

言必信
信而不
是金
推心
致腹

信

行业研究篇

TRUST SECTOR RESEARCH REPORT



供给侧结构性改革背景下的信托业转型

课题牵头单位：中信信托有限责任公司

课题组成员：

徐光磊 周 萍 张 偲

和晋予 林 寅

王玉国 王 琛

王和俊 孙 妙

曲晓燕 陈星宇

中信信托有限责任公司

国投泰康信托有限公司

中诚信托有限责任公司

云南国际信托有限公司

中融信托有限责任公司



摘 要

本文以新的视角看待当今与未来信托业、信托公司的状态和发展。从管理、产业经济、系统论、历史发展等角度，探讨信托业、信托公司的相对稳态。本文认为，在供给侧结构性改革的大背景下，信托业、信托公司的转型势在必行，而转型成功的关键在于几方面：

两个重点。转型的实质和重点就是信托业、信托公司要围绕供给侧结构性改革和创新两个重点展开，如果将两者结合起来就是要进行结构性创新。从信托的历史演化角度看创新，信托业创新的一个维度是在中国特色背景下的创新。

三个关键成功要素。志不达者智不强。在明确信托业定位的基础上，确定信托业今后的业务方向以及所需要的关键能力，这些是信托业成功转型的三个关键要素。供给侧结构性改革背景下的信托业转型，应该在内涵和外延两个方向同时发展、发力。

一个关注点。在信息社会的互联网和物联网之下，信托行业从资金端、资产端到信托行业、信托公司自身的未来是什么？有什么因素、什么外部力量正在或将会改变信托业、信托公司的现在和未来，改变金融行业、资管行业、信托行业的战略格局、竞争格局，需要我们强烈地关注、跟踪、研究并且付诸行动。

知行合一。从目前看，信托业、信托公司的发展方向已经基本明确，后续工作很重要的是行动。但是，也还有不明确的因素存在，需要更多关注。

关键词：信托业 供给侧结构性改革 创新 转型 重点 关键成功要素 关注



目 录

一、供给侧结构性改革、信托与转型	7
(一) 对供给侧结构性改革及其背景的认识	7
(二) 对信托业转型的认识	9
二、信托业转型的三个关键成功要素	11
(一) 信托业的再定位	11
(二) 信托公司的业务重构与转型	17
(三) 信托公司的能力重构和建设	23
三、关注信息社会的发展对信托业的影响	35
参考文献	37



中国经济和社会发展在经历了改革开放之后的高速增长后，步入了新的发展阶段，呈现出增速下调、结构调整、动力转换等基本特征，进入了所谓的“新常态”。中共中央和国务院在深刻理解和把握“新常态”规律的基础上，提出了“供给侧结构性改革”的基本思想和措施，作为当前及未来相当长时期内中国经济变革、发展的总体思路。

金融、信托来源于实体经济，附着于实体经济，也服务于实体经济，这是金融、信托生命之花能够常开的秘密。中国信托业能够成为一个独立的金融子行业，是因为顺应了中国经济、社会的变化和发展，在此过程中提供了有独特价值的、差异化的、稀缺的金融产品和金融服务。

信托业务的发展方向应紧贴国家发展战略及供给侧改革带来的机遇，供给侧结构性改革为新常态下信托业的转型创新、加速发展提出了全新要求，同时也带来了难得的历史机遇。信托业必须牢牢把握市场机遇，发挥其对供给侧结构性改革的独特作用。

一、供给侧结构性改革、信托与转型

信托业、信托公司转型中必须始终强调信托功能的积极主动性，以消极管理、提供简单制度安排为特征的信托业务很难成为主流。当下，站在信托业、信托公司的视角，深刻地理解供给侧结构性改革及其背景，积极探索供给侧结构性改革中蕴藏的发展机遇，创造性地结合信托业、信托公司自身的发展规律、自身存在的问题，提出供给侧结构性改革背景下信托业、信托公司自身转型发展的思路 and 措施，投身于供给侧结构性改革的滚滚洪流之中去，在中国经济、社会发展趋势中继续提供有独特价值的、差异化的金融产品和金融服务，并在这个过程中不断地明确、完善、优化信托业、信托公司自身的发展方向、战略目标、定位、业务组合、能力等，花大力气地进行结构性调整和改革，将成为信托业、信托公司把握经济发展趋势、顺应发展改革潮流、实现成功转型的关键。

（一）对供给侧结构性改革及其背景的认识

提出供给侧结构性改革，是基于深刻的时代背景。深刻地认识供给侧结构性改革的背景、内涵、本质、改革逻辑、重点和路径，以及对未来的影响之后，再来研究供给侧结构性改革背景下的信托业转型，才是一个正确的方法。



