运营。在破产清偿顺序上，股权劣后于债权。股权投资模式的风险与收益都大于债权投资模式，实务操作中，由于监管部门希望限制贷款类信托业务发展，《信托公司集合资金信托计划管理办法》规定，信托公司管理信托计划向他人提供贷款不得超过其管理的所有信托计划实收余额的 30%，所以信托公司往往会通过股权投资附加回购条款模式变相向企业发放贷款，这种模式实质仍为债权投资，交易结构如图 12 所示。

(3) 混合型。随着市场发展与金融创新加快，房地产信托领域出现债权与股权相结合的混合型信托投资模式。这类模式不仅保留了债权型类与股权型信托的基本特点与优势，通常具有“资金池 + 项目库”的组合基金特点，通过灵活的方案设计与复杂的操作结构实现投资目标，彰显了不定向投资与风险对冲的业务操作理念。混合



资料来源：重庆信托信托管理部。

图 12 股权型房地产信托

型信托特点与优势如表 1 所示：

表 1 混合型房地产信托特点与优势

对项目公司要求	风险控制机制	退出方式
对公司的经营管理能力、项目市场前景、盈利能力有较高要求	向项目方委派董事、财务经理、进行资产抵押、股权质押、第三方担保等	股权溢价回购退出与归还贷款本金
进入方式	融资金额与期限	融资成本
股权与债券结合	期限灵活设置，金额较大	高于同期银行贷款
股权性质	优势	
该等股权性质类似于优先股，对公司的日常经营、人事安排等没有决定权（可能有建议权、知情权、监督权等）	它具备贷款类和股权类房产信托的基本特点，同时也有自身方案设计灵活、交易结构复杂的特色，通过股权和债权和组合满足开发商对项目资金的需求	

资料来源：重庆信托信托管理部。

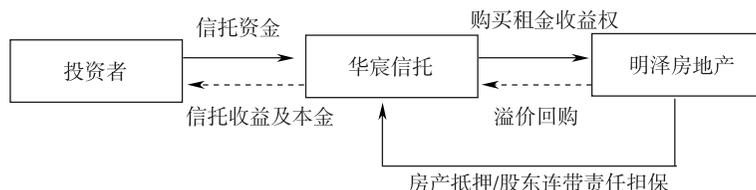
由于混合型信托具有更灵活运作机制，通过股权和债权和组合满足开发商对项目资金的需求，在近年房地产信托实务中被广泛采用。

(4) 资产收益权模式。收益权投资是指信托资金投资于特定财产的收益权，而不是特定财产的所有权利。我国《物权法》第三十九条规定，所有权人对自己的动产或者不动产依法享有占有、使用、收益和处分的权利。收益权与该项财产产生的“现金流”相关联，只要基础资产运行良好，就不会影响收益权的投资回报。国内现行金融机构只有信托可以在《信托法》的约束下把所有权、使用权和收益权相分离，在保持所有权不变下实现收益权的流转。该类模式多采用买入返售资产收益权形式进行。

如华宸信托发行的“华宸·金诚（1301）号明泽地产商业物业租金收益权转让项目集合资金信托计划”，该信托计划的投资标的为明泽房地产公司持有的商业物业未来 6 年（2013—2019 年）的租金收益权。信托收益来源于明泽房地产公司的经营收益。保证措施为：明泽房地产公司将其所属 5A 写字楼—明泽广场 A 座 2 层以及美



特好商城（整幢）房产作为抵押保证措施，抵押面积合计 40424.73 平方米，评估价约为 78140 万元，抵押率 32%。与明泽房地产公司所有股东签署《保证合同》，明泽房地产全体股东承担无限连带责任保证。交易结构如图 13 所示：



资料来源：重庆信托信托管理部。

图 13 资产收益权房地产信托

上述模式基本可以概括目前市场上房地产信托的类别，由于信托制度的灵活性，同性质的信托其运作模式还可以灵活多变，如通过引入有限合伙形式帮助投资者直接参与项目权益投资等。正是信托制度的灵活性优势使得房地产信托近年来发展迅速，有效实现了对房地产企业的融资功能。对我国房地产业及房地产信托发展的梳理，有助于分析房地产信托在各运作模式下的风险点，为建立科学有效的房地产信托管理奠定基础。

### 三、房地产信托风险分析

#### （一）房地产信托风险因素

##### 1. 尽职调查不完全风险

尽职调查的不完全既有主观原因也有客观因素的限制。主观原因主要是指信托公司业务人员主动地不履行诚实、信用、谨慎、有效的尽职调查义务，信托项目人员出于业绩考虑，可能为了促成项目而主动漠视一些不利于项目的情况，不进行如实汇报。客观因素限制是指在尽职调查中，信托公司处于挖掘信息的劣势地位，很难做到对交易对手全方位的了解，加上融资方可能存在虚假承诺或提供虚假信息等逆向选择行为，导致尽职调查很难做到十全十美。

##### 2. 产品设计风险

产品设计风险主要包括产品预期收益不合理，产品期限设置不合理，风险控制措施不到位等问题引发的风险。产品预期收益方面是指为了吸引更多投资人购买信托产品，一些合作企业与信托经理人可能会设置远高于行业平均收益的预期收益率，而忽



视项目实际的获利能力，造成项目结束时，实际收益远低于预期收益，甚至发生亏损。产品期限设置方面，目前大多数信托产品期限为1~3年，但对于某些特定项目，产品期限设置过短或者过长都会影响企业偿付资金或者增加产品风险，例如投资房地产项目，一般项目周期都较长，若设置期限过短，可能导致资金未完全回流产生兑付风险。风险管理措施不到位包括担保形式选择不当、抵押率过高等。

### 3. 信托管理风险

管理水平方面主要包括项目运行过程中，信托经理管理水平参差不齐而出现管理不善的情况，或者对项目进行时的风险预计不够，预防措施不到位带来的风险。如可能因项目运作过程中管理人员管理不到位，导致信托资金被挪用、工程进度误延等，都属于管理风险范畴。

### 4. 市场价格风险

市场价格风险是指由于上下游产业市场变化、政策、消费习惯等各方面因素所导致的房地产市场平均价格出现波动引致的风险。因房地产行业涉及面广、链条长，不仅上游的土地供应市场、建筑材料供应价格、劳动力价格等变化会引起房地产市场价格变化，而且下游的消费者购买力变化也能倒逼房产价格波动，因此，房地产市场一般情况下面临的都是较为复杂的形势，加之房地产市场存在周期性波动特点，市场价格风险较为显著。

### 5. 财务风险

通常开发商采用包括信托在内的多种融资渠道，以解决资金问题，由此带来的杠杆比例过高，造成企业资产负债率过高。财务杠杆的使用一方面能使开发商用较少的自有资金启动项目，提高项目收益率，另一方面过高的财务杠杆意味着资金流动风险，一旦其中一个环节导致资金流动不畅，将给开发商带来巨大的还款压力，信托计划的兑付也将带来不确定性。因此，在项目投入运作后，需跟踪关注融资对手的其他融资行为，防止财务风险的发生。

### 6. 其他风险

除以上风险外，房地产信托业务存在抵质押物变现风险、宏观经济及行业风险、监管风险、法律风险等。

房地产信托由于其行业强关联性，风险要素错综复杂，因此，房地产信托首要工作是选择好项目，如果项目本身存在市场销售前景暗淡、建设资金短缺等问题，那么试图通过设计信托产品来控制风险是不可行的，因为信托产品是无法规避项目本身的



先天缺陷。通常，信托公司通过控制抵押率、向项目公司派驻管理人员等控制项目风险，但这些风控措施不能从根源上抑制风险的产生。因此，建立科学有效的房地产信托风险识别和度量体系，是实现房地产信托风险管理的关键。

## (二) 房地产信托风险个案——涉险原因分析

中国信托业协会在每季度公布业务数据中有行业风险项目的个数及规模，但未公布所涉行业，由于房地产项目具有较大的个体差异，不同的项目的风险特征并不相同，对房地产项目的风险管理也不能一概而论，因此我们梳理了过去三年来已曝光的房地产风险事件（表2 仅列示了2014年涉嫌项目），以此为研究素材，分析房地产信托涉险的典型原因。

表2 2014年媒体曝光的房地产风险产品

序号	信托名称	融资方	涉险事件
1	中航信托·天启182号青岛高尔夫股权收益权集合资金信托计划	青岛安都商贸有限公司	融资方及其所在集团资金链断裂，项目被第三方华融资管接盘，抵押的股权和土地被司法拍卖处置
2	新华信托—杭州馨华园房地产开发有限公司股权投资集合资金信托计划	杭州馨华园房地产开发有限公司	融资方实际控制人周桂荣陷入民间借贷纠纷，馨华园·南湖天下项目建设土地使用权被多家法院查封，致使项目达到预售条件但无法办理预售许可证，项目停工；中国建材或向杭州馨华园房地产开发有限公司注资，以回购新华信托所持股份并解决项目其他债务问题，从而解除土地查封
3	四川信托—上海森泽股权投资集合资金信托计划	上海森泽房地产有限公司	收购的11栋别墅定位过于高端（单套售价亿元级，面向资产20亿以上的福布斯富豪发售），销售周期长，房地产调整周期下价值下跌严重，回款不达预期；另外，项目抵押率高达68%，远高于行业通行的50%上限；信托计划到期因开发商无力还款违约而进入诉讼程序
4	山东信托—平江生活广场单一资金信托计划	苏州荣辰置业发展有限公司	信托投资项目因消防验收未通过，无法如期取得销售许可证回笼资金；另外，项目虽是苏州政府定向销售项目，但定向销售对象对政府划定的销售价格不满，致使项目停滞；信托计划到期因开发商无力还款违约，担保方中元国信一直未予以代偿，信托公司也未启动平江广场项目的拍卖处置流程
5	中融信托—新都酒店股权收益权投资集合资金信托计划	深圳市瀚明投资有限公司	融资方瀚明投资母公司深圳光耀地产（中国房地产百强企业、广东省房地产企业TOP10）深陷债务泥潭致使资金链断裂，光耀地产控制的上市公司新都酒店因对光耀地产债务违规担保受到牵连，名下资产被光耀地产债权人申请查封



续表

序号	信托名称	融资方	涉险事件
6	新华信托—惠州候鸟酒店特定资产收益权投资集合资金信托计划	惠州高尔夫球场有限公司	融资方惠州高尔夫球场有限公司所在集团深圳光耀地产（中国房地产百强企业、广东省房地产企业TOP10）深陷债务泥潭致使资金链断裂，信托计划或面临兑付危机
7	长城信托—长城财富5号中都青山湖畔贷款集合资金信托计划	浙江临安中都置业有限公司	经济形势不景气、房地产调整、政府厉行节俭等因素使得融资方临安中都置业母公司中都集团各业务版块经营全面陷入困境，加上中都集团过度举债运作，最终陷入复杂的债务诉讼和担保纠纷，财务状况急剧恶化，集团董事长杨定国跑路
8	华宸未来—长兴莱茵河畔专项资产管理计划	湖州市长兴县振宇房屋开发有限公司	受房地产调整影响，项目所在的湖州市长兴县房屋成交量大幅下滑，信托投资的莱茵河畔项目销售回款资金不足，项目后续工程款投入困难，无法按期支付利息；产品尚未到期，融资方正在通过加大销售力度、协调银行加快按揭放款速度等措施缓解资金紧张
9	淮南志高动漫文化产业园项目贷款单一资金信托（华宸未来、湖南信托、国元信托）	淮南志高动漫文化科技发展有限公司	融资方淮南志高违规用地约700亩，被淮南市国土局处以退还违规占用土地、没收非法占用土地上新建建筑物、罚款455.5万等处罚，融资方资金链断裂，在建淮南志高动漫文化产业园项目停工烂尾；目前信托公司仍在追讨中尚无结果（同2013年曝光的长安信托“淮南志高动漫文化产业园项目贷款单一资金信托”兑付危机）
10	中航信托—天启340号昆明丽阳星城信托贷款集合信托计划	昆明西山土地房屋开发经营（集团）有限公司	持股51%的股东——云锡地产母公司董事长涉嫌贪腐被调查，实际控制人林海云霄房地产开发公司的姜中云被牵连，项目因资金链紧张被迫停工，预售房屋无法按期交房
11	华澳信托—长盈66号金世纪信托贷款集合信托计划	临沂金世纪房地产开发有限公司	房地产调整周期下邯郸地区房地产民间借贷风波集中爆发；融资方临沂金世纪地产最终控制人史虞豹深陷巨额邯郸民间借贷并跑路，信托到期兑付或面临危机

资料来源：根据网络资料整理。

（1）融资方的不诚信行为。融资方的不诚信行为典型表现包括隐瞒真实负债状况和恶意造假欺诈。在不少风险事件中，融资方或其实际控制人均存在隐瞒真实负债（尤其是民间借贷），借新还旧滚动融资，最终深陷债务泥潭致资金链断裂的情况，比如光耀地产、邹蕴玉及上海高远置业、杨定国及中都集团、史虞豹及邯郸金世纪地产、青岛舒斯贝尔、昆山纯高投资开发有限公司等均因债务危机致资金链断裂，而他们在信托计划成立时无一不隐瞒了真实债务状况。安信信托—浙江金磊房地产开发有限公司股权投资信托计划的融资方不仅隐瞒大额民间借贷纠纷，还涉嫌恶意欺诈，包



括通过伪造公章、政府公函、挪用项目保证金等方式骗取信托资金，而温州“泰宇花苑”信托贷款集合资金信托计划也遭遇融资方董事长擅自提走项目预售款并出逃境外的欺诈行为。

(2) 尽职调查失职。尽职调查是信托风险防范的第一道关口，对消除信息不对称和揭示项目风险隐患至关重要，但诸多现实风险案例却凸显出信托公司尽调的失职和流于形式。中信信托—舒斯贝尔特定资产收益权投资集合信托计划融资方青岛舒斯贝尔在当地口碑不佳，开发的西班牙公馆项目早已停工且因违约交房多次被诉；四川信托—洋城锦都置业特定资产收益权投资集合资金信托计划融资方早在信托介入前就因资金周转陷入诸多纠纷，一期交房便违约，开发商在当地名声很差，信托公司尽调时却未能有效发现。

(3) 信托公司风控把关不严。一些风格激进的信托公司过于强调业务规模扩张而风控把关却不严，带来风险隐患，具体表现在对开发商资质较弱、项目质地较差、风控措施不足的项目依旧放行。在不少风险案例中，融资方均为实力较弱的民营开发商，远未能达到条件，如中融信托—青岛凯悦中心信托贷款集合资金信托计划开发商资质为“暂定”，新华信托—山东火炬置业有限公司贷款集合资金信托计划融资方注册资本仅为2000万元，开发资质为“暂定”。风控不严的例子还包括：新华信托发行的上海录润置业股权投资集合资金信托计划，此前一些机构对融资方录润置地也做过尽调，因发现其存在不少瑕疵而放弃，但在新华信托却得到放行；中融信托发行的新都酒店股权收益权投资集合资金信托计划股权质押率高达61.11%，且质押标的股权交易不活跃。

(4) 项目前景被错估。部分涉险项目存在信托公司对项目前景错误预估，或过于乐观的情况，导致后期风险。如五矿信托—荣腾商业地产投资基金信托计划融资项目2007年便拿到预售许可，7年过去销售套数不过40%且均价低于周边项目，还有四川信托—上海森泽股权投资集合资金信托计划、中融信托—青岛凯悦中心信托贷款集合资金信托计划、中粮信托·中金佳成房地产基金1号集合资金信托计划等产品融资方在完工后均出现销售和资金回笼困难。

(5) 投后管理失职。投后管理指资金投出之后信托公司采取措施对资金使用和项目进展进行持续跟踪和监控，然而现实中信托公司普遍存在“重投前轻投后”的问题，以致未能及时识别风险并采取有效措施应对化解。比如中粮信托·中金佳成房地产基金1号集合资金信托计划中，中金公司作为项目股东全程参与管理，但项目目前



两年却迟迟未动工，或存后续管理不当。

(6) 抵质押物价值高估或抵质押权存瑕疵。不动产抵押是房地产信托的核心风控手段之一，优质足值的抵押物对房地产信托风险的处置至关重要，然而现实中抵押物价值虚高的情形并不少见，有的甚至存在抵押权瑕疵，为日后风险处置埋下隐患。比如，中融信托—青岛凯悦中心信托贷款集合资金信托计划成立时抵押物评估价值高达9.56亿元，而在风险发生后的拍卖评估价仅为3.3亿元，价值大幅缩水且多次流拍；淮南志高动漫文化产业园项目贷款单一资金信托成立时抵押物价值为14.19亿元，风险发生后根据湖南信托委托的资产评估机构对抵押物的重新评估，保守估值在5亿元以上，抵押物在成立时有高估之嫌。

(7) 法律风险。信托计划某些特殊交易结构或特殊法律安排可能引致争议。比如，安信信托发行的昆山联邦国际资产收益财产权信托计划，因特殊的创新交易结构存在多处法律争议，融资方拒绝到期还款付息。又如，信托公司普遍采用的股权投资方式暗含风险发生后信托计划是否要以股东身份共担和自担风险的法律争议。

### (三) 房地产信托风险评估

房地产信托项目面临的风险十分复杂，多为定性指标。受到现实情况制约，对这些指标进行量化面临很大困难，结果导致目前信托公司少有建立科学的房地产风险评估体系，人为主观评估较为常见。国内对于房地产公司的信用评级机构也参差不齐，仅有中国人民银行的征信系统可作为信用记录参考。本部分通过对风险评估的一些可行方法进行总结和梳理，为信托业建立科学、可行的房地产风险评估体系提供借鉴。

#### 1. 定性评估

定性评估是指信托公司基于房地产项目各风险要素进行的主观判断，此处提及的定性评估并不是完全没有量化指标的评定，而是指对房地产项目最终的风险等级不是采用量化处理结果，而是基于各项要素最终给出主观定性的风险结果。定性评估的基本点主要包括融资方、融资项目、风控措施三个方面。

融资方评估是从股东背景、开发资质、开发历史、财务状况等角度综合分析融资方实力，优选开发经验丰富、实力雄厚的大型房企（如优质的百强房企和上市房企），次选中小民营开发商。

融资项目评估是从城市、区位、项目定位和市场前景、竞争、财务等角度综合评估融资项目的安全性。优先选择一线城市和强二线城市核心区项目或选择核心城市圈项目，规避过度开发、民间借贷等风险集中暴露的区域（包括不限于鄂尔多斯、温



州、邯郸)以及去化压力大的三四线城市(包括不限于济南、呼和浩特、乌鲁木齐、贵州等)。

风控措施评估是指关注抵押物/质押物估值的合理性和风险情形下的抗跌性、处置变现难易程度,关注担保方的真实担保能力。

目前信托公司对房地产项目的风险评估主要采用的是定性评估,融资方和融资项目风险是房地产信托风险评估的核心,宏观政策风险是影响房地产行业系统性风险的重要外部变量,风控措施对信托风险的缓释和处置起到重要作用,因此,对房地产的评估体系的构建应从四个维度展开,如表3所示。

表3 房地产信托风险评估维度

宏观政策风险	融资方信用风险	融资项目风险	项目风控措施
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 房地产调控风险</li> <li>• 金融政策风险</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 融资方股东背景及实力</li> <li>• 融资方公司治理,管理层能力及诚信</li> <li>• 融资方财务状况</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 区域房地产风险</li> <li>• 项目区位</li> <li>• 项目定位、品质及市场状况</li> <li>• 项目财务评估</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 不动产抵押</li> <li>• 股权质押</li> <li>• 参与管理和决策</li> <li>• 连带责任担保</li> <li>• 结构化设计</li> <li>• 降价权、资金提前归集、监管账户</li> </ul>

资料来源:根据相关文献总结。

## 2. 定量评估

近年来,科技的进步、统计科学的应用以及金融市场的激烈竞争都使信用风险度量与管理的方法发生了较大变化,其中量化分析、度量模型就是典型代表。

(1) 专家法(单变量预测)。所谓专家法,即在进行项目决策时,由业务专家通过个人经验和主观判断来设定关键因素的权重,评价客户的资信情况。其中“6C”法是代表,它是专家根据品质、资本、能力、抵押品、经营环境、事业连续性六项因素对融资方进行评定,决定是否给予融资。品质(character)主要指融资方的声誉、还款记录和以前的交易经验。资本(capital)是指融资方的资产负债率以及权益资产比例。能力(capacity)是指融资方的还款能力,主要以现金流为偿债能力指标。抵押品(collateral)是指融资方提供的抵押品的资产质量,以及信托公司对抵押品的要求权的优先性。经营环境(condition)是指在房地产行业的周期判断问题,信托公司需要对行业的整体处境进行判断从而决定是否发行信托计划。事业连续性(continuity)是指房地产开发企业的发展前景,是否具有持续稳定的发展能力。

(2) Z评分模型和ZETA模型(多变量)。Z评分模型是由美国学者奥尔特曼在



1968 年所建立起来的 5 变量的借款人分类的模型<sup>①</sup>。基本形式如下：

$$Z = 1.2X_1 + 1.4X_2 + 3.3X_3 + 0.6X_4 + 1.99X_5,$$

其中，比率  $X_1$ 、 $X_2$ 、 $X_3$ 、 $X_4$  以小数形式表示， $X_5$  以次数表示。

$X_1$  为运营资本与总资产比率，即流动资产减去负债后再除以总资产。

$X_2$  为留存收益与总资产的比率，其中留存收益是未分配利润和资本公积的和。

$X_3$  为息税前利润与总资产的比率，代表去税前资产盈利能力。

$X_4$  为权益的市场价值（或账面价值）与负债的账面价值的比率，负债是指流动负债和长期负债的和。

$X_5$  是销售收入和总资产的比率，资产周转率主要体现企业的营运能力。

Z 值越高，代表融资方违约的可能性越小，信用状况越好。奥尔特曼将临界值分别设定为 2.99 和 1.81，即 Z 值高于 2.99，则企业还款能力充足，小于 1.81 时，极可能发生违约，二者之间的值不好进行明显判断。

本文以不具名方式随机选取了具有代表性的房地产信托项目来运用 Z 评分模型对其信用风险进行分析。该房地产信托融资方的资产、负债和利润情况如下：

表 4 A 房地产企业财务数据 单位：元

项目	2013 年期末余额		2013 年初余额	
	合并	母公司	合并	母公司
流动资产合计	38323637560	24117437859	33378698683	20167199674
资产总计	47078437027	33966295801	42354053360	30153, 924607
流动负债合计	15331160256	11040652387	12347740063	7728502458
负债合计	30642705371	20750007287	26410462668	17176544664
资本公积	8192767801	8230227332	8215763853	8253223384
未分配利润	4842961901	2021754422	4335295078	1759849799
所有者权益合计	16435731656	13216288514	15943590692	12977379943
营业总收入	1979743640	181847617	1504484847	89029205
财务费用	134555636	17014465	99177781	40768141
营业利润	503546879	185744818	1029426469	-25196114
利润总额	703633968	323320705	1062673981	-25066167
减：所得税费用	198229142	61416082	299350389	-6541542
净利润	505404826	261904623	763323592	-18524625

资料来源：根据企业财务报表整理。

依据表 4 的数据计算，再运用 Z 评分模型可以得知，从 2013 年初合并、母公司

<sup>①</sup> 朱毅峰、吴晶妹、宋玮：《银行信用风险管理》，北京，中国人民大学出版社，2006。



以及2013年年末合并、母公司四个角度分析，该企业的Z值最大值为1.496，最小值为1.292，平均值为1.397，小于2.99。也就是说，依据Z评分模型我们可以认为该企业债务偿付能力较差，项目发生信用风险的概率比较大。

表5 A企业各项评分

2013年末		2013年初	
合并	母公司	合并	母公司
$X_1$	$X_1$	$X_1$	$X_1$
0.488	0.385	0.497	0.413
$X_2$	$X_2$	$X_2$	$X_2$
0.277	0.302	0.296	0.332
$X_3$	$X_3$	$X_3$	$X_3$
0.014	0.006	0.027	0.001
$X_4$	$X_4$	$X_4$	$X_4$
0.536	0.637	0.604	0.756
$X_5$	$X_5$	$X_5$	$X_5$
0.402	0.005	0.036	0.003

Z评分模型最初应用于美国制造业上市公司，其他行业的模型可以进行修正，1995年奥尔特曼、Hatzell、Peck修正了评分模型用于新兴市场：

$$Z = 6.65X_1 + 3.26X_2 + 6.72X_3 + 1.05X_4$$

依据修正后的模型，再计算本项目Z值发现，从2013年年初合并、母公司以及2013年年末合并、母公司四个角度分析，该企业的Z值最大值为5.081，最小值为4.253，平均值为4.690，大于2.99。也就是说，依据Z评分模型我们可以认为该企业具备债务偿付能力，项目发生信用风险的概率比较小。事实上，在实际中该企业不仅所涉项目未发生违约，其他项目也未曾发生信用风险，因此，修正后的模型更适合我国房地产信托项目实际情况。

为进一步验证修正后模型的适用性，另选择一家信托公司房地产信托计划，融资方为注册资本金较少的非上市房地产企业，开发实力不强，项目资金用于向其发放信托贷款。其财务数据不再列示，依据修正后的Z评分模型计算得出表6：

表6 B企业各项评分

2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
$X_1$	$X_1$	$X_1$	$X_1$	$X_1$
0.19224	0.218838	0.308559	0.323228	0.334683
$X_2$	$X_2$	$X_2$	$X_2$	$X_2$
0.101404	0.121877	0.13019	0.144705	0.152882



续表

2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
$X_3$	$X_3$	$X_3$	$X_3$	$X_3$
0.069479	0.072418	0.066098	0.062544	0.022739
$X_4$	$X_4$	$X_4$	$X_4$	$X_4$
0.227858	0.249296	0.356797	0.362993	0.370045

从 2007 年至 2011 年五个年份分析，该企业的  $Z$  值最大值为 3.42，最小值为 2.32，平均值为 2.98，小于 2.99。也就是说，依据修正后的  $Z$  评分模型我们可以认为该企业大致处于具备和不具备债务偿付能力之间，项目发生信用风险的概率不好判断，信托公司对该项目的决策应该持谨慎态度。事实也表明，该项目在 2014 年暴露出风险舆情，充分反映出修正后  $Z$  评分模型具有较强指导性。

ZETA 信用风险模型是  $Z$  评分模型的扩展，是第二代模型，其一般形式是

$$ZETA = \alpha_1 X_1 + \alpha_2 X_2 + \alpha_3 X_3 + \alpha_4 X_4 + \alpha_5 X_5 + \alpha_6 X_6 + \alpha_7 X_7$$

其中， $X_1$  为资产报酬率， $X_2$  为收益稳定性， $X_3$  为利息保障倍数， $X_4$  为累计盈利， $X_5$  为流动比率， $X_6$  为资本化率， $X_7$  为规模，用总资产的对数来表示。总体来说，ZETA 信用风险模型比  $Z$  评分模型更加精确，然而计算也更复杂，数据的可得性成为问题。

### (3) 现代信用风险量化度量模型。

①KMV 模型。又称违约预测模型，它以企业在资本市场上价值和其资本机构为基础，预测所有股权公开交易的公司债务违约可能性，主要计算结果是 EDF，即预期违约率。该模型的主要优点是考虑了市场风险，反映投资者的综合预期，是一种准确的动态模型。缺点是假设条件较多，如利率确定、风险债券的信用风险利差在趋近到期日时趋近于零、资产收益正态分布假设等。

②CreditMetrics 模型。J. P. 摩根银行与美洲银行、KMV 公司、瑞士联合银行等合作开发的资产组合信用风险模型，其优势在于假设组合价值服从正态分布，是一种 MTM 盯市信用风险度量模型，提出了编辑风险贡献概念，应用广泛。存在的问题有违约率取自历史数据平均值，假定信用等级迁移矩阵具有稳定性以及无风险利率是固定的。此外，还有宏观模拟模型 CPV 模型以及保险模型等，由于在国内目前数据并不完善，因此在此没有进一步对现代信用风险模型进行应用。

以上模型为房地产信托风险评估提供了参考，但是由于数据采集和公司实践操作性问题，该类定量评估还需在进一步在实践中进行验证。



## 四、房地产信托风险控制及处置措施

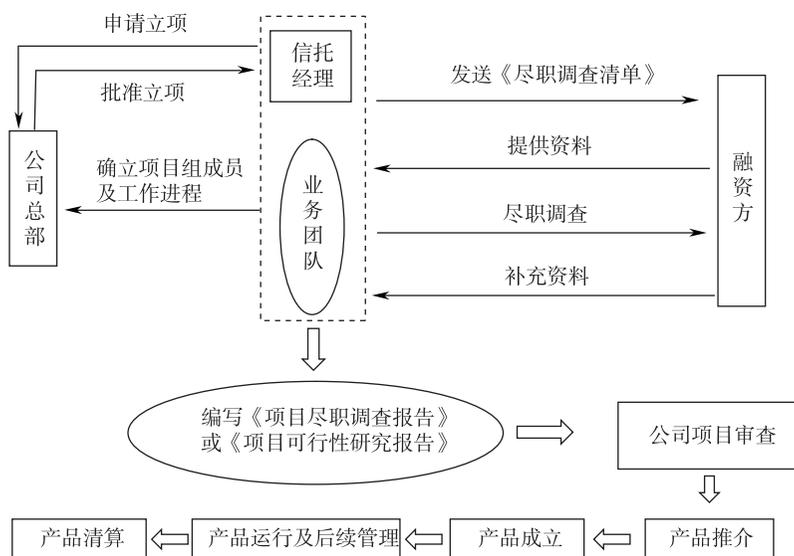
房地产信托经过近十几年发展，各公司都已建立了相应的风险管理体系，前面章节已经对房地产风险因素以及风险评估方法进行了研究，该部分主要立足行业现状，对信托公司房地产项目风险控制的节点和措施进行总结，目前房地产信托风险管理主要分为前期风险识别、中期风险控制、后期风险监控三个层面。

### （一）前期风险识别

从现实情况看，大部分房地产项目风险在成立前便存在，前期风险识别的准确与否甚至决定了房地产项目运作的成败，因此房地产项目前期风险识别十分关键，也是目前信托公司进行房地产项目风险控制的重要内容。

#### 1. 谨慎有效的尽职调查

尽职调查是房地产项目风险控制的首要关口，但并非所有机构都能在这一环节做到谨慎、有效。因此，信托公司应确保尽职调查落到实处，建立有效的尽职调查工作指引。房地产项目尽职调查内容包括交易对手基本情况、经营情况、财务状况、法律状况、标的项目等审查项。房地产项目的尽职调查有几个关键点必须抓住：一是对对手方的财务状况，在其他机构的融资历史情况等，对同时在多家机构进行融资的交易对手，需重点核查其融资用途，防止落入债务圈套。二是对对手方的经营管理能力核查，



资料来源：重庆信托信托管理部。

图 14 尽职调查流程与机制



在市场曝光的房地产信托风险案例中，不少项目因对交易对手经营管理能力评估不足，造成项目后期运作不力带来风险，在此环节有许多通行的硬性指标可以进行核实和调查，如交易对手经营年限、过往业绩、高管背景等。三是标的项目的盈利能力，在对标的项目进行收益测算时，应遵循保守原则，充分考虑风险因素，将其纳入收益扣除项综合评估。

为更彻底有效地对交易对手进行了解，还可以借助专业中介机构进行评估审查。中介评估的目的为全面透彻地了解交易对手的各种可能风险。一方面，有利于充分发挥中介机构的专业能力，深入调研交易对手状况，同时，中介机构的尽职义务也有效地减少受托人不尽职的风险；另一方面，中介机构对交易对手和信托项目进行了全面的尽职调查，有利于对交易对手的经营条件和经营前景作出科学、客观、公证的专业评价，便于公平、合理地确定投资条件、风控措施和收益率。但是由于市场上中介机构资信状况参差不齐，容易造成前端部门逆向选择风险，部分信托公司建立了第三方机构备选库，使得评估质量真实、有效。

## 2. 完善的项目审查

尽管各信托公司房地产项目审查制度存在差异，但流程大致相同。国内信托公司都建立了自己的风控体系，从项目经理的尽职调查开始，到项目的团队内部讨论会，再到项目的预审会，最后到公司的项目决策会，整个风险控制流程基本都比较完善。风险控制委员会及风控合规审查部门出具意见是重要的风险控制环节，在有条件的情况下，委员构成也可以进行多样化以完善制约机制，更好地把控风险。值得注意的是，风险控制委员会的审核在一定程度上是对项目的全面检查，不仅对项目本身资料、风险控制措施、项目后期风险应急处置等进行审查，而且对信托经理本身的诚信程度、认真态度也进行审查，在一定程度上可以避免逆向选择风险的出现。

目前信托业风控体系仍处发展阶段，多数公司主观定性评估占据主导，量化及标准化处理与银行机构相比存在较大差距，但业内已有少数公司开始借助平台优势，发展风险量化审批流程。如平安信托风险量化评估相对成熟，其建立在一套极其细化的“定性+定量”方法论体系基础上，将风险控制的整个链条，打造成“工厂式”的标准化、批量化处理流程，大大提高了项目风险评估的科学性和客观性。

### （二）中期风险控制

中期风险控制是指房地产项目在尽职调查后，在风控措施、产品模式等要素方面进行的设计，以防止项目运作风险。



### 1. 抵质押及担保

信托公司大部分房地产投融资项目都会要求融资方将其动产或不动产（房产或股权等）抵押或质押给信托公司，在融资方支付违约的情形下，信托公司可通过拍卖、转让抵押或质押物筹资支付信托计划本金与收益。此外，对于没有抵押（或质押）或者抵押率比较高的项目，信托公司可以要求融资方对信托财产设定相应担保，如担保公司担保、第三方担保（融资方母公司或关联方）等，担保提供方在融资方违约时须承担相应责任。

抵质押及担保措施是解决房地产风险项目的第一道防线，能在项目发生兑付风险时，通过该类风险措施收回资产或减少损失，因此信托公司在设置抵质押措施时，应该严格审查抵质押资产价值，并对担保方资产状况进行全面了解，确保抵质押资产的有效、足值。

### 2. 结构化设计

结构化设计一般指信托公司根据投资者风险偏好、风险承受能力和意愿的不同设置不同层级的受益权，通过这种分层设计来使不同投资者在承受不同风险的情况下根据风险收益匹配的原则获取相应的收益。最为常见的分层是优先级和劣后级（次级）的分层方式，优先级受益权风险低，但是收益也不高，劣后级受益权风险高，但是收益也可能很高。相对于优先级资金来说，劣后级资金的作用类似于资金的一个安全垫，从收益分配次序和亏损承担两方面保障了优先级资金的安全性。房地产信托项目中，劣后级资金除了由较高风险承受能力和意愿的客户认购外，常见的还有由第三方机构、融资方或融资关联方认购。

### 3. 股权控制

股权控制指信托公司将交易结构设置为信托财产以增资入股的方式进入项目公司，有的还会要求将其余股权质押到信托公司名下，使得信托公司成为项目方在信托期间的实际控制人的形式。股权控制作为房地产信托计划比较常见的风险控制模式，让信托公司成为项目的控股股东，从而在项目的运作、日常管理、核心资产的监控、财务状况的监控上控制项目风险。股权控制通常还涉及项目到期后融资方对信托公司股权的逆回购，回购交易的公证等，作为辅助的风险控制和交易结构设置。

### （三）后期风险监控

在项目合同已经签署，资金已经全部或部分划转到融资方账户时，信托公司便开



始后期管理，这一阶段信托公司可以采取的风险控制措施主要有资金监管、决策控制、银行保管、工程监管、资金归集计划等。

### 1. 资金监管

房地产行业是资金密集型行业，因而在后续管理中首先需要关注的就是资金的使用情况，防止资金被挪用于其他用途，资金监管的主要措施包括开设监管账户、销售回款专户监管、派驻资金监督员等。以上措施是业内常见且通行的监管方式，相较于监管方式，我们认为具体的实施方法是决定监管是否有效的关键。例如对销售回款的账户随着资金到期日的临近，设置合理的资金归集计划，并根据资金归集情况进行临到期房地产项目风险评估等。

### 2. 决策控制

在房地产信托项目后期，仅仅对项目资金进行监管还不足以了解项目的实际运行情况，为把握项目公司实际的运营情况，信托公司还需通过股权控制、派驻董事高管人员、现场监管人员、控制印信等方式对项目公司的重要决策进行监控，防止出现重大危害信托项目安全的行为。

### 3. 工程监管

房地产信托项目最终要落实到具体的房地产项目工程中，只有对工程进行监管，保证工程顺利完工和销售才能保证信托资金得到偿还。上述决策控制措施在很大程度上已经对项目公司工程实行了监管，然而，工程监管并非对项目公司进行决策控制，而是信托公司派驻或者委托第三方进行工程专业监督，例如委托工程监理公司对项目工程进行监督，适时了解工程进度情况。

### 4. 房地产市场区域监控

前面提及的后期风险监控措施都是基于项目标的或融资方，但融资方的风险很大程度上源于区域房地产市场的波动，地区性的房地产价格及成交量变化往往是项目未来销售状况的晴雨表。因此，信托公司需在后续风险控制中定期关注当地市场的走向，及时分析市场变化对项目公司的负面影响，提前做好资产保全和预案措施，在风险管理中把握主动权。

## （四）风险项目处置措施

信托到期兑付具有时间刚性，目前超六成的房地产信托项目以销售回款作为第一还款来源，地产销售情况直接影响到信托的到期兑付。由于房地产行业的周期变化，



开发商 2012 年以来的还款压力逐步加大。2012 年下半年出现兑付风险的案例逐渐增多，尽管房地产信托发生大规模违约的概率较小，但中小型开发商或者单体项目上兑付风险仍存。对于可能不能到期兑付的房地产信托产品，有以下几种处置方式。

### 1. 提前结束

信托计划提前终止常见的原因有两种：一是融资方资金紧张的状况已经缓解或者已确定可以相对信托计划更低的成本获得融资，二是项目存在潜在风险，当信托公司获取了融资方已经无力偿还所有本息的信息或者出于其他已发生风险考虑需要进行止损时，可以选择提前终止信托计划。虽然可能付出一定代价，但是相对于最终的风险爆发，适当的提前释放成本压力可以挽回一些损失。

### 2. 强制销售

在前面章节设定风险控制手段时，信托公司有通过股权控制的方式拥有决策权力，其中可以约定到期销售决策权，当项目出现一定程度风险时，信托公司可以选择使用这一权利，强制房地产开发企业进行降价销售已经建成的楼盘回笼资金，用以兑付信托计划本息。

### 3. 项目展期

由于在《信托公司集合资金信托计划管理办法》中，“信托合同约定优先”原则可以适用于受益人大会审议事项，因而为避免召开受益人大会的烦琐程序，信托公司在信托合同中一般会约定依条款延长信托期限。例如，“本信托计划期限为 24 个月，信托期限届满，信托财产未能及时变现时，信托期限自动顺延至信托财产全部变现之日”以及“资产出让方可在信托计划期限届满 1 年前 1 个月提出书面申请并经受托人认可，可将信托计划期限增加 1 年”等类似条款。项目延期为融资方销售回款或资金筹集提供了时间条件，有助于风险的化解。

### 4. 第二还款来源

第二还款来源是指要求担保人履行担保责任，或者对抵押物和质押物变现，仍属于信托计划约定的还款方式之一。只有在基础资产实在无法实现兑付的情况下，第二还款来源才能启动，第二还款来源存在较大的不确定性。首先，处置风险所需的时间取决于司法流程。由于具备管辖权的法院一般为财产所在地法院，或是被申请企业所在地法院，时间并不可控。其次，在担保物所有权划转之后，最终兑付还取决于变现的难易程度。如果信托计划以不动产、艺术品、非上市公司的股权或债权资产作为抵押、质押物时就会出现变现难的情况。



### 5. 借新换旧或第三方接盘

借新还旧是指信托公司通过发行新的信托计划来替换原有信托资金，一般会选择比较隐蔽的方式，通过间接投资类资金池信托产品承接，这样一来，新的信托项目资金就可以被用于清偿已出现兑付困难的旧项目信托资金。借新还旧的方式只是让项目风险时间点往后推移，由于风险较高，且不符合监管规定，随着监管的收严，该类处理方式逐渐减少。

信托公司如果难以通过变更期限或者置换资金兑付，其次的选择是寻找第三方机构收购信托债权，将所得现金支付给投资者。接盘是非公开交易，可以减小社会影响。不过在信托计划兑付后，风险并未彻底消除，只是转移到接盘方。银监会曾就资产管理公司收购信托不良债权发布业务指引，标志着全面放开这一业务领域，其中包括备受关注的房地产信托，第三方机构也并不限于资产管理公司。这方面的操作实例包括2013年沸沸扬扬的“中信信托兑付”事件。在有政府参与的信托计划当中，政府也有动力在出现风险后协调解决，联系其他机构接盘。

### 6. 自有资金接盘

如果信托公司无法通过借新还旧、展期、司法拍卖抵押物与资产管理公司、房地产基金或其他信托公司接盘等途径解决信托项目兑付问题，则最后只能以自有资金或大股东资金接盘。但由于信托项目资金量较大，会占用信托公司较多的流动性，这种模式显然难以为继。随着信托业保障基金的建立，信托公司可以对符合条件的风险项目申请信托保障基金，之后再由固有资金偿还，但目前信托保障基金正式运营不久，对信托公司风险项目处置和化解的效果还需在实践中得以验证。

## 五、房地产信托风险管理展望

我国信托行业已经发展为金融业支柱行业之一，风险管理始终是发展过程中的永恒主题。随着以房地产信托为代表的风险事件暴露，监管层不断完善行业风险监管，《信托业保障基金管理办法》的正式实施，使得信托业风险防范机制得到强化，而信托公司也在主动降低房地产信托等高风险业务的占比，展望未来，我们认为房地产信托风险管理主要在以下几个方向发生变化。

### （一）定性与定量评估结合

定性与定量方法作为两种主要的风险分析与管理方法，各有其优势与不足，而且



目前房地产风险产生扩散机制日趋复杂化，单纯采用任何一种方法都难以有效防控风险，因此有必要配合使用在前文中提到的房地产信托风险量化的一些模型和理论，然而由于数据不全、不准确等原因，使得风险量化在信托行业中采用的比例很低。未来，随着房地产市场回归理性和信托行业的发展以及违约项目等关键数据的完善，信托公司在对房地产信托项目进行风险识别和预警时可以采用更多的量化指标和有效的模型评定方法，提高信托公司在风险管理中的准确性和科学性。此外，随着信托公司IT建设走向成熟，信托机构通过大数据应用，建立房地产企业的内部信用评级、进行产品需求匹配也将获得较大的发展空间。

### （二）政策性机制与市场化运作结合

政策与市场作为主要的经济调控手段，在风险管理领域也可以广泛运用。信托公司目前处理房地产信托项目风险的主要方式是延期和接盘等。未来，随着行业风险机制的完善和投资者的成熟，资产转让、拍卖股权甚至项目保险等更多市场化的处置方式将得到运用，且市场化处置将成为信托公司常规化的风险处置手段。另外，随着信托产品登记制度的建立，信托产品流通平台也将随之出现，投资者通过信托产品转让转移风险也将常态化，如此一来，房地产信托项目将拥有流通的二级市场，产品转让将变得更加普遍。

### （三）风险控制方式 REITs 化

在此所称的 REITs 化，是指我国房地产信托随着市场发展而越来越趋近 REITs，其风险控制手段和处理方式也将趋近后者的控制手段和方式。REITs 在一定程度上可以更好地应对信托财产流动性风险、防范金融风险、有利于利用证券市场的信息披露和监管机制更好地监督房地产信托项目的运行。未来我国房地产信托 REITs 将具备较大空间，房地产信托项目的风险控制措施和处理方式也将向 REITs 趋近。总而言之，房地产信托风险控制在中国的发展短期主要取决于宏观形势、监管政策和路径依赖，长期来看房地产信托也将逐步走向理性和基金化发展。

## 六、结语

近年来房地产信托风险的逐步暴露，使得房地产信托风险管理已经成为信托公司的工作重点。本文对房地产行业以及房地产信托发展现状进行了分析，并结合房地产信托风险特点和原因，系统地对房地产信托的风险控制和风险项目处置措施进行了总



结，提出了未来房地产信托风险管理的趋势和方向。本文对房地产风险管理的分析主要基于全面的梳理和总结，旨在为信托公司优化房地产信托风险管理提供系统性的脉络和线索。但由于房地产项目具有较强的个体差异和实践性，缺乏对个体案例的针对性分析也使得本文的分析存在深入层次不够的问题，由于客观因素限制，关于风险量化评估模型的具体运用阐述也需结合信托公司内部管理情况在后续做进一步探讨。

总之，房地产信托风险管理是一项复杂的系统性工程，不仅需要信托公司完善自身治理结构，通过业务优化和创新等综合手段提高公司整体风险管控能力，还需要针对实际项目情况，抓住不同项目风险因素的关键点，结合产品设计方案进行综合把控。我们相信，随着信托行业的不断发展，业内针对房地产信托的风险管理必将日益成熟，相关研究成果也将不断在实践中得到运用和突破。

## 参考文献

- [1] 王浩：《浅议融资房地产的集合资金信托风险管理》，载《经济研究参考》，2004（22）。
- [2] 姜林静：《房地产信托风险防范措施解析》，载《中国证券期货》，2012。
- [3] 曹黎娟、王洪卫、杨刚：《房地产信托兑付风险研究——基于2012年房地产信托面临密集兑付现状》，载《现代管理科学》，2013（3）。
- [4] 肖爱清：《房地产信托的现状与发展对策——以福建省联华国际信托为例》，载《三明学院学报》，2008，3（25）。
- [5] 潘嘉琳、闰俊：《房地产信托的风险与控制》，载《金融领域》，2006。
- [6] 郭斌：《房地产开发企业信托融资方式及风险控制研究》，载《财税金融》。
- [7] 孙飞、孙立：《中国房地产信托市场回顾与展望》，载《河南金融管理干部学院学报》，2006（2）。
- [8] 楼当：《信息不对称所致的中国房地产信托风险与防范》，载《房地金融》。
- [9] 强亦嘉：《我国房地产信托业务的风险与控制》，载《新西部：经济论坛》，2011（24）。
- [10] 王震：《房地产信托风险化解机制设计研究》，载《人民论坛》，2013（20）。
- [11] 曹黎娟、王洪卫、杨刚：《房地产信托兑付风险研究——基于2012年房地产信托面临密集兑付现状》，载《现代管理科学》，2013（3）。



[12] 陈曲、章耿源：《房地产资金信托兑付风险防范与化解》，载《理论界》，2013（9）。

[13] 姜林静：《房地产信托风险防范措施解析》，载《中国证券期货》，2012（10）。

[14] 袁吉伟：《信托项目风险成因与处置方法研究——基于26个信托风险事件》，载《金融发展研究》，2013（9）。

[15] Richard Imperiale: Real Estate Investment Trusts: New Strategies for Portfolio Management, New York, 2000.



## 信托业开展产业链金融业务的体系设计

---

课题单位：英大国际信托有限责任公司

课题组成员：王剑波

张传良

徐 军

祁洪亮

刘 亮

李 圣

刘翔宇





## 摘要

中国信托业自 2007 年“新两规”实施以来，一直呈高速发展态势。然而，信托公司粗放的发展模式也广受诟病，尤其是经济步入下行通道时，在竞争对手的激烈挑战，由于定位不够准确，导致业务劣势凸显，监管部门多次进行整顿。而《关于信托公司风险监管的指导意见》（“99 号文”）的发布实施为信托业转型指明了方向，为信托公司开拓新的发展奠定了基础。

产业链金融是近期兴起的一种金融创新，它可以充分发挥金融机构资源配置平台的作用，整合产业链上下游企业的金融需求，将核心企业、供应商、经销商与金融机构利益紧密联系起来，通过提供全方位的金融服务，提高金融资源的使用效率，增强对全产业链的金融支持力度，有力促进产业的转型升级，同时通过对产业链资源和信息的整合，强化对全流程的交易掌控，实现由对单一企业风险控制向全产业链风险控制的转变，便于金融机构评估和掌控产业整体的风险。

银行是以往产业链金融参与的主体，相比银行宽泛的经营领域和雄厚的资金实力，信托公司要想在竞争中脱颖而出，更应强调服务领域的专业化。作为中国的“实业投行”，信托公司为实体经济提供金融服务责无旁贷，而要想在提供金融服务的同时做大做强，提升行业掌控力，降低行业风险，就应树立产业链金融意识，从剖析产业集群发展要素入手，站在国家和行业发展的高度，审视产业发展规律，掌握产业链的组织结构、相互关系及金融需求变动规律，结合自身竞争优势，选择特定的产业链作为服务对象，通过提供有效的产业链金融服务，提升产业链价值，达到立足产业、服务产业、扎根产业、整合和提升产业的目的，实现与产业链的合作共赢。

信托公司应该以产业链金融为突破口，形成相对于其他金融机构的竞争优势，通过对产业链的深耕，充分挖掘信托公司服务产业的潜力，并以此作为区分不同信托公司生存能力和竞争能力的重要指标。信托业开展产业链金融业务体系，需要做好以下五个方面的工作。一是通过对行业背景、产业链属性、服务行业能力、核心企业的筛选分析而选定一个行业。二是有效衔接产业链两项需求——市场需求和金融需求。三是合理设计三类产业链金融产品，即供应链信托产品和项目融资信托产品、并购重组



融资的信托产品。四是着力抓住产业链金融的四个核心环节，即采购环节的应收账款融资、销售环节的预付款融资、经营环节的抵押融资和资本经营环节的并购融资。五是全力推进产业链金融的五项服务，即市场调研服务、整合服务、综合金融方案设计服务、市值管理服务和产业链整合服务。

**关键词：**产业链金融 信托业 信托产品设计 金融服务



## 目 录

一、产业链金融的现状与常见模式 .....	741
(一) 产业链金融的现状 .....	741
(二) 产业链金融的常见模式 .....	742
二、信托业开展产业链金融的宏观环境分析 .....	745
(一) 宏观环境分析 .....	745
(二) 信托行业分析 .....	748
(三) 英大信托开展产业链金融业务的优势分析 .....	749
三、信托业开展产业链金融的行业选择分析 .....	751
(一) 行业背景分析 .....	752
(二) 产业链属性分析 .....	752
(三) 服务行业的能力分析 .....	753
(四) 选定核心企业 .....	753
四、信托业开展产业链金融的需求分析 .....	755
(一) 理清产业链市场需求，做好金融服务 .....	755
(二) 掌握产业链金融需求，设计金融服务模式 .....	756
五、信托业开展产业链金融的产品设计 .....	757
(一) 供应链信托产品设计 .....	757
(二) 项目融资信托产品设计 .....	760
(三) 产业并购重组融资信托产品设计 .....	762
六、信托业开展产业链金融的核心环节 .....	764
(一) 采购环节的应收账款融资 .....	764
(二) 销售环节的预付款融资 .....	766
(三) 经营环节的抵押融资 .....	767
(四) 资本经营环节的并购融资 .....	767
七、信托业开展产业链金融的服务职能 .....	768



（一）市场调研服务 .....	768
（二）整合服务 .....	769
（三）综合金融方案设计服务 .....	769
（四）市值管理服务 .....	770
（五）产业链整合服务 .....	770
参考文献 .....	771



## 一、产业链金融的现状与常见模式

### (一) 产业链金融的现状

产业链金融是近期兴起的一种金融创新，它可以充分发挥金融机构资源配置平台的作用，整合产业链上下游企业的金融需求，将核心企业、供应商、经销商与金融机构利益紧密联系起来，通过提供全方位的金融服务，提高金融资源的使用效率，增强对全产业链的金融支持力度，有力促进产业的转型升级。同时通过对产业链资源和信息的整合，强化对全流程的交易掌控，实现由对单一企业风险控制向全产业链风险控制的转变，便于金融机构评估和掌控产业整体的风险。

我国的产业链金融服务主要以银行为主体，侧重于供应链金融服务。早在 2005 年就有国内商业银行开始这方面尝试。随着银行业务的精细化，以及产业界发生的链式化发展，实体经济间的竞争已经从单个企业的竞争扩大到了整个产业链的竞争，各大银行也陆续将产业链融资作为战略发展目标。此外，随着近几年互联网金融的发展，产业链金融也成为互联网金融创新的重要内容之一。与此同时，在银监会力促财务公司发展产业链融资的背景下，财务公司也开始了在产业链金融领域的耕耘。总之，产业链金融已经成为众多金融机构角逐的新战场，并且以银行和互联网金融平台为代表的金融机构已经在这一业务领域取得一些进展，以下就是几个比较著名的例子。

#### 1. 光大银行的“链式快贷”

2012 年 6 月，光大银行针对小微客户融资需求特点推出了创新型产品“链式快贷”。申请“链式快贷”融资的小微客户，只要处于光大银行认定的核心企业的租金链、产业链或经销链等上下游产业链上，并且得到核心企业的推荐或由核心企业提供协议、代偿、回购后，就可以申请用于补充经营活动所需周转的资金贷款。同时为适应小微企业轻资产的普遍特征，小微企业可采用应收账款、商业汇票质押或协议代偿等方式融资。

光大银行“链式快贷”不仅有效规避了小微企业抵押物不足、资信不足的风险，且通过批量化运作，不仅为银行带来批量客户，而且大大降低了银行服务成本。

#### 2. 民生银行的“乳业产业链金融”

2012 年，民生银行与内蒙古伊利实业集团股份有限公司共同签署了战略合作协



议。此次战略合作是双方在全国小微金融服务领域首次采用“总部战略合作，分支协同实施”的合作模式。

民生银行乳业产业链小微企业批量开发模式，采取“核心企业1+N”的模式，为上游的奶牛养殖和下游的经销商提供批量贷款服务。所谓“核心企业1+N”模式，“1”即指伊利集团，它通过自身CRM系统，为民生银行提供一手的客户资料，包括100多名供应商和540多名分销商。

对上游供应商而言，这些核心企业是其现金流的主要源头，通过核心企业，可抓住奶牛养殖企业最主要的资金回笼渠道；对乳品经销商来说，核心企业清楚知晓经销商的管理现状和经营动态。民生银行也可以通过核心企业掌握两端企业的信息流、现金流和物流情况，而伊利集团也承担了筛选合格经销商的职责。

### 3. 八陆融通的“产业链金融”

四川八陆融通电子商务有限公司（简称“八陆融通”）针对产业链核心企业及其上下游客户推出的集在线融资与监控为一体的在线投融资服务。整合核心企业上下游客户、银行、投资者、物流仓储服务商等产业链相关资源，根据各产业链的具体特点，创新产品模式，提供深度定制化的贸易融资金融产品。在线实现产业链各环节信息流、资金流和物流各个系统间的无缝对接，全程提供贸易环节中所涉及的定制化投融资服务。

产业链金融项目的推出进一步降低产业链中小客户投融资成本，拓宽产业链中小客户投融资渠道。对于家电行业、汽车4S行业等特定产业链行业的融资现状，八陆融通根据专业的技术与多年的行业沉淀，通过合理的风险定价机制，以及高效的审批机制，提出符合其自身行业特色的融资解决方案。

作为一个能把纯粹的P2P投融资平台深化到能够做产业链金融项目的平台，八陆融通业务的后发优势在于依托家电产业链、汽车产业链强大的产业优势，紧扣产融结合战略，将与金融机构及第三方机构深度携手，为产业链中小微客户的发展，提供良好的金融配套支撑，为有需求的企业搭建一个公平、透明、稳定、高效的第三方服务平台。

## （二）产业链金融的常见模式

### 1. 电商生态系统内融资模式

这种模式是非银行金融机构基于自身电子商务平台上企业间的交易数据为基础，向核心企业上下游供销商提供信用或抵押贷款。通过将小微贷款业务引导线上，并通



过数据进行分析，在把成本和风险降低的同时，以批量形式最大限度地为中小企业提供融资。目前这种模式的代表有蚂蚁金融、京东金融以及宜信与亚马逊合作的商家贷款等。这种模式的运行流程如图 1 所示。

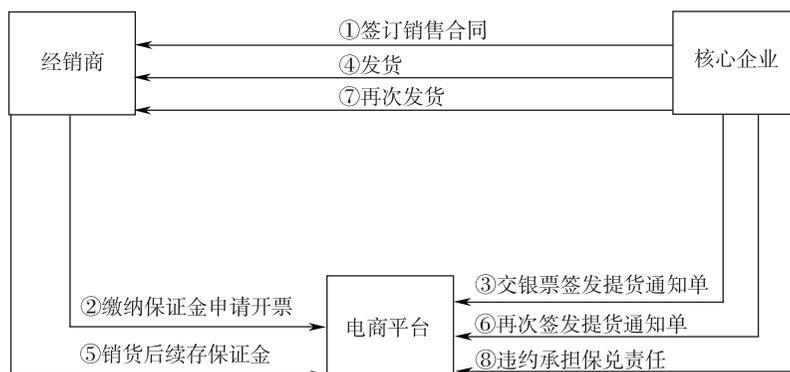


图 1 电商生态系统内融资模式图

## 2. 经销商、供应商网络融资模式

这种模式是产业链金融最常见的模式，是以核心企业的信誉和实际交易进行担保，对核心企业的上下游经销商提供授信。对核心企业的监管帮助银行减少了对中小企业供应商的资格审查信用风险评估的成本，也在一定程度上避免了因信息不对称而造成的损失。这种模式的运行流程如图 2 所示。

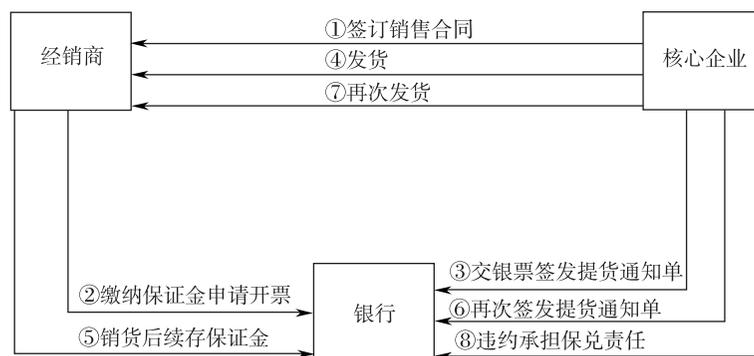


图 2 经销商、供应商网络融资模式

## 3. 银行物流合作融资模式

银行为了控制风险，需要对企业的商品规格、型号、质量、原价、销售区域、承销商等查看权利凭证原件以辨别真伪，但是这些工作超出了金融机构的业务范围，却属于物流企业的日常工作，后者对商品库存的变动流通都非常明了，也乐于为客户提

供金融担保作为物流增值服务项目。在合作中，物流企业作为第三方机构介入到融资过程中，通过向金融机构提供自有库监管、在途监管和输出监管等服务，为客户提供授信。这种模式的运行流程如图3所示。

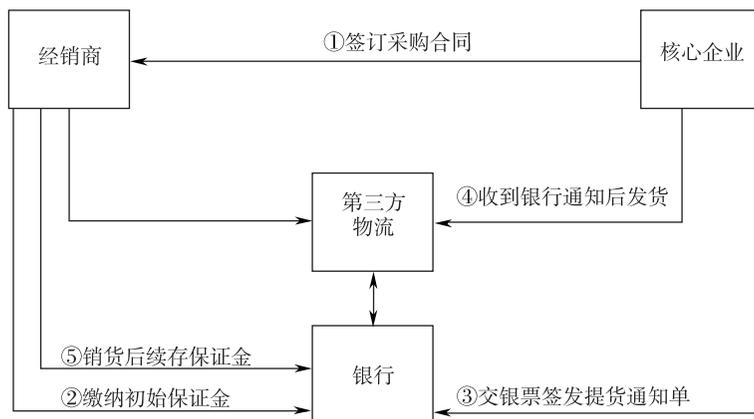


图3 银行物流合作融资模式图

#### 4. 交易所仓单融资模式

银行利用交易所在交易环节以及仓储方面的监管职能，为交易所成员提供动产质押授信。经销商在保有所有权的同时将货物存放在交易市场仓库进行监管，通过交易所出具的仓单作为融资担保，向银行申请仓单融资业务。这种融资方式可以帮经销商盘活存货，并提高资金的使用效率。这种模式的运行流程如图4所示。

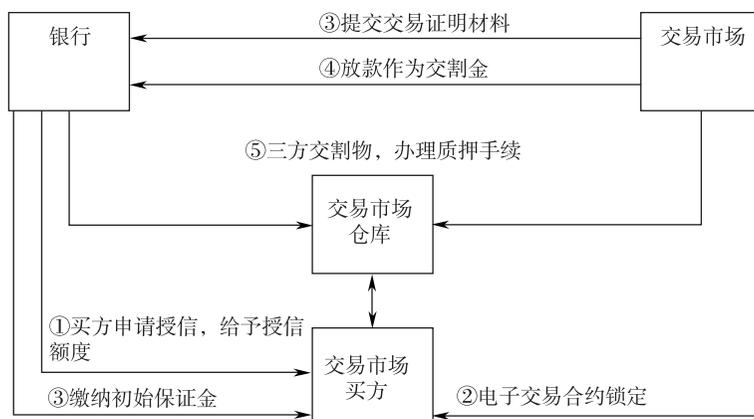


图4 交易所仓单融资模式图

#### 5. 订单融资封闭授信融资模式

这是银行通过预付账款融资和应收账款融资的产品组合，为经销商提供授信的一种金融服务。这种融资服务模式适用于多个不同产业领域的中间商，既提高了资金的



周转速度，又减少了短期内企业现金流缺口。这种模式的运行流程如图 5 所示。

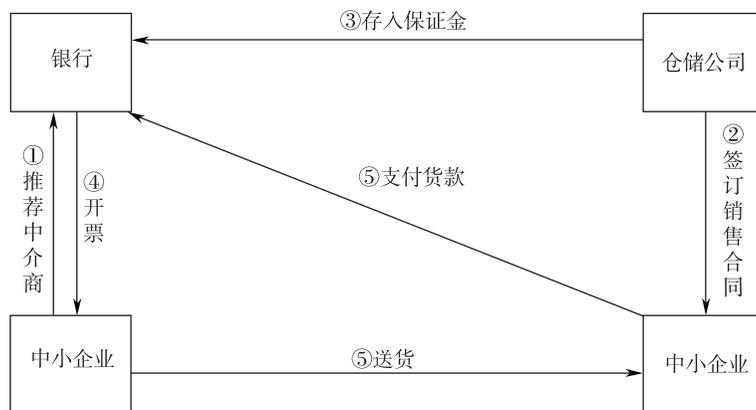


图 5 订单融资封闭授信融资模式图

### 6. 设备制造买方信贷融资模式

在生产商和下游经销商签订销售合同后，银行为下游经销商提供授信，用来购买生产商的设备。这种模式不需要第三方物流等机构的监管，在有关部门登记，进行设备（固定资产）抵押即可。这种模式的运行流程如图 6 所示。

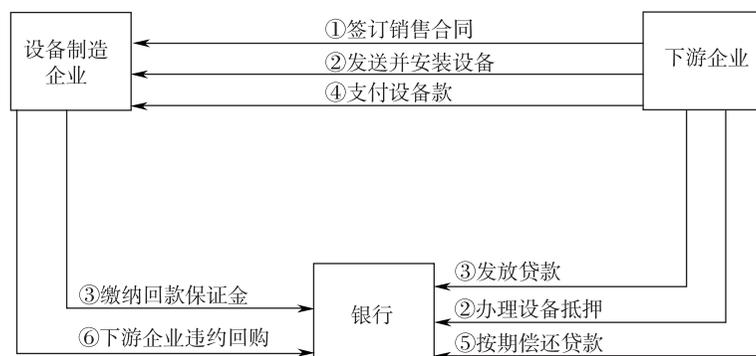


图 6 设备制造买方信贷融资模式图

## 二、信托业开展产业链金融的宏观环境分析

### (一) 宏观环境分析

#### 1. 政策与法律环境

中国信托业发展道路向来不平坦，历经了六次行业整顿，自 2007 年“新两规”实施以来，又经历了长达 7 年的高速发展。信托行业的快速扩张一方面有力支持了实



体经济的发展，为广大信托业投资者带来了稳定收益。另一方面，信托公司粗放的发展模式也广受诟病。纵观信托业近年来的发展历程，可以概括为定位不准确，拥有自身的专属业务领域，在经济繁荣时期尚可应付，而当经济步入下行通道时，在竞争对手的激烈挑战，业务的劣势很快显现，遭到监管部门整顿。频繁整顿严重损害了信托业的竞争力，导致行业大起大落，缺乏稳定的业务领域和核心的产品与客户。而《关于信托公司风险监管的指导意见》（“99号文”）的发布实施为信托业转型指明了方向，为信托公司开拓新的发展阶段奠定了基础。

“99号文”明确指出：信托公司应大力发展真正的股权投资，支持符合条件的信托公司设立直接投资专业子公司。鼓励开展并购业务，积极参与企业并购重组，推动产业转型。信托业为践行“用好增量，盘活存量”方针，对盘活存量有两个重要方向：资产证券化和并购整合业务。资产证券化盘活的是企业的存量资产，并购业务盘活的是某个行业中现有的低效率中小企业，使这部分企业做大做强。一直以来，信托业被冠以“实业投行”的美誉，但其真正为实体经济服务的功能并没有得到充分体现，反而热衷于追逐短期效益。在证券、房地产等领域投入大量人力、物力，虽然收获颇丰，但风险也在不断积累，引起监管部门的重视和干预。正本清源，服务于实体经济是未来信托业务回归本源进行发展的主要内容。

## 2. 经济环境

信托业经过前几年的高速增长，已成为我国投融资体系中举足轻重的金融部门，其发展周期与宏观经济周期紧密相关。信托业的高速增长，既满足了我国经济不同领域的需要，又推动了相关领域的快速发展。而经济的发展反过来也对信托业有着促进作用。

2014年，中国GDP总额为63.56万亿元，增长7.4%，跟当年年初设定的7.5%的目标基本相符，但是就需求方面而言，消费、投资等都有小幅度的下滑。不过总体来看，中国经济的年在增长率在高速增长后有放缓趋势，既可以防止因需求过度造成通货膨胀，又可以促进企业间的兼并重组，更好地调整企业结构。稳定的经济增长也为信托业的发展提供了良好的经济环境。

相对于其他金融行业，信托业的客户群体多集中在高净值人士，而根据胡润百富排行榜和福布斯中国财富榜单，中国千万富豪人数已经颇具规模而且仍然在不断增长，随着居民财富的不断增长，越来越多的人意识到理财的重要性，而信托作为“受人之托，代人理财”的理财方式，可以恰当满足这些客户的需求。



### 3. 社会环境

“刚性兑付”是国内金融市场的特殊现象，就是指金融产品到期后，信托公司必须给予投资者本金以及预期收益，当发行的信托产品不能按预期计划兑付时，信托公司需要进行兜底处理。

长期以来，刚性兑付在我国各金融行业细分市场已是不成文的惯例，因此，投资者选择理财产品时，比起风险更看重预期收益率。

随着金融机构理财规模的扩张和实体经济的转型升级，“刚性兑付”制约了现有市场的健康运行，也给未来发展蒙上阴影。近年来一直有要打破刚性兑付的呼吁，但是一直未能实现。

2014年，信托市场陆续爆发了几起兑付危机，虽然最终都是由信托公司尽量保证了投资者的本金安全，但刚性兑付的“金字招牌”在投资者眼中已经开始褪色，不再像以前那样牢固。

但是要彻底打破刚性兑付也不可一蹴，信托业的巨大规模也受益于刚性兑付，很多投资者都习惯了刚性兑付，若贸然打破刚性兑付，必将引发市场所有投资者的恐慌，整个信托业都会面临信用危机，甚至可能冲击到实体经济发展。监管层也曾就此表示，需循序渐进的打破刚性兑付，虽然现在还不能立即打破刚性兑付，但无疑在通向这条道路上前进了一步。

### 4. 技术环境

随着经济的发展，各个类型的金融系统的建立为信托业的发展提供了专业化的平台，使其不但业务开展更有针对性，操作也更加方便，还一定程度地节约了交易成本，最重要的是让更多的人对信托业有了更深入的认识。

在信托业谋求调整与转型的阶段，各信托公司都未雨绸缪，以求未来取得差异化竞争优势，而融合与吸纳互联网平台技术也是应对互联网金融浪潮冲击的最佳方法。第三方理财机构已经开始通过应用互联网技术进行客户资源的开拓，以降低交易成本和信息不对称。

大数据、云计算、移动支付等一系列最新技术进一步成熟，将对金融业未来的发展产生极大冲击，同时也会创造出新的市场，而小微金融行业内需求的增长以及更成熟的数据风险管理体系的建立，都给信托公司带来了业务转型的机会。通过大数据技术可以对借款人进行资信要素化审核以及动态控制，移动支付在未来对金融机构开放后，也能够提高营销效率。



面对金融开放，技术跨越是所有信托公司都将面临的巨大挑战。信托转型涉及的专业技术是复杂的和陌生的，然而，大部分信托公司普遍缺乏拥有技术跨越能力的专业人才，导致员工在一些业务运作上遇到困难。人才的匮乏，不但导致业务运作的效率降低，更会因为服务不到位导致社会认同度降低。

当前，信托公司必须重视技术创新，这样才能在不断变化的市场中尽快做出反应，提高自身的技术创新能力，提升员工的素质和知识结构。

综上，当前国内宏观环境有利于信托行业的发展与转型，信托公司需要把握机会，加快转型的步伐，夯实发展的基础，防止未来可能面临的高风险环境。

## （二）信托行业分析

信托是资产所有者将自身所拥有财产的管理或处理权委托给信托公司以达到获利等目的的一种经济行为，同时也是一种金融制度和理财方式。金融信托最早由实物信托演变和发展而来，现如今已经发展成一个相当成熟的产业——信托业，其资产管理、投资开发、长期金融、社会福利和公益事业促进等功能在国民经济生活中发挥着巨大的作用。

随着我国国内居民财富的积累，特别是高端客户资产规模持续增长，以及在信托行业制度红利的优势下，经过这几年的发展，信托业管理的信托总资产规模已达到了近 14 万亿元，信托业一跃变成规模第二大金融行业，仅次于银行业规模。

截至 2014 年末，信托业经营收入达到 954.95 亿元，与 2013 年末的 832.60 亿元相比，增长了 14.69%，然而较 2013 年的 30.42% 的高增长率相比，跌落了 15.73%。2014 年末信托业实现利润总额 642.30 亿元，与 2013 年末的 568.61 亿元相比，增长了 12.96%，但较 2013 年的 28.82% 的利润增长率，同样出现一定程度的下跌，跌幅高达 15.86%。除此之外，人均利润从 2013 年的 305.65 万元下跌到 2014 年的 301 万元，人均利润减少了 4.65 万元，是信托业发展近些年首次出现的负增长。

由以上数据可以看出，中国信托市场的高速增长已经基本结束，未来逐渐转向低速增长。信托业的发展变缓则主要由于“泛资管”的竞争愈演愈烈，自 2012 年 5 月监管放松以来，各种类型资产管理机构都开始全面放开其投资渠道，对业务创新的大力提倡也打破了不同金融机构间的竞争壁垒，资产管理行业的竞争开始加剧。信托公司去通道化将成为必然趋势。除此之外利率市场化的进程加快导致银行的存款利率上升，直接影响到信托产品的发行。近期存款保险制度也已正式出台，利率市场化进程再次提速，信托公司的资金来源将受到挑战。互联网金融也会对信托业也会产生强烈



的冲击，从目前情况看，无论是竞争格局还是客户需求方面，信托业都将遇到极大的挑战。

信托公司作为中国的“实业投行”，可探讨涉足并购业务，并以此作为转型的重要突破口。信托参与产业并购，无论是从自身的工具优势，还是从近年来积累的实业投融资经验来看，都是极具想象力的一种业务类型。信托公司开展产业并购业务，本质就是充分发挥自身跨平台资产配置和主动管理能力，打通产业链上下游，提高企业资金的运营效率，盘活社会资金存量，实现产融结合。

相比银行宽泛的经营领域和雄厚的资金实力，信托公司要想在竞争中脱颖而出，更应强调服务领域的专业化。作为中国的“实业投行”，信托公司为实体经济提供金融服务责无旁贷，而要想在提供金融服务的同时做大做强，提升行业掌控力，降低行业风险，就应树立产业链金融意识，从剖析产业集群发展要素入手，站在国家和行业发展的高度，审视产业发展规律，掌握产业链的组织结构、相互关系及金融需求变动规律，结合自身竞争优势，选择特定的产业链作为服务对象，通过提供有效的产业链金融服务，提升产业链价值，达到立足产业、服务产业、扎根产业、整合和提升产业的目的，实现与产业链的合作共赢。

信托公司应该以产业链金融为突破口，形成相对于其他金融机构的竞争优势，通过对产业链的深耕，充分挖掘信托公司服务产业的潜力，并以此作为区分不同信托公司生存能力和竞争能力的重要指标。

### （三）英大信托开展产业链金融业务的优势分析

我国的产业链金融产品服务主要以商业银行作为主体，经过几年的改革与创新，已经初步形成一套成熟的服务体系。信托公司想要进入产业链金融这个领域并在跟拥有雄厚资金实力的银行竞争中脱颖而出，需要探索创新，走差异化发展道路，强调服务领域的专业化。信托公司为实体经济提供金融服务也正是自身作为“实业投行”应尽的职责，而产业链金融的服务也能帮助信托公司在服务的同时提升自身的行业掌控力。信托公司需要站在行业发展的全局战略高度，审视产业发展规律，并结合自身的优势，选择适合的产业链作为服务对象，而通过提供专业化的产业链金融服务，达到让整个产业链价值不断发展的目的，并实现与产业链的互利共赢。

与银行相比，信托业开展产业链金融业务的优势主要有三个方面。

（1）信托制度的灵活性。信托公司是我国目前唯一能够横跨货币市场、资本市场和实业投资领域进行直接投资和融资的金融机构，在产品的设计方面拥有极大的优



势。信托公司自身的制度非常灵活，可以发行信托计划、成立并购基金、与外部机构合作等多种形式进行运作，而不论是动产或者不动产，物权或者债权，都可以作为信托财产设立信托，这是包括银行在内的其他金融机构做不到的。产业链金融中的上下游中小企业特征比较明显，每个企业都有不同的运营特点，而不论是中小企业的资金用途还是作为担保的抵押品的条件限制，信托公司的灵活制度都可以从企业的角度为之进行个性化的设计，打造适合中小企业的个性化金融服务产品，从而实现与整个产业链的金融需求对接。

(2) 之前累积的经验。中小企业融资的资金需求量小，频率高，这种具有流动性的短期借款对于商业银行来说成本高，风险也大。而信托公司发行的产品期限通常为1~3年，募集的资金也不多，甚至可以用企业的财产权设立信托再转让受益权的方式进行融资，非常适合中小企业的融资特点。因此比起商业银行，信托公司近年来更受中小企业的青睐，在跟中小企业的合作过程中，已经积累了大量经验，拥有更多适合中小企业融资需求的风险控制技术。