1. 供给侧结构性改革的背景

改革开放三十多年来，中国经济持续高速增长，已经步入中等收入国家行列，成为世界第二大经济体。但是随着人口红利逐渐减少、“中等收入陷阱”风险在累积、世界经济格局正经历深刻调整等国内外一系列因素的作用，中国经济发展正在进入“新常态”，主要变现为：供需关系的结构性失衡。“供需错位”已成为阻挡中国经济持续增长的最大障碍：一方面，过剩产能是经济转型中的突出问题。另一方面，中低端产品过剩，高端产品又供给不足。结构性问题较为突出。中国的结构性问题主要包括产业结构、区域结构、要素投入结构、排放结构、经济增长动力结构和收入分配结构六个方面，这六个方面既相对独立、又相互叠加。

2. 供给侧结构性改革的目标、内涵

2016年1月26日在中央财经领导小组第十二次会议上，习总书记强调，供给侧结构性改革的根本目的是提高社会生产力水平，落实好以人民为中心的发展思想。

供给侧结构性改革可以从“供给侧+结构性+改革”三个方面来理解。其含义就是，用改革的办法推进结构调整，减少无效和低端供给，扩大有效和中高端供给，增强供给结构对需求变化的适应性和灵活性，提高全要素生产率，使供给体系更好适应需求结构变化。

供给侧结构性改革需要从供给、需求两个方面考虑经济发展的问题，调整经济结构，使要素实现最优配置，提升经济增长的质量和数量。需求侧有投资、消费、出口“三驾马车”，供给侧则有劳动力、土地、资本、创新四大要素。

供给侧结构性改革，是用增量改革促存量调整，在增加投资过程中优化投资结构、产业结构，在经济可持续增长的基础上实现人民生活水平不断提高；是优化产权结构，国进民进、政府宏观调控与民间活力相互促进；是优化投融资结构，促进资源整合，实现资源优化配置与优化再生；是优化产业结构、提高产业质量，优化产品结构、提升产品质量；是优化分配结构，实现公平分配，使消费成为生产力；是优化流通结构，节省交易成本，提高有效经济总量；是优化消费结构，实现消费品不断升级，不断提高人民生活品质，实现创新、协调、绿色、开放、共享的发展。

3. 供给侧结构性改革的重点措施和本质

供给侧结构性改革是我国未来经济社会相当长时期内的发展方向，是国家对于中国经济发展阶段性特点和任务的总结，做好供给侧结构性改革关系到未来中国经济能否持续保持增长，改革的政策和措施都要围绕该目标和任务进行。具体来讲，推动供



供给侧结构性改革，有五大具体任务，即“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”。

这五大重点任务实际针对的是现阶段制约我国经济发展的主要问题，比如部分产能过剩、房地产库存过高、地方政府和企业债务负担过大、社会融资成本过高及中小企业融资困难、居民升级消费需求和民生需求设施及服务供给不足等，解决好上述问题，供给侧结构性改革才会取得实质进展，中国经济才能释放潜在增长速度。

对供给侧结构性改革背景、目标、内涵、重点措施的深刻理解，可以从结构性改革、创新两个方面提纲挈领地认识供给侧结构性改革的实质。

（二）对信托业转型的认识

供给侧结构性改革的提出，为当前及今后信托业转型提供了一个基本思路、方法和措施。对中国信托业和信托公司转型而言，结构性改革、创新两个方面也将是当下和未来相当长一段时期的基本目标。结构性改革、创新是信托业转型的重点。

我们所面对的时代，所面临的变化，已经不是周期性的变化了，而是一种跨越式的变革、变化。所以，我们必须转型，而不是等待。因为，周期性变化可以等待，等待严冬过去，等待春天来临。但是，这种跨越式的变革，等待就意味着死亡，我们必须以转型的观念、战略、方法来行动。

转型就是升级、是创新，是树立远大的理想和目标，是认清楚自己的使命和任务，是补短板、加强自身能力建设，是顺应历史发展的规律和经济社会发展的潮流，是做对社会发展积极的事情。

信托业的转型应该包括两个方面，一是信托行业整体的转型，二是信托公司的转型，它们共同构成了信托业的转型，而信托公司应该是信托业转型的主体。在信托公司的转型中，企业家又应该是信托公司转型的主体。