(3) 国家电网的支持。国家电网公司作为英大信托公司第一大股东，使英大信托在开展电力行业产业链金融业务时占据优势，电力行业拥有足够的市场容量和广阔的发展前景。此外，电力产业的资源专用属性导致其独占性和排他性，市场进入成本较大，且产业链类型属于串联型，以需求为导向，上下游企业业务流程标准化，风险低且容易控制，更能帮助信托公司降低风险。

除了与商业银行进行竞争外，英大信托在未来还将面临同行之间的竞争，现在应该积累发展产业链金融服务的先发优势，并抢占市场份额。

(1) 自身经营能力。英大信托公司具有良好的经营能力，2014年英大信托公司利润总额达到77437.96万元，净利润为58238.00万元，提取盈余公积5684.69万元，提取一般风险准备3626.98万元，未分配利润为190125.81万元。

(2) 资产管理能力。英大信托具有不错的资产管理规模，但其投资收益水平稍显不足，公司持续发展和转型所需要的主动管理能力有待加强。

(3) 风险管理能力。2014年英大信托不良资产的期初数为1540.96万元，期末数为1519.90万元，不良资产率由期初的0.38%下降至期末的0.33%。业务的风险敞口均保持在可接受的范围内，信托业务的风险基本处于可控制状态。

(4) 隐性担保能力。国家电网公司作为其第一大股东，具有国企背景的英大信托具有很强的隐性担保能力，公司的流动性偿付能力，净资产赔付能力，准备金偿付



能力都具有相当不错的水平，历年以来项目的兑付率一直保持在 100%。

总的来说，英大信托在同行中的竞争优势并不突出，需要趁其他信托公司还没能进入产业链金融服务的时候抓紧创新。

根据上述分析，对英大信托的产业链金融服务进行 SWOT 分析，找出企业内部的优势（Strength）和劣势（Weakness），以及外部环境存在的发展的机会（Opportunity）和存在的威胁（Threat）。SWOT 矩阵如下：

表 1 英大信托公司的 SWOT 矩阵

Strength	Weakness
<ul style="list-style-type: none"> <li>√ 与中小企业合作的经验比银行更足，拥有更多适合中小企业的风险控制技术</li> <li>√ 信托公司设计产品的制度更为灵活，中小企业选择信托公司的意向较强</li> <li>√ 英大信托隐形担保能力在同行中非常强，让投资者更加的放心</li> <li>√ 与国家电网关系密切，在电力行业开展产业链金融有一定优势</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>√ 英大信托公司的资产管理能力较弱，管理效率有待提升</li> <li>√ 风险管理能力较弱，是公司目前最大的软肋之一</li> </ul>
Opportunity	Threat
<ul style="list-style-type: none"> <li>√ “99 号文” 鼓励信托公司开展股权投资</li> <li>√ 国内经济稳中提升，稳定的经济环境有利于信托业的发展</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>√ 刚性兑付的存在是金融健康发展的障碍，而盲目打破刚性兑付则会使得之前建立起来的信任关系等破灭，给整个行业造成危机</li> <li>√ “泛资管” 所带来的竞争越来越激烈，资产管理行业的竞争也开始加剧</li> <li>√ 利率市场化的进程加快导致银行的存款利率上升，直接影响到信托产品的发行</li> <li>√ 整个信托行业发展速度放缓，转向低速增长</li> </ul>

通过分析发现，英大信托目前内部优势明显，但是存在着一些外部威胁，所以优势—威胁（ST）战略即通过发挥企业的内部优势回避或减少外部威胁的冲击将是英大信托开展产业链金融服务的首选。根据英大信托所具备的优势以及存在的外部威胁，我们将 ST 战略进行细化，主要内容包括：（1）在信托业还未正式涉足产业链金融业务之前，加快转型的步伐。在开展产业链金融服务的时候注意资源的重新配置，以整合产业链的金融需求。（2）寻求与国家电网公司的合作，抢占电力行业的产业链金融服务产品市场。（3）提升自身的综合实力，以确保有稳定的资金来源。

### 三、信托业开展产业链金融的行业选择分析

信托业打造自己的产业链金融盾牌，首先需要选定一个行业，行业选择应按以下标准进行。



### （一）行业背景分析

行业必须有足够的市场容量和广阔的发展前景，在可预测的期限内（5~10年）不存在可预见的替代产品和服务。

首先，一个前景广阔、发展空间大的行业必然会对产业链金融的发展有正面的影响。发展前景好并且有足够的市场容量的行业，它的产业链必然是稳固的，在这样的行业基础上建立产业链金融，发展前景会非常好。

其次，在短时间内，选择的行业不能被取代。随着现代科技的发展，许多新兴行业像雨后春笋，这时信托公司需要寻找一个在可预测的期限内，不会被新兴行业取代的行业。若是在投入大量的资金人力之后，选择的这个行业被另一个发展势头良好的新行业取代了，信托公司的损失将非常惨重。

最后，一个有独占性和排他性，进入门槛高的行业对于产业链金融的打造来说好处多多，因为一旦金融机构进入这个行业，由于其特有的属性，将阻隔竞争对手的进入，对金融机构的优势就非常大了。

例如，电力行业在目前及可预见的将来，都属于稳健发展的行业，伴随中国经济的发展，电力行业属于主要受益行业，拥有广阔的发展空间，对金融的需求规模巨大。拥有巨大金融需求的行业，历来是金融机构必争之地，理应成为英大信托的金融服务主阵地。

### （二）产业链属性分析

金融机构从服务于单一企业转型为服务于产业链，可以更好地把握一个产业整体的运营状况和风险分布，有效降低全产业链的风险，同时联动批量开发产业链上下游企业客户，为其提供更精细化的服务，掌握产业链发展的主控权。

选择适合金融机构运作的产业链，要从产业链的形成机制入手，围绕战略资源、市场需求、关键技术等，筛选出备选的产业链。在此基础上，结合产业发展周期和发展前景，研究产业链的上下游关系、长度、宽度、聚集要素与价值分布，选出上下游关系稳定、价值链较高的1~2个产业链作为重点培育的金融服务产业链，对其提供联合授信，打造金融共赢链。

电力产业链是由电力的生产和销售形成的产业群，具备资源导向、需求导向、技术密集、资金密集等特征。按上下游合作关系分析，是典型的终端需求驱动型产业链，下游的电力销售企业与中游的发电企业、上游的电力设备制造企业之间形成十分稳固的经济往来关系。由于电力产业的资源专用属性，电网企业作为电力的终端销售



商，具有较强的独占性和排他性，市场准入门槛较高，产业链具有较强的锁定效应，电力产业链的规模主要由下游的电力销售规模决定，中游的发电企业、上游的电力设备制造制造企业均为下游企业服务，并受下游企业制约。此种类型产业链属于串联型产业链，以需求为导向，环节较少，上下游产业依存和协作的关系十分稳固，业务流程标准化，风险较低且便于控制，便于金融机构梳理业务模式和评估风险，以核心企业为龙头提供标准化的产业链金融服务。这种类型的产业链可作为英大信托选择的主导产业链予以重点培育。

在电力产业链中，也存在其他类型的比较稳固的产业链纽带。对于发电设备制造制造企业，由于协作企业和供应商较多，且加工、运输、配送等环节复杂，与多家企业发生纵向联系，可以按并联型构筑产业链关系；对于发电企业，由煤炭生产企业、运输企业、发电企业构筑的煤电产业链，具有资源导向和资金密集的特征，物流需求量大且复杂，属于混合产业链组合，也十分适合英大信托公司作为重点关注的对象，可以物流的增值性服务为切入点提供金融服务。

### （三）服务行业的能力分析

研究自身的行业背景与竞争能力，分析是否有足够的服务行业的经验、掌控行业的水平，确定是否具备满足行业融资需求的能力。

电力产业链的专用属性，垫高了为其提供金融服务的门槛。决定为其提供金融服务的机构，必须具有较强的行业背景、金融实力和行业服务经验，同时也决定了一旦成为电力产业的金融服务商，所蕴含的市场商机，将成为阻隔竞争对手进入的坚固盾牌。作为国家电网所属的金融机构，英大信托以服务国家电网及其相关产业为己任，具备为电力行业服务的长期经验，能够承担起服务电力行业融资的重任。

### （四）选定核心企业

核心企业是产业链的轴心，是整个产业链健康稳固发展的中流砥柱。

第一，核心企业是产业链的利益协调者。产业链作为一条供应链需要使其涉及的各个企业能够通过战略合作实现共赢，其中涉及的利益分配问题需要核心企业进行合理规划，使得整个产业链能够有序运转。

第二，核心企业是产业链的决策制定者。核心企业需要协调调度整个产业链的物流、信息流和资金流，为整个产业链更好的发展做出正确的决策。

产业链是通过各个环节的企业在合作过程中形成的，而核心企业的地位则需要各个节点企业通过自身实力竞争获得。不论核心企业位于产业链的哪个节点位置，一般



需要具备以下几个基本条件：

第一，在业界有强大的影响力。每个企业所具备的资源是有限的，必须将其投入到能够使其获利最大的产业链中。而核心企业作为产业链的利益协调者和决策支持者，位于产业链中的首席位置，就必须在业界具备足够的影响力和实力来吸引其他公司联手，使其他企业认为加入这条产业链是可获利并实现长足发展的。

第二，较高的商业信誉。核心企业的商业信誉对整个产业链能否良好运行有重大影响。核心企业能够分配整个产业链上的资金，决定了其必须具备能够使产业链中其他节点企业信服的商业信誉，从而维持各个产业链的的运转。产业链中的企业存在着频繁的业务往来和资金往来，及时与上下游企业结算款项能够使更多企业加入该产业链并实现本产业链的长足发展。反之，拖欠账款的行为会影响节点企业正常的生产经营活动，由于产业链的联动性导致“多米诺骨牌”效应，使整个产业链解体。

第三，较强的组织协调能力。产业链上核心企业与节点企业之间的战略合作伙伴关系，是通过核心企业组织实施的。这种伙伴关系涉及核心企业与成员企业的企业文化、组织结构、界面管理、激励机制等诸多要素。核心企业需要着眼于长远利益，不被眼前利益所驱动，将与合作伙伴建立长期合作关系放在第一位，与合作伙伴风险共担、利益共享，构建相互信任度更高和合作程度更加密切的产业链。反之，如果核心企业因为可见的蝇头小利而得罪产业链上的合作企业，产业链的协调运作便成为一种奢望，即使核心企业具有一定的市场占有率和其他方面的优势，也不会得到其他企业的信任，不能对形成产业链战略伙伴关系起到促进作用，更何论发展产业链。

第四，较高的市场占有率。产品在市场上占有率说明该企业的市场影响力大，获利的可能性大，企业竞争优势大。因此产品市场占有率高会对其他供应商和销售商产生巨大的吸引力。作为供应商企业和销售商企业，总是希望能找到一家市场占有率高的实力雄厚的企业作为合作伙伴。一方面，这样的企业实力雄厚，能够在一定程度上影响消费者的市场行为，在市场竞争中容易占据主动地位；另一方面，由于其市场份额大，从这样的企业获得订单的数量往往也大，供应商和销售商企业容易获得规模效益。

第五，较强的产品研发能力。现代市场的激烈竞争导致产品寿命周期越来越短。因此，企业为适应这种竞争要求，就需不断研制新产品，利用新产品不断上市给企业创造新的经济增长点。核心企业产品研发能力的强弱直接关系到整个产业链上节点企业群体的利益和命运。核心企业的产品研发能力强，就能够不断推出新产品，不断引



导用户产生新的消费热点，即始终有一种不断延续其在市场上发展的能力，不致因一种产品被市场淘汰而导致全线崩溃。这样的企业自然会产生一种吸引力，把为其提供原材料和配件的企业凝聚在其周围，形成一种长期稳定的合作关系。也只有这样，产业链节点上的企业才愿意投入必要的资金，改善产品质量，促进产业链的良性发展。

第六，产品结构可模块化生产。一般地说，如果产品结构不易按功能分解成不同的模块，就不容易为其他企业提供参与产业链的可能。在现有条件下，产业链模式多由加工装配式企业构成，因为它的产品可分解为不同的模块，可为其他企业成为某个模块的供应商提供机会。简而言之便是产品能够拆分的模块越多，吸引的相关企业也就越多，产业链壮大的可能也就越大。

针对上述标准，电力企业可以被选定为核心企业的，除了下游的电力销售企业（电网企业）外，中游的发电企业，上游的骨干电力设备制造企业，均可被选定为核心企业。

选定核心企业后，要以此为基础，围绕选定的产业链，深入调研上下游客户之间的业务纽带和价值分布，按业务比重、行业竞争位置和盈利能力，从中筛选出在产业链中居主导地位的供应商、核心企业和分销企业作为合作伙伴；分析产业链成员的生产规模、销售规模、融资规模，以及产业链企业之间是否存在稳定的金融需求、统一或相似的融资渠道与金融产品，从而为统一授信奠定基础。

只要掌控了核心企业，就等于取得了产业链金融的主导权。以核心企业为主导，以产业链金融需求为依据，进行综合授信，这样既有利于提高核心企业在产业链中的主导地位，便于上下游企业形成稳定的供应链和合理的产业分工，同时也强化了信托公司和核心企业的战略伙伴关系。由于产业链上下游企业规模大小不一，融资能力差异较大，可以借助核心企业良好的商业信誉和强大的履约能力实现产业链信用捆绑，为上下游企业融资提供增信服务，增强信托公司及其他金融机构融资的意愿，降低产业链融资成本和风险，尤其是透过产业链协作关系，将产业链中的中小企业纳入信用体系，提供融资便利，提高信托公司对全产业链的掌控力。

#### 四、信托业开展产业链金融的需求分析

信托业开展产业链金融需要有效衔接两个需求——市场需求和融资需求。

##### （一）理清产业链市场需求，做好金融服务

要对产业链的市场需求进行分析，要从以下几个方面入手。



首先，确定产业链的性质和结构。根据产业链企业之间供需关系性质的不同可以分为以下四种产业链：资源导向型产业链、产品导向型产业链、市场导向型产业链和需求导向型产业链。资源导向型产业链是指供应商处于垄断地位，使得产业链呈现循序渐进的资源供应链形态。产品导向型产业链与资源导向型产业链正相反，是下游企业即需求者处于垄断地位，使产业链成为追本溯源的需求链形态。市场导向型产业链是指上游企业和下游企业在市场中都存在较大的竞争，产业链之间的企业依赖度几乎为零，完全以市场为导向随机选择。需求导向型产业链是指在产业链中，上下游企业之间相互都存在着依存关系，上游企业与下游企业都几乎没有竞争，因此，上游企业需要下游企业为产品找到销路，下游企业也需要上游企业提供原料，这种产业链集合了资源导向型和产品导向型的特点。确定了产业链的性质，可以更好地理解产业链。产业链的结构主要是指产业链的上游企业和下游企业。上游企业提供原料，下游企业购买上游企业的产品并向更下游的企业或者消费者出售自己的产品。

其次，确定产业链的核心环节。产业链的核心是产业链中最重要的部分。产业链就是围绕着核心企业，将信息流资金流物流集合起来形成的经济组织。产业链的核心起到了对于产业链上下游的协调作用，并且通过自身的带动，发掘产业链的潜力。因此，产业链的核心通常应该具有较高的产品市场占有率和产品研发能力来保证自身所在的产业链的竞争力。产业链的市场需求在很大程度上依赖于产业链核心的产品竞争力。因此要对产业链的核心企业的运营状况进行分析，同时也要分析核心企业的库存状况来预测上游企业未来的需求情况。

再次，调查产业链现在的产业规模和产业前景，已有产业规模较大的产业链通常已经有了较大的市场需求规模，只要产业的前景良好，产业链的市场需求就能保持发展，产业也会有良好的发展。

最后，分析产业链的风险因素和承受能力。产业链可能面临的风险因素有很多种，比如宏观经济形式对于产业链的影响，可替代产品对于产业链各环节的影响，产业链开放程度，市场对最终产品需求的变化，以及技术风险等。风险及企业承受能力对于产业链的稳定具有重要的意义，稳定的产业链才能有稳定的市场需求。

## （二）掌握产业链金融需求，设计金融服务模式

根据产业链经营状况和发展规划，评估产业链金融需求特征、规模、结构；依据产业链信用水平和自身金融资源，确定产业链的授信规模和条件；依据利益机制和综合企业意愿，将总的授信规模分解到产业链的相应环节；依据产业链的不同属性、业



务纽带关联及服务能力，构建多种产业链配置模式，组建相应的产业链专业服务团队，设计相应的金融产品和融资方案；依据客户差异化需求，设计服务流程，实施分层细分的金融服务。

以电力全产业链为调研对象，从产业价值链出发，围绕产业链的利益机制中的各环节，从相关技术、业务广度与深度方面着手，分析产业链当前和未来的市场需求、产业规模、发展空间、运行规律，评估产业链风险要素及分布特征，掌握主要节点核心企业的运营状况、发展规划、客户特征、销售进度、库存与采购状况，对客户进行预筛和主动批量开发；以信托公司作为金融服务平台运营商，构建产业链金融信息管理平台，通过与核心企业管理信息系统的对接，对产业链的商流、物流、资金流、信息流等信息源的整合，掌控供应商和销售商信息，实现需求和库存信息的共享、同步计划的制定、工作流程的协同，提升信息整合分析能力，动态掌握产业链的信息链，实时发掘市场机会，掌控市场信息、商品交易、仓储配送、货款结算等服务，实现从被动信息收集向主动信息整合转型，为信托公司向产业链提供综合金融服务奠定基础。

## 五、信托业开展产业链金融的产品设计

根据全产业链运营状况、财务状况、信用状况、金融需求，以核心企业对主要服务对象，设计满足产业链主要节点企业发展需求的金融产品。

### （一）供应链信托产品设计

电力行业产业规模庞大，日常运营对资金需求量巨大，为满足电力产业的资金运营需求，可以选定的核心企业为节点，以保证产业链企业产、供、销顺畅运转为主轴，以满足产业链企业采购和销售为目的，通过对整个供应链资金需求及风险的评估，集成供应链上下游企业的金融服务需求，以核心企业为主导授信对象，以产业链企业的应收账款、存货等为质押，设计供应链信托产品，开展票据贴现、保理、买方信贷等业务。

供应链金融可以将金融服务嵌入到产业链中，提升服务电力行业的主动性和及时性，有助于稳固电力行业的供应链伙伴关系，降低企业运营成本和风险，提升供应链运作效率，更有效掌握供应链发展的话语权、主导权。下面将以产业链应收账款为例，设计信托产品。

#### 1. 产品要点

（1）产品名称：英大信托·B公司应收账款投资集合资金信托计划。



(2) 产品类型：应收账款投资集合资金信托计划。

(3) 发行机构：英大国际信托有限责任公司。

(4) 投资起点：100 万元人民币起，100 万 ~ 300 万元不超过 50 份；300 万元以上不受份额限制，均按照 1 万元的整数倍增加。

(5) 推介期：20 × × 年 × × 月 × × 日至 20 × × 年 × × 月 × × 日，项目分期发售。一期推介期为 20 × × 年 × × 月 × × 日至 20 × × 年 × × 月 × × 日，根据资金募集情况可提前结束或延长。

(6) 发行规模：信托计划总规模为人民币 × × 亿元，每期和每类受益权规模以实际募集金额为准。

(7) 信托期限：× 年。

(8) 预期收益率：E1 类，100 万元 ≤ 投资的信托资金 < 300 万元，年预期收益率为 9.5%；E2 类，300 万元 ≤ 投资的信托资金 < 800 万元，年预期收益率为 10%；E3 类，投资的信托资金 ≥ 800 万元，年预期收益率为 10.5%；E4 类，向特定投资者募集。

(9) 交易结构与资金运用方式：英大国际信托接受 B 公司委托，以产业链核心企业 B 公司对产业链下游供货商 C 公司形成的 × × 亿元应收账款债权设立财产权信托。英大国际信托通过向合格投资人募集资金对 B 公司设立财产权信托。B 公司将获得信托融资，在信托合约到期时，C 公司将把 × × 亿元资金专项信托资金支付给英大国际信托公司。具体交易结构图如图 7 所示。

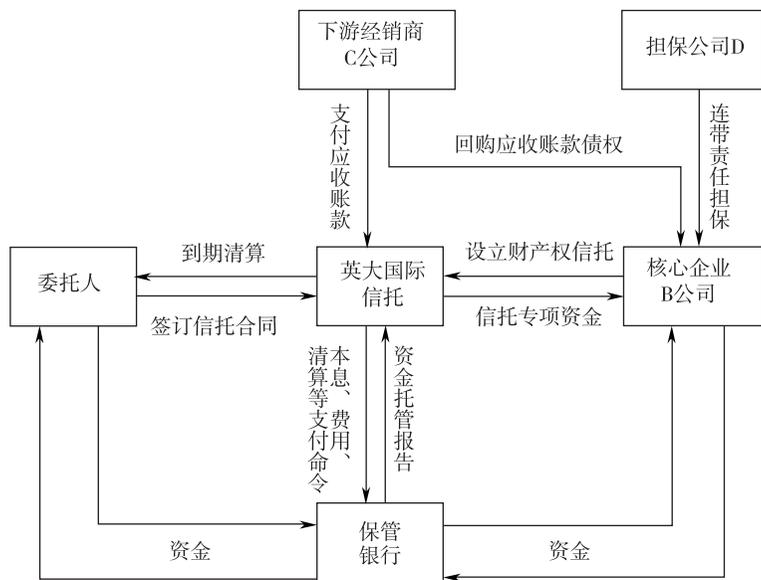


图 7 英大信托产业链应收账款信托产品交易结构图



(10) 投资收益的支付：①信托计划成立后期满 12 个月时部分回购标的应收账款债权，支付 × × 亿元的信托投资本金及预期投资收益至信托财产专户；②信托计划成立后满 24 个月时回购剩余债权，支付其余信托投资本金并按相同溢价支付投资收益至信托财产专户。

(11) 信托资金退出方式：由产业链核心企业 B 公司对应收账款进行偿付，若 B 公司未能如期履行对英大国际信托付款义务，则产业链上游供货商 A 公司有义务回购全部未偿债权；若 A 公司也无力回购全部未偿债权，则未偿付部分全部由担保公司进行清偿。

## 2. 风险保障措施

(1) 产业链上游供货商 A 公司、产业链核心企业 B 公司、担保公司与英大国际信托四方签订《债权债务确认书》，确认应收账款债权有效；并对应收账款回款账户设立监管。

(2) 应收账款在 × × 银行应收账款质押登记系统办理登记公示。

(3) 英大信托与产业链下游 C 公司签署应收账款投资及回购合同，约定信托到期后，C 公司以溢价方式回购标的的债权。

(4) B 公司提供国有土地使用权抵押（预估 × × 亿，抵押率 × × %）。

(5) 担保公司（信用评级 AA+）为 A 公司履行相关义务提供连带保证担保。

## 3. 风险揭示

受托人承诺以受益人的最大利益为宗旨处理信托事务，并谨慎管理信托财产，但不承诺信托资金不受损失，亦不承诺信托资金的最低收益。

## 4. 认购流程

(1) 投资人请按拟认购金额在募集期限内缴款至信托资金募集账户，缴款方式可选择银行柜台转账或网银转账，转账时请注明姓名和联系电话，账户信息如下：

开户行：广发银行北京分行营业部

户名：英大国际信托有限责任公司

账号：× × × × × × × ×

(2) 英大信托根据“同时到账金额优先、同等金额到账时间优先”的原则通知投资人签订信托合同。

自然人：认购资金转账凭证原件，本人的身份证原件，作为信托收益兑付账户的本人银行账户复印件。



机构客户：认购资金转账凭证原件和复印件，营业执照复印件，授权委托书，法定代表人身份证复印件，经办人有效身份证件，信托收益分配账户复印件。以上材料均需加盖公章。

## （二）项目融资信托产品设计

鉴于中国经济仍处在黄金增长期，电力行业项目建设规模还有较大提升空间。为提升产业链整体产业规模和竞争力，以产业链的核心项目为依托，围绕重大电力项目的建设——运营的资金需求，开发项目信托、信托式融资租赁、项目建设基金、资产证券化等产品，并通过创新的产品设计，整合其他金融机构，提供一条龙的项目开发金融服务。

### 1. 产品要点

（1）产品名称：英大信托·B公司X项目投资集合资金信托计划。

（2）产品类型：项目投资集合资金信托计划。

（3）发行机构：英大国际信托有限责任公司。

（4）投资起点：100万元人民币起，100万~300万元不超过50份；300万元以上不受份额限制，均按照1万元的整数倍增加。

（5）推介期：20××年××月××日至20××年××月××日，项目分期发售。一期推介期为20××年××月××日至20××年××月××日，根据资金募集情况可提前结束或延长。

（6）发行规模：信托计划总规模为人民币××亿元，每期和每类受益权规模以实际募集金额为准。

（7）信托期限：×年。

（8）预期收益率：E1类，100万元≤投资的信托资金<300万元，年预期收益率为9.5%；E2类，300万元≤投资的信托资金<800万元，年预期收益率为10%；E3类，投资的信托资金≥800万元，年预期收益率为10.5%；E4类，向特定投资者募集。

（9）交易结构与资金运用方式：英大国际信托接受B公司委托，以产业链核心企业B公司进行××项目建设过程所需的资金作为信托计划资金依据。英大国际信托通过向合格投资人募集资金对B公司设立产权信托。B公司在获得信托融资后，将取得的××亿元资金专项用于完成××项目建设。具体交易结构图如图8所示。

（10）投资收益的支付：①信托计划成立后期满12个月时支付固定利息；②信托

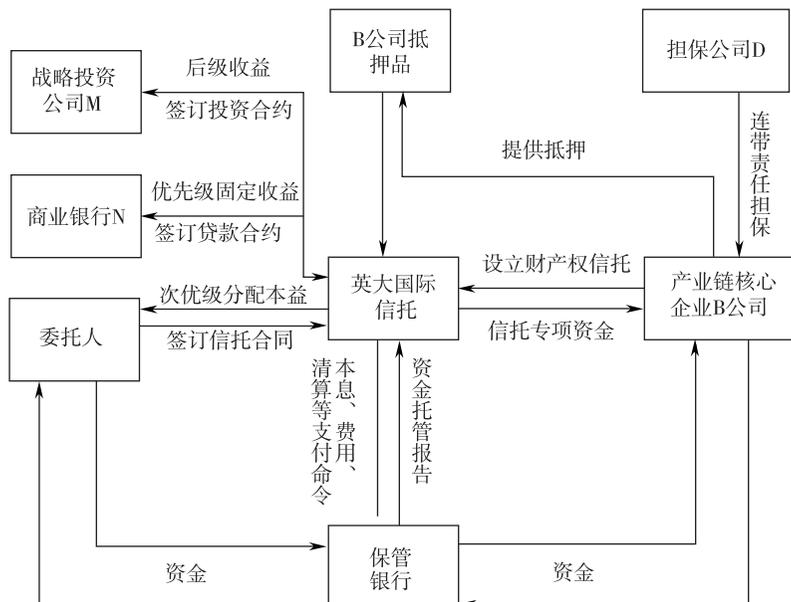


图8 英大信托项目融资信托产品交易结构图

计划成立后满 24 个月时回购剩余股权，支付其余信托投资本金并按相同溢价支付投资收益至信托财产专户。

(11) 信托资金退出方式：①项目完成后运行的收入；②抵押债务的利息。

## 2. 风险保障措施

(1) 战略投资公司 M、商业银行 N、产业链核心企业 B 公司、担保公司与英大国际信托五方签订《债权债务确认书》，确认 × × 项目融资债权有效；并对项目融资款账户设立监管；其中银行拥有优先级固定收益部分的债权，英大信托拥有次优级收益部分的债权，战略投资公司拥有捏后级收益部分的债权。

(2) 项目融资在 × × 银行应收账款质押登记系统办理登记公示。

(3) 英大信托与产业链核心企业 B 公司签署项目融资投资及回购合同，约定信托到期后，B 公司以溢价方式回购标的的债权。

(4) B 公司提供国有土地使用权抵押（预估 × × 亿，抵押率 × × %）。

(5) 担保公司（信用评级 AA +）为 A 公司履行相关义务提供连带保证担保。

## 3. 风险揭示

受托人承诺以受益人的最大利益为宗旨处理信托事务，并谨慎管理信托财产，但不承诺信托资金不受损失，亦不承诺信托资金的最低收益。



#### 4. 认购流程

(1) 投资人请按拟认购金额在募集期限内缴款至信托资金募集账户，缴款方式可选择银行柜台转账或网银转账，转账时请注明姓名和联系电话，账户信息如下：

开户行：广发银行北京分行营业部

户名：英大国际信托有限责任公司

账号：××××××××

(2) 英大信托根据“同时到账金额优先、同等金额到账时间优先”的原则通知投资人签订信托合同。

自然人：认购资金转账凭证原件，本人的身份证原件，作为信托收益兑付账户的本人银行账户复印件。

机构客户：认购资金转账凭证原件和复印件，营业执照复印件，授权委托书，法定代表人身份证复印件，经办人有效身份证件，信托收益分配账户复印件。以上材料均需加盖公章。

#### (三) 产业并购重组融资信托产品设计

为提升产业链集中度，以核心企业为龙头，以推进核心企业产业整合为宗旨，开发产业并购基金、集合信托、杠杆并购信托、信托中的基金（FOT）、银行通道贷款、家族信托等产品，支持核心企业开展纵向、横向或混合并购，以增强核心企业对核心技术、资源、生产、市场等环节的控制。下面将以产业链并购融资为例，设计信托产品。

##### 1. 产品要点

(1) 产品名称：英大信托·A公司并购投资集合资金信托计划。

(2) 产品类型：并购投资集合资金信托计划。

(3) 发行机构：英大国际信托有限责任公司。

(4) 投资起点：100万元人民币起，100万~300万元不超过50份；300万元以上不受份额限制，均按照1万元的整数倍增加。

(5) 推介期：20××年××月××日至20××年××月××日，项目分期发售。一期推介期为20××年××月××日至20××年××月××日，根据资金募集情况可提前结束或延长。

(6) 发行规模：信托计划总规模为人民币××亿元，每期和每类受益权规模以实际募集金额为准。



(7) 信托期限：×年。

(8) 预期收益率：E1类，100万元≤投资的信托资金<300万元，年预期收益率为9.5%；E2类，300万元≤投资的信托资金<800万元，年预期收益率为10%；E3类，投资的信托资金≥800万元，年预期收益率为10.5%；E4类，向特定投资者募集。

(9) 交易结构与资金运用方式：英大国际信托接受B公司委托，以产业链核心企业B公司在并购目标公司A的过程所需的资金作为信托计划资金依据。英大国际信托通过向合格投资人募集资金对B公司设立产权信托。B公司在获得信托融资后，将取得的××亿元资金专项用于并购目标公司A。具体交易结构图如图9所示。

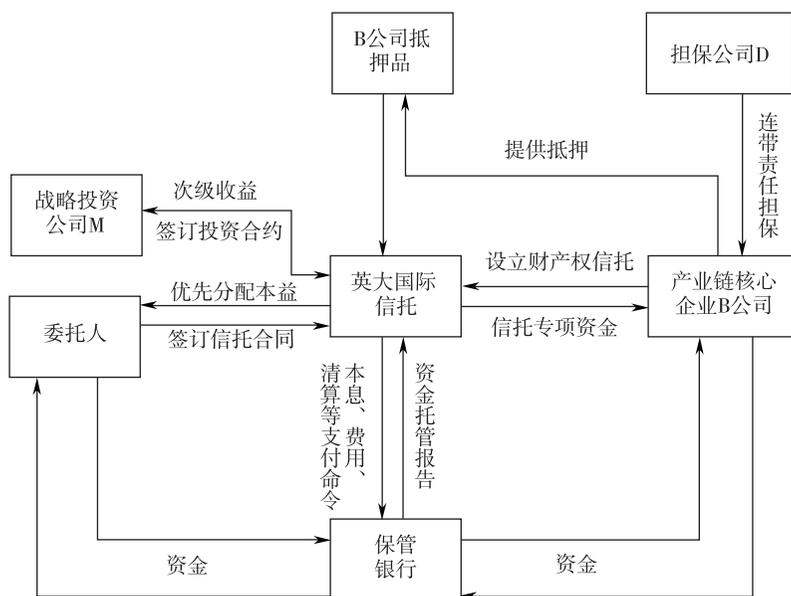


图9 英大信托产业并购重组融资信托产品交易结构图

(10) 投资收益的支付：①信托计划成立后期满12个月时支付固定利息；②信托计划成立后满24个月时回购剩余股权，支付其余信托投资本金并按相同溢价支付投资收益至信托财产专户。

(11) 信托资金退出方式：①主要通过B公司的营业收入；②并购完成后协同效应带来的股利增加；③上市后的融资渠道扩宽，市值增加带来额外收益。

## 2. 风险保障措施

(1) 战略投资公司M、产业链核心企业B公司、担保公司与英大国际信托四方签订《债权债务确认书》，确认××项目融资债权有效；并对项目融资款账户设立监



管；其中英大信托公司拥有优先级固定收益部分的债权，战略投资公司拥有次优先级收益部分的债权。

(2) 预付款在××银行预付款质押登记系统办理登记公示。

(3) 英大信托与产业链核心企业B公司签署应收账款投资及回购合同，约定信托到期后，B公司以溢价方式回购标的债权。

(4) B公司提供国有土地使用权抵押（预估××亿，抵押率××%）。

(5) 担保公司D（信用评级AA+）为A公司履行相关义务提供连带保证担保。

### 3. 风险揭示

受托人承诺以受益人的最大利益为宗旨处理信托事务，并谨慎管理信托财产，但不承诺信托资金不受损失，亦不承诺信托资金的最低收益。

### 4. 认购流程

(1) 投资人请按拟认购金额在募集期限内缴款至信托资金募集账户，缴款方式可选择银行柜台转账或网银转账，转账时请注明姓名和联系电话，账户信息如下：

开户行：广发银行北京分行营业部

户名：英大国际信托有限责任公司

账号：××××××××

(2) 英大信托根据“同时到账金额优先、同等金额到账时间优先”的原则通知投资人签订信托合同。

自然人：认购资金转账凭证原件，本人的身份证原件，作为信托收益兑付账户的本人银行账户复印件。

机构客户：认购资金转账凭证原件和复印件，营业执照复印件，授权委托书，法定代表人身份证复印件，经办人有效身份证件，信托收益分配账户复印件。以上材料均需加盖公章。

## 六、信托业开展产业链金融的核心环节

信托业开展产业链金融，着力抓住四个核心环节：采购环节的应收账款融资、销售环节的预付款融资、经营环节的抵押融资和资本经营环节的并购融资。

### （一）采购环节的应收账款融资

应收账款融资模式指的是卖方将应收账款融资工具主要有保理、商业承兑汇票贴



现、赊销项下的未到期应收账款转让给金融机构，由金融机构为卖方提供融资的业务模式。

应收账款建立在债务人的商业信用的基础之上，因此从其本质上说，应收账款是一种信用债权。目前，应收账款融资在西方国家已成为一种普遍的融资方式，应收账款和存货被认为是最有价值的担保物，在美国动产担保的 70% 是应收账款。世界金融机构调查了 130 个经济体，其中 110 多个采用的法律允许应收账款融资。它在直接有效地规避应收账款所带来的风险的同时，可以迅速低成本地筹集企业所需的资金，开辟了企业融资的新渠道，这种融资新途径，对于盘活大量企业资产、解决中小企业贷款难问题有一定的借鉴意义。

### 1. 应收账款融资主体的需求

当前市场竞争非常激烈，当供应商面对实力雄厚的经销商或销售长线产品时，经常被迫采用赊销货款的方式，供应商将产品卖给客户，客户不是立即支付现金而是过一段时间才能收回，这样形成大量应收账款。但是在这段时间供应商还是需要支付产品生产加工花费的劳动成本及其他人工成本，到期应付账款，应收账款融资模式即是指现金缺口出现在企业产品销售环节上，为产业链处于上、中游的中小型企业提供融资服务的一种模式。在应收账款融资模式下，参与其中的有企业债权、银行等金融机构及债务企业，核心企业一般为债务企业，凭借其在产业链中的较好信用水平及较强的实力，在融资模式中一般起着反担保作用，如果产业链融资出现问题，弥补银行等金融机构损失的责任将有债务企业承担，因此，此种模式下，可以有效控制银行等金融机构的贷款风险。

### 2. 应收账款融资的特点

(1) 还款具有自偿性。应收账款融资已经是国际上广为接受的融资产品，属于资产支持类信贷，借款人以自己的应收账款为融资做担保，还款来源是企业依法回收应收账款的现金流。在应收账款融资下，银行等金融机构只需要确认应收账款的贸易真实性和账期，关注对应收账款的控制权和应收账款的变现能力，就可以防范借款人的信用风险，实现贷款的安全。

(2) 融资期限短。应收账款是企业的短期债权，账期一般小于 90 天，出资人信誉质量较高的才可以成为融资质押物，且要确定合适的放款率，一般融资额为应收账款面值的 50% ~ 90%。

(3) 有公开透明的质押物登记公示系统。质押物登记公示的目的是为了在应收



账款上建立优先权的先后顺序和抗辩权。应收账款登记公示有利于保护银行等金融机构的权利，规避法律风险。

(4) 操作的封闭性。金融机构实施从出账到资金收回的全程控制，其间既包括对资金流的控制，也包括对物流的控制。典型的动产质押授信业务，客户将授信资金专项用于采购原材料（银行等金融机构直接代理客户支付给上游供货商），并将采购项下的货物直接抵押给银行等金融机构，以分次赎出货物进行销售。

(5) 授信用途的特定化。应收账款融资下的每次资金贷出，都对明确的贸易背景，做到贷出金额、时间和交易对手等信息的匹配。

金融机构近年来市场竞争性加强，特别是市场化利率改革的进展，依赖传统金融的借贷业务获得盈利的模式越来越难以适应，而产业链金融业务就是一项最容易实施的创新业务。在采购环节，处于产业链上游的企业向核心企业供应原材料和设备，形成对核心企业的应收账款，信托公司可以应收账款为质押，通过资产证券化、保理、买方信贷等形式提供融资服务。

## （二）销售环节的预付款融资

预付账款融资模式（又称保兑仓）是银行等金融机构向处于产业链下游的，经常需要向上游的核心企业预付账款才能获得企业持续生产经营所需的原材料的中小企业所提供的一种融资模式。具体来说，在核心企业（供应商）承诺回购的前提下（若融资企业未能足额提取货物，核心企业须负责回购剩余货物），金融机构、核心企业、融资企业、第三方物流企业四方共同签订“保兑仓协议书”，允许融资企业（购货方）向金融机构交纳了一定数额的保证金后，由融资企业向金融机构申请以供应商在指定仓库的既定仓单为质押，获得金融机构贷款支持，并有金融机构控制其提货权。其中，第三方物流企业承担了既定仓单的评估和监管责任，确保银行等金融机构对提货权的控制。

预付账款融资模式中，卖方提供自身的信誉支持，帮助买方在银行等金融机构获得定向采购资金，帮助买方解决采购资金缺口的同时，促进卖方自身产品的销售。此模式有不同的细分，根据参与主体中是否有第三方物流公司的参与，可以将预付账款融资模式细分为先票款后货授信（或称为四方保兑仓模式）和担保提货授信（有的称之为三方保兑仓模式或厂商银模式）以及未来货权质押开证。

在销售环节，处于产业链下游的销售企业从核心企业进货时，须向核心企业预先支付货款，信托公司可向销售企业提供预付款融资。



### （三）经营环节的抵押融资

存货抵押融资模式是指产业链上的中小企业以其拥有的原材料、产成品等存货为融资担保，银行等金融机构以存货的价值和合作企业提供的信息建议为基础，为该融资企业提供所需要的贷款，并以第一笔销售产生的现金流作为还款来源的融资模式。

对于有些企业其原材料资源短缺，并且生产产品的加工环节时间比较长，生产企业为了扩大自身业务发展规模，常常需要提前备货，因此，企业在产品、产成品的库存或在原材料库存中将占用大量的流动资金，而这些资金难以迅速实现资金的回笼，容易导致企业资金短缺，从而影响生产企业的正常及扩大规模经营。而存货抵押融资模式主要是针对企业从存货入库到实现销售的全过程中出现资金短缺的中小企业为其提供融资服务的融资模式。

对于有着融资需求的中小企业来说，不动产的缺乏使其难以获得银行等金融机构的贷款。而在经济发达国家，存货质押融资业务已经开展得相当成熟。在美国等发达国家，70%的担保来自于以应收账款和存货为主的动产担保。存货质押融资是中小企业以原材料、半成品和产成品等存货作为质押向金融机构融资的业务。和传统银行等金融机构贷款集中在不动产抵押或者第三方担保公司担保不同，存货质押融资是利用企业与上下游真实的贸易行为中的动产为质押从银行等金融机构获得贷款。在产品经营环节，信托公司可以为资金短缺的企业以库存产品为质押提供融资服务。

### （四）资本经营环节的并购融资

产业并购是指与上市公司主营业务相同或者相关的并购方对该上市公司实施的并购行为，它分为纵向购并、横向购并。产业并购是从产业结构变化的角度来解释并购动因的。纵向购并是指处于生产不同阶段、企业上下游之间的购并；横向购并是从事同种商业活动企业之间的购并。此外，战略投资者在完成对上市公司并购以后，一般会继续发展上市公司原有产业，将原有产业做大做强。产业并购的价值导向是并购后的协同效应，即通过并购后的产业整合提高双方企业的绩效。

产业并购不仅包括行业内企业的整合性并购，还包括行业外企业的进入性并购。但无论选择哪些企业作为并购目标，都必须以价值最大化为前提构建产业链，即首先以生产相同或相近产品的企业集合所在产业为单位形成价值链，然后由承担着不同的价值创造职能的相互联系的产业围绕核心产业展开活动。构建产业链包括接通产业链和延伸产业链两个层面，接通产业链是将一定地域空间范围内的产业链的断环和孤环借助某种产业合作形式串联起来；延伸产业链则是将一条已经存在的产业链尽可能地



向上游延伸或下游拓展。产业链向上游延伸一般使得产业链进入到基础产业环节或技术研发环节，向下游拓展则进入到市场销售环节。

在企业并购中，融资活动具有核心作用，如果没有便利的融资渠道和工具，并购很难正常进行。从金融市场的发展现状看，我国融资渠道相对狭窄，并购融资主要有银行贷款、增发、配股等几种常用工具。而产业并购通常具有资金额度大和用资期限长的特点。同时，在整个并购流程中对资金需求的密度也随时间和进度而变化，相对单一的融资工具难以满足产业并购的资金需求。因此，在资本经营环节，信托公司可以抓住机遇，为核心企业的并购提供融资支持。

## 七、信托业开展产业链金融的服务职能

信托业开展产业链金融业务，需要着力做好五项服务。

### （一）市场调研服务

市场调研或称营销调研，是对那些可用来解决特定营销问题的信息所进行的设计、收集、分析和报告的过程。市场调研对于企业的生产管理、市场营销具有极其重要的作用，是制订商品计划和促销计划、制定流通政策的基础。

相对宏观层面上的调研业务有：收集社会资料，对国民经济、科技进步、社会发展等情况进行调查、分析、预测和监督，了解社会民众对政府政策和社会热点问题的意见和态度等，提供统计信息和咨询建议。相对微观层面的调研业务主要涉及三方面。

（1）市场需求调查。市场需求调查是企业规划自己资源投入的评估起点，主要是针对消费者在“何时”、“何地”、“需要什么”和“需要多少”进行调查，包括商品需求量、需求结构和需求时间调查。

（2）市场环境调查。企业的经营活动是在复杂的社会环境中进行的，环境的变化既可能给企业带来机会，也可能形成威胁。所以，对市场环境的调查研究，是企业有效开展经营活动的基本前提。环境可以分为宏观环境和行业环境两部分。宏观环境涉及政治、法律、经济、技术、社会、文化、自然等因素，行业环境涉及现有竞争行业、潜在竞争对手、供应商、用户和替代品等因素。

（3）市场营销实务调查。市场营销实务调查是围绕整个营销活动而展开的，主要包括产品、价格、促销、销售渠道及销售服务调查几个方面。促销调查中应用最广的是广告调查，其中又分为广告信息调查和广告效果测试两种。一个完整的广告效果



测试分为四个阶段：广告事前测试、事中测试、事后测试和追踪测试。

产业链金融的最大特色是突破单一企业的约束，以产业链为统一授信对象，这就要求信托公司改变金融服务理念和金融服务流程，整合产业链的金融服务需求，联合其他金融机构共同进行授信调查，以调研结果作为联合授信的依据。这样既实现了信息源的整合，节约了调研成本，又提高了调研质量，避免重复调研。

## （二）整合服务

基于产业链流程，在信息整合、业务整合、产品整合的基础上，优化运营模式，实现作业一体化、服务一体化，为客户提供精益服务。

要实现全产业链金融联动开发的目标，必须根据所服务产业链的属性，打破信托公司内外职能部门局限，对内横向整合不同产品和服务，对外纵向整合金融机构和物流监管商、交易平台、保险公司、担保公司、行业协会、评估公司、拍卖公司等非金融机构的产品和服务，构建多层级的产业链金融合作体系。

按照精简、敏捷、统一的原则进行业务流程再造，提供整合的市场调研、客户开发、金融产品设计一体化联动服务。统一业务审批标准，统一管理制度，整合采购、库存、销售、项目、研发、并购、投资等环节的融资需求，衔接调研、评级、授信、担保等流程，实现审查、审批、签约、放款业务的一体化，实现一次申请、一次审批、循环使用的目的，提高业务审批处理效率，提升信托公司对企业融资的响应速度。

以核心企业为主导营销对象，整合产业链的上下游营销资源，通过“信用捆绑”，构筑稳定的客户关系管理体系，打造一体化的产业链金融服务体系，同时改进服务流程，完善和提升客户价值体验，提高客户满意度，增加产业链客户黏性，打造服务一体化的整合营销服务团队。

通过与企业信息系统的对接，将产业链上的企业交易行为内部化，信托公司可及时了解产业链企业的市场需求、交易状况与信用变动状况，通过集成产业链物流、信息流、资金流等资源，实现产业链全流程的实时信息流管监，实时逐笔跟踪融资项下的资金流和物流信息，及时捕获异常交易信息，通过在主要流程设置必要的核实、监控环节，结合宏观经济走势和产业发展态势，借助必要的信用衍生工具，主动防范、化解产业链金融风险。

## （三）综合金融方案设计服务

产业链金融将服务对象由单一企业转为基于产业链的综合服务，电力产业链融资



规模巨大，需求多样，像融资、并购、套期保值、套利、财富管理等金融服务，需要进行多渠道、多产品的金融组合配置。在金融脱媒的大背景下，投融资一体化安排、现金管理、管理咨询逐渐成为主流需求，证券、私募、并购等新型金融需求日益突出，业务撮合、信用证明、客户资源信息共享等需求也持续旺盛，信托公司应主动适应金融需求结构的变革，在深入调研的基础上，联合不同类型的金融机构，结合产业链融资需求的特点，设计综合金融服务方案，为企业提供强大的资金支持。

#### （四）市值管理服务

中国股市不断发展，投资热度持续攀升，市值逐渐引起财务管理人员的关注，市值也越发受到财务管理专家和众学者的重视。2005年实行的股权分置改革，赋予了市值管理新的含义；2014年5月，新“国九条”首次提出鼓励建立市值管理制度，市值管理问题愈加重要。

市值管理是针对上市公司市场价值的管理，是上市公司基于公司市值信号，有意识地运用科学的、合规的经营方法和手段，并通过与资本市场保持准确、及时的信息沟通，从而实现长期、稳定、可持续的公司市值最优化的战略性管理行为。其中包括价值创造最大化，即通过科学有效的产品经营、公司治理、资本结构优化和良好的资本运作等行为，努力提升上市公司价值创造能力；价值实现最大化，即通过长期、及时、有效、主动的市场沟通行为和补充的信息披露，使其内在价值被投资者充分认识，从而使得市值与其内在价值相符合、匹配；价值经营最优化，即当市值与上市公司内在价值大幅背离时，上市公司主动地采取有效措施干预、经营市值。

信托公司针对核心企业提供市值管理服务，提供股权质押融资、股权托管、财富管理、约定式回购等融资服务。

#### （五）产业链整合服务

从单纯为产业链上的某个企业提供金融服务延伸到为产业链上的多个企业或者整个产业链提供金融服务，最大限度地挖掘产业链金融服务价值，是金融机构提供金融服务的必然选择。可以说，今后对于金融机构来说，目标客户的竞争不仅仅在于单一客户的竞争，更体现在对主要产业链客户集群的竞争。开展产业链金融服务的重要意义在于产业链上的各企业相互依存，上下游企业间商务活动频繁、有规律，适宜银行制定标准化、综合性的金融服务方案；通过与产业链众多企业的合作，建立更多的信息来源渠道，能够有效防范单一客户的授信风险；有利于金融机构深度挖掘产业链中蕴藏的金融服务价值，争取到稳定的集群客户，培育新的业务增长点，获取最大收



益。另外，产业链金融整合服务可以拓展客户群体，产业链的特点就是围绕大型或特大型的核心企业积聚着大量的中小企业，造就了中小企业金融的巨大市场，但由于中小企业资金实力有限、具有高度的不确定性，如果单纯考虑中小企业自身的情况，不能成为授信政策的支持对象。产业链金融服务就是借助于产业链的真实业务背景或预期应收账款等信用增强，为中小企业客户提供金融服务，进而为拓展客户群体，优化客户结构。同时，围绕产业链上的核心为上下游客户提供金融服务。

目前金融机构竞争的日趋激烈，传统意义上的优质客户已基本被以银行为主体的金融机构瓜分完毕。而随着融资脱媒化趋势的加剧，优质客户对银行的依赖逐步弱化。市场环境的日趋成熟，使各金融机构越来越关注从产品创新、提供个性化服务、研究产业链各个环节的特殊需要等方面来提升自身的竞争能力。产业链的主要特点是拥有核心客户、核心客户两端有庞大的客户集群、产业链上企业之间有相互依存关系。产业链金融服务正是基于产业链的这些主要特点，从其中一个环节着手，进而为产业链上的各个企业所提供的整体金融服务，这种服务模式能够密切与整个产业链的合作关系，进而提升竞争能力。

基于提升产业链竞争力和掌控力的需求，以及建立“核心资源—核心能力—竞争优势”的发展逻辑，针对核心企业的并购需求，信托公司可以提供一条龙的产业链并购整合的调研、方案咨询、并购模式、管控架构、融资安排等服务，以提升企业并购的速度和质量。

## 参考文献

[1] Affinito M. : Do Interbank Customer Relationships Exist? And How Did They Function in the Crisis? Learning from Italy, *Journal of Banking & Finance*, 2012 (12), pp. 3163 – 3184.

[2] 丙明杰、刘明宇：《产业链整合理论述评》，载《产业经济研究》，2006 (3)。

[3] 曹群、姜振寰：《产业链的内涵及特征分析》，载《商业研究》，2008 (11)。

[4] 陈娟：《供应链金融管理模式与发展建议》，载《新金融》，2011 (7)。

[5] 杜龙政、汪延明、李石：《产业链治理架构及其基本模式研究》，载《中国工业经济》，2010 (3)。

[6] 杜义飞、李仕明、李心芹：《供应链的价值分配研究》，载《预测》，2005 (4)。



- [7] 洪崎：《产业链金融商业模式创新》，载《中国金融》，2014（5）。
- [8] 胡跃飞、黄少卿：《供应链金融：背景、创新与概念界定》，载《财经问题研究》，2009（8）。
- [9] 李毅学：《供应链金融风险评估》，载《中央财经大学学报》，2011（10）。
- [10] 刘翼鹏：《关于上市公司建立市值管理制度的思考》，载《当代经济》，2014（18）。
- [11] 芮明杰、刘明宇：《产业链整合理论述评》，载《产业经济研究》，2006（3）。
- [12] 王云霞、李国平：《产业链现状研究综述》，载《工业技术经济》，2006（10）。
- [13] 翁世淳：《从价值创造到市值管理：价值管理理论变迁研究评述》，载《会计研究》，2010（4）。
- [14] 谢沛善：《基于项目融资模式的科技型中小企业融资对策》，载《科技管理研究》，2007（9）。
- [15] 徐晶：《我国企业并购融资问题分析》，载《商业研究》，2004（12）。
- [16] 郁义鸿：《产业链类型与产业链效率基准》，载《中国工业经济》，2005（11）。
- [17] 张箐：《商业银行产业链金融发展策略探析》，载《中国流通经济》，2014（1）。
- [18] 赵红岩：《产业链整合的演进与中国企业的发展》，载《当代财经》，2008（9）。
- [19] 周彩虹：《产业价值链提升路径的理论与实证研究——以长三角制造业为例》，载《中国软科学》，2009（7）。
- [20] 朱磊、冯锐：《商业银行产业链金融探析》，载《中央财经大学学报》，2012（3）。



## 对冲基金行业的现状分析及未来展望

---

课题单位：百瑞信托有限责任公司

课题组成员：高志杰

王力航

蔡 华





## 摘要

当前，信托行业正在积极探索转型发展之路，证券投资信托作为行业转型的一个重要方向，正受到越来越多的关注。已有多家信托公司将该类业务放到了转型发展的战略高度，并开始着力培养专业化的证券投资团队。在各类证券投资信托业务中，通过基础基金经理（MOM）、基金的基金（FOF）的形式投资对冲基金的业务模式被认为是最有发展潜力的蓝海领域之一。本文结合国际对冲基金的发展历史以及国内该行业的发展现状和金融环境，分析了我国对冲基金当前高速发展的深层原因并论述了该行业未来广阔的发展空间。在此基础上，本文进一步分析了国内对冲基金的主流投资策略以及各类策略的运行状况和风险收益比。本文最后一部分基于实际经验，重点论述了信托公司在投资对冲基金时需要考虑的核心要素。

**关键词：**对冲基金 FOF MOM 全球宏观策略 精选标的策略 事件驱动策略  
相对价值策略



## 目 录

一、引言 .....	777
二、对冲基金的定义 .....	778
三、对冲基金行业的未来展望 .....	778
(一) 以美国为例看对冲基金发展的三大推力 .....	779
(二) 我国对冲基金行业正迎来历史性机遇 .....	782
四、对冲基金的主要投资策略及风险收益水平 .....	782
(一) 全球宏观策略 .....	783
(二) 精选标的策略（股票策略） .....	784
(三) 事件驱动策略 .....	785
(四) 相对价值策略 .....	786
(五) 小结 .....	788
五、投资对冲基金时需考虑的要素 .....	788
(一) 选择合适的投资时机 .....	789
(二) 选择合适的投资顾问 .....	790



## 一、引言

自 2009 年银监会下发《信托公司证券投资信托业务操作指引》以来，证券投资类信托业务进入了井喷式的高速发展阶段。中国信托业协会的统计数据显示，2010 年第一季度末证券投资类信托规模仅为 1223.1 亿元，占存续信托规模的比重仅为 6.15%；经过 5 年多的发展，截至 2015 年第二季度末证券投资类信托规模已达到 29976.56 亿元，占比提升到 20.37%。从以上数据中不难看出，证券投资类信托业务的重要性已经发生了根本性的改变，其正在成为整个信托行业的一个重要转型方向。

不过也应当指出，当前相当一部分证券投资类信托仍然属于事务管理型业务，信托公司在其中充当阳光私募基金的通道，并为基金提供一定的资金支持和估值、风控、资产报告等附加服务。2014 年以来证监会先后颁发了《私募投资基金管理人登记和备案办法（试行）》以及《私募投资基金监督管理暂行办法》等重要文件，使得私募基金真正进入阳光化时代，为该行业的发展奠定了坚实的制度基础，但同时也对事务管理型的证券信托业务形成了一定冲击，信托的通道价值有所减弱。

在这样的大背景下，很多信托公司开始探索业务转型之路。越来越多的信托公司不满足于充当阳光私募基金的通道，逐渐开始重视培养自身的证券投资团队，以期提升该类业务的主动管理能力。不过由于受到各种客观因素的制约，直接培养自己的投资顾问团队对于绝大多数信托公司来说还不太现实。因此，MOM（Manager - of - Manager）、FOF（Fund - of - Fund）等业务模式成为了信托公司进军资本市场时的自然选择。基于以上原因，此类业务目前受到全行业的重视。

MOM，顾名思义，就是基金经理的经理，其职能实质上就是选择多个投资顾问来共同管理资金，以达到分散风险的目的。作为 MOM、FOF 的管理者，首先要考虑的问题便是何时投资对冲基金以及如何甄别筛选对冲基金产品。在这样的大背景下，我们开启了对冲基金的研究工作。

本文分为四个部分：第一部分简要介绍对冲基金的定义，第二部分旨在阐明为何我国正在迎来对冲基金的飞速发展时期，第三部分主要介绍对冲基金的主要投资策略以及我国对冲基金近年来的风险收益水平，第四部分重点探讨投资对冲基金时需考虑的主要要素。本文的主要目的在于给读者勾勒出国内外对冲基金行业发展的概貌，进而论述选择基金经理时需要着重考察的基本要点。



## 二、对冲基金的定义

简言之，对冲基金就是多个投资人将资金聚在一起从事证券投资的一种商业结构。首先，有几个概念需要区分一下：对冲基金不同于共同基金（或称公募基金），主要是因为对冲基金只能向合格投资者发售，而共同基金可以向大众销售；另外，对冲基金投资时采用的杠杆倍数可以高于后者，投资策略也更为灵活；同时，对冲基金也不同于私募股权基金（PE），主要是因为大多数对冲基金投资于流动性相对较高的资产。

“对冲”一词，在英语中原本是指开阔地周边的灌木带，后来被引申出控制风险，设置风险上限的含义。早期的对冲基金主要通过做多具体标的（例如个股）并做空整体市场（例如股指）的方式来控制风险，对冲基金也因此而得名。经过数十年的发展，现今的对冲基金使用多元化的投资策略，其中很多策略并不采用长短仓的方式来对冲风险。可以说，对冲基金的内涵已经从狭义的“对冲”发展成为广义的“对冲”。

广义“对冲”的概念可以用现代资产管理理论来诠释。按照这一理论，证券投资的回报可以分为两部分，第一部分是和整体市场无关的，称为绝对收益（也称为阿尔法，音译自希腊字母“ $\alpha$ ”）；第二部分则与整个市场的平均收益成一定比例，称为相对收益（也称为贝塔，音译自希腊字母“ $\beta$ ”）。而对冲基金追求的正是绝对收益，即不管市场如何波动，对冲基金都需要管控好风险并实现收益，这便是广义的“对冲”。

显然，绝对收益与相对收益的获取难度是不一样的。只要持有股票指数基金，便可以获取相对收益，但绝对收益却很难获得，以致于很多金融教授都质疑它的存在，也正是基于这个原因，对冲基金往往向投资者收取较高的管理费用，而指数基金一般只收取很低的管理费。当前的市场环境下，对冲基金的收费标准通常是1%~2%的管理费（基于管理资金规模）加上20%左右的业绩提成（基于盈利）。

## 三、对冲基金行业的未来展望

如上文所述，“对冲基金”这个词是一个舶来品，在我国被习惯称之为“阳光私募”，实质上说的是同一件事。众所周知，我国股市自2007年底以来经历了数年的低迷，对冲基金行业的发展也陷入停滞，很多对冲基金损失惨重被迫解散。于此同时，



固定收益类产品得到了空前的发展机遇，宽松的货币政策加上低迷的资本市场，促成了债券与信托市场的繁荣。然而，随着 2014 年底资本市场的强势启动，这一局面正在迅速扭转，一个属于资本市场的时代已经悄然到来。

当前，我国对冲基金行业正迎来空前的发展机遇。历史往往惊人的相似，曾经刺激美国对冲基金行业快速成长的三个主要因素正在以相似的方式推动我国对冲基金的发展。

### （一）以美国为例看对冲基金发展的三大推力

从美国对冲基金业近一个世纪以来的发展规律来看，推动对冲基金发展的主要动力大致可以归纳为以下三点：资本市场繁荣、投资标的多样化和金融衍生品创新，以及财富管理的旺盛需求。下文将针对以上三点逐一进行分析。

#### 1. 资本市场繁荣

纵观美国对冲基金一个世纪以来的发展历程，不难看出，对冲基金大发展的时期基本与美国股市的繁荣时期相重合。20 世纪 20 年代，美国股市处于繁荣发展期，最早一批对冲基金就是在这个时代诞生的，其中最著名的一家叫作格拉汉姆纽曼合伙公司，公司创始人之一本杰明·格拉汉姆便是巴菲特的老师。在“大萧条”之后，美国股市进入了漫长的徘徊低迷期，而对冲基金的发展也进入了一个相对缓慢的时期，格拉汉姆纽曼合伙公司也在股灾中损失惨重，最终被迫停止运营。

直至第二次世界大战之后，随着美国资本市场再次进入繁荣期，对冲基金业进入了第二个高速发展时期。在这一时期，对冲基金的投资策略相对简单，大多数基金经理采用单纯的多空仓股票策略，其间最有影响力的基金是阿尔弗雷德·琼斯在 1949 年创立的基金，由于琼斯将自己的基金命名为“对冲基金”，因此，该基金也经常被认为第一只真正意义上的对冲基金。然而，20 世纪 60 年代末期到 70 年代，美国股市再次进入了徘徊低迷期，其间先后经历了 1969—1970 年的衰退和 1973—1974 年的股灾，大量对冲基金损失惨重，纷纷倒闭。

自 20 世纪 80 年代开始，伴随着美国股市的持续繁荣，对冲基金行业迎来了第三次高速发展期，这次大发展无论从深度和广度来说都是史无前例的。美国对冲基金行业的影响力空前提升，并逐渐获得了广泛的社会认同，很多大型机构和社保基金在对冲基金上配置了越来越多的财富，其中最知名的例子就是桥水基金（Bridgewater Associate）。该基金是当前资产管理规模最大的对冲基金，旗下管理着超过 1600 亿美元的资产，很多大型慈善资金和养老基金均为其客户。据统计，截至 2008 年危机发生



前，对冲基金行业管理着大约 1.93 万亿美元的资产。然而，历史总是惊人的相似，尽管对冲基金已经不再局限于投资股市，而是可以投资商品、外汇、债券等各类市场，尽管有各类金融衍生品和投资工具可供选用，在次贷危机中仍然有大量对冲基金倒闭。很多对冲基金不允许客户赎回，整个对冲基金行业的受欢迎程度和管理的资产规模大幅下滑，直至 3 年后的 2011 年 4 月，对冲基金管理资产规模才重新恢复到 2 万亿美元。

通过以上分析可以看出，资本市场的繁荣是对冲基金高速发展的一个重要因素，与之相对，资本市场的萧条和衰退会对对冲基金行业形成冲击。

## 2. 投资标的多样化与金融衍生品创新

对冲基金飞速发展的另一个重要因素就是投资标的多样化与金融衍生品创新。事实上，对冲基金行业是从 20 世纪 80 年代开始才真正进入大众视野的，而这段时间与对冲基金投资范围大幅拓宽以及金融衍生品的大创新时期是基本重合的。在此之前，很多早期的对冲基金仅专注于股票市场或大宗商品投资市场，投资标的单一，投资范围受限。但是自 20 世纪 80 年代以来，对冲基金的投资范围急速拓宽，可以投资全球的股票市场、商品市场、债券市场、外汇市场以及一切具有高流动资产的市场；其中，债券市场和外汇市场的高速发展是推动对冲基金行业发展的重要动力。债券市场为对冲基金提供了大量的高流动性固定收益类标的，满足了很多机构投资者的风险偏好和投资需求，正是由于大量机构投资者在对冲基金上配置资产，才使得对冲基金行业的壮大成为可能（目前机构投资者出资额占对冲基金管理资产总量的 60% 以上）。而外汇市场的形成与发展又使得全球资产配置更为便利，很多规模庞大的全球宏观策略基金应运而生。

不仅对冲基金的投资范围在广度上大幅拓展，其在各个市场上的投资深度也得到空前提高。基于个股、股票指数、大宗商品、债券和外汇的期货与期权的诞生，不仅大幅提高了标的资产的流动性，更为基金管理人提供了高倍杠杆和风险控制工具，使得交易策略更为多元化。事实上，20 世纪 80 年代至 21 世纪初是金融衍生品爆发式创新的时期，一门专注于衍生品的设计、管理与风险控制的学科“金融工程学”也在这个时代诞生，互换、掉期以及各种基于资产支持证券的衍生品如雨后春笋般被创造出来，为对冲基金的发展提供了空前机遇。事实上，仅仅依靠期权做市业务逐步发展壮大对冲基金就不胜枚举。

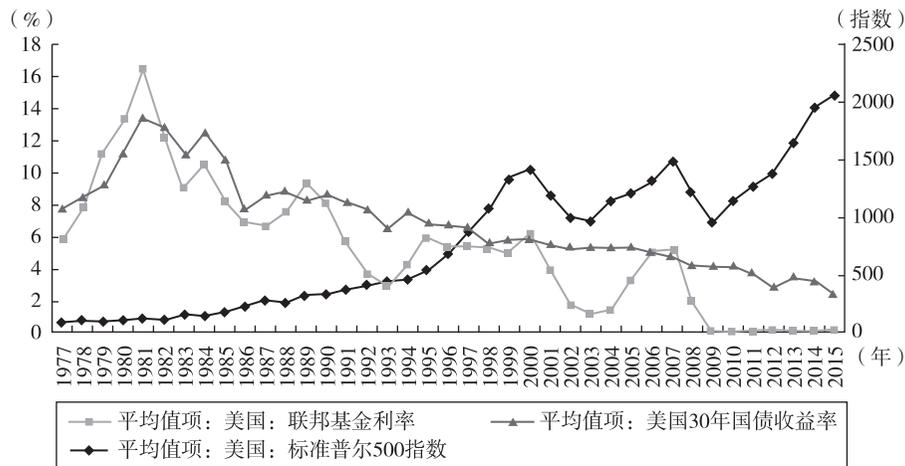
## 3. 财富管理需求旺盛

由于无法向社会大众公开募集，对冲基金的资金主要来源于机构投资者和高净值



人群。在世界 500 强企业榜单和福布斯全球富豪排行榜上，美国长期坐拥最多的席位，这也就决定了美国必然成为全世界对冲基金行业最为繁荣，明星基金经理最为集中的地区。

当前，大型机构和高净值人群理财市场的体量与发展空间已经成为了金融界最热门的话题之一，与之相关的研究文章可谓汗牛充栋。本文将着重讨论利率中枢下移与理财市场需求间的相关关系。以美国的情况为例，在过去近半个世纪的时间内，该国的利率中枢是持续下移的。图 1 显示，美国的利率中枢在经历了 20 世纪 70 年代的上升期后（也是对冲基金发展的停滞时期）开始稳步下降，联邦基金利率从 1981 年的峰值水平 16% 左右下降到当前的 0.12%，30 年国债收益率从 1981 年的 13% 左右下降到当前的 2.55%，这一长期趋势从两个方面推动了对冲基金行业的发展。



数据来源：Wind 数据库。

图 1 美国利率与股市走势图

首先，利率中枢的长期下移是资本充足程度长期提升的直接反映，资本稀缺度的下降直接导致了无风险收益的降低，这就使得机构投资者和高净值人群更迫切地追求超额收益（即高于无风险利率的收益），对冲基金也就越来越有用武之地。其次，利率的长期下跌趋势往往与资本市场的长期上涨趋势相伴而生，这从图 1 中可以明显地看出，而资本市场的繁荣又进一步刺激了对冲基金的发展。这里有一点需要澄清，基准利率与股市的反向相关性必须要有数十年的时间观测窗口才能成立，如果从数年的时间窗口来观测（经济周期），两者间经常呈现正向相关性，这是因为货币政策当局需要在股市繁荣时加息，而在股市崩溃中降息。



## （二）我国对冲基金行业正迎来历史性机遇

上文分析的三大推力，即资本市场繁荣、投资标的的多样化与衍生品创新以及理财需求旺盛，目前都在以相似的方式推动我国对冲基金行业的发展。

首先，是资本市场的繁荣，这从 A 股 2014 年下半年以来的走势中已得到了明证。借鉴明星私募经理赵丹阳的分析，A 股大牛市有三个支柱，即利率中枢下移、混合所有制改革以及资本市场开放。其中，降息提升了资本市场对于资金的吸引力，长期来看可以降低企业融资成本；混改可以激发国有资本的潜能，大幅提高效率；资本市场开放则可以吸引大量的海外资金投资中国市场。当前，降息、混改和资本市场开放三件大事都只是刚刚开始，未来的发展空间还很巨大，这个空间构成了牛市的基础。

其次，随着人民币国际化战略的持续推进，国内外资本市场日趋联通，中国对冲基金的投资标的会越来越多样化，而沪港通正是这一趋势的开端。不仅如此，股指期货的推出极大丰富了对冲基金的投资策略，而国债期货的诞生又为对冲基金投资固收市场打开了大门。另外，以期权、资产支持证券为代表的一批金融衍生品创新，也将为对冲基金提供更多发展机遇。

最后，就是财富管理市场的旺盛需求。2000 年全球 500 强榜单上仅有 9 家中国内地企业入选，到了 2014 年，有 100 家中国公司跻身全球 500 强。同时，2014 年有 213 位来自中国内地的企业家荣登福布斯全球富豪榜，中国也成为了顶级富豪人数仅次于美国的国家。如此体量的财富管理市场为中国对冲基金的发展提供了肥沃的土壤。更为重要的是，对冲基金管理的资产规模占整个资管市场的比例还很低（据浙商基金统计，占比仅为 4%），远远低于发达市场水平，相反，银行理财和信托占比接近一半。这一局面可能随着中国资本市场的启动和利率中枢的持续下移得以改变。可以说我国对冲基金行业刚刚迈进了加速发展的黄金时期，未来发展空间无限广阔。

## 四、对冲基金的主要投资策略及风险收益水平

在对冲基金提供的招募备忘录中，会明确定义该基金的基本要素，包括擅长领域、投资标的、市场策略以及策略属性。擅长领域可以是某些市场，比如股市、商品、外汇或固收，也可以是更具体的二级分类，比如医疗板块、消费板块等。投资标的可以是股票、期货、期权、互换以及其他衍生品。策略属性主要有两类：



自有裁量或程序化交易，其中自有裁量指的是主要基于基金经理的个人判断制定投资策略，而程序化交易是指基于计算机程序进行交易。在对冲基金的各个要素中，市场策略的分类是最为重要的，它可以在很大程度上影响基金的回报特性和风险水平。

对冲基金的投资策略总体上可以分为四类，分别是全球宏观、多空双向、事件驱动和相对价值（套利）。这四种策略的风险特征和平均回报各不相同。一家基金可能会基于市场适应性或风险控制的考虑而使用一类或多类策略。下文将针对以上四个策略逐一进行阐述，并列举以相应策略见长的对冲基金近年来的风险收益水平。

### （一）全球宏观策略

通常来说，使用全球宏观策略的基金常常持有规模可观的股票、商品和外汇头寸，并依据对宏观经济形势的预判来获得与风险相适应的收益。全球宏观策略的基金经理基于宏观经济数据与事件进行宏观分析（即所谓的“大图景”），进而捕捉投资机会，如果未来宏观趋势符合其判断，投资组合将获得收益。宏观策略的特点是高度灵活性，这主要是因为该策略可以运用较高倍的杠杆在全球多个市场上同时持有敞口。为了得到较好的总体收益，择时能力也至关重要。

全球宏观策略按照属性可以分为自由裁量和程序化交易。自由裁量就是由基金经理做出投资决策，而程序化交易则依靠数学模型和计算机程序进行交易。按照投资风格不同，全球宏观策略又可以分为趋势跟踪和趋势反转，即擅长跟随趋势或者擅长捕捉趋势反转的机会。按照投资范围不同，宏观对冲策略又可以进一部分类，有的擅长做外汇，有的擅长做商品或股指，还有的擅长多个市场。但是总体来说，全球宏观策略对于基金经理的要求是非常高的，他必须具有着眼大势，把握全局的能力。同时，全球宏观策略基金的宏观投研能力也必须非常强。前美联储主席保罗沃尔克曾评价说，达里奥的桥水基金（管理着 1600 多亿美元资产）对经济的统计分析甚至比美联储的更靠谱。

目前，国内实施全球宏观策略的产品还很少，主要配置国内股票、固定收益、大宗商品，和真正意义的全球宏观策略还存在相当大的差距。全球宏观策略对基金经理的要求很高，要求其对各大类投资品种都有深入研究。在私募排排网纳入统计的产品中，成立满一年的宏观策略产品仅有 5 只，其业绩表现如表 1 所示。



表 1 宏观策略基金产品（接近一年累计绝对收益排序，数据截至 2015 年 3 月）

排名	产品简称	投资经理	产品类型	绝对收益率		
				近一年（%）	近两年（%）	近三年（%）
1	有限合伙—梵基一号	张巍	有限合伙	186.71	224.12	
2	从容全天候基金 1 期	吕俊	有限合伙	121.39	118.26	—
3	凯丰对冲二号	吴星	公募专户	68.95	—	—
4	鹰影富兴 2 号	杨炎临 关思齐	公募专户	28.59	—	—
5	瀚鑫泰安量化套利 1 号	易三佑	公募专户	17.00	—	—

数据来源：私募排排网。

在纳入统计的成立满一年的 5 只产品中，近一年来的平均收益是 84.53%，最高年化收益为 187%，最低年化收益为 17%。其中，有限合伙—梵基一号和从容全天候基金 1 期的收益较高，近两年的绝对收益率分别为 224% 和 118%。其中，绝对收益排名第一的上海梵基股权投资管理有限公司成立于 2010 年 8 月，主要从事 A 股及海外期货投资，秉承的投资策略和方法是在大宏观政治经济体系下的金融市场布局以及周期性的趋势价值投资。其核心人物张巍，早年留学欧洲，曾任第一创业证券副总裁。

## （二）精选标的策略（股票策略）

精选标的策略，有时又被称为股票策略，主要是指通过在市场上寻找股票或其他具体标的，以期通过未来市场波动、趋势以及无效性来获取利润的一大类投资策略。如果说全球宏观策略是着眼大处，那么精选标的策略就是着眼细微处。对于使用此类策略的基金经理来说，选股能力是至关重要的，著名的沃伦巴菲特便是在这一领域最杰出的代表。

该类策略可以进一步划分为多个二级分类策略，包括股票多头、股票多空、市场中性策略、股票量化等。其中，股票量化泛指通过计算机程序实行投资决策的交易策略。市场中性策略是指通过同时做多股票并做空股指以获取绝对收益的一类投资方式。这一策略在波动较大的市场中往往能取得更好效果，其历史业绩表现出稳健增长、回撤小的特点。股票多头和股票多空策略一般不是市场中性，而是随着市场的变化灵活调整仓位。在融券业务和股指期货推出之前，A 股处于单边做多时代，几乎所有的基金都可以归为股票多头。多空双向投资策略与传统的单边多头策略有一定的类似性，更加考验基金经理对于行业和个股的把握能力。