1. 信托业转型的直接背景

相对而言，信托业的转型的技术和战略背景应该更具体、更直接，原则上包括以下三个方面：

一是经济结构的变化导致投资标的物的重大变化。中国经济结构转型升级，产生从重化工时代向后重化工时代的转型，从投资拉动向需求拉动转型。这是经济发展内在的规律。因此，实体经济对金融的需求，或者说金融的内在本质发生了变化。资金需求方或资产方发生重大变化，即投资标的物发生重大变化。例如房地产投资和需求的时代，煤炭需求和投资的时代已经基本上过去了。产业高技术化、产业结构软化



(产业服务化)等经济结构中相对高端化的现象出现,并会逐步加深。^①

二是金融结构的变化导致信托业在整个金融行业中的地位也会发生重大变化。中国经济的长期发展和变化,中国人均富裕程度发生重大变化,迎来财富管理时代、资产管理时代的到来。同时,也出现金融脱媒现象,将对金融行业、金融结构产生重大影响。其直接结果就是金融产业的逐步高端化。这是金融行业自身发展的规律。这种变化将会反映在信托业和信托公司身上。

三是信息技术的进步带来社会结构的变化。信息技术的进步,正在促进人类社会从工业社会向信息社会转型。这种社会结构的重大变化必然会对金融本质、金融功能的表现形式产生重大影响,就目前而言,已在支付、结算、融资方式等方面产生重大变革。可以预期的是,这种变化也将对我们的观念、组织生存方式、资产标的物、资源配置方式等产生重大影响。

2. 创新和结构性调整是信托业转型的两个重点

“创新”一词首先由熊彼特提出。熊彼特认为,创新的五种情况是:(1)采用一种新的产品;(2)采用一种新的生产方法;(3)开辟一个新的市场;(4)掠取或控制原材料或半制成品的一种新的供应来源;(5)实现任何一种工业的新的组织。对应产品创新、技术创新、市场创新、资源配置创新和组织创新,而这里的“组织创新”也可以看成是部分的制度创新。

信托业的创新和结构性改革。从创新最初的内涵理解,结合中国经济和国际经济的大背景,以及中国信托业、信托公司的具体情况,信托业、信托公司的创新方向大体上也应该包括产品创新、技术创新、市场创新、资源配置方式创新、组织创新和制度创新等方面。

所以,在供给侧结构性改革的背景下,在对信托业有直接冲击的时代背景下,如果把创新与结构性改革融合在一起考虑,那信托业、信托公司就应该从产品(业务)结构、技术结构、市场结构、资源配置方式的结构、组织结构、制度结构等方面进行创新。

3. 信托业转型的具体方向、内容

综合考虑,本文将讨论以下几个关于信托业、信托公司的转型:

(1) 定位问题。基于信托发展的历史、系统科学的视角、中国具体的国情等,

^① 芮明杰主编. 产业经济学. 上海: 上海财经大学出版社, 2005.



再认识信托业、信托公司的愿景、目标、定位和责任。

(2) 业务组合。在创新、结构性改革之下，基于资金端、资产端视角，以及时空思维下，信托业、信托公司新的业务范围和组合。

(3) 能力问题。在确立了信托业、信托公司新的业务范围和组合之后，为了实现这些目标，信托业、信托公司需要建立哪些新的能力？

(4) 需要关注的问题。在社会结构从工业化向信息化转型的关键期，这种由于信息技术的进步所带来的众多重大变革或变化，也将会对信托业、信托公司的业务、能力建设产生重大影响。由于它们还有不确定性，所以需要信托业、信托公司密切关注。

二、信托业转型的三个关键成功要素

过去靠项目、今后靠管理和体系。有专家表示，信托业转型难点并非在业务方向，实际上，更难在理念和内部管理方式的转变上。在旧的经营模式下，信托公司在决策中形成了较强的融资性业务偏好，转型更需要关注决策机制、风控文化以及专业能力培育等。只有把资源、新理念和管理方法与转型方向结合起来，才能实现真正的转型。

供给侧结构性改革背景下的信托业转型，是一个庞大的系统工程，会涉及许多问题。本文认为，新的发展趋势下，信托业的定位、信托业业务的结构性创新以及两者之后的能力建设是信托业转型的重中之重，将会是信托业这一轮转型能否成功的三个关键成功要素。

(一) 信托业的再定位

从信托在各国发展的历史看，信托最终将走向财富管理、财产转移的业务。但实际上，当观察信托在各国发展中发挥的作用，就会发现信托一直在变化之中，并且都在为本国经济的发展发挥重要的作用。