根据私募排排网的统计，当前纳入统计的成立满一年的股票多头产品总计 961



个，占据整个对冲基金的绝对多数，与之相比，股票多空策略、市场中性策略为主的产品仅有49个。目前在中国A股市场上，多空双向策略投资者所面临的最大问题是A股做空条件差、成本高。在纳入统计的1010个产品中，近一年来的平均收益为61.23%。

### （三）事件驱动策略

事件驱动策略，顾名思义，就是通过公司重大事件挖掘投资机会的一大类投资方式。采用该类策略的基金经理着重关注企业参与的并购、重组、收购、回购、证券发行、债务调换、财务危机甚至是破产等事件，通过预测市场对企业在此类事件前后估值倾向的明显差异来赚取利润。全球有很多大型对冲基金凭借此类策略发行产品。

成熟市场上的事件驱动策略可以大致分为三类，分别是困境证券、风险套利和特殊事件。所谓困境证券，主要是指那些以陷入结构重组、资产重组甚至濒临破产的公司为标的的流通证券。有一种困境证券策略就是投资那些因严重财务问题面临破产或重组的公司的债券，此类债券往往因为标的公司引发恐慌导致过度折价。另一种困境证券策略以发掘上市公司的负面新闻（包括财务造假、欺诈、或结构重组以及破产等）为主要投研手段，通过做空相应股票来获取收益。风险套利策略，又称并购套利，主要利用企业并购，收购等重大事件进行风险投资。当基金经理预判某公司可能被收购时，他可以事先埋伏，如果未来公司的确被收购，则当前股价与收购价格之间的差距就会被填平，基金经理可以因此获得丰厚利润。当然，如果最终并购宣告失败，损失也会比较惨重。因此这是一类风险很高的投资策略，世上最著名的对冲基金失败案例—美国长期资本管理公司（LTCM）的崩溃便和这类策略有关。特殊事件策略指的是基金经理利用标的公司的定增、股票分拆、公司回购股票以及其他重大商业决策等事件进行投机活动。一般情况下，特殊事件策略的投资机会和标的要多于前两种策略，这就要求基金经理凭借经验进行严格筛选。

目前，由于做空机制的限制，国内的事件驱动策略主要包括两类子策略，即定向增发策略和大宗交易策略。定向增发策略属于特殊事件策略的范畴，主要指基金经理通过参与上市公司增发而获取股价上涨及定增折价收益。由于参与定增的准入门槛相对较高，此类策略又叫作一级半市场，国内大多数以事件驱动策略发行产品的基金都采用这一策略。而大宗交易策略是指，基金经理在大宗交易平台以较二级市场价格按照一定的折价批量买入股票，获取股票上涨和折价收益，其机理与定增策略相似。除了以上两类子策略外，近期股权激励也逐渐进入了事件



驱动类策略基金经理重点考量的范围。表2列举了私募排排网纳入统计的15只产品的收益情况。

表2 事件驱动策略产品排名（按近一年累计绝对收益排序，数据截至2015年3月）

排名	产品简称	投资经理	产品类型	绝对收益率		
				近一年（%）	近两年（%）	近三年（%）
1	海通海富7号	许志扬 杨向阳	券商资管	185.01	—	—
2	广发恒定3号	—	券商资管	129.34	—	—
3	野风成长2号	崔海萍	公募专户	106.19	—	—
4	泽熙增煦	—	有限合伙	89.24	—	—
5	五矿信托—金牛7号定增	—	信托	78.54	—	—
6	海通海富5号	许志扬 杨向阳	券商资管	75.26	—	—
7	广发恒定10号	—	券商资管	60.06	—	—
8	野风成长1号	崔海萍	公募专户	58.10	—	—
9	中融信托—思考一号	岳志斌	信托	56.23	74.51	85.72
10	广发恒定8号	—	券商资管	53.78	—	—
11	广发恒定5号	王晶	券商资管	50.99	—	—
12	广发恒定4号	—	券商资管	47.66	—	—
13	兴业鑫享定增8号	—	券商资管	46.20	—	—
14	兴业鑫享定增5号	—	券商资管	25.90	—	—
15	华林证券富贵竹3号	—	券商资管	24.91	—	—

数据来源：私募排排网。

在纳入统计的15只产品中，近一年来的平均收益是72.47%，最高年化收益为185%，最低年化收益为25%。其中，许志扬、杨向阳管理的两只产品，海通海富7号和5号，分别以185%和75%的收益分别位列第一和第六，体现了其在事件驱动策略方面的实力。另外，广发恒定系列的5只产品也取得了不错的收益，其中表现最好的3号产品以129%位列第二。

以事件驱动类策略为主的产品目前还处在刚刚起步的阶段。在私募排排网统计的15只产品中，只有中融信托—思考一号有过去两三年的表现，其余产品的发行期限均短于两年。在新发行的产品中，大多数采用券商资管通道进行发售，只有一只产品通过信托发行，这也体现了信托通道价值的下降。

#### （四）相对价值策略

相对价值策略，又称套利策略，是指利用市场无效性，通过发掘不同标的之间差价来获取收益的一类投资方式。该类策略虽然总体收益偏低，但风险也相对较低，因此，很多国际投行采用这类策略管理自有资金。相对价值套利策略的应用范围十分广



泛，包括股市、商品、债券、波动率、信用衍生品等多个方向。为了避免市场波动对业绩的影响，该策略通常会通过同时持有空头头寸和多头头寸以保持对市场的中性。由于是依靠在市场中寻找定价误差来获得微小收益，相对价值策略被市场戏称为“吃蚊子肉”，但其收益非常稳健，可以独立于市场行情。

相对价值策略最大的风险是模型风险和交易速度。因为该策略通常会计算机模型来实现，但在市场不断变化的过程中，选股模型、统计套利等数量模型可能存在模型失效、模型整体表现不佳的情况，包括交易速度达不到模型要求等现实状况，这些都可能影响最终收益，需要基金经理依据经验动态调整策略，同时需要注重 IT 硬件软件方面的投资。

在我国，受限于投资工具的品种限制，相对价值策略主要利用分级基金、ETF、股指期货的定价偏差来获取套利收益，相较于国外的套利策略，国内的套利策略在政策上仍面临着资本管制、跨品种套利受限、“T+0”政策还未推出等问题。在硬件上，国外套利已经入微妙级交易，但国内交易尚处于毫秒级。未来的相对策略中，基于量化高频方向的策略仍将是主流。

私募排排网上纳入统计的以相对价值策略为主的产品共有 58 只，其中成立满三年的共有 10 只，虽然这 10 只产品的绝对收益都不算高，但是在三年的观测窗口中均实现了盈利，这体现了该类策略风险低、收益也相对较低的特点（见表 3）。在纳入统计的 10 只产品中，近一年来的平均收益率是 4.76%，最高年化收益率为 30.97%，最低年化收益率为 -7.59%，其中，华润信托—两克金子量化回报 1 期近三年来的绝对收益水平始终名列第一，体现了很强的综合实力。

表 3 (接近一年累计绝对收益排序，数据截至 2015 年 3 月)

排名	产品简称	投资经理	产品类型	绝对收益率 (%)		
				近一年	近两年	近三年
1	华润信托—两克金子量化回报 1 期	林伟健	信托	30.97	47.00	56.03
2	信合东方	唐伟晔	有限合伙	8.54	19.90	45.58
3	国泰君安君享套利 5 号	章飏 钟玉聪	券商资管	5.35	8.66	19.09
4	外贸信托—民晟 A 号	马宇超	信托	3.60	19.81	23.40
5	外贸信托—民晟 C 号	马宇超	信托	3.46	21.03	24.68
6	外贸信托—民晟 B 号	马宇超	信托	3.29	23.23	26.92
7	中融信托—宁聚传承	谢叶强 葛鹏	信托	2.87	10.15	1.85
8	中融信托—宁聚稳进	谢叶强 葛鹏	信托	2.54	9.86	3.31
9	平安信托—朱雀丁远指数	梁跃军	信托	-5.52	7.30	14.05
10	外贸信托—尊嘉阿尔法	宋炳山	信托	-7.59	0.86	8.92



对于大多数相对价值策略的产品来说，核心的优势是其采用的量化交易策略的质量。投资者需要着重研究相关策略的历史回测记录，基于量化策略的绝对收益能力，最大回撤以及夏普比率等要素进行综合判断。对于该类产品来说，最大的风险是量化策略的失效，因此，基金经理根据市场环境变化迅速对策略类型和参数进行调整的能力也十分重要，需要在路演时重点关注。

### （五）小结

上文简要介绍了四类策略的基本情况和我国对冲基金近年来的收益风险状况，现将四类策略的主要特征总结如表 4 所示。

表 4 四类策略的主要特征

策略名称	风险水平	收益水平	核心能力
全球宏观	★★	★★	宏观研究、风险控制手段
精选股票	★★	★★	行业、公司研究、风险控制手段
事件驱动	★★★	★★	公司研究、风险控制手段
相对价值	★	★	统计学运用、IT 系统

在风险水平方面，事件驱动策略风险最高，这主要是因为该类策略投资的标的流动性较差（比如定增），全球宏观策略和精选个股策略的风险水平基本相当，而相对价值策略的风险最低，这主要是因为该类策略在大多数时候都是市场中性的，不会持有规模较大的敞口。

在收益水平方面，相对价值策略获取绝对收益的能力也相对较低，其他三类策略的获利能力要视具体策略而定，很难笼统地给出结论。而在核心能力方面，全球宏观策略对宏观研究的要求非常高，精选股票和事件驱动则强调基金经理针对行业、公司的微观研究能力，而相对价值策略则偏重于统计学的运用和 IT 设备的质量。

最后需要强调的是，不管选择哪类策略进行投资，都需要首先考察基金经理管理控制风险的能力。这一能力至少包含如下三个要素：基金经理本人的责任心、覆盖市场所有可能性的完备风控体系以及坚决执行风控措施的本能。对于采用量化策略的基金经理来说，其风控能力的考核相对简单，但投资者仍需重点关注历史回测结果的统计有效性。

## 五、投资对冲基金时需考虑的要素

当前，多家信托公司在积极开拓与资本市场相关联的业务，但由于受到各种客观



因素的制约，直接培养自己的投资顾问团队对于绝大多数信托公司来说还显得不太现实。因此，MOM、FOF 等业务模式成为了信托公司进军资本市场时的自然选择。MOM，顾名思义就是基金经理的经理，实质上就是通过筛选多个投资顾问共同管理资金，以期达到分散风险的目的。显然，对于 MOM 的管理者来说，最核心的能力就是遴选投资顾问和对冲基金产品（也就是私募产品）的能力。下文将探讨投资对冲基金时需要重点考虑的两个要素，即“天时”和“人事”。

### （一）选择合适的投资时机

决定投资私募产品前，首先需要研判整个资本市场的大环境：是繁荣抑或衰退，阳光明媚抑或危机四伏，万众瞩目抑或无人问津。这便是所谓的“天时”，看似简单，实质上却是投资对冲基金时最容易忽视的事情。市场的“大图景”，对于制定投资决策来说具有无可争议的战略高度，而其他问题，诸如投资策略评估、基金经理能力审核等，充其量是战术层面的事情。

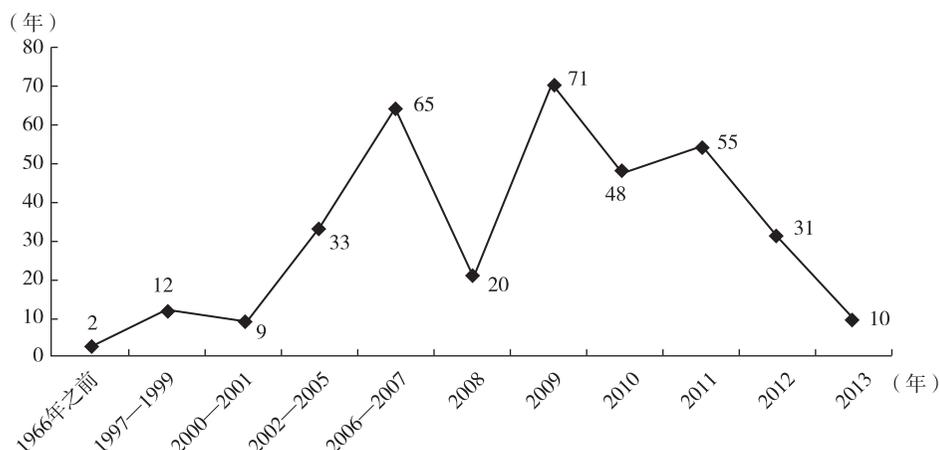
对冲基金的发展历史表明，资本市场的大环境可以在很大程度上影响投资对冲基金的成功概率。上文已经谈到，美国股市历史上的三次繁荣期和三次萧条期分别对应对冲基金的三个高速增长期和低迷停滞期，在股市繁荣期的早期和中期投资对冲基金的胜率会显著高于其他的投资时机。由此可见，作为 MOM、FOF 的管理者，应当将资本市场的大环境、“大图景”的研究放在首要的位置上，正确的时机选择相当于成功了一半。

在具体操作层面，管理者一方面需要培养自身的投资研究团队，尤其需要注重宏观策略方面的研究力量，同时还需要和擅长（全球）宏观策略的基金经理建立稳固的联系，定期了解优秀的投资老手对于市场的总体看法。事实上，在 2007 年上半年有多位资深投资者公开提示市场风险，而在 2014 年上半年也有数位知名基金经理鼓励大家积极建仓，卓越的投资者可能无法预测市场的短期波动，但在判断市场长期趋势方面往往具有独到的眼光。当然，听取意见不等于盲从，作为 MOM 的管理者，更应该关注的是投资专家们结论背后的依据和分析，而非结论本身。

在制定投资对冲基金的决策时，除了研究投资时机外，还需要重点关注所投对冲基金的成立时间。虽然对冲基金的投资范围不仅限于股市，但不可否认，每次股市崩溃时，总是有大量的基金，尤其是刚成立不久的基金会遭遇重挫。这一现象可能和大多数人的思考方式有关，即易受环境影响，当行情接近顶部时，投资者热情空前高涨，募资相对容易，基金经理乘势发行产品，往往会忽视潜在的危险信号。格上理财



对过去二十多年停止运作的私募机构的成立时点进行统计，其结果如图 2 所示。



数据来源：格上理财。

图 2 停止运作的私募成立时间分布

图 2 中数据显示，在我国对冲基金成立时点的选择方面，最大的危险就是成立在股市的高点。在股市已经过热的行情下发行，是件很危险的事，在高涨的投资热情下，风险控制往往被漠视，从而导致在随后回调下跌的行情中一败涂地。根据格上理财的统计，停止运作的私募机构成立时点最多集中在 2009 年小牛市，其次便为 2006—2007 年大牛市。对于成立点位较高的对冲基金，需要做好持久战的准备，在漫漫熊途中保存实力。再比如 2011 年成立的已停止运行的私募机构，在数量上位列历年第三，主要源于这些对冲基金在不断下行的行情中，逐渐磨损了隐忍的毅力，对于行情过于乐观，终于在不断受挫中将投资者的信任损失殆尽。

综上所述，市场繁荣期的早期和中期往往是投资对冲基金的最佳时机，而市场繁荣期的晚期和低迷期则应当尽量回避。在选择对冲基金时，可以优先考虑那些成立时间较长，且经历过多轮牛熊洗礼过的基金，而那些成立于市场过热期和市场衰退期的基金则应当尽量回避。

## (二) 选择合适的投资顾问

在确定了投资对冲基金的时机后，最重要的问题便是选择基金经理了。通常情况下，为了分散风险，机构投资者会同时选择多位基金经理来管理资产。选择对冲基金的常用逻辑是挑选那些管理资金规模大，成立时间长的基金。资金规模大说明该基金经理的投资能力在一定程度上受到了市场的认可，而成立时间长则说明该投资者已经经历了多轮牛熊的考验，能够较好地适应市场变化，具有较强的风险控制能力。



事实上，格上理财网的统计数据也显示，资金规模大的对冲基金抗风险能力相对较强。通过对停止运行的对冲基金进行分析，95%以上的对冲基金管理规模低于10亿元，其中绝大部分低于5亿元。当前，被市场广泛认可的对冲基金所管理的资产规模多在30亿元以上，稳健的业绩与适合的高规模，使这些大私募投资更加从容，形成规模与业绩的良性循环。

不过也应当指出，资本市场上的资金都是高度逐利的，那些被市场广泛认可的基金经理往往不缺资金，如果投资这类“名牌”基金，虽然风险较低，但作为投资者来说议价空间有限，很多基金业的大佬甚至已经不再接受外部资金。因此，MOM的管理者时常会选择那些具备很强投资和风控能力，但尚未被市场广泛认可的基金经理进行投资，这与私募股权投资基金选择标的有些相似，只不过MOM的管理者投资的是基金管理人。

在实际操作层面，MOM管理者通常会采用路演的形式来筛选投资者。一般情况下，MOM管理者会根据候选人的投资风格和策略类型来邀请一到两位以相似投资策略见长的一流投资专家作为评审，这样的做法可以在很大程度上弥补MOM管理者的短板。当然，评审专家的个人能力和专业素养是影响路演成功概率的一个重要因素。除了借鉴评审专家的意见之外，MOM管理者还需要建立起自身的筛选体系。这个筛选体系未必需要包含很多指标，但一定要清晰可行。举例来说，“守”和“攻”这两个概念就可以构成一个有效的评估体系：“守”就是考核候选人风险控制的能力，考核他是否能够以尽量小的代价去博取收益，是否能够在市场不赞同他的观点时及时修正等等；“攻”则是考核候选人获取绝对收益的能力，考核他是否能够抓住重大机会，是否能在市场赞同他的持仓时加仓扩大战果等。当然，“守”和“攻”这两个概念的内涵远远不止这些，他们就像是交易的阴阳两面，在投资者的日常决策中无处不在。总而言之，MOM管理者需要在实际筛选投资者的过程中不断丰富和完善自身的评估体系，同时也需要努力把自身逐渐培养成投资专家。





## 新三板信托业务研究

---

课题单位：四川信托有限公司

课题组成员：白 云  
陈 文





## 摘要

新三板在国家政策的大力扶持、相关配套制度的逐步完善、中小企业融资的内在需求等多重因素的驱动之下，俨然已逐步成为我国多层次资本市场的重要组成部分。从具体市场表现来看，新三板市场呈现出挂牌企业数量不断增加、总市值不断攀升、市场参与主体不断丰富、市场融资功能得以发挥等快速成长的特征。随着市场投资价值不断显现，新三板或将成为信托行业在转型时期可挖掘的新蓝海。目前信托公司主要围绕新三板企业开展投融资业务，业务模式基本上可以分为新三板信托股权质押模式、新三板信托结构化模式、新三板管理型模式和新三板信托 MOM 模式四大类。

在未来的新三板信托业务拓展中，首先，信托公司将不断改进业务模式和提高主动管理水平，以更加主动的角色参与新三板企业整个流程的运作，为其提供综合化的投行服务。其次，信托公司也将结合自身的管理能力和新三板信托业务的潜在风险改进其新三板业务的风险控制体系。最后，信托公司将会考虑以基金化的模式和专业子公司的方式去运作新三板业务，进而提升其开展该类业务的灵活程度和降低开展该类业务的运作成本。

**关键词：**新三板 新三板信托 业务模式 未来业务思路



## 目 录

一、新三板市场概况 .....	797
(一) 新三板市场的主要特征 .....	797
(二) 新三板市场的投资方式 .....	799
(三) 新三板市场的潜在风险 .....	801
二、新三板信托业务概况 .....	801
(一) 新三板信托业务概况 .....	802
(二) 新三板集合信托的开展现状 .....	803
三、新三板信托的主要业务模式 .....	805
(一) 新三板信托股权质押模式 .....	805
(二) 新三板信托结构化模式 .....	806
(三) 新三板信托管理型模式 .....	807
(四) 新三板信托 MOM 模式 .....	808
四、未来新三板信托业务开展思路 .....	809
(一) 创新业务模式，升级服务体系 .....	809
(二) 加强风险控制，明确退出路径 .....	810
(三) 采用基金化模式运作，以专业子公司进行管理 .....	811



## 一、新三板市场概况

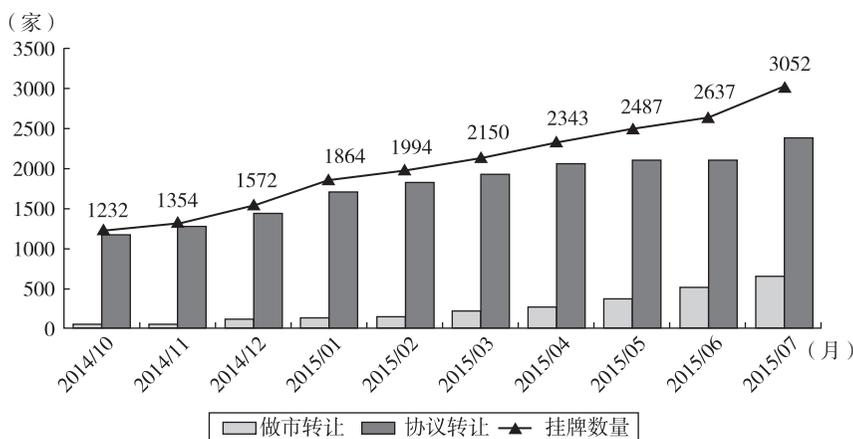
### (一) 新三板市场的主要特征

新三板市场自 2006 年正式诞生，在国家的帮助支持和市场的迫切需求共同促进下得以快速发展，经历了 2012 年和 2013 年两次试点扩容，最终从区域性市场逐步向全国性市场转变。目前新三板市场呈现出市场容量不断扩充、市场交易量出现下滑、市场配套措施不断完善等特征。

#### 1. 市场容量不断扩充

截至 2015 年 7 月 31 日，新三板共有 3052 家挂牌公司，总市值高达 8626 亿元。从图 1 可以看出，新三板市场挂牌企业数量呈现出不断增加的趋势；在不到一年的时间已经从 2014 年 10 月的 1232 家发展到 2015 年 7 月底的 3052 家，挂牌公司数量已经超过沪深 A 股股票数量。

其中采用协议转让的挂牌公司有 2389 家，占总挂牌公司数的 78.3%，总市值约为 3481 亿元，占挂牌公司总市值的 40.35%；采用做市转让的挂牌公司有 663 家，占总挂牌公司数的 21.7%，总市值为 5145 亿元，占挂牌公司总市值的 59.64%。尽管做市转让挂牌公司的数量远远小于协议转让的挂牌公司数量，但其挂牌公司的市值却超过协议转让公司的市值，可以预测新三板市场做市公司将发挥更大的作用。



数据来源：Wind。

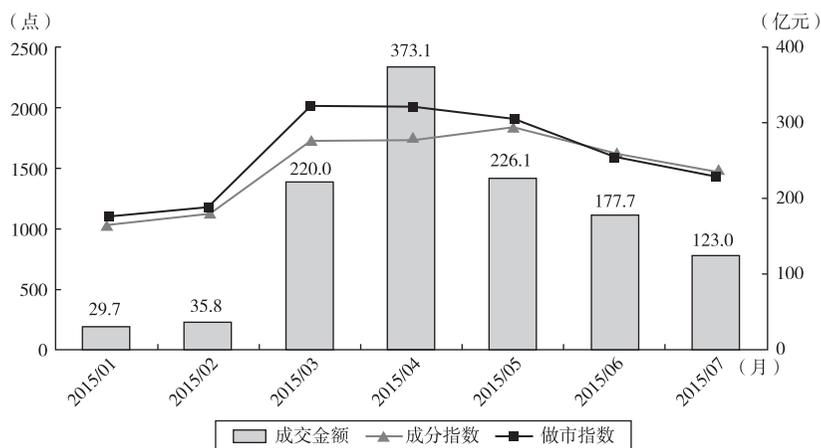
图 1 新三板市场挂牌公司数量



## 2. 市场交易量出现下滑

新三板市场交易量在国家正面信号引导、相关配套交易制度不断完善、各类投资者蜂拥参与等多重因素影响下不断增加，于2015年4月达到历史高点，当月成交金额高达373.1亿元。而此后，新三板市场的成交量开始出现逆转，月累计成交量逐步减少；到7月仅有123亿元，仅仅为峰值的1/3。

此外，2015年3月18日发布的新三板成分指数和做市指数也出现较大幅度的下跌。截至2015年7月31日，新三板成分指数和新三板做市指数分别为1458.25点和1430.03点；与4月30日两指数对应的1732.86点和2005.74点相比，分别下跌了15.85%和28.7%（见图2）。



数据来源：Wind。

图2 新三板市场成交金额和相关指数

## 3. 配套政策制度不断完善

新三板之所以能够在2012年以后快速发展，主要得益于国家对于新三板市场的明确定位以及不断完善的制度建设。在市场定位方面，国务院常务会议明确新三板市场为建设多层次资本市场的重要一环，并且明确全国股份转让系统是经国务院批准、依据《证券法》设立的全国性证券交易场所。在交易制度建设方面，打造新的交易结算系统、引进做市商制度、缩短限售期、突破200人限制等，为市场交易活跃程度提供保障。在完善市场资源配置效率方面，为新三板市场构建成分指数和做市指数，准确地反映市场的动态。未来政府有关部门还将继续择机推出新三板市场分层机制、新三板竞价机制、新三板企业转板绿色通道、做市商扩容等政策制度。



表 1 新三板市场主要政策和制度建设

时间	政策文件
2006 年 1 月	发布《证券公司代办股份转让系统中关村科技园区非上市股份有限公司股份报价转让试点办法》，在北京中关村科技园区建立“新的代办股份转让系统”
2012 年 8 月	经国务院批准决定扩大新三板，首批试点除中关村科技园区外，扩大到上海张江、武汉东湖和天津滨海三大高新区
2013 年 6 月	国务院常务会议决定将中小企业股份转让系统（新三板）试点扩大至全国，加快发展多层次资本市场
2013 年 12 月	发布《国务院关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》（即 49 号文），指出全国股份转让系统是经国务院批准、依据《证券法》设立的全国性证券交易场所
2014 年 5 月	全国股份转让系统新交易结算系统切换上线
2014 年 8 月	新三板做市商制度正式实施
2015 年 3 月	新三板成分指数和做市指数发布

资料来源：根据公开资料整理。

## （二）新三板市场的投资方式

新三板市场快速发展，相关的制度不断健全和完善，参与活跃程度不断提高，赚钱效应也逐步得以体现。各路资金方发现新三板市场是资本市场中一块重要的投资洼地，纷纷展开一系列的投资运作。下面将梳理投资新三板的主要方式。

### 1. 定向增发

通过参加新三板挂牌公司定向增发来获取挂牌公司的股权。在此过程中，投资者需要重点关注定向增发公司的增发价格，而定向增发的价格和公司定向增发项目的收益以及公司本身的价值密切相关。但作为从公开市场获取信息的投资者而言，若承认挂牌公司的历史价格能够反映大部分公司的价值，则可以以历史股票价格作为基础来估计未来的增发价格。若投资者认为市场是无效的，即市场价格不能反映大部分公司价值，那么采取何种方式对增发价格进行分析都是无效的。

新三板市场虽然刚成立，许多方面还有待完善，但是若选取交易额较大并且公司运营平稳的前几家公司进行投资分析，基本上可以发现大量投资者交易后形成的价格是能够反映公司价值的，因此下面从新三板市场自身特有的两种交易方式入手进行分析。

对于采取协议转让方式进行交易的公司，由于其股票挂牌价格波动幅度较大，因此其历史股价相较于做市转让方式形成的价格而言参考价值较低，这就需要投资者对



挂牌公司及其保荐挂牌券商进行充分的尽职调查，以确定较为合理的价格，在这种方式下参与定向增发的风险较大。

对于采取做市转让方式进行交易的公司，由于其股价在一定程度上反映了挂牌公司的估值水平，同时若有多家券商对挂牌公司进行做市，就说明券商认可公司，这也在一定程度上反映了公司的流动性较好。而且挂牌公司进行定向增发本身也是对公司业务未来发展的自信。因此投资者的投资风险相对较小，退出渠道可以选择并购退出和二级市场退出。

## 2. 并购投资

以获得控制权为目的的并购行为是一项战略行为，并购投资者多出于产业链整合、业务经营多元化的考虑进行投资，因此这种投资行为考虑较多的是目标公司的长期并购收益，而对短期的公司股价波动可能考虑较少。目前新三板市场比较典型的并购案例之一就是大智慧收购湘财证券。A股上市公司大智慧于2014年8月12日晚发布公告称，将以非公开发行股份及支付现金方式收购湘财证券，在此次交易中，大智慧原则上以不超过90亿元来收购湘财证券100%的股权。在全新的互联网时代，互联网金融信息服务企业大智慧通过收购传统金融企业湘财证券，有助于双方利用彼此的优势，整合线上线下资源，进而打造新的互联网证券服务平台。理论上，这种从两者未来发展战略考虑的并购非常具有投资价值，但是也需要关注后续两者整合的效果。另外，现在也有部分上市公司有巨大的融资需求，通过并购新三板企业取得实际控制权，然后在新三板市场上进行融资满足其自身的资金需求。

## 3. 二级市场投资

投资者在二级市场通过做市交易或者协议转让交易方式投资挂牌公司股票，面临的最大的挑战就是流动性风险。虽然现阶段做市交易有效地提高了某些股票的流动性，但做市券商普遍面临库存股票不足以及交易制度设计漏洞问题，二级市场交易引导投资者发现价值的作用尚不能完全发挥，因此投资者需要构建自身的筛选标准。以下几个筛选指标可作为一种投资参考。

选择有政策优势的公司，选择有垄断资源、行业技术优势的公司，优选做市券商，选择持股比例相对分散、股份总量尽可能大的公司，选择现阶段采取协议转让方式但以后会转变到采取做市交易方式的挂牌公司。选择现阶段采取协议转让方式但以后会转变到采取做市交易方式的挂牌公司的原因是：做市交易的券商需要库存股票，而现阶段主要有两种途径提供库存股票，即老股东转让和定向增发，投资者无论是采



取老股东转让全部所持股份方式退出，还是采取只转让一部分股份等公司后续增值后再转让，抑或是等待定向增发扩大实现自己公司价值增值后再转让给做市券商，都能获得较好的投资回报。

### （三）新三板市场的潜在风险

虽然新三板挂牌公司具有高成长性和高盈利能力的预期，但是也要看到新三板挂牌公司的业绩波动性较大。新三板公司持股比例集中、现阶段新三板交易方式带来的流动性较弱以及对挂牌公司较低挂牌要求等因素导致公司价值的不确定所带来的较大风险。目前对于投资者而言，新三板市场的潜在风险可以分为以下三类。

第一类是由于新三板市场挂牌门槛较低带来部分挂牌公司投资价值偏低的风险。新三板市场在扩容之前，由于处于试点阶段，已经挂牌的公司普通质量偏高，这也大大降低投资该类公司的不确定性。而新三板扩容之后，虽然挂牌公司的数量不断增加，但是公司的平均质量出现一定的下滑，这不仅仅增加投资者的选择难度，还可增加投资者潜在的投资风险。

第二类是由于挂牌公司后续运营管理不规范带来的投资风险。由于新三板市场的配套制度尚处于建设当中，存在很多套利空间。另外，新三板挂牌公司也存在违规经营的行为，比如在信息披露方面仅选择有利于公司的消息进行披露并且还可能存在信息披露内容提前泄露的问题等。此前已经有部分主办券商因为新三板挂牌公司经营不规范而被点名批评。

第三类是由于投资挂牌公司缺乏流动性或者挂牌公司经营不善而导致破产且最终无法退出的风险。目前新三板公司的交易活跃程度处于下降通道，相关的交易制度如竞价机制、转板制度等的出台尚没有时间表，这也给投资者原先设想的投资退出路径带来不确定性。另外，由于新三板公司自身的实力较差，有可能因为市场前景暂时不明、经营不善、资金短缺等诸多原因，面临破产困境，这也将给投资者带来巨大的损失。

## 二、新三板信托业务概况

从2015年1月第一只新三板集合信托计划问世到2015年第二季度末，短短几个月时间，市场上已经发行了大约40只新三板信托产品。并且各家信托公司还在继续加紧研究新三板信托业务模式、储备新三板业务项目以及推进已操作新三板信托计划的落地。下文将对新三板信托的内涵、优势以及发展现状进行具体阐述。



## （一）新三板信托业务概况

### 1. 新三板信托业务内涵

新三板信托业务指的是信托公司或其专业子公司利用灵活的制度安排和强大的资源整合能力在新三板市场中开展的综合投行业务。对于投资者而言，信托公司通过开展新三板信托业务为其提供理财产品或者投资渠道来分享新三板市场发展带来的资本盛宴。对于新三板企业而言，信托公司为其提供个性化、多元化和专业化的资金安排和其他金融增值服务，包括为拟挂牌新三板的企业提供融资以及挂牌顾问服务、为新三板企业股东提供股票质押融资服务、为新三板企业提供并购与定向增发服务、为新三板拟转板企业提供上市辅导服务等。当前信托公司开展的新三板信托业务多为基础的业务模式，即通过设立新三板信托计划为企业自身或其股东等提供融资安排。下文的分析也主要是基于当前基础的业务模式展开讨论。

### 2. 新三板信托业务优势

当前的新三板信托业务最大的优势是为普通个人投资者与新三板市场之间搭起一座桥梁，减少普通个人投资者直接参与新三板市场的障碍，提高普通个人投资者的平均收益率，降低普通个人投资者投资新三板企业的风险。

#### （1）降低个人投资者门槛

个人投资者直接参与新三板投资的门槛为：投资者本人名下前一交易日日终证券类资产市值需要达到 500 万元人民币以上，投资者需要具有两年以上证券投资经验，或具有会计、金融、投资、财经等相关专业背景或培训经历。很多个人投资者较难同时达到上述两个要求。然而，市场上发行的新三板集合信托产品投资门槛多为 100 万元且个人投资者无须满足特定的专业知识或投资经验的要求。这相当于降低了个人投资者投资新三板的门槛，让符合新三板信托投资门槛但不符合直接投资新三板门槛的个人投资者也有机会掘金新三板。

#### （2）专业化运作增加收益

新三板市场中企业资质差异较大且投资价值具有不确定性、个人获取有价值的投资信息难度较大、对市场发展变化敏感度相对较弱等多重因素加大了个人投资者直接投资新三板企业的难度。而新三板信托产品通常会选择具有丰富经验的专业机构作为产品的投资顾问；与个人投资者相比，专业的机构在获取相关投资信息、建立备选投资池、筛选投资标的、根据市场情况变化择机退出等方面都表现出较强的研究洞察能力和投资管理能力。因此，新三板信托产品可以借助具有良好过往业绩和丰富投资经



验的投资顾问，通过专业化管理构建较佳的投资标的组合，进而为普通个人投资者创造更高的平均收益。

### (3) 分散投资、降低风险

个人投资者由于受到投资研究能力的制约以及自身资金量的约束，能够跟踪研究的新三板企业数量有限并且实际投资的企业数量更少。另外，由于新三板市场不设涨停限制、部分挂牌企业的流动性较差等，普通个人投资者直接参与新三板市场投资可能面临巨大的潜在风险。一旦不幸遇到“黑天鹅”，将发生不可挽回的损失。然而，新三板信托产品总体资金规模较大并且通常会设置单个企业、行业的投资比例上限等，基本上能够实现较为分散投资，进而降低整个信托计划可能面临的风险，最终降低单个投资者发生损失的可能性。

## (二) 新三板集合信托的开展现状

由于新三板单一信托的信息披露不足以及信托公司子公司开展的业务无法有效统计，因此本部分主要讨论新三板集合信托的开展现状。

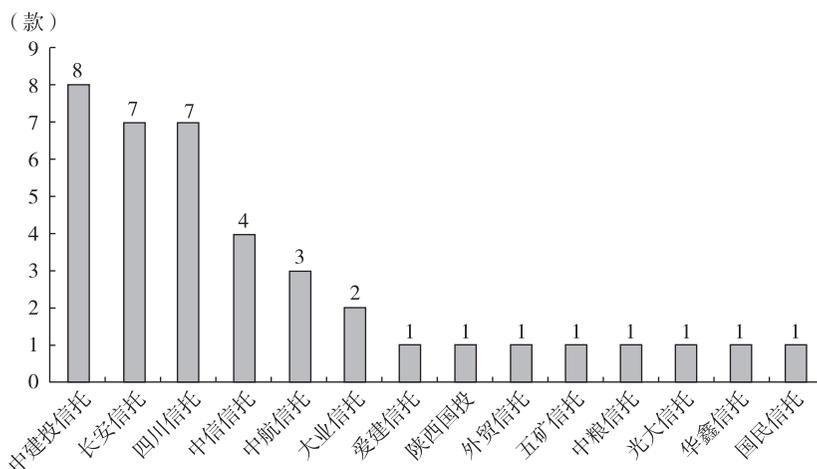
### 1. 参与信托公司快速增加

2015年1月，信托公司实现了专门投资于新三板市场的集合信托计划零的突破。自此之后各家信托公司纷纷加速新三板业务布局，希望能够在三板市场中顺利掘金。统计数据显示，截至2015年6月底，共有14家信托公司推出39款新三板集合信托计划，其中已披露成立公告并且可查询到的21款新三板集合信托计划合计规模为34.47亿元，平均规模为1.64亿元。中建投信托、长安信托和四川信托表现最为抢眼，发行的新三板集合信托计划数量排在前三名（见图3）。尽管信托参与新三板的步伐滞后于其他资产管理子行业，但是各家信托公司在新三板业务拓展方面正在不断地提速，未来可预期将有更多的信托公司参与其中。