通过对信托发展历史的研究以及系统论的解释，也可以发现信托的创新功能体在金融中有着非常重要的作用，这也是信托之所以有旺盛的生命力的原因。

信托未来的业务发展方向是财富管理和财产转移，关键是将信托的功能与本国的经济发展相结合，走出一条创新之路。

所以，信托应该为社会主义公有制下具有中国特色市场经济下的经济、金融发展服务。对于信托在中国经济社会发展过程中的作用、功能、定位等应该重新认识和



定义。

1. 历史的惯性和启示

通过考察世界范围内信托制度、和信托业务的发展历程，我们看到了一个不断演进、随需而变、不断丰富的信托发展史。

(1) 在历史惯性之下，信托的最终业务是财富管理和财产转移。

在不同的国家和地区，由于各地文化背景等方面的差异，信托制度及其发展路径均表现出很大的不同和多样性。从各国各地区的信托实践看，信托制度是随着社会经济环境的变迁而不断创新和发展的。从发达国家信托发展的历史看，信托制度也都经历了从产生、发育到成熟的过程，也经历了发展、规范、再发展的不同阶段。信托制度因其富有活力而得到广泛传播，在美国引进并将之发扬光大之后，大陆法系的日本、韩国也先后引进，特别是日本，对信托制度在大陆法系国家的引入和发展，做出了贡献。

信托业务经历了从无偿到有偿、从民事到商事、从财产管理到金融投资、从个人私益到公共福利的发展过程。在信托制度的发展历程中，尤其是大陆法系国家，商事信托是发展和关注的重点。在考察商事信托时，会发现信托的基本法理与巧妙的商事规则的结合衍生出无穷的创造力。这正是信托灵活性的体现。^① 在这个过程中，信托实现了“民事信托—商业信托—金融信托”的演化，但同时这三种信托的形态都还存在，就像在大自然中生物的不断演化，但是高级生物的存在不以低级生物的灭亡为前提，而是存在着一个类似生物链的“信托链”。

信托的发展与财产私有化程度有关。具体表现在出自于英国的现代信托制度，包括再早的信托，都是与财产的转移和财产的继承、管理有关的。所以，财产的私有制是信托发展的基础原因之一。从金融、制度经济学的角度，信托的本质是一种建立在信任基础之上的由他人对信托财产进行管理、运用和处分的财产管理制度。信托既是一项财产转移制度，又是一项财产管理制度，它是集财产转移功能与财产管理功能于一身的制度安排。

(2) 在信托发展的过程中，信托始终要服务于本国的经济发展。

信托的发展与经济跟随性和阶段性。各国信托制度的发展与该国经济的发展有直接的线性关系。在一个国家，无论信托制度是显性的，还是隐性的，信托制度

^① 刘金凤、许丹、何燕婷等. 海外信托发展史, 北京: 中国财政经济出版社, 2009.



的应用程度、信托业和信托业务的发展程度，都与其经济发展水平直接相关。在一国经济发展的初期，信托制度、信托业的主要方向是财产转移和财产继承，在经济高速发展阶段，经济的发展对资金，尤其是长期资金的需求日增，这时信托的资金融通、金融投资、金融资产管理的特征明显。在经济进入平稳增长的阶段，以及财富的积累水平大幅提高，资产、财产转移和管理的需求又会回归。

信托的发展受国情制约的差异性。所谓受国情制约主要包括信托业的发展，受到本国具体政治、文化、历史、法律、经济发展阶段等因素的制约。具体国情的差异会引起各国信托业发展路径及其现状的巨大差异。美国、日本、韩国信托业的发展和产品的具体定位因为其不同的初始条件和社会经济发展阶段表现出很大的差异性。美国证券信托的高度发达与其资本市场的高度发达有直接关系。日本信托业开始以金钱信托为主，这也是日本引入信托的目的并与其经济发展水平和社会环境有直接关系。德国的全能银行模式，以及大陆法系的制约，实际上限制了信托业是一个隐性的信托业，和英国、美国、日本的信托业的表现形式有巨大差别。^①

2. 信托业在金融体系中的一般功能和作用

信托业在中国能够成为一个独立的金融子行业，这其中一定有其内在的原因。本文认为，这与信托本身的价值有关，同时也与中国哲学中包含着天然的信托精神的内涵有很大关系。

承载着衡平精神、信托精神的信托业，在一个国家的金融体系中将永远承担着创新、变异的功能和作用，即打破旧有平衡，突破老系统中不合理的地方，使系统不断进化、发展。

信托精神、衡平精神与创新精神一脉相承，它们是一种精神在不同领域不同的表现形式，这将是信托业的立足之本。对于信托业而言，应该注重信托精神、创新精神的培育与完善。

（1）衡平精神和理念、信托精神和理念，意味着创新。

衡平法之实就是“将既有的法律规范看作是有缺陷的，因而必须确立效力更高的另外一种法律规范，在既有法律规范出现缺陷时对其补正。”实际上，就是一种突破法律技术规范以实现公平正义的思维方式。这样的思维方式并不鲜见。中国古代的法律传统中就曾经以纲常伦理作为衡平法对制定法加以补正，伊斯兰法系中也不时以宗