### 2. 产品设计呈现差异化

对于信托公司而言，新三板集合信托计划属于全新的信托产品，需要在参照传统的证券投资类信托业务经验的同时结合新三板市场的特征进行设计。由于各家信托公司设计思路的差异，新三板集合信托产品也呈现差异化。

在交易结构设计方面，既有平层设计，也有结构化分层设计。在预期收益率面，分为浮动预期收益类和固定收益+浮动收益类两类，其中固定收益一般设定为7.5%~9%。在发行规模方面，既有规模几千万元的产品，也有规模接近10亿元的产品，新三板集合信托产品的实际成立规模多数低于1亿元。在投资方向方面，既有



数据来源：根据各信托公司官网披露信息整理。

图3 信托公司发行新三板集合信托计划数量

指定投资某些行业的，也有不设定投资特定行业的。新三板集合信托产品的投资方向通常为新三板拟挂牌公司股权、挂牌公司股票、信托业保障基金，资金闲置期间，可投资银行存款、国债等高流动性资产。在投资标的方面，多为没有明确的标的企业，但是也有专门为特定的某个企业进行融资的。当然除上述差异之外，新三板集合信托产品之间还存在其他的差异。未来随着信托公司更加深度地参与新三板市场，将会研发出更多的差异化创新产品。

### 3. 投资顾问呈现多元化

当前市场上已发行的新三板集合信托产品大多数参考了阳光私募证券信托的做法——选择专业机构作为投资顾问。但是与阳光私募证券信托相比，新三板集合信托的投资顾问呈现多元化，有在新三板市场做市或者辅导企业挂牌新三板的证券公司或其子公司、孙公司，有长期耕织于股权投资的私募机构，有专注于二级市场的公募基金，部分具备专业能力的信托公司或其专业子公司也可以成为新三板集合信托的投资顾问。由于投资顾问的专业投资研究能力和产品运作管理能力对新三板集合信托运作的好坏发挥着重要的作用，部分新三板集合信托产品还采用了多个投资顾问的模式。总之，投资顾问在股权市场和新三板市场的投资经验、研发团队的水平等是在设计新三板集合信托产品过程中需要充分考虑的问题，比如四川信托九鼎新三板投资信托选择了排名靠前的PE——九鼎作为投资顾问，中建投信托新三板投资基金3号（东海天堂一期）集合资金计划选择了由天堂硅谷及东海创新投共同组成的投资顾问委



员会。

#### 4. 风险控制措施设置巧妙

虽然如火如荼的新三板市场存在各种各样的掘金机会，但是由于配套制度不健全、挂牌企业质量参差不齐、投资者不够成熟等原因，该市场的投资蕴藏着诸多潜在风险。作为新三板市场重要的投资力量，新三板集合信托需要设置巧妙的风险控制措施来应对潜在的风险。首先，新三板集合信托通常会对投资单个项目的比例、某个行业的比例、符合某类财务指标的企业等进行数量化的限制。其次，设定具体的投资期和退出期，并且在期限设计上也表现得更加灵活，如“2+1”、“2+1+1”模式，进而保障新三板集合信托能够有足够的时间安全退出。最后，为了避免由于循环投资带来的风险，部分新三板集合信托设定在投资期结束后或者单个项目到期后，不再进行新一轮投资。总之，新三板集合信托运作的各个环节都可能存在风险，在风险控制措施的设置方面需要改变传统融资业务模式的束缚，同时也需要根据市场的发展动态地进行改进。

总之，在新三板信托业务开始扬帆起航之际，信托公司在抓住新三板的风口积极进行业务拓展的同时，也需要注意新三板市场可能存在的问题与风险，不断提升对三板信托产品交易结构设计的能力，这样才能更加稳健地分一杯羹。

### 三、新三板信托的主要业务模式

新三板信托的交易结构设计类似于阳光私募类证券投资信托，而在实际投资运作方面更偏向于私募股权投资信托。尽管新三板信托产品之间存在诸多差异，但是市场上的新三板信托业务模式基本上可以分为新三板信托股权质押模式、新三板信托结构化模式、新三板信托管理型模式和三板信托 MOM 模式四大类。

#### （一）新三板信托股权质押模式

新三板信托股权质押模式指的是新三板企业的股东通过将其持有的股权质押给信托公司为自己或者他人进行融资的业务模式。该种模式又分为股权收益权附回购模式和股权质押贷款模式两类。目前紫金信托、兴业信托等多家信托公司已经实现该模式的业务落地，但都是新三板股权质押单一信托。该类产品的交易结构如图 4 所示。

在新三板股权质押信托设计中需要关注以下几个关键点：

当融资方和新三板股权出质方两者相同时，股权收益权附回购模式通常运作成本相对较低。然而当两者不同时，通常只能设计成股权质押贷款模式。

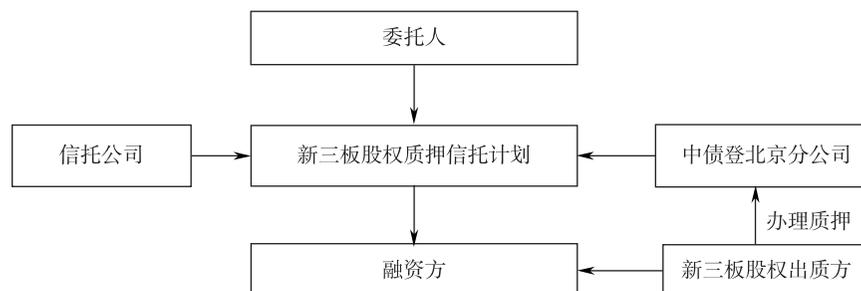


图4 新三板股权质押信托交易结构

融资方需要与信托公司签署《股权质押合同》，并在相关机构如中债登北京分公司办理股权质押登记。

在投资标的选择方面，除了对融资方进行充分的尽职调查之外，需要考虑质押股权的质量，尽可能选择质量较高和流动性较好的新三板企业股权。另外，还需要考虑质押股票是否为实质控制人、高级管理者等存在出售限制控制的股权。

新三板股权的质押率也是需要考虑的一个要素。通常会选择一个参考价格如有折扣的定向增发价格（3~4折）、净资产的价值、近一段时间市场价格的平均值等作为计算质押率的标准。

在风控措施方面，根据目前银行的新三板企业股权质押贷款的实践，需要对股权质押的融资规模进行一定的限制，并且还可以采用设置预警平仓线、引入第三方担保等措施。

## （二）新三板信托结构化模式

新三板信托结构化模式主要是根据不同投资者投资偏好进行受益权分层的一种新三板信托业务模式。目前的结构化设置通常只有两层，未来还将出现带有夹层的新三板结构化信托产品。四川信托、中建投信托和长安信托等都已经推出该类型的产品，其中优先和劣后比例最低为2:1，最高为3:1；优先级预期收益率为固定（7%~9%）+浮动（超额收益的10%~15%）。新三板结构化信托产品也分为两类：普通新三板结构化信托，如四川信托东海海捷1号新三板投资集合资金信托计划；嵌入有限合伙的新三板结构化信托，如中建投新三板投资基金6号集合资金信托计划（高特佳健康主题）。具体交易结构如图5和图6所示。

普通新三板结构化信托模式优先级委托人通常来自信托公司的客户，而劣后级委托人由投资顾问自身充当或者由投资顾问推荐的其他投资者充当。

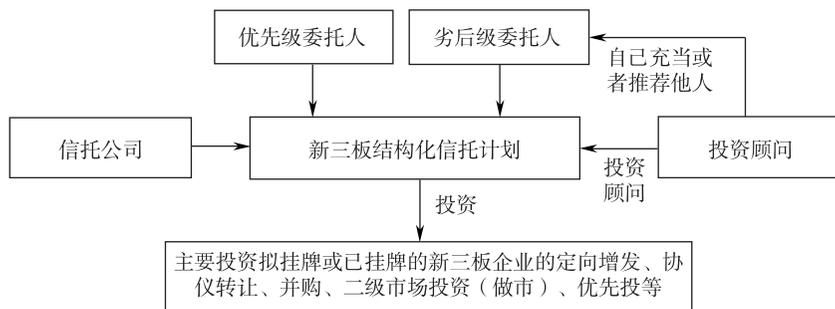


图5 普通新三板结构化信托交易结构

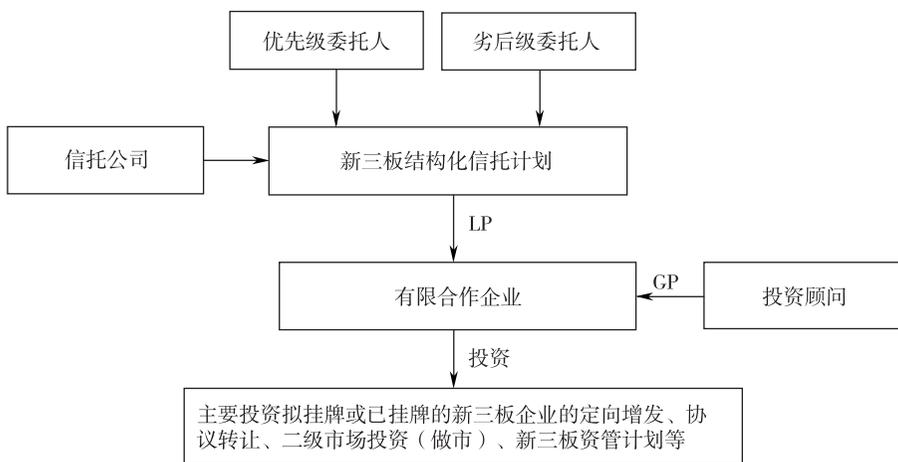


图6 嵌入有限合伙的新三板结构化信托交易结构

嵌入有限合伙的新三板结构化信托指的是信托公司成立新三板信托计划部分或者全部充当LP，投资顾问充当GP，共同组建有限合伙企业投资新三板市场。在该模式下，信托公司和投资顾问可以结合自身的能力对权责和收益分配进行约定并且在投资方面也可以在一定程度上突破信托计划直接投资新三板市场的限制。该模式虽然比普通新三板结构化信托增加了一定的成本，但是其运作更加灵活。以中建投信托新三板基金6号为例，该信托充当有限合伙企业的LP，主要负责募集资金，高特佳或其指定的管理企业充当有限合伙企业的GP，主要负责投资决策和有限合伙企业的管理；中建投信托在其中扮演的角色相对较弱，仅收取管理费0.3%，而高特佳或其指定的管理企业收取2%的固定管理费加一定的浮动费用。

### （三）新三板信托管理型模式

新三板信托管理型模式指的是信托公司设立新三板信托计划，通过投资顾问发出



投资指令进行新三板市场投资；该类信托与新三板结构化信托相比，不设定固定预期收益率。投资顾问投资新三板的能力对该类型信托计划投资者最终获取的收益影响较大，部分信托计划尝试通过引入两个投资顾问共同参与投资决策。两个投资顾问通常由一个有新三板主办券商经历或者做市的券商和一个在股权投资市场中有丰富经历的PE公司组成，主要目的是利用两者的组合优势作出更好的投资决策。为了有效激励投资顾问，在产品设计中会让投资顾问进行一定金额的跟投并且在收益分配时优先保证委托人的收益。

当前的新三板信托计划多采用该种模式。尽管信托公司在投研能力方面处于劣势，但是已经有部分信托公司开始以其自身或者专业子公司充当新三板信托计划的投资顾问，进而不断培育其在新三板信托计划的主动管理能力，获取更高的管理费。

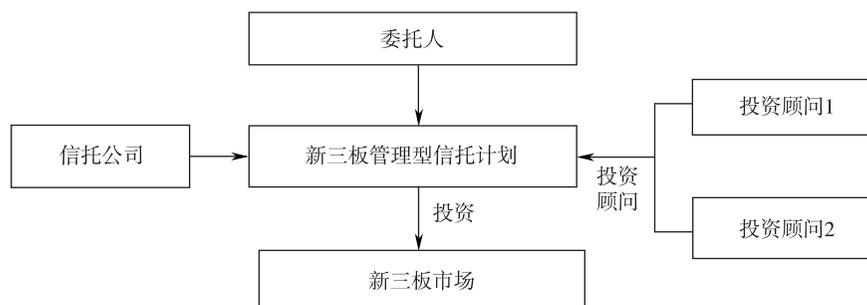


图7 新三板信托管理型模式交易结构

#### (四) 新三板信托 MOM 模式

新三板信托 MOM 模式指的是信托公司用募集的资金设立新三板信托分散投资多个优质信托公司设立的新三板信托计划和其他资产管理机构设立的新三板资管计划等。该模式主要有三点好处：首先，优选其他机构设立的资管计划可以突破自身在新三板市场投研能力不足的限制，相当于间接与一些优质投资顾问合作，进而实现投资经验的积累和投资顾问的储备等目的。其次，通过信托计划投资券商、基金子公司等的资管计划，可以突破一些信托计划投资的约束，并且资产计划管理人和信托公司都可以体现业绩，实现互利共赢。最后，通过组合投资，可以一部分投资于优质的新三板管理型资管计划，一部分投资于新三板结构化资管计划的优先级，一部分专门投资于新三板资管计划的夹层或者劣后层，这样既可以保证一定的收益同时也可以通过分散投资降低风险。当前中建投信托、陕国投信托等多家信托公司可以已经开始实践该模式，这也是信托公司基金化运作创新在新三板市场投资的又一实践。

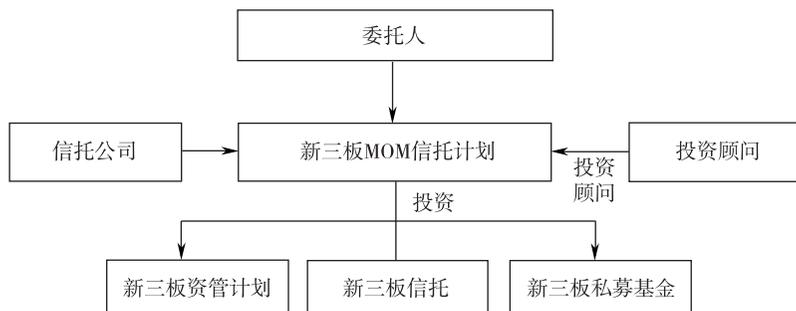


图8 新三板信托 MOM 模式交易结构

## 四、未来新三板信托业务开展思路

新三板市场兴起的时点与本轮信托行业升级转型的时点比较吻合，因此信托公司也试图以新三板市场业务为其转型的一个重要突破方向。尽管当前新三板信托业务模式比较简单，但随着信托公司对新三板市场认识的不断深入、专业能力的不断提升、思维理念的不断更新等，未来信托公司在新三板市场能够拓展的业务空间依旧很大。下文将结合新三板市场发展态势和信托自身的特点，从业务创新、风险控制和运作模式三个方面探讨信托公司未来开展新三板信托业务的可行思路。

### （一）创新业务模式，升级服务体系

信托公司参与新三板市场不能仅仅把自身定位成一个融资平台，需要更大程度地参与企业的经营与发展。通过对新三板企业每一个发展阶段的深度参与，加深对企业或者行业的运行逻辑的理解，进而不断提升自身的专业能力，升级新三板企业服务体系。未来信托公司在新三板业务创新方面应围绕新三板企业提供综合投行服务。

对比资产管理行业其他子行业机构，信托公司虽然参与新三板市场相对较晚，但这也为其学习借鉴其他资产管理机构的新三板业务实务操作经验提供了空间和路径。因此，在新三板信托业务创新方面，信托公司可以积极参考其他资产管理机构新三板业务并且结合信托特点进行改良，形成具有信托特色的新三板业务模式。就具体细节而言，在投资顾问选择方面，信托公司可以与已经和各类资产管理机构有过新三板业务合作或者参与新三板市场资本运作业绩较好的机构进行合作；在业务介入时点方面，在企业挂牌新三板上市前，信托公司可以选择有发展潜力的企业如创新科技企业、大消费类企业等通过融资服务等方式加强两者的深度合作，培育优质的该类企业在新三板上市，等企业在三板上市后，信托公司可以为企业定向增发、并购、



员工持股计划等金融服务；在新三板企业需要转板时，信托公司可以辅导企业转板，持有拟转板企业的原始股待企业转板成功增值后退出等。

随着未来新三板价值洼地的套利机会逐步减少，信托公司必须不断推进其业务模式和体系创新，才能以更加专业的方式挖掘更多的市场价值。另外，信托公司可以通过全方位参与新三板企业成长，了解企业的经营管理，为将来开展真正意义的家族信托业务奠定基础。

## （二）加强风险控制，明确退出路径

由于新三板市场尚不成熟，存在新三板企业自身估值期望过高、部分中介机构不够尽职、部分投机者操纵股价等不健康的市场现象，这些都可能让新三板信托计划遭遇“黑天鹅”的危险。另外，新三板市场由于直接投资参与门槛较高、参与主体不够丰富、可供选择的交易方式较少等诸多原因等导致市场流动性并不理想，这为信托公司投资新三板市场的信托产品最终能否顺利退出设置了难题。这就需要信托公司加强对业务的风险控制，明确信托计划的退出路径，进而保障委托人的权益。

在风险控制方面，信托公司需要顺应新三板市场的变化，利用新三板市场化的手段加强风险控制。例如，在收益保障方面，由于在投资新三板企业时允许对赌条款的存在，因此可以充分利用对赌条款来保障信托计划的收益；在项目选择方面，可以采用多重尽职调查的方式，并且随着新三板市场分层机制的出台可以选择分布层次较好的企业或者挖掘有潜力但是暂时分布层次较差的企业；在企业估值方面，尽可能选择多种估值价格的最低价格作为参考价格等。

在退出方式方面，当前新三板信托计划的主要退出方式包括协议转让、做市商交易、转板、并购、股东回购及其他符合法律规定的退出方式。退出方式看似多样化，但是更多依赖于投资企业的优质程度和市场制度的完善程度，这是需要信托公司在信托计划退出前重点思考的问题。以协议转让方式退出并且能够获得较高收益需要建立在投资企业较为优质的基础上，当然也可以附加股东回购协议得到一个普通收益的保证；以做市商交易方式退出，通常只要保证新三板企业不退出做市，基本上都可以实现顺利退出；以转板的方式退出，即使未来转板绿色通道推出，但是信托计划也可能因为运作期限过短或无法持股上市等原因限制该退出渠道作用的发挥。因此，在投资每个新三板企业的时候，投资委员会最好能够提前设想一下该笔投资的可能退出方式，进而降低新三板信托计划的潜在风险。



### （三）采用基金化模式运作，以专业子公司进行管理

未来信托公司参与新三板市场将呈现出两大显著趋势：第一，在产品设计方面将会采用基金化模式运作；第二，在业务操作方面，将会通过私募备案的专业子公司进行管理。

新三板市场是一个有规则的非上市公开股权投资市场，适合以基金信托或者类基金信托的模式进行投资运作。因为基金化信托具有募集的资金来源不是一次性的、项目的投向不是固定的、投资期限较为灵活等优势，可以破解投资新三板市场面临的流动性差、投资期限过长等问题，这就可以让信托公司与企业共同成长，进而为实现长期稳定增值提供可能。另外，新三板基金化信托的成功在很大程度上取决于基金管理人（即信托公司）的资产管理能力，因此信托公司应该尝试充当新三板管理型信托投资顾问、新三板 MOM 信托的管理人等，提升资产管理能力，为未来的基金化模式做好准备。

另外，信托公司未来还将通过私募备案的专业子公司进行新三板市场业务的管理运作，这主要是因为私募备案的专业子公司发行契约基金投资新三板市场更加方便灵活。首先，通过专业子公司进行新三板市场投资不用受到有关信托业务的监管约束与限制，可以投资新三板市场的期权、次级债等；其次，通过专业子公司的运作，可以在一定程度上降低信托公司开展新三板业务的成本，比如无须占用信托公司有限的净资本、不用缴纳信托行业保障基金等；再次，在浮动收益分配方面，可以避免因需要提前计提浮动收益而进行复杂的设计；最后，在新三板企业定向增发或者转板时，不必受到信托计划被穿透的影响，不会因人数约束导致定向增发限制或者信托计划持股无法上市。





# 信托公司设立专业子公司的 现状、趋势和对策

课题单位：厦门国际信托有限公司

课题组成员：刘 琛  
王 波





## 摘要

本报告分为四个部分。第一部分是前言，介绍“泛资管时代”信托公司和其他资产管理机构的发展情况，以及信托公司设立专业子公司的背景。第二部分利用来自各家信托公司年报和官网的数据，介绍信托公司设立专业子公司的现状。第三部分分析信托公司专业子公司业务创新的趋势。第四部分提出信托公司设立专业子公司的应对策略。最后一部分是结语。

**关键词：**信托公司 专业子公司 业务创新



## 目 录

一、前言 .....	817
二、信托公司设立专业子公司的情况 .....	819
(一) 信托公司专业子公司的基本情况 .....	819
(二) 信托公司专业子公司的主营业务 .....	820
三、信托公司专业子公司业务创新的趋势 .....	821
(一) 私人股权投资信托业务 .....	821
(二) 基金子公司资产管理业务 .....	821
(三) 跨境资产管理业务 .....	822
(四) 互联网金融业务 .....	823
四、信托公司设立专业子公司的对策 .....	824
(一) 设立专业子公司的必要性 .....	824
(二) 信托公司专业子公司的业务创新 .....	825
五、结语 .....	827
六、附录 .....	828



## 一、前言

从2012年下半年开始，有关部门出台了一系列政策为基金管理公司、证券公司和保险公司的资产管理业务松绑，允许其开展与信托业务同质化的资产管理业务。两年多过去了，其他金融机构的资产管理业务对信托公司信托业务的“替代效应”和“挤出效应”已经开始显现，信托公司承受的竞争压力加剧。如图1所示，虽然信托行业管理的信托资产总规模在不断增长，但是从2013年开始，信托资产规模的同比增速开始下滑，从最高点2013年第二季度的70.72%，降低到了最低点2015年第一季度的22.87%。

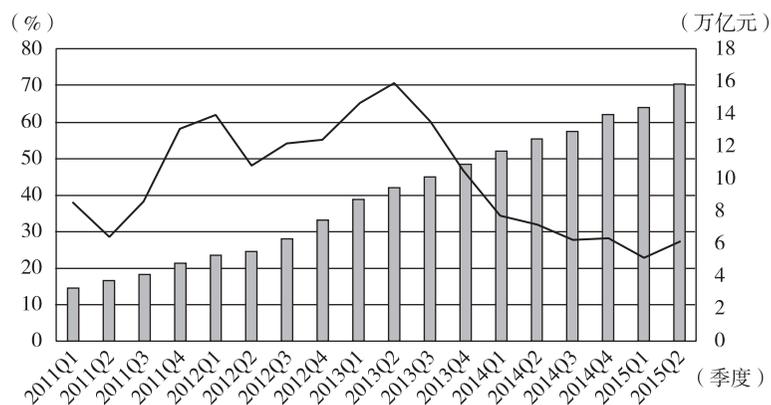


图1 2011年第一季度至2015年第二季度信托资产规模及其同比增长率

面对“泛资管时代”的激烈竞争，信托公司的利润也大受影响。如图2所示，从2011年末开始，信托公司的利润同比增长率一路从143.12%下降到了2014年末的12.96%。虽然2015年初增速略有回升，但面对当前残酷的竞争环境、宏观经济的下行压力和股票市场的剧烈波动，信托公司的盈利前景并不明朗。

相对于信托公司的增速放缓，其他金融机构的资产管理业务则实现了爆发式的增长。中国证券投资基金业协会发布的《证券公司、基金管理公司私募资产管理业务2014年统计年报》显示，截至2014年末，证券公司资产管理业务、基金公司及其子公司专户业务管理资产总规模为12.91万亿元，较2013年末增加6.26万亿元，增长94%。

中国银行业协会党委书记王岩岫在2015年8月1日举办的“2015中国资产管理年会”上透露：据中国银行业协会统计，截至2015年上半年，银行业类金融机构资产管理规模接近33万亿元，国内银行理财规模已突破18.4万亿元，信托资产管理规

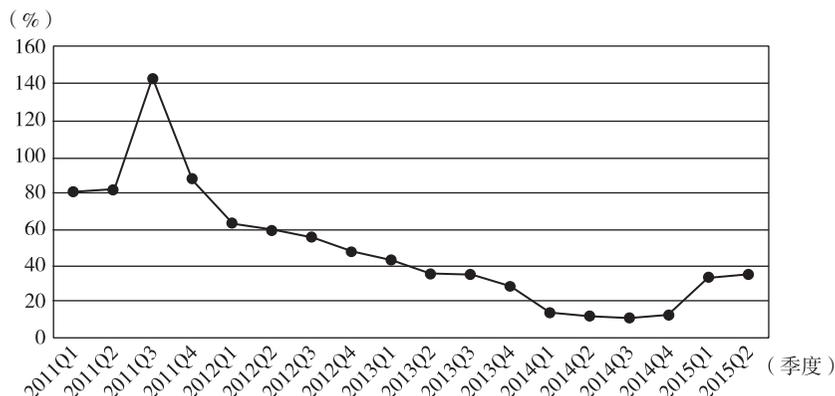


图2 2011年第一季度至2015年第二季度信托行业利润同比增长率

模为 14.4 万亿元。证券期货经营机构资产管理规模已突破 30 万亿元，其中，基金管理公司管理公募基金规模为 7.11 万亿元，基金管理公司及其子公司专户业务规模为 9.05 万亿元，证券公司资产管理业务规模为 10.25 万亿元，期货公司资产管理业务规模为 419 亿元，私募基金管理机构资产管理规模为 3.89 万亿元。保险业总资产规模突破 11 万亿元。上半年各类金融机构资产管理总规模已超过 74 万亿元，其中信托公司约占 19%。

资产管理市场群雄割据，“泛资管时代”已经到来。在经济下行和竞争加剧的双重挑战下，信托业已经结束了高速增长阶段，步入了转型发展阶段。能否顺利适应新形势进行业务转型和发展创新，重塑自己的竞争力，对于信托公司的未来发展至关重要。

在信托公司的转型发展之路上，设立专业子公司是一条值得考虑并被许多信托公司付诸实践的举措。2014 年 4 月 8 日中国银监会发布的《关于信托公司风险监管的指导意见》明确了信托公司转型发展的方向，鼓励信托公司“大力发展真正的股权投资，支持符合条件的信托公司设立直接投资专业子公司”。2015 年 4 月发布的《信托公司条例（征求意见稿）》规定信托公司不得设立分支机构，根据业务发展需要可以申请设立全资专业子公司。该条例将信托公司分为三类，即成长类、发展类和创新类，其中创新类和发展类信托公司可以设立专业子公司。中国银监会主席助理杨家才在 2014 年中国信托业年会上发表讲话，建议信托公司“在业务细分领域，可以通过深化改革，设立全资专业子公司做专做精，比如家族信托子公司、并购信托子公司、海外信托子公司、专业销售子公司”。设立专业子公司并不是目的，谋求业务创新、实现转型发展才是目的。所以本报告的重点不在于讨论专业子公司本身，而是关注信



托公司专业子公司的业务创新，以供各信托公司借鉴。

## 二、信托公司设立专业子公司的情况

本报告所称专业子公司是指信托公司设立控制的用于拓展和创新特定领域固有业务或者信托业务的公司。本报告一共对中国 68 家信托公司设立专业子公司的情况进行了统计。数据来源主要是最近年度的公司年报和官网。筛选出的专业子公司需要满足下列条件：主营业务属于母公司信托业务的一部分，或是与信托业务密切相关；信托公司控股比例高于 50%，其经营活动受母公司的实际控制。所以那些由信托公司参股的或进行股权投资而持有股份的，不受信托公司实际控制的公司，不在统计范围内。信托公司设立的基金公司，因为并非为了拓展信托业务，也没有纳入统计范围内。

### （一）信托公司专业子公司的基本情况

中国 68 家信托公司中有 17 家设立了专业子公司，占信托公司总数的 1/4，设立专业子公司的总数为 36 家（名单见附表 4）。其中中融信托和平安信托拥有的专业子公司数量最多，分别为 9 家和 5 家；有 10 家信托公司仅设立了 1 家专业子公司。可见设立专业子公司并未成为行业内的普遍现象。部分信托公司的眼光比较长远，比如中融信托和平安信托，较早开始设立专业子公司，专业子公司的数量也更多；其他信托公司则紧随其后，刚刚开始效仿先行者的成功经验，专业子公司的数量较少。

信托公司专业子公司的注册地非常集中。如图 3 所示，在北京、上海和深圳三地注册的专业子公司的数量占总数的 82.86%。这三座城市是中国金融业最发达的城市，信托公司专业子公司的集中分布符合金融业的聚集效应，有利于充分利用完善的

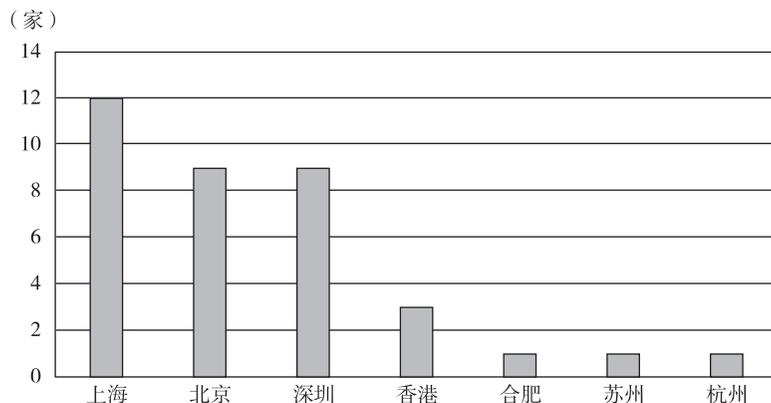


图 3 信托公司子公司注册地分布



城市基础设施和发达的金融服务体系。而且这些地方也是信托公司分布最为集中的地方，专业子公司在地理上距母公司较近可以便于管理。

从注册资本来看，专业子公司平均注册资本为 2.48 亿元，中位数为 5000 万元。相比于信托公司 20.39 亿元的平均注册资本，大多数子公司的规模是比较小的。从图 4 可以发现，所有没有设立专业子公司的信托公司的注册资本都在 38 亿元以下，而注册资本在 38 亿元以上的信托公司都有专业子公司，且数量较多。所以规模较大的信托公司在经营多元化、风险隔离等方面对设立专业子公司有更大需求，设立专业子公司的动机更强。

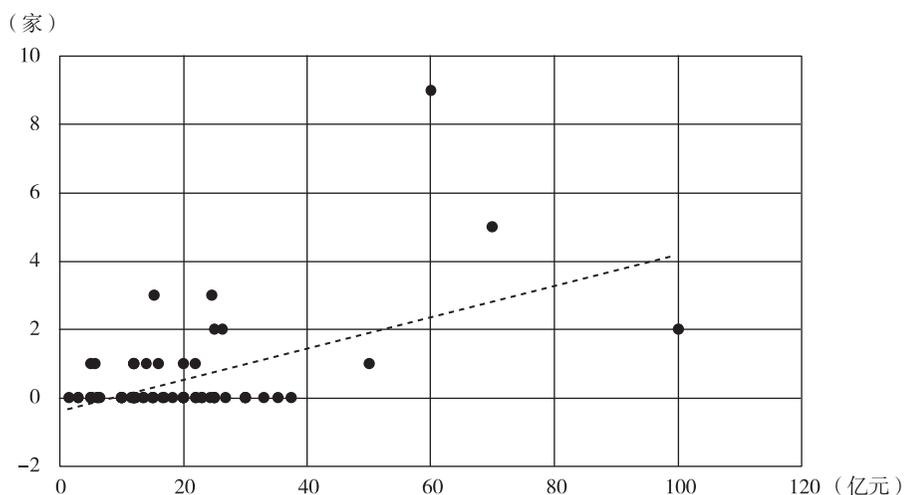


图 4 信托公司注册资本与专业子公司数量

## (二) 信托公司专业子公司的主营业务

从广义来讲，信托公司专业子公司的业务都属于资产管理业务，与信托公司的业务领域一致。除了少数子公司专门从事股权投资以外，大部分子公司的主营业务都是资产管理。资产管理的概念比较宽泛，股权投资往往可以作为资产管理的一种手段，所以许多资产管理子公司也在从事股权投资业务。

信托公司专业子公司的主营业务可以分为三类。第一类是与母公司业务同质的业务，比如通道类业务。这一类业务本来属于信托公司业务内容的一部分。子公司能够从事这类业务，是因为其门槛较低，而且在这方面具有一定优势。许多基金子公司成立初期都是以经营此类业务为主，因而分流了信托公司此类业务的部分客户。第二类是辅助母公司的业务，比如在股权投资信托计划中担任投资顾问或者普通合伙人。股权投资要求较高的主动管理能力和风险承受能力，如果子公司具备这方面的专长，那



么正好可以辅助母公司管理此类项目。第三类是自有业务。这类业务包括类信托业务和特有业务。类信托业务是业务模式与信托业务相似的业务，比如资产管理子公司的特定客户资产管理计划。特有业务是子公司拥有的母公司没有的业务，比如基金子公司可以从事基金销售业务，一些资产管理子公司可以从事跨境投贷业务。

### 三、信托公司专业子公司业务创新的趋势

#### (一) 私人股权投资信托业务

私人股权投资信托业务是信托公司转型发展的方向之一。信托公司从事私人股权投资业务，可以直接使用固有资金，也可以设立私人股权投资信托计划，还可以用固有资金参与私人股权投资信托计划。使用固有资金进行股权投资属于信托公司的固有业务之一，但是要受到一些限制。比如《中国银监会关于支持信托公司创新发展有关问题的通知》规定，“信托公司以固有资产从事股权投资业务和以固有资产参与私人股权投资信托等的投资总额不得超过其上年末净资产的20%”，“持有被投资企业股权不得超过5年”，“不得控制、共同控制或重大影响被投资企业，不得参与被投资企业的日常经营”。所以有许多公司通过设立专业子公司的方式来开展固有资产股权投资业务，比如平安信托的平安创新资本。

在私人股权投资信托业务中，子公司可以在以下两方面发挥作用。首先是在信托公司设立信托型私募股权投资基金时，子公司可以担任投资管理顾问，这样就免去了聘请外部投资管理顾问的麻烦。其次是在有限合伙制私募股权投资基金中，子公司可以担任普通合伙人（GP），或者与其他股权投资机构一起担任普通合伙人。如果信托公司仅仅在有限合伙制私募股权投资基金中担任有限合伙人（LP），则其发挥的仅仅是融资功能，不利于发挥和培养主动管理能力，难免受制于人，缺少灵活性。设立子公司担任普通合伙人，在成本、管理、风控以及主动管理能力的培养上具有明显的优势。具体来说就是可以减少支付给第三方机构的管理费和投资收益，可以在资金管理、投资管理等方面占有更多的主动权，有利于信托公司控制资金、投资、管理等的风险，有利于培养子公司的主动管理能力。

#### (二) 基金子公司资产管理业务

在众多的信托公司资产管理子公司中，有一部分是信托公司控股的基金管理子公司设立的基金子公司。基金子公司是我国资产管理市场的新人，但是发展速度惊人。



统计数据显示，截至2014年末，基金子公司专户业务管理资产规模为3.74万亿元，较2013年末增长285%。

《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》规定基金管理公司开展专项资产管理业务应当设立专门的子公司。成立基金子公司的门槛较低，无最低注册资本限制。《证券投资基金管理公司子公司管理暂行规定》规定基金子公司可以从事特定客户资产管理、基金销售以及中国证监会许可的其他业务。基金子公司开展特定客户资产管理，与信托公司的单一客户资金信托计划和集合资金信托计划相似，可以采用单一资金和集合资金的形式，投资范围也没有太大区别。

附表1对基金子公司特定客户资产管理业务与信托公司的集合资金信托计划进行了对比。基金子公司为多个客户办理特定资产管理业务的，单个资产管理计划的委托人不得超过200人，单笔委托金额在300万元人民币以上的投资者数量不受限制。而单个信托计划的自然人人数不得超过50人，单笔委托金额在300万元以上的自然人投资者和合格的机构投资者数量不受限制。基金子公司资产管理计划没有期限要求，而集合资金信托计划要求期限不少于1年。而且它们对合格投资者的定义不一样，对资产管理计划的规模限制也不一样。最重要的是，信托公司受到净资本约束，而基金子公司完全不受净资本约束。

截至2015年5月，我国总共已成立基金子公司75家。其中信托公司控股的有7家，有信托公司背景的有20家（见附表2）。由于没有净资本约束，成本较低，基金子公司在通道类业务上占有一定优势。许多信托公司利用基金子公司来转移占用其资本金较高、利润较薄的通道类业务。利用基金子公司成立特定客户资产管理计划来投资于集合资金信托计划，从而拆分大额信托计划份额的做法也为一些信托公司所采用。

### （三）跨境资产管理业务

在境内资产管理市场竞争如火如荼的时候，部分信托业转型的先行者已经开始把目光投向境外市场。2015年1月，中诚信托的专业子公司——深圳前海中诚股权投资基金管理有限公司（以下简称前海中诚）成为首批获批深圳前海合格境内投资企业（QDIE）试点资格的公司。而此前前海中诚已经获批人民币合格境外机构投资者（RQFII）和合格境内机构投资者（QDII）资格。这标志着中诚信托成为拥有跨境业务全牌照的首家信托公司。2015年8月初上海信托的子公司——上投摩根基金管理有限公司获批合格境内有限合伙人（QDLP）资格，成为境内基金行业首家获得



QDLP 资格的基金公司。

在人民币资本项下不可兑换、资本市场未开放条件下，RQDII、QDII、QDIE 和 QDLP 资格是境内基金管理公司和证券公司等参与境外投资的主要途径。近年来，境内企业和个人跨境投资和全球资产配置的需求日益增强，信托公司申请 RQDII、QDII、QDIE、QDLP 等资格（附表 3 总结了 RQDII、QDII、QDIE 和 QDLP 之间的区别），发行相应的信托产品，可以为境内众多高净值人士或相关企业提供高效、可靠的跨境通道，以追逐和把握境外投资机会，丰富境内资产管理市场的产品类型。

由中信信托全资子公司——中信聚信（北京）资本管理有限公司投资设立的云南聚信海荣股权投资管理有限责任公司，于 2015 年 2 月正式获得批准从事人民币境外直接投资<sup>①</sup>、人民币境外贷款业务。至此，中信信托正式成为境内第一家可从事人民币国际投贷业务的信托公司。比起 QDII 和 QDIE，跨境人民币投贷业务进一步拓宽了境内投资者的对外投资范围和融资渠道。当前，人民币已成为中国国际收支中第二大跨境支付货币、全球第五大常用支付货币，人民币国际化是大势所趋。信托公司开展跨境人民币业务有利于加速人民币国际化进程，拓宽信托资产配置渠道。

#### （四）互联网金融业务

2015 年 7 月 18 日，中国人民银行等十部门联合发布了《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》，鼓励信托公司等金融机构依托互联网技术，实现传统金融业务与服务转型升级，积极开发基于互联网技术的新产品和服务，支持信托公司等金融机构与互联网企业开展合作，拓宽金融产品销售渠道，创新财富管理模式。

从当前信托业发展情况来看，信托公司主要是从两个方面发展互联网金融业务：一是互联网消费信托，二是信托受益权增信融资。中信信托走在了互联网信托的前沿。2014 年 9 月 22 日中信信托联合百度金融、中影股份和德恒律师事务所推出了行业内首单互联网消费信托产品——“百发有戏”。2014 年 12 月 18 日，中信信托正式推出“中信宝”消费信托互联网平台。

2014 年末，中融信托子公司中融鼎新斥资 1 亿元人民币，成立了深圳中融融易通互联网金融服务有限公司，这是信托公司首次成立专门提供互联网金融服务的子公司。2015 年 6 月，“中融金服”互联网金融平台上线。与其他互联网金融平台不同，该平台旨在解决高净值客户购买银行理财、券商资产管理产品、基金、信托等各种金

<sup>①</sup> 人民币境外直接投资，是指境内机构经境外直接投资主管部门核准，使用人民币资金通过设立、并购、参股等方式在境外设立或取得企业或项目全部或部分所有权、控制权或经营管理权等权益的行为。



融产品后获得高收益却无法兼顾流动性的难题。客户可以其持有的受益权作为增信措施进行融资。截至8月15日，该平台累计融资额已达1205.5万元。

显然，信托公司在互联网金融方面的探索才刚刚起步，绝大多数信托公司都还没有涉足互联网金融业务。可以预见近期少数大的信托公司将通过与互联网平台合作或者设立互联网金融服务专业子公司进行尝试性的探索。

## 四、信托公司设立专业子公司的对策

2015年，随着中国经济增长动力转化和金融市场发展，信托公司的增长动力也将发生重大改变。在此动力转化背景下，信托公司将设立专业子公司作为提升自身专业化水平推动行业创新的探索将会提速，并且成立专业子公司也是将要出台的《信托公司条例》明确鼓励的发展方向。开展特定领域的业务，有利于促进信托公司加强专业化能力建设，实现跨越式发展。

### （一）设立专业子公司的必要性

在目前的竞争态势下，各家信托公司都不约而同地感受到了不小的竞争压力。传统的私募投行业务和通道类业务难以为继，新的业务增长点尚未成形。转型发展已成为各家信托公司的共识。为了谋求转型发展，信托公司有必要尽快设立资产管理子公司，主要理由如下。

一是发挥专长，实现优势互补。专业子公司与信托公司同属资产管理市场的参与者。作为专业子公司，其开展的业务具有专业性，一般集中在某一个方面或者领域。因为其业务的专注性，所以可以集中精力在某一领域做专做精，比如平安创新资本在私人股权投资方面做得很成功。通过资产管理子公司代替信托母公司开展固有资产股权投资业务，可以避开一些政策上的限制。如前所述，有关政策限制了股权投资总额占净资本的比例和投资期限，不允许控制、共同控制或重大影响被投资企业，也不允许参与被投资企业的日常经营。在开展资产管理业务方面，资产管理子公司具有制度上的优势。本报告第三部分已经对资产管理子公司相对于信托公司的政策优势进行了说明。信托公司可以利用这些优势，将一些通道类业务转移给专业子公司，以及通过子公司拆分大额信托计划份额。

二是辅助共进，实现合作共赢。对于信托公司来说，发掘优势项目、发起设立信托计划固然是业务之根基，管理好信托项目以控制风险和确保收益也至关重要。信托公司设立的资产管理子公司可以在后面这一点上为母公司信托业务发挥辅助支持的作



用。这样不仅可以促进母公司的业务发展，也有助于构建子公司自身的竞争力。一方面，子公司可以在信托公司的私募股权投资基金中担任投资管理顾问或者普通合伙人的角色，这有助于培养其主动管理能力。等到子公司具备了成熟的股权投资能力后，就可以自行开展特定客户的专项资产管理业务，构建自己的业务体系。另一方面，子公司可以负责贷后管理和投资后管理事务。这些事务的集中管理有助于实现专业化分工，可以降低成本、提高效率和控制风险，还会解放母公司的一部分资源，使得母公司有精力去拓展更多的业务。如果子公司在贷后管理和投资后管理等方面做得足够成功，积累了足够的经验，形成了足够成熟的业务模式，可以不再局限于为母公司提供服务，而是可以面向全行业提供专业的贷后管理和投资后管理等服务。通过开拓这片广阔的业务领域，子公司可以实现长足的发展。

三是实现风险隔离，鼓励改革创新。信托公司谋求转型发展，重塑竞争力，改革创新的精神必不可少。设立专业子公司，不仅有利于实现风险隔离，还有利于鼓励改革创新。由于专业子公司主要负责业务创新，不可避免地将会承担风险。如果在信托公司内部开展业务创新，风险将由公司独自承担，这必然会削弱信托公司改革创新的积极性，所以不利于创新业务的开展。如果信托公司联合其他投资者共同出资设立子公司，那么子公司的经营风险将由出资者共同承担，风险得以分散。如果信托公司全资设立子公司，那么信托公司将仅以其出资额承担子公司的经营风险，风险得以隔离。通过设立专业子公司，引进优秀人才和管理机制，没有历史包袱，也没有庞大复杂的体制约束，新公司将充当“试验田”的角色，有利于培育信托公司改革创新的精神，为信托公司注入无穷活力。

## （二）信托公司专业子公司的业务创新

设立专业子公司并不是目的，谋求业务创新、实现转型发展才是目的。通过设立资产管理子公司（以下简称子公司），信托公司可以开展以下业务创新。

一是开展私人股权投资业务（PE 业务）。PE 业务是当前信托公司转型的重点方向之一。与信托公司传统的融资类业务不同，PE 业务对战略布局、主动管理和风险防控能力的要求更高，所以其技术难度更大，门槛更高，收益和风险也更高。虽然当前信托计划持股的 IPO 受到中国证监会的限制，但相信这种限制在不久的将来将得以放开，此外，私人股权投资还可以通过协议转让、企业回购等多种方式实现退出。子公司可以在 PE 业务中发挥多方面的作用。在信托公司设立的信托型私募股权投资基金中，子公司可以担任投资管理顾问；在有限合伙制私募股权投资基金中，子公司可



以担任普通合伙人，或者与其他股权投资机构一起担任普通合伙人。这样信托公司就可以摆脱仅仅担任有限合伙人的局限，更多地参与到投资项目的管理中去。让子公司参与私人股权投资业务，可以培养子公司的主动管理能力，并且还具备成本、管理、风控等优势，对于子公司的长期发展也具有重要意义。

二是开展跨境资产管理业务。在当前人民币资本项下不可兑换、资本市场未开放条件下，跨境投资渠道十分有限，获取 RQDII、QDII、QDIE 和 QDLP 资格是开展跨境资产管理业务的必要条件。申请 QDII 资格的银行、证券公司、信托公司和基金管理公司等机构较多，已有 14 家信托公司和 48 家基金管理公司获批 QDII 资格，信托公司及其子公司都可以申请 QDII 资格。RQDII、QDIE 和 QDLP 资格主要是在上海和广东深圳两个自由贸易试验区进行试点，当然福建自由贸易试验区等也可以开展类似的试点。目前获批此类资格的机构寥寥可数，信托公司已获批的此类资格都是通过子公司来申请的。信托公司可以考虑联合境外战略投资者设立子公司积极申请此类资格，利用战略投资者的国际市场经验，将目光投向广阔的境外市场。而且跨境资产管理业务属于风险较高的创新业务，由子公司来开展更为合适。提供跨境资产管理业务，可以丰富信托公司信托产品类型，为客户提供可靠的跨境投资渠道。另外，信托公司还可尝试开展跨境人民币投贷业务。中国和世界各国的交流日渐增多，有许多中国商人在世界各地经商，信托公司可以面向他们发放贷款，解决他们的融资难题。信托公司也可以把自有业务拓展到广阔的海外市场。这一系列举措必将有助于促使信托公司走向国际化。

三是负责贷后管理和投资后管理。开展贷款类信托，除了前期的尽职调查等准备工作，在贷款发放后还需要监督资金使用情况、评估企业还款能力和发布信托事务管理报告。因为信托项目的时间跨度往往很长，所以贷后管理往往是一项长期和烦琐的工作。开展股权投资信托也有类似的问题，如果不仅仅是提供融资功能，投资完成后往往还需要参与企业决策，指导生产经营，以确保企业实现业绩增长和盈利。如果不能妥善地处理贷后管理和投资后管理事务，信托资金的安全将受到直接威胁，信托收益也难以得到保障。目前信托公司贷后管理和投资后管理的需求很大，由子公司集中处理这些事务具有专业化、高效率 and 低成本的优势。信托公司可以考虑把贷后管理和投资后管理事务交给子公司负责，而母公司可以腾出资源专心拓展业务。以房地产信托为例，子公司可以配备一批法律、会计人员，协助或者负责房地产项目资金管理、会计核算和法律合规等方面的工作，同时可实现对项目运作的监督，预防欺诈、违约



事件的发生。如果子公司能够在贷后管理和投资后管理方面做专做精，可以将不再局限于为母公司提供服务，而是可以面向全行业提供相关服务。这样的话不仅母公司受益，子公司也可以实现长足的发展。

## 五、结语

2012年下半年有关部门出台的一系列“放松管制”的新政为基金管理公司、证券公司和保险公司的资产管理业务松了绑，预示着“泛资管时代”的到来。信托资产规模的同比增速开始下滑，信托公司利润也大受影响。信托行业从高速增长阶段步入了转型发展阶段。信托公司长期以来享受的信托制度优势逐渐被其他资产管理机构替代，原本支撑信托行业快速增长的最大基础——我国未被银行和证券市场满足的融资需求——被逐渐瓦解。传统的私募投行业务和通道类业务难以为继，新的业务增长点尚未成形。信托行业要实现持续发展，必须要通过转型创新，打造新的竞争力，发掘新的增长点。在转型发展之路上，许多信托公司选择了设立专业子公司。

本报告主要分析了信托公司设立专业子公司开展业务创新的趋势，并为信托公司设立专业子公司提出了对策。已有1/4的信托公司设立了专业子公司，说明部分信托公司已经开始通过设立专业子公司谋求转型发展。信托公司专业子公司的主要业务类型是资产管理业务和股权投资业务，并未脱离信托业务的范围。信托公司的专业子公司们主要开展了以下四个方面的业务创新，即私人股权投资信托业务、基金子公司资产管理业务、跨境资产管理业务和互联网金融业务。基于信托公司的实际情况，设立资产管理子公司是一条适合信托公司的转型路径，这样有利于实现优势互补、合作共赢、风险隔离和鼓励改革创新。建议信托公司通过设立资产管理子公司开展私人股权投资业务、跨境资产管理业务，以及负责贷后管理和投资后管理事务。当然，财富管理、并购业务、产业投资等特定领域也是重点发展方向。

得益于不断深化的市场化改革和中国经济的持续增长，社会各阶层积聚了巨额的财富，并催生出了巨大的资产管理需求，造就了当前资产管理市场蓬勃发展的局面。“泛资管时代”充满了机遇和挑战。信托公司只有摆脱传统业务的局限，勇于创新，积极进取，才能在“泛资管时代”闯出一片崭新的天地，而专业子公司将为此发挥不可替代的作用。



## 六、附录

附表1 基金子公司特定客户资产管理业务与信托公司集合资金信托计划对比

	基金子公司	信托公司
规章制度	《中国证券投资基金管理公司子公司管理暂行规定》(中国证监会公告[2015]20号) 《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》(中国证监会令2012年第83号)	《信托公司集合资金信托计划管理办法》(中国银监会令2009年第1号)
注册资本要求	无最低注册资本限制	不低于3亿元
合格投资者概念	委托投资单个资产管理计划初始金额不低于100万元人民币,且能够识别、判断和承担相应投资风险的自然人、法人、依法成立的组织或中国证监会认可的其他特定客户	符合下列条件之一,能够识别、判断和承担信托计划相应风险的人: (1) 投资一个信托计划的最低金额不少于100万元人民币的自然人、法人或者依法成立的其他组织; (2) 个人或家庭金融资产总计在其认购时超过100万元人民币,且能提供相关财产证明的自然人; (3) 个人收入在最近3年内每年收入超过20万元人民币或者夫妻双方合计收入在最近3年内每年收入超过30万元人民币,且能提供相关收入证明的自然人
限制情况	单个资产管理计划的委托人不得超过200人,但单笔委托金额在300万元人民币以上的投资者数量不受限制	单个信托计划的自然人人数不得超过50人,但单笔委托金额在300万元人民币以上的自然人投资者和合格的机构投资者数量不受限制
期限	无	信托期限不少于1年
规模	客户委托的初始资产合计不得低于3000万元人民币,但不得超过50亿元人民币	无
净资产约束	无	《信托公司净资本管理办法》(中国银监会令2010年第5号)

附表2 具有信托公司背景的基金公司和基金子公司名单

基金子公司	基金公司	信托控股	信托控股基金公司比例(%)
中铁宝盈资产管理有限公司	宝盈基金	中铁信托	75
深圳平安大华汇通财富管理有限公司	平安大华基金	平安信托	64
天治资产管理有限公司	天治基金	吉林信托	61.25
国投瑞银资本管理有限公司	国投瑞银基金	国投信托	51
中融(北京)资产管理有限公司	中融基金	中融信托	51
深圳华润元大资产管理有限公司	华润元大基金	华润信托	51
尚腾资本管理有限公司	上投摩根基金	上海信托	51



续表

基金子公司	基金公司	信托控股	信托控股基金公司比例 (%)
中信信诚资产管理有限公司	信诚基金	中信信托	49
嘉实资本管理有限公司	嘉实基金	中诚信托	48
北京天地方中资产管理有限公司	天弘基金	天津信托	48
深圳新华富时资产管理有限公司	新华基金	新华信托	48
大成基金管理有限公司	嘉实基金	中泰信托	48
上海锐懿资产管理有限公司	泰信基金	山东信托	45
中海恒信资产管理(上海)有限公司	中海基金	中海信托	41.59
长安财富资产管理有限公司	长安基金	长安信托	40
深圳华宸未来资产管理有限公司	华宸未来基金	华宸信托	40
诺安资产管理有限公司	诺安基金	外贸信托	40
国泓资产管理有限公司	益民基金	重庆信托	30
易方达资产管理有限公司	易方达基金	粤财信托	25
华安基金管理有限公司	华安基金	上海信托	20

附表3 RQDII、QDII、QDIE 和 QDLP 之间的区别

	RQDII	QDII	QDIE	QDLP
含义	人民币合格境内机构投资者 (RMB Qualified Domestic Institutional Investors)	合格境内机构投资者 (Qualified Domestic Institutional Investors)	合格境内投资企业 (Qualified Domestic Investment Enterprise)	合格境内有限合伙人 (Qualified Domestic Limited Partner)
相应法规	《中国人民银行关于人民币合格境内机构投资者境外证券投资有关事项的通知》	《合格境内机构投资者境外证券投资管理试行办法》	无	无
资金募集主体	人民币合格投资者 (取得国务院金融监督管理机构许可并以人民币开展境外证券投资的境内金融机构)	符合《合格境内机构投资者境外证券投资管理试行办法》规定条件的境内基金管理公司和证券公司等证券经营机构	境内基金管理公司和证券公司等证券经营机构	境内基金管理公司和证券公司等证券经营机构
投资领域	境外金融市场的人民币计价产品	境外金融市场的权益类证券、货币市场工具、固定收益类证券、基金、金融衍生品和中国证监会许可的其他金融工具	QDII 的所有投资领域, 如私募产品、非上市交易股权、大宗商品、贵金属、不动产等	主要以有限合伙人的身份投资于境外资本市场



附表4 信托公司专业子公司名单及相关情况简介（截至2014年末）

信托公司	注册资本 (亿元)	注册地	子公司	业务 性质	注册地	子公司 注册资本 (万元)	母公司 持股比例 (%)
中融国际 信托有限 公司	60	哈尔滨	北京中融鼎新投资管理有限公司	股权投资、资产管理	北京	100000	100
			上海隆山投资管理有限公司	股权投资、资产管理	上海	2000	100
			中融国际资本管理有限公司	资产管理	香港	1916.26	100
			上海瑞扬投资管理有限公司	股权投资、资产管理	上海	2000	100
			深圳中融宝晟资产管理有限公司	股权投资、资产管理	深圳	1000	100
			中融长河资本投资管理有限公司	股权投资、资产管理	上海	2000	100
			中融汇兴资产管理有限公司	资产管理	北京	5000	100
			中融（北京）资产管理有限公司	资产管理、股权投资	北京	5000	51
			深圳中融融易通互联网金融服务有限公司	资产管理	深圳	10000	100
中信信托有 限责任公司	100	北京	中信聚信（北京）资本管理有限 公司	资产管理、股权投资	北京	40000	100
			中信信惠国际资本有限公司	资产管理	香港	15.8324	51
兴业国际信 托有限公司	50	福州	兴业国信资产管理有限公司	股权投资、资产管理	上海	10000	100
中诚信托有 限责任公司	24.57	北京	中诚资本管理（北京）有限公司	资产管理	北京	10000	100
			中诚国际资本有限公司	资产管理	香港	8167	70
			深圳前海中诚股权投资基金管理有限 公司	股权投资	深圳	2000	70
华润深国投 信托有限公司	26.3	深圳	深圳华润元大资产管理有限公司	资产管理	深圳	3000	51
			深圳红树林创业投资有限公司	股权投资	深圳	10000	100
建信信托有 限责任公司	15.27	合肥	建信（北京）投资基金管理公司	股权投资	北京	36800	100
			建信财富（北京）股权投资基金管 理公司	股权投资	北京	3000	80
			广德信建蓝海投资管理有限公司	资产管理、股权投资	合肥	200	100
平安信托 有限责任 公司	69.88	深圳	平安财智投资管理有限公司	股权投资、资产管理	深圳	60000	87
			深圳市平安创新资本投资有限公司	股权投资	深圳	400000	100
			深圳平安大华汇通财富管理有限公司	资产管理	深圳	3000	61
			平安磐海资本有限责任公司	资产管理	深圳	100000	87
			平安财富理财管理有限公司	资产管理	上海	5000	100
交银国际信 托有限公司	12	武汉	交银国信资产管理有限公司	资产管理	上海	10000	100
新华信托股 份有限公司	12	重庆	新华创新资本投资有限公司	股权投资	上海	10000	100
国投泰康信 托有限公司	21.9	北京	国投瑞银资本管理有限公司	资产管理	深圳	5000	100



续表

信托公司	注册 资本 (亿元)	注册地	子公司	业务 性质	注册地	子公司 注册资本 (万元)	母公司 持股比 例 (%)
上海国际信 托有限公司	25	上海	上信资产管理有限公司	资产管理	上海	10000	100
			尚腾资本管理有限公司	资产管理	上海	6000	51
中铁信托有 限责任公司	20	成都	中铁宝盈资产管理有限公司	资产管理	深圳	5000	75
北京国际信 托有限公司	14	北京	北京国投汇成创业投资管理有限公司	股权投资	北京	6000	100
苏州信托 有限公司	12	苏州	苏州市苏信创业投资有限公司	股权投资	苏州	10000	100
华宸信托有 限责任公司	5.72	呼和 浩特	深圳华宸未来资产管理有限公司	资产管理	深圳	2000	100
杭州工商 信托股份 有限公司	5	杭州	浙江蓝桂资产管理有限公司	资产管理	杭州	3000	100
吉林省信托 有限责任公司	15.97	长春	天治资产管理有限公司	资产管理	北京	5000	61





## 经济新常态下资本市场九大业务机会

---

课题单位：中融国际信托有限公司

课题组成员：曲晓燕

王俊和

沈苗妙

吴 娜





## 摘要

增长放缓、结构调整和动力转换是经济新常态的基本特征。随着经济增速进入另一个增长区间，中国将不再依赖大规模经济刺激政策，政府也将容忍和允许部分风险浮出水面。经济新常态给信托行业发展带来挑战，房地产、产能过剩行业风险暴露增加，传统业务开展形势严峻，促使信托行业开启转型之路。

经济新常态下中国政府将通过改革释放经济增长潜力，这也为信托行业带来新机遇。中国政府在国有企业、资本市场、资本要素等领域的各项改革的持续推进，以及监管机构对各类信托业务的持续规范，为信托公司带来新的发展空间。

中国资本市场经历了多年的熊市后将迎来中长期繁荣。对于中国政府来说，通过建立多层次的资本市场体系和市场化的资本市场运行机制，可以达到降低企业融资成本、优化企业融资结构、推动国有企业改革、助力经济转型等目的。

资本市场繁荣发展为信托公司带来九大业务机会。在二级市场，信托公司可以开展主动管理型股票投资、指数基金、MOM基金等业务；在一级半市场，信托公司可以开展主动管理型定向增发业务；在一级市场，信托公司则可开展PE投资、PE FOF、并购等业务。此外，信托公司可以探索系统化市值管理业务，挖掘国有企业改革中股权投资、员工持股等资本市场业务机会。

**关键词：**新常态 信托 资本市场 业务机会



## 目 录

一、经济新常态、信托新常态	837
(一) 经济新常态的特征	837
(二) 信托新常态的特征	838
(三) 新常态下信托行业的新机遇	838
二、资本市场的九大业务机会	839
(一) 二级市场股票投资	839
(二) 指数基金	842
(三) 阳光私募 MOM	843
(四) PE 投资 (不含并购及定向增发)	846
(五) PE FOF 业务	849
(六) 定向增发	850
(七) 并购	851
(八) 市值管理	852
(九) 国企改革	854



## 一、经济新常态、信托新常态

增长放缓、结构调整和动力转换是经济新常态的基本特征。在经济新常态下，信托行业风险事件增加，传统业务形势严峻，信托行业开启转型之路。与此同时，中国政府各项改革的持续推进以及对业务的持续规范，也为信托公司发展带来新的机遇。

### （一）经济新常态的特征

新常态下中国经济仅保持中高速增长，总体政策导向也将偏改革而不是偏刺激，因此中国政府将容忍更大程度的风险暴露。

#### 1. 中国经济转入中高速增长区间

在进入 2011 年以来，中国经济增速持续放缓，2014 年中国 GDP 同比增长仅 7.4%，为近 20 年新低。面对经济增速持续下滑，习近平主席在 2014 年 APEC 领导人峰会以及在中央经济工作会议上均指出，中国经济进入“新常态”，从高速增长转为中高速增长。此外，李克强总理也曾表态，要保证新增就业 1000 万人、城镇登记失业率在 4% 左右，需要 7.2% 的经济增长。因此，未来中国政府对经济增长的目标将明显下移，未来几年可能保持在 7% 左右的增长区间。

#### 2. 政策偏向改革而不是刺激

目前我国经济发展已经遇到传统模式发展的瓶颈，需要通过改革来解决根本性的长远发展问题。因此，新常态下，中国政府将不再依靠全面刺激政策推动经济发展，而是一方面通过定向降准、PSL、MLF 等手段调节市场流动性，另一方面大力深化各项改革释放经济增长潜力和活力。在金融改革方面，资本开放、利率市场化、资本市场运行市场化等改革持续推进；在国企改革方面，十余个地方省市的国企改革方案公布，国企混合所有制改革已启动；此外，土地、户籍制度等改革也在破冰。

#### 3. 政府将容忍和允许部分风险浮出水面

在经济增长目标下移的情况下，中国政府将允许适度的风险暴露。目前中国处于前期刺激消化期，过去刺激政策导致的产能过剩和企业债务风险化解将持续一段时间。而随着中国经济发展转入中高速增长，房地产泡沫、影子银行和地方政府债务三大风险暴露也将增加。经济的长期平稳发展需要激发经济内生增长动力，因此在没有大规模经济刺激政策的情况下，信用风险、市场风险暴露增加也将会是必然。



## （二）信托新常态的特征

经济新常态为信托行业发展带来压力，风险事件有所增加，传统业务形势严峻，促使信托行业开启转型之路。

### 1. 信托风险事件显著增加

随着经济下行，实体经济发展疲软，融资偿债风险加剧，导致近年来信托风险事件有所增加。房地产行业部分企业出现资金链断裂，房地产信托产品风险暴露，出现佳兆业违约事件、恒盛地产偿债风险等。煤炭等能源产品价格下跌，导致能源行业盈利水平下降，运营困难，引发信托产品延期兑付，如吉林信托山西联盛能源项目延期、中诚信托“诚至金开2号”延期。此外，不确定性较高的行业也出现危机，如中信信托墨韵1号由于艺术品行业受宏观经济影响出现危机。

### 2. 传统信托业务形势严峻

经济放缓趋势下，信托公司传统业务增长乏力。首先，随着房地产、能源价格下跌等风险因素逐渐增多，信托公司主动收缩房地产信托、矿产信托等高风险业务，新增业务规模显著下降；其次，信托行业监管政策趋严约束传统业务发展，如即将出台的新净资本管理办法将使信托行业传统融资类业务面临更加严格的资本约束；中国政府对地方政府融资的规范大大压缩传统政信业务空间；阳光私募基金备案制将对信托公司传统通道型证券类业务产生冲击。此外，随着利率市场化的推进，信托行业传统的赚取利差的方式将不可持续，因此行业亟须找到转型之路。

### 3. 行业开启转型之路

在经济增速放缓、信托风险事件频发、传统信托业务面临严峻局势等背景下，主要信托公司纷纷谋求转型和新的业务方向。平安信托提出打造“轻资产银行”的构想，进行组织结构调整，筹建PE创新与决策支持部、交易金融事业部、新业务发展事业部、科技敏捷开发部四大新事业部，重视资本市场和互联网方向的发展；中信信托则推出土地流转、消费信托两大交易平台，尝试向“平台型企业”转型；外贸信托则定位于私募基金“清算银行”和综合服务商，在客户服务能力方面打造核心竞争力。

## （三）新常态下信托行业的新机遇

经济新常态下，中国政府致力于通过改革解决实体经济的问题，也为信托行业带来新机遇。



首先，改革新机遇。资产证券化“备案制”带来数千亿元市场空间；国企改革带来并购重组、员工持股计划等业务机会；沪港通以及便利资金出境等资本开放政策带来海外投资机会；土地改革提高工业用地价格，使信托公司在工业地产领域具有新的机会。

其次，传统业务新机遇。在房地产信托领域，不良资产收购、物流地产、医疗地产、工业地产都有新机会；在基础设施领域，PPP将取代传统政信合作业务；在银信合作领域，资产证券化业务有望快速发展并逐步取代传统通道类业务。

再次，新业务板块机遇。另类资产管理业务对于信托公司来说是绝对的增量业务，信托公司通过另类资产管理开拓股权投资业务、非刚性兑付业务；此外，随着国民财富的积累，财富传承需求增加，家族信托等财富管理业务迎来发展机遇。

最后，资本市场新机遇。在一级市场开展PE投资、并购业务，在二级市场开展定向增发、股票投资、ETF基金、MOM等业务。

## 二、资本市场的九大业务机会

从现在起较长的一段时间内，中国资本市场将保持持续繁荣局面，主要有以下六大原因。第一，国家需要借助资本市场优化融资结构，促进企业直接融资，助力经济转型；第二，上市公司进入外延式成长阶段，需要资本市场实现并购重组；第三，中国政府推进国企改革需要借资本市场的外部监管和产权主体多元化实现混改；第四，房地产行业恶化、无风险利率下降，资金流入股市推动资本市场繁荣；第五，2014年“国九条”是最大政策红利，多层次股权市场将逐步建立，并购重组将更加市场化；第六，IPO注册制改革方案即将推出，市场化、多元化、常态化退市机制将推出。

在资本市场将持续繁荣的宏观经济背景下，应把握资本市场新机遇，大力开展资本市场业务。信托公司的资本市场业务机会主要有一级市场的PE投资、并购，二级市场的定向增发、股票投资、ETF基金、MOM，以及国企改革、市值管理等领域的业务。下文将详细介绍每一类资本市场业务中信托公司的机会。

### （一）二级市场股票投资

#### 1. 长期牛市下二级市场机会难得

截至2014年底，上证综指较年初上涨了近60%。基于以下原因我国将迎来一轮长期牛市。首先，经济转型与改革需要牛市，如国企改革需要借牛市实现混改、去杠



杆；在牛市中推进注册制改革，降低上市门槛，化解实体经济融资难问题；人民币资产回报率下降，资本外流掣肘货币宽松，牛市缓解资本外流压力。其次，随着房地产、基础设施投资增速放缓，各路资金将持续流入股市并推高股指。此外，A 股均值回归（前期 A 股估值低于自身五年均值和新兴市场指数 MSCI）、货币政策放松（降息降准预期及央行释放流动性）以及无风险收益率下降推高股市估值中枢均促进资本市场进入一个较长期的牛市。

## 2. 信托公司的机会在主动管理型业务

大量私募产品 2014 年收益率超过 100%，远超指数涨幅，私募基金的商业模式让其在股市大涨的背景下收益颇丰。对于信托公司而言，传统管理型和结构化证券投资信托的模式收费较低，信托公司需要积极向主动管理型转型。事实上，多家信托公司已加大二级市场主动投资业务布局，如外贸信托正式成立了证券投资信托事业部，涵盖市场开发、交易服务、运营管理、投研风险的组织架构已经形成，并配备了完整的团队；平安信托正筹建交易金融事业部，从社会招聘投资经理开展股票主动投资业务。

表 1 阳光私募产品 2014 年收益率

阳光私募产品	2014 年收益率	投资顾问
海利策略指数进取	330.24%	上海淘利资产管理有限公司
福建滚雪球	308.83%	福建滚雪球投资管理有限公司
创势翔 1 号	248.59%	深圳创势翔资本管理有限公司
泽熙 3 期	204.82%	上海泽熙投资管理有限公司
蕴泽 1 号	166.65%	西藏信托有限公司
泽熙 1 期	150.82%	上海泽熙投资管理有限公司
蕴泽 2 号	146.42%	西藏信托有限公司
淘利策略指数稳健 1 号	137.77%	上海淘利资产管理有限公司
清水源 1 号	134.24%	深圳清水源投资管理有限公司
证大稳健增长	121.32%	上海证大投资管理有限公司

数据来源：Wind，中融信托。

## 3. 信托公司开展股票二级市场投资的建议

信托公司初期可参考中小私募产品的模式开展主动管理型证券投资业务。中小私募产品在团队构成上一般包括投研、风控和销售三个团队。中小私募产品的投研团队一般有 10 个左右的投研人员，信托公司一方面可在市场中积极寻找相匹配的人才，



另一方面可与券商研究所合作为其开展证券投资业务提供投研支持；风控主要是在交易层面进行监控，信托公司的传统股票管理型和结构化业务为其积累了一定的风控经验和相关人才；在产品销售方面，信托公司可利用自身成立的直销团队为产品销售提供保障。

信托公司开展主动管理型业务最核心的因素是要有一定知名度的基金经理，由于传统基金公司对基金经理的激励机制不到位，2014年整个公募基金离职的基金经理达213人，这为信托公司提供足够多的潜在聘用对象。具有竞争力的激励机制是信托公司吸引基金经理的重要原因，信托公司可以参考中欧基金、中邮基金、上投摩根等基金公司的创新激励模式，为员工搭建半创业平台，让基金经理在享受高激励的同时专注于投资，免去其单独创业情况下日常事务对其的干扰。

### 专栏 1：基金公司创新激励模式

投研人员是公募基金的核心竞争力，为留住核心人员，目前已有基金公司通过改革，用创新的制度让合适的人做对的事。

#### 1. 中邮基金设立明星基金经理工作室

中邮基金给予基金经理工作室在投资决策、人员配置和产品设计等方面更多的自主性。中邮基金2014年10月在公司内部成立以明星基金经理任泽松打头的投资工作室，工作室初期共有4名员工，即2名基金经理和2名研究员。设立投资工作室，相当于在公司内部再重新打造一个投研平台，工作室有较大权限，可以随时向公司提出员工配置需求，甚至可以工作室名义单独招人，产品设计也可以工作室的需求和意愿为主，工作室会结合自己对股票市场的判断以及自身擅长投资的领域，向公司提出产品设计规划，公司产品设计部门和相关部门全力配合，这实际上标志着基金公司的产品设计由计划时代向市场时代大大迈进了一步。在投资上，工作室只要合法合规，在遵守基金公司风控制度的前提下，将享受一切投资自主权。

实行更加灵活的业绩考核方式。在对工作室的考核上，中邮基金公司实行双向考核指标，既要考核工作室的整体投资业绩，又要考核工作室掌管的基金产品规模。对于管理费收入，将在扣除工作室成本后，由工作室与公司按比例进行抽成，因此，工作室管理的产品业绩越好，资产管理规模越大，管理费提成就越高，相应地，如果工作室的投资业绩和资产管理规模达不到要求则会被取消管理费提成，甚



至被解散，按照目前的规定，工作室业绩至少要做到同类型产品的前三分之一，才有资格拿到管理费收入的分成。

### 2. 中欧基金事业部改革为优秀基金经理提供创业平台

中欧基金围绕优秀基金经理组建独立运作的事业部，公司中后台是支持板块，相当于基金经理把销售、研究、基金行政和公司行政等中后台工作外包给公司做。中欧基金支持这些最优秀、有冒险精神的基金经理，希望其花费最少的精力在投资以外的事情上，从而将绝大部分精力投入到带领团队为客户获取卓越回报上，在激励制度方面，未来事业部将独立核算，管理费扣除各项成本后再进行分成。这样，优秀的基金经理在中欧基金的平台上就能实现创业状态，并且相对于个人独立创业来说，成功率更高。截至2014年底，中欧基金已成立6个基金经理事业部，其中不乏从外部引进的优秀基金经理，如农银汇理基金投资总监曹剑飞和原银华基金投资总监陆文俊。

### 3. 上投摩根推出种子基金计划，激励培养人才

上投摩根拿出超亿元的公司自有资金，推出种子基金计划，以建立公司内部的人才孵化机制和新业务培育机制。具体实施流程是，有意愿的投研人员可按自己的投资策略建立投资模型，然后申请进行模拟操作，试运行足够的时间后，公司对试运行期间的运行情况进行绩效考评，如果业绩被认可，公司将拿出部分自有资金，在合法合规的框架下，设立种子基金产品，投研人员也可根据自身意愿投入个人自有资金，种子基金产品在经过一段时间的运作后，如果受到市场认可，也会考虑转为公募基金产品。上投摩根推出种子基金计划，主要是希望在公司内部建立更加有效的的人才培养和激励机制，为员工提供更多的机会、平台和更为广阔的多元成长空间。

## （二）指数基金

相对于股票二级市场投资，指数基金只需选择并跟踪指数，而无须选择投资标的，因此操作相对简单，也是公司开展资本市场业务的机会之一。

### 1. 运作简单，牛市中业绩突出

指数基金以特定指数为标的，通过购买该指数的成分股构建投资组合，目标是获得与指数大致相同的收益。指数基金有以下优势：首先，被动管理，运作简单，基本不需要基金经理的主动管理；其次，指数基金复制指数，可以防止“满仓踏空”，是牛市的赚钱利器；最后，管理机构可获得稳定收益，如一般指数基金申购费为1.5%，赎回费为0.5%，管理费为0.75%~1%。



表 2 部分公募开放式指数基金跟踪的指数

常见的指数	主题型指数
沪深 300	沪深 300 高贝塔指数
中证 500	沪深 300 非银行金融指数
上证 180	上证社会责伏指数
深证 100	中证 TMT150 指数
深证 300	上证国有企业 100 指数
恒生指数	上证央企 50 指数
深证基本面指数	上证医药卫生行业指数
上证 380	上证消费 80 指数
上证 50	中小板 300 成长指数
创业板指数	中证 800 地产指数
恒生中国企业指数	中证 800 食品饮料指数

资料来源：中融信托。

## 2. 信托公司开展指数基金的建议

指数基金运营简单，只要保证基金的组合权重与指数拟合，不需要主动管理，对选股能力要求低，信托公司现有资源可以做到。

信托公司可以选择细分指数创设指数基金产品。目前公募基金跟踪常见指数的很多，如复制沪深 300 的有 56 只，跟踪中证 500 的有 18 只，信托公司推出同质化产品无竞争优势。因此，信托公司可以根据热点领域和行业创设主题指数基金，争抢细分市场，如跟踪 TMT 指数、国企改革指数等。

在具体产品设计上，可以设计成定期开放申购赎回模式，这方面信托公司已有资金池管理经验。在结算方面，根据 2014 年 3 月 25 日发布的《中国证券登记结算有限责任公司关于私募投资基金开户和结算有关问题的通知》，私募基金参与中国证券登记结算有限责任公司（简称“中国结算”）负责结算的证券市场投资活动，可采用证券公司结算模式或托管人结算模式。证券公司结算模式是由证券公司通过其在中国结算开立的备付金账户，完成包括私募基金在内的全部客户证券交易的资金结算。托管人结算模式要使用专用交易单元并事先获得交易所的书面同意。同时，托管人还必须与中国结算签订相关证券资金的结算协议。为了避免留存备付金，在结算方式上，建议选择证券公司结算模式。

### （三）阳光私募 MOM

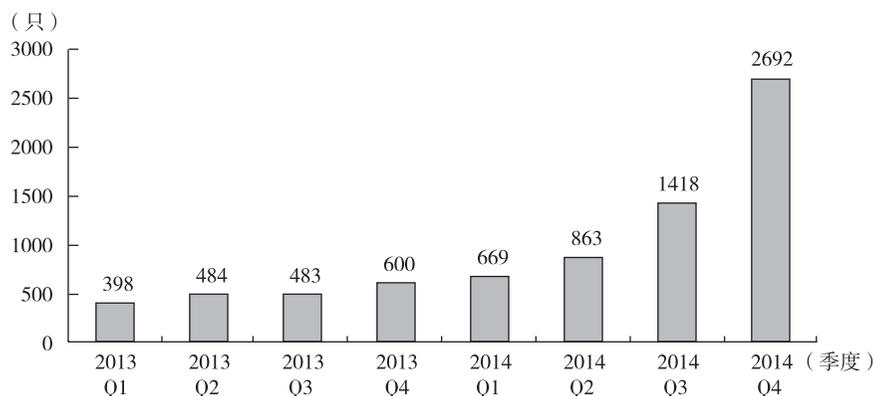
#### 1. 阳光私募 MOM 空间巨大

MOM（Manager of Managers）即管理人的管理人，是通过甄选基金管理人，以投资子账户委托形式，让入选的子投资管理人负责投资的一种投资模式。相比主动管理



型投资，MOM 对于资产管理机构的优势如下：第一，专业性要求低，对二级市场投资能力要求较低；第二，分散风险，单个基金难防御周期性波动，MOM 可分散风险并平滑收益。

阳光私募的快速发展将为 MOM 带来巨大市场空间。自 2014 年 3 月私募备案制实施以来，阳光私募规模迅速扩容。阳光私募发行数量在 2014 年第二季度开始显著提速，仅第四季度就有 2692 只私募产品发售。阳光私募激增将催生 MOM 需求。对于投资者来说，MOM 则可以帮助投资者挑选出收益高且相对稳定的基金管理人，以达到分散风险、获得可观回报的目的。对私募基金经理来说，相当一部分私募基金经理是“弃公奔私”不久的非明星基金经理，虽然有很强的投资管理能力，但由于名气不够大，募资能力弱，信托公司开展 MOM 则正好迎合了其募集资金的需求。



数据来源：Wind。

图 1 2013—2014 年以来阳光私募产品发行数量

我国 MOM 刚刚起步，但 2014 年下半年以来产品推出显著提速。2012 年平安罗素发布第一只 MOM，国内已经发行的 MOM 产品仅有 8 只，其中有 3 只是 2014 年下半年推出的。包括工行、招行在内的多家银行以及多家券商都在研发并准备推出 MOM 产品。

表 3 部分公开市场 MOM 产品概览

发行机构	MOM 产品名称	推出时间	规模	子基金管理人
平安罗素	平安罗素 MOM 一期	2012 年 7 月	1.14 亿元	5 名 (具体未披露)
万博兄弟	万博宏观策略等共 4 期 MOM	2013 年 2 月至 2014 年 5 月	未披露	滕泰、龙舫、董斌
光大银行	阳光集优量化组合 MOM	2014 年 7 月	3 亿元	首批 3 家 (博普科技、龙旗科技、盈融达)
招商证券	智远群英荟 MOM	2014 年 10 月	1.11 亿元	首批 3 家 (博道投资、鸿道投资、景林资产)
恒天财富	鼎龙精选 1 号 MOM	2014 年 12 月	未成立	首批 3 名 (张高、陈锋、李泽刚)

资料来源：中融信托。



## 2. 阳光私募 MOM 操作建议

创设 MOM 产品主要有四个步骤。首先，筛选并初步构建私募基金经理池；第二，制定投资策略，对宏观经济、资本市场、行业进行分析后制订大类资产配置方案；第三，从私募基金经理池中挑选投资顾问，私募基金经理投资风格与母基金投资策略相匹配；第四，产品研发完成后路演及发行。

信托公司传统的管理型及结构化证券投资业务为开展 MOM 业务奠定了基础。首先，信托公司与大量私募机构合作，熟知私募机构投资风格和业绩表现，在建立私募基金经理池方面更加便利；其次，信托公司在证券投资方面具有完备的产品管理系统和人员团队；再次，在风险控制措施上，MOM 的预警止损机制与传统证券类产品相同，信托公司预警止损技术成熟；最后，MOM 产品相比传统融资类产品不但具有浮动收益特征，而且比较复杂，难以借助第三方发行，但是信托公司自身成立的直销团队将为产品销售提供保障。

### 专栏 2：光大银行 MOM 产品操作方案

2014 年 7 月，光大银行推出阳光集优量化组合 MOM 理财产品。

表 4 光大银行 MOM 产品相关情况

项目	具体内容
募集规模	规模为 3 亿元，50 万元起购
开放安排	每季度开放一次
投资策略	子基金层面投资策略包括高频统计套利、期限套利、跨市场套利以及基本面 alpha
管理费	光大银行收固定管理费；投资顾问收固定管理费 + 浮动业绩报酬，8% 以上可以计提浮动，分三档计提（由于光大银行议价能力较高，因此虽有两层收费，但整体费率并不高）
止损安排	母基金层面无止损安排；子基金层面当投资顾问的产品亏损到 5% 时，强制清盘，更换投资顾问
投资顾问	博普科技，成立于 2012 年，专注于高频、量化、对冲及套利领域
	龙旗科技，成立于 2012 年，主要创始人均来自 Black Rock 的科学主动股票投资部
	盈融达，成立于 2006 年，2009 年推出第一只私募产品以来，一共发行了 12 只阳光私募产品

光大银行投资顾问筛选过程包括以下三步：

第一步，构建全市场对冲基金数据库。光大银行通过参与结构化产品的优先级积累了大量对冲基金的资源，涵盖的产品策略包含市场中性、股票多空、套期保值、期现套利等，基于这些数据优势构建 MOM 产品。

第二步，根据准入条件初步筛选出 15 ~ 20 家投资顾问。光大银行专门设立量化基金投资组合外部投资顾问遴选小组，负责投资顾问的遴选、任免及对已聘任投



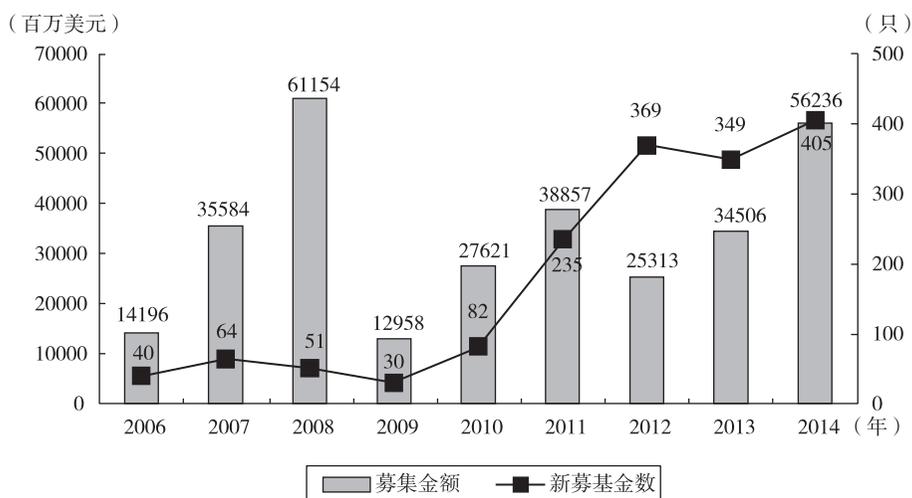
资顾问的资格定期跟踪认定。通过定量和定性两种方式，并结合合作券商推荐，初步选出优质对冲基金投资顾问 15~20 家。筛选指标主要涉及以下三个维度：(1) 公司实力，如治理结构、财务实力、投资经验、发展潜力；(2) 历史业绩回报及策略稳定性；(3) 运营效率，如公司及团队稳定性、策略及交易可靠性、风控能力、产品要素及费率结构等。

第三步，考查并确定第一批 3 家子基金管理人。对经第二步筛选出来的 15~20 家备选投资顾问，按照策略量化分析体系考察其策略，最终选择出子基金管理人。策略量化分析体系包括风险收益来源分析、实盘组合压力测试、平稳性分析、业绩归因等多个维度，各项均设置了详细量化指标。为保证筛选名单与市场变化的同步性，MOM 的投资顾问名单将定期进行更新，核心投资顾问名单每隔 3 个月进行动态调整，以保持 MOM 产品管理人组合一直包括市场中优秀的量化对冲基金投资管理人的。

#### (四) PE 投资（不含并购及定向增发）

##### 1. 长期牛市下 PE 投资退出无系统性风险

PE 投资在 2008 年之前有过高潮，随后在金融危机下持续低迷数年。从 2013 年起 PE 投资开始复苏，2014 年市场又一次变得火爆。预计未来 PE 投资行业仍存在巨大机会。首先，资本市场政策推进使 PE 投资退出渠道通畅。新三板等多层次资本市场建设提速，股票发行注册制改革也将于 2015 年向公众征求意见然后择机实施，这将降低投资项目在 A 股上市退出难度。其次，未来 3~5 年股市呈整体上行趋势，因



数据来源：清科数据。

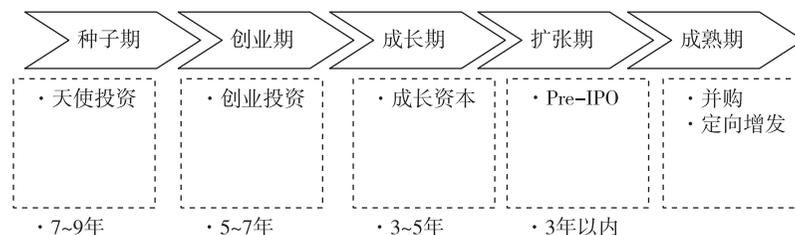
图 2 2006—2014 年 PE 募集金额及新募基金数



此现在发起 PE 投资基金在 3~5 年后退出无系统性风险。最后，PE 投资退出仍可获得可喜回报。虽然这几年由于 IPO 停摆 PE 退出案例不多，但已退出的案例大部分获得可喜回报。根据清科数据的分析，2014 年退出的案例中有 88% 获得了正收益，有 60% 的案例获得了超过 20% 的年化投资回报率，近 30% 的案例获得超过 50% 的回报率。其中乳品制造、游戏、生物制药、IT 服务、教育是退出回报最高的行业。

## 2. 信托公司的机会在创业投资和成长资本

根据被投资企业发展阶段的不同，PE 投资可细分为天使投资、创业投资、成长资本、Pre-IPO。投资阶段越靠前，投资风险越高，对投资者专业性的要求也越高。



资料来源：中融信托。

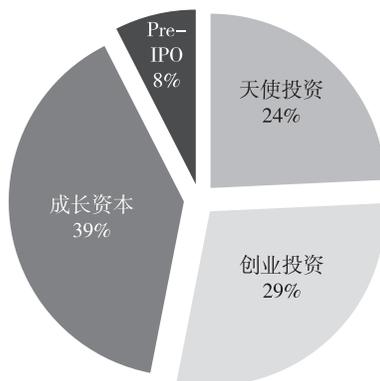
图 3 PE 投资分类及特征

天使投资和 Pre-IPO 并不是信托公司的主要机会。天使投资期限最长，封闭期一般是 7~9 年，且天使投资风险及对专业要求最高，与信托公司的专业水平及资金久期不匹配。而 Pre-IPO 的美好时代也已不再。从 2009 年开始，各路资金纷纷进入 PE 行业加入 Pre-IPO 项目争夺，投资成本水涨船高。即使 IPO 注册制改革可缩短投资退出周期，但由于一二级市场之间除流动性以外的溢价因素将消失，未来 PE 投资以溢价退出的不确定性仍会大大增加。

信托公司的机会主要在创业投资和成长资本。2014 年，成长资本和创业投资占当年 PE 投资（不含并购、定向增发）金额的近 70%。虽然现阶段成长资本和创业投资也面临一轮行业洗牌，没有核心竞争力的投资机构将遭市场淘汰，但总体而言，随着我国技术升级、消费升级以及服务升级，具有核心竞争力的成长资本依旧能够捕获众多投资机会并在市场上站稳脚跟。

## 3. 2015 年重点投资领域分析

2014 年，互联网、医疗、游戏、IT 服务等行业仍是创业投资与成长资本的热门投资领域。2015 年，网络服务、电子商务仍是主流，O2O 继续火爆，以大数据、云计算为主的 IT 服务以及医疗、游戏、网络教育等领域仍是热点。



数据来源：清科数据，中融信托。

图4 2014年PE投资类型 (按投资规模)

表5 2014年创业投资和成长资本在热门投资行业的退出情况

投资行业	投资对象	投资主体	退出期限	投资回报
网络服务	陌陌	经纬中国	3年	21倍
	卖座网	经纬中国	2年	10倍
电子商务	聚美优品	红杉资本	3年	88倍
	京东商城	高瓴资本	4年	28倍
		红杉资本	3年	5倍
医疗	我武生物	东方富海	4年	17倍
游戏	乐逗游戏	联想之星	4年	84倍
	兰港互动	IDG	6年	44倍
IT服务	东方网力	中科招商、盛世景投资	5年	9.2倍
	飞天诚信	九鼎投资	4年	3.5倍
网络教育	无忧英语	红杉资本、老虎基金	—	—
网络旅游	途牛旅游	红杉资本	3年	4.3倍

资料来源：清科数据，中融信托。

#### 4. 信托公司开展PE投资的建议

信托公司开展PE投资业务可有以下三种思路：

首先，信托公司与PE机构合作投资。这种方式下，信托公司与知名PE机构合作，由合作机构主导找项目，信托公司主导提供资金，采用投资决策由双方一致通过才可投资的合作方式。在具体项目的合作上，可就单个项目进行点对点合作，这就要求合作的PE机构及项目均非常优质；对于一般项目，则建议通过组合投资的方式分散单个项目投资风险。

其次，信托公司自身开展创业投资及成长资本投资。对于创业期和成长期企业，



往往仍处于烧钱阶段，投资此类机构对投资者专业判断能力要求较高，因此可采用与行业专业人士合作的方式开展投资。

最后，开展机会型投资。挖掘传统业务中积累的工商企业贷款客户股权融资需求，挖掘资金端高净值企业家客户的股权融资需求，挖掘其他机会型 Pre - IPO 投资项目。

## （五）PE FOF 业务

### 1. PE FOF 业务存在巨大机会

相比于 PE 投资中 GP 自己募集资金，自己寻找项目投资，PE FOF 业务则是募集资金投资其他 PE 基金。随着 Pre - IPO 的机会越来越少，包括平安创新资本在内的一批 PE 机构将 PE FOF 业务作为新的突破口。目前歌斐资产、盛世投资、鼎晟天平、道合金泽、诺承投资、上海基母投资、景天资本、宁波坤鼎等 10 余家民营机构都在重点开展 PE FOF 业务。

现阶段，PE FOF 业务存在巨大机会。首先，经过多年的发展，中国 PE 市场规模足够大，2013 年以来 PE 基金发行数量显著增多，成熟的 LP 规模增加，足以支撑 PE FOF 业务中基金的挑选；其次，PE FOF 业务的 GP 压力较小，PE FOF 业务投资其他 PE 基金而非具体项目，因此对 GP 的专业性要求较低，GP 也无须在找钱的同时找项目；再次，PE FOF 业务收益可观，如平安信托 PE FOF 一期预计内部收益率达 25%；最后，PE 二级市场转让需求为 PE FOF 业务带来众多投资机会。部分机构投资者由于自身流动性紧张，无法履行 PE 基金募集时的认购承诺，从而出现所谓的“断供”现象，这些存量 PE 份额转让的需求很大。如景天资本 2011 年底接手了一家“断供”LP 4000 万元的出资份额，仅 3 个月后基金旗下投资的和邦股份（603077.SH）通过中国证监会审核，7 个月后上市，创 PE 退出时间最短纪录。PE FOF 业务通过挖掘上述因流动性问题而产生的存量份额转让机会，可以在相对更短的时间内退出。

### 2. 信托公司开展 PE FOF 业务建议

精选基金管理人是信托公司开展 PE FOF 业务的重中之重。信托公司以基金管理人的业绩与稳定性为主要导向，选择的基金投资方向及策略各不相同，以达到分散风险的目的。在具体操作中，信托公司首先可以初步考察团队历史业绩、团队构成、项目储备、投资速度等要素建立备选基金管理人数据库，然后对经初步筛选的基金管理人开展尽职调查，除关注业绩指标以外，还需重点关注基金管理人与信托公司合作的匹配度。经过上述步骤后，精选基金管理人进入合作条款谈判阶段，信托公司力求达

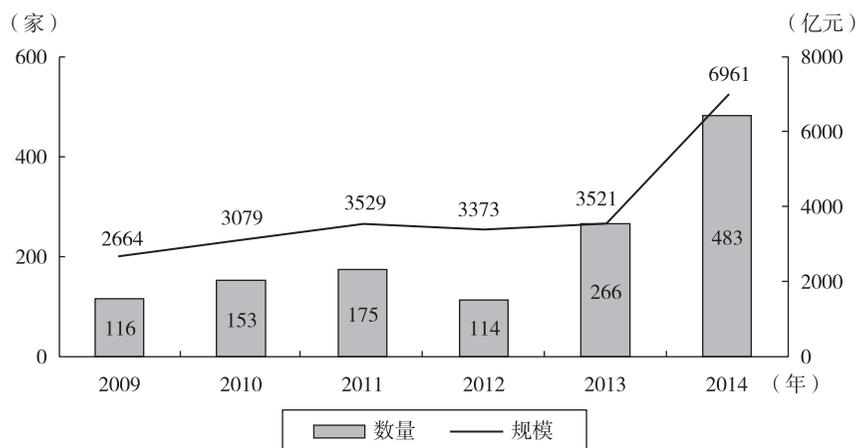


到最好的合作条件。为与客户利益保持一致，在 PE FOF 业务中信托公司最好自身跟随投资，增强投资者信心。此外，信托公司还应关注 LP 份额转让机会，创造超额收益。

## （六）定向增发

### 1. 定向增发市场机会前景空前

2013 年以来，市场对 A 股转牛的预期越来越强烈，投资者对上市公司定向增发的热情开始高涨，定向增发市场从 2013 年起提速发展。在牛市预期下，现阶段上市公司通过定向增发进行融资的需求非常强烈。截至 2015 年 1 月 13 日，公布但未实施定向增发预案的就有近 600 家，计划募集资金超过万亿元。



数据来源：Wind。

图 5 2009—2014 年我国上市公司定向增发交易数量及规模

与此同时，定向增发项目收益可观。从 2014 年定向增发市场收益统计数据来看，超过 86% 的项目的收益为正，且近 7 成收益（浮盈）超过了 20%。在长期牛市行情不变的前提下，只要将定向增发价格控制在合理范围内，定向增发退出并无系统性风险。此外，上市公司越来越频繁的并购交易也为定向增发退出造势护航。

### 2. 信托公司开展定向增发业务的建议

A 股上市公司以现金认购的定向增发业务分为两类，一类是采用竞价方式的 1 年期定向增发，另一类是采用定价方式的 3 年期定向增发。对于 1 年期定向增发，上市公司都会提前公布定向增发预案，从发布预案到正式申购竞价一般需要 3~6 个月时间。对于 1 年期定向增发，获取定向增发机会的关键是报价精准，因此信托公司需要



加强对投资标的研究，必要时可以与券商研究所合作。对于3年期定向增发，董事会预案公告时即已确定交易对象和交易价格。相对于1年期定向增发，3年期定向增发交易中投资者能够获得更多价格折扣。要获取此类定向增发机会，信托公司则须与上市公司股东、券商投行部门建立良好合作关系。

此外，信托公司还可以参与新三板挂牌企业的定向增发。相对于A股上市公司定向增发，新三板定向增发无限售期规定。信托公司可以重点挖掘采用做市转让方式交易的挂牌公司的定向增发机会。

## （七）并购

### 1. 资本市场主要并购机会分析

受IPO 关闸以及企业重组政策利好推动，从2013年起我国并购市场迎来爆炸式发展，2014年我国并购市场无论是交易数量还是交易规模均连续创历史新高。2014年中国证监会进一步修订《上市公司重大资产重组管理办法》以及《上市公司收购管理办法》，致力于推动市场化的并购重组，取消行政审批，这将进一步推动我国并购市场的发展。

2015年资本市场在以下领域存在诸多并购机会。在国企改革领域，国企剥离副业，存在收购低估国资的机会，国企做强主业，存在联合国企开展并购业务的机会。在新三板领域，已有13家新三板企业被上市公司收购，潜在并购机会巨大。在产能过剩领域，行业周期低谷是并购的绝佳时机，2014年房地产、机械制造、化工原料生产、纺织服装、有色金属等领域并购交易数量巨大。新兴产业并购交易也非常活跃，2014年新能源、软件、环保、医药、新材料等领域的并购交易数量较多。

### 2. 信托公司开展并购业务的建议

按照并购交易类型不同，信托公司可采用不同的参与模式。一类并购属于产业整合，主要由龙头企业在产能过剩行业兼并收购、盘活资产。典型代表有中民投整合钢铁、光伏、船舶三大产能过剩行业，中民投联合保利协鑫成立规模100亿元的产业基金，整合分布式能源产业链等。此类并购对行业专业性、运营管理能力要求非常高，产业整合所需资金量巨大，信托公司可以融资模式参与此类并购业务。

另一类并购属于围绕上市公司的并购交易。这类业务对专业性要求不高，并购所需资金量也相对较少，是信托公司开展并购业务的重点类型。目前已有模式如下：（1）“PE + 并购”，即与上市公司成立并购基金，收购标的，培育成熟后装入上市公司，提前锁定退出渠道。典型案例是硅谷天堂与大康牧业成立并购基金。（2）“持



股 + 并购”，即投资机构以定向增发方式或在二级市场买入上市公司股票，协助上市公司开展并购。由于并购往往带来股价上涨，投资机构在推高股价后退出。这类模式较“PE + 并购”模式回报丰厚，典型案例是硅谷天堂与长城集团开展的并购。(3) 私有化再上市，即收购海外被低估的中概公司，私有化退市后在 A 股等估值较高的市场重新上市，典型案例是紫光集团并购展讯通信。

## (八) 市值管理

### 1. 市值管理走上正道

2014 年 5 月国务院发布的《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，首次提出“鼓励上市公司建立市值管理制度”。这是市值管理的一个里程碑。先前，上市公司通过并购、定向增发、重组等资本运作手段已在行市值管理之实，但也存在操纵股价嫌疑。而此次监管机构明确市值管理之后，市值管理走上光明正道，市场上也将会产生大量系统化的市值管理新需求。

2014 年 10 月和 11 月，中信证券先后签下正海磁材、科力远两单市值管理业务，这是资本市场最早的两单市值管理业务。市值管理服务内容主要包括：(1) 制定市值管理相关制度、年度市值管理目标及实施方案；(2) 协助制订并购三年规划和年度计划，明确并购方向，协助寻找合适的并购标的；(3) 完成相应的股权融资、债权融资方案；(4) 推动投资者、媒介、分析师、监管者（“4R”）关系管理的实施等。

### 2. 信托公司开展市值管理的主要手段

市值管理的基本原则是：股价上涨时，采用减持、套现、增发、配股、换股并购；股价下跌时，采用股权激励、回购、增持及收购。不同的上市公司需求可以采用不同的市值管理手段。

表 6 市值管理需求及对应手段

上市公司需求	市值管理手段	典型案例
在境外上市，中概股估值低	更换上市地点，私有化后在 A 股上市	阿里巴巴 2012 年私有化 B2B 业务，2014 年重新上市
业务结构、战略定位不清晰	剥离副业、分拆上市，通过并购做强主业	联想控股分拆神州数码
一股独大，治理不完善	定向增发引入战略投资者、股权激励、员工持股计划	东方金钰引入中信信托



续表

上市公司需求	市值管理手段	典型案例
股东高位套现	并购（横向、纵向、跨界）提升股价	正海磁材开展并购
业务非相关多元化，不受资本市场认可	4R 管理，公司价值识别和描述	复星集团 20 倍 PE 承销

资料来源：中融信托。

### 专栏 3：和君咨询为某 IT 上市公司制订的市值管理方案

目标公司是深交所的一家上市公司，上市十几年来形成了杂乱的业务结构，上市以来市值几乎没涨，市值仅为 10 亿元。它是一家做 IT 的公司，目前在 A、B、C 三个不同领域都有 B2B 的 IT 业务，A 领域是医药领域，B 领域是政府领域，C 领域是城市领域。

A 领域的 B2B 业务是公司的核心业务，贡献超过一半的利润。但是上市公司在 A 领域的市场占有率接近 50%，很难继续快速增长，业务发展遭遇瓶颈。B、C 两个领域都是上市公司为了突破 A 领域的行业天花板而做的尝试，但基本不贡献利润。

上市公司的三大核心竞争力：一是有庞大的客户基础，其市场占有率已有 50%；二是因为做 IT 业务，积累了一定技术平台；三是积累了一批做 IT 的人才。

上市公司有三大主要问题：一是公司没有研究员关注，从 2006 年到 2011 年底，只有 10 篇研究报告。二是机构股东数量少，2011 年前二十大股东中只有一家机构，2010 年和 2011 年的股东名册显示，曾有几家机构持有该公司，但多数持股比例小，持股时间也很短。三是与竞争对手市值及市盈率差异大，主要原因是业务太乱、定位不清晰无法估值。

和君咨询为上市公司制订的具体市值管理服务方案如下。

首先，对上市公司所处行业进行详细分析及投资者调研。得出的结论是上市公司所处行业是机会多、变化快且有巨大发展空间的行业。在此基础上，帮助上市公司认识所处 IT 领域未来有哪些发展机会，为了能够抓住这些发展机会，需要作出哪些改变，以及如何利用好上市公司平台加快公司发展。

其次，对上市公司进行价值塑造。一方面，根据上市公司所处行业分析，明确回归 A 领域。明确未来 3~5 年的发展战略，确立以市值为导向、产融互动的经营理念 and 经营目标。明确未来 3 年要达到 100 亿元市值，实现 3 亿元利润。



再次，制订及实施业务优化方案。(1) 剥离、退出经营不善业务，B 领域、C 领域业务全部退出；(2) 短期进行财务投资改善业绩；(3) 长期围绕 A 领域做大 IT 云业务与大数据业务，建立上市公司资本平台，完成 1~2 次再融资与若干次产业并购。和君咨询的关联方君联资本负责交易融资方案。

最后，优化管理模式与组织结构。协助上市公司调整组织结构和激励机制，实施股权激励计划，绑定公司和员工利益。

市值管理的结果喜人。首先，市值大幅提升，两年时间内上市公司市值从启动服务时候的 15 亿元变成 95 亿元，而且它远超大盘的涨幅、行业平均涨幅和竞争对手的涨幅。其次，机构投资者进场，最新一期股东名册显示有 25 家机构在其中，持股超过 5% 的机构有 5 家。

## (九) 国企改革

### 1. 资本市场是国企改革主战场

国企改革与资本市场历来联系紧密。20 世纪 90 年代，我国资本市场主要是为国企改革提供配套融资服务支持而建立；2000 年以后，在资本市场进行股权分置改革，强调国资控股地位，避免私有化风险；2013 年以来，我国启动以调整国资布局、提升国企效率、改善经济活力为目的的新一轮改革，同时股票发行注册制、多层次资本市场建设等证券市场改革措施，为国企通过资本市场进行混合所有制改革提供退出渠道和操作空间。

事实上，各地方政府公布或者试点的改革方案都将资本市场作为国企改革的主战场，明确提出将整体上市和提高国资证券化率作为混合所有制改革重点。如上海鼓励非公有资本控股的混合所有制企业实现整体或核心资产上市，并提出提高企业证券化率水平；重庆明确提出加快国企改制上市步伐；山东提出推动省属国企改制上市；湖南国企改革方案中明确将混合所有制改革定义为“上市为主、三个引进、三个允许”；安徽已经启动江汽集团整体上市。在国企混合所有制改革中，国资布局有进有退，需要引入民营资本来补充，但国有产权的交易必然涉及价格的问题，而资本市场拥有公开透明的价格形成机制，将国企改革与资本市场结合，将解决国资定价难题和私有化风险，同时为国资退出或做大搞活提供渠道。



表 7 各地国企改革方案

省(市)	各地国企改革方案
上海	鼓励非公有资本控股的混合所有制企业实行整体上市、核心业务资产上市、公司股份制改革,以及探索特殊管理股制度等
重庆	扩大产权开放促进股权多元化,推动国有资本与其他各类资本融合发展,加快国企改制上市步伐
山东	推动省属国企改制上市,鼓励非国有资本通过出资入股、收购股权、认购可转债等多种形式参与省属国企改制重组或国有控股上市公司增发股票,试点探索混合所有制企业职工持股
北京	积极引入战略投资者,加大一级企业的改制力度;鼓励民营企业参与国企改制重组,加快国企上市步伐;鼓励股权投资基金积极参与国企改制上市、重组整合、资产并购
广东	鼓励非国有资本通过股权收购、增资扩股、股权置换等多种途径参与增发股票,允许企业职工出资参与企业改制,鼓励各种形式的股权投资基金参与国企改制上市、并购重组
安徽	推动竞争性企业整合重组,未来3~5年内,将把90%的国有资本集中到能源板块、交通板块、原材料板块、先进制造业板块及现代服务业板块

资料来源:中融信托。

## 2. 国企改革的四类资本市场业务机会

通过观察国企改革的进程和方向,参考目前民营资本参与国企混合所有制改革的案例和各地政策的具体表述,未来国企混合所有制改革将在资本市场产生以下四个方面的投资机会。

(1) 整体上市。引入民营资本、产权多元化之后整体上市已经成为一种常用的混合所有制改革手段,例如江淮汽车集团出让给建银投资25%的股权,以资产重组方式整体上市。信托公司可抓住国企采用整体上市进行混合所有制改革的机会,以战略投资的形式在上市的时候进入,通过股票二级市场转让或者持有升值分红等方式实现投资回报。

表 8 国企混合所有制改革的整体上市案例

公司	地区	时间	改革方式	概要
金丰投资	上海	2014/3/19	大股东整体上市、员工持股	绿地集团借壳金丰投资,借壳之前,绿地集团于2013年11月27日引入鼎辉等非公投资者
美的电器	广东	2013/4/1	整体上市	2013年4月1日美的电器公告整体上市,2013年9月18日正式上市
江淮汽车	安徽	2014/4/14	大股东整体上市、大股东引入战略投资者、大股东股权激励	公司控股股东江淮汽车集团通过重大资产重组方式实现整体上市,在整体上市之前,江淮汽车集团于2013年引入战略投资者(建银投资持有25%的股权),同时经营技术团队拥有集团4.63%的股权

资料来源:中融信托。



(2) PE 投资。国企混合所有制改革将按照企业性质分类推进，其中自然垄断领域放开的竞争性环节和竞争型领域就是混合所有制改革的重点。一方面，关注石油石化、电信下游销售环节，军工行业的军民改制环节，以及铁路运网分离等垄断领域优质资产剥离的投资机会。具体如中石化混合所有制改革案例，数家投资者以现金向中石化旗下销售公司增资并占股 29.99%，销售公司在未来 1~2 年通过独立上市实现退出。另一方面，关注医药、建材、地产、旅游等国资退出领域的股权投资机会，例如以实现产权多元化、引入战略投资者为目的的城投控股引入弘毅投资，全聚德引入 IDG，青岛海尔引入 KKR，绿地集团引入平安，格力集团拟以公开挂牌出让 49% 的股权引入战略投资者，合肥三洋引入惠而浦等。除了针对国企进行股权投资以外，还可针对国企旗下部分被低估或有增值潜力的资产进行收购，通过“并购+定向增发”将其装入上市公司，或者依托产权交易所平台收购并实现独立上市或注入上市公司，获得投资回报。信托公司可利用其作为金融企业的资金、管理、业务优势，积极参与两类国企混合所有制改革的股权投资机会，上述领域的国企经过混合所有制改革提升经营管理水平、增强资本实力之后将改变其低于行业估值水平的现状，最终以估值提升、实现业绩红利的方式通过二级市场实现投资回报。

表 9 国企混合所有制改革的 PE 投资案例

公司	地区	时间	改革方式	概要
格力集团	广东	2014/7/14	大股东资产整合，引入战略投资者	珠海市国资委拟通过无偿划拨方式将格力集团持有的格力地产股份有限公司 51.94% 的股权、珠海格力港珠澳大桥珠黑岸建设管理有限公司 100% 的股权、珠海格力航空投资有限公司 100% 的股权，以及公司对格力地产的债权等资产，注入珠海市国资委新设立的全资子公司（该公司目前正在办理注册手续）；之后，珠海市国资委拟将不超过公司 49% 的股权通过公开挂牌转让的方式引进战略投资者
青岛海尔	山东	2013/10/1	引入战略投资者	KKR 入股，占 10% 的股权
合肥三洋	安徽	2014/8/14	股权转让，引入战略投资者	合肥市国资委出让控股权，引入国际家电巨头企业惠而浦，惠而浦拟通过接收原三洋系持有的股权以及定向增发的方式入驻合肥三洋，替代合肥市国资委成为公司第一大股东，持股比例达 51%
城投控股	上海	2014/1/22	引入战略投资者	引入弘毅资本，占 10% 的股权

资料来源：中融信托。



(3) 定向增发。作为国企混合所有制改革的手段，采用定向增发的形式引入社会资本、多元化国企产权，或者结合并购将国企资产注入上市公司，都是常常出现的情况。例如锦江股份通过定向增发引入弘毅投资、青岛海尔通过定向增发引入 KKR 等都是国企混合所有制改革中较为典型的利用定向增发引入社会资本、筹集资金、降低国资比例的案例。信托公司可关注国企上市平台公司利用定向增发进行混合所有制改革的机会，通过股票解禁后因混合所有制改革带来的估值溢价实现投资退出。

表 10 国企混合所有制改革的定向增发案例

公司	地区	时间	改革方式	概要
锦江股份	上海	2014/6/13	定向增发，引入战略投资者	拟定向增发募集资金总额不超过 303525.72 万元，由锦江酒店集团和弘毅投资基金共同出资，完成后弘毅投资占总股本的 12.43%，筹集资金将用于补充公司主营业务有限服务型酒店未来三年业务及门店发展所需资金
青岛海尔	山东	2013/10/1	定向增发，引入战略投资者	KKR 入股，占 10% 的股权

资料来源：中融信托。

(4) 员工持股/股权激励。在国企混合所有制改革过程中，公司治理方面的改革也是重要一环，其中为增加管理活力和员工积极性，进行员工持股或管理层股权激励成为改革的重点内容。在这个过程中，存在两方面的机会：一是员工持股或股权激励过程中通常会加杠杆，员工出部分资金加上融入部分资金来购买公司股票，公司可为其提供融资；二是管理层股权激励或者员工持股通常需要持股载体，虽然目前多采用有限合伙基金，但信托计划也可作为载体。例如上海绿地通过设立格林兰投资（有限合伙）代替管理层持有 28.83% 的绿地集团股份，上港集团通过员工持股计划以员工薪酬和其他融资认购公司股票 4.3 亿股，华英农业的管理层及部分员工通过信托计划买入公司股票进行持有，万科通过信托及券商资管计划在二级市场买入公司股票实现员工持股计划。

表 11 国企混合所有制改革的员工持股/股权激励案例

公司	地区	时间	改革方式	概要
上海绿地	上海	2014/6	员工持股	通过设立格林兰投资代替管理层持有 28.83% 的绿地集团股份
上港集团	上海	2014/11	员工持股	向员工持股计划非公开发行股票 4.3 亿股，募集资金约 18 亿元，有 1.6 万人参加了员工持股计划，占公司员工总人数的 72% 左右，认购资金来自于薪酬和其他融资，员工持股计划的存续期为 48 个月



续表

公司	地区	时间	改革方式	概要
华英农业	河南	2014/7	员工持股/股权激励	管理层及部分员工成立有限合伙企业，认购信托计划，员工自筹与信托融资的比例为1:2，控股股东担保，在二级市场买入流通股票形成员工持股，期限为42个月
万科	深圳	2014/5	员工持股/股权激励	万科1320名事业合伙人将奖金委托给华能信托设立信托计划，并通过有限合伙企业盈安及国信证券资管计划在二级市场买入股票，其间融入资金放大杠杆

资料来源：中融信托。