^① 刘金凤、许丹、何燕婷等：《海外信托发展史》，北京：中国财政经济出版社，2009。



教教义作为衡平法补正既有的法律规范。信托制度赖以存在的显然并不是形式意义上的衡平法法律体系，英美法上普通法和衡平法对于所有权的两分也并不是信托制度的基础。换言之，英美衡平法体系背后所体现的实质意义的衡平精神才是信托制度的内核。在信托制度中，通过对财产的信托安排实现了对于所有权法律体系的突破。信托财产之上不存在所有权，只存在信托之目的。既无所谓所有权，也就无从以法律的所有权制度维系之，保障信托受益人所依据的正是衡平法之实，即衡平之精神。所以，信托制度之存在，折射出的正是我们对于衡平精神的依循。^①

信托制度和信托业在不同的国家有不同的显性特征，例如在法国、德国等为代表的大陆法系国家就很不显著，但是这并不意味着信托制度和信托业所代表的以财产转移、财富管理为显著特征的事实不存在，只是以不同的方式存在。就像生物的多样化，由于信托本质的多重性，所以信托制度、信托业在不同国家的起源、生长、演化及其发展路径、发展阶段、发展状态都有着很大的不同。但是，其中不变的是信托精神、信托理念或者衡平精神、衡平理念。

（2）信托的价值发现及回归。

张毅认为^②，独立的信托业承载着金融体制改革和促进社会经济发展的历史使命，蕴含着培育中国其他金融业态的种种可能。信托业的发展之路，便是一条不断自我否定、自我突破、自我超越的创新之路，而通过对信托机制与原理的不断理解、发掘与实践，信托构建的业务模式、拓展的产品类型、树立的价值理念，都被快速移植到金融的各个子行业，极大地推动了中国金融业的发展与进步。这充分说明了信托的价值在于创新，在于“探路”，在于其激发金融活力的“鲶鱼效应”。同时，决策者对于信托也存在某种期待：作为金融创新的先行者，以资本的逐利本能与机制的特殊构造作为内在驱动力，为中国金融实践闯出新的道路。

（3）遗传、变异与信托、金融。

从进化论的角度看，生物进化包括遗传和变异两大部分。信托业的转型就是在信托业务、信托管理信托人才等方面发生的遗传和变异。从工程学的角度看，这种变不要超过30%，否则，失败的可能性就会大增。所以，信托业及其信托公司的转型和变革，以及创新都需要一个过程。

①生物学上的遗传和变异。

^① 李晓云：公司向信托的回归，西南政法大学博士学位论文，2006。

^② 张毅：信托的价值发现与回归，金融时报，2015-05-04。



生物学上的遗传是指亲子间的相似性，变异是指亲子间和子代个体间的差异。生物的遗传和变异是通过生殖和发育实现的。遗传与变异是遗传现象中不可分离的两个方面。遗传与变异，是生物界不断发生的现象，也是物种形成和生物进化的基础。遗传和变异是对立的统一体，遗传使物种得以延续，变异则使物种不断进化。

②信托是金融发展演进中的变异部分，但信托本身也有遗传和变异两部分。

如果把遗传和变异的概念和理论引入金融体系中，那么信托就是金融体系中的变异部分。信托是金融体系不断变化的主要的力量，也就是说信托是金融体系中的创新力量。

但是，信托中也有遗传和变异，这使得信托具备了工具理性和价值理性相结合的特性。信托中的“遗传”财富管理、资产管理，这就为信托本身的生存和发展产生了进化的力量，为信托在金融体系中发挥创新的功能和作用奠定了基础。信托中的“变异”，就是衡平精神和信托精神。

(4) 耗散结构理论、非对称性与信托。

①耗散结构与非对称性。

耗散结构理论指出，系统从无序状态过渡到耗散结构有几个必要条件：一是系统必须是开放的，即系统必须与外界进行物质、能量的交换；二是系统必须是远离平衡状态的，系统中物质、能量流和热力学力的关系是非线性的；三是系统内部不同元素之间存在着非线性相互作用，并且需要不断输入能量来维持。远离平衡态的开放系统，通过与外界交换物质和能量，可能在一定的条件下形成一种新的、稳定的有序结构。

非对称性，即反映客观事物在结构、功能、时空上的特殊联系的范畴。对称指事物以一定的中介进行某种变化时出现的不变性，非对称指事物以一定的中介进行某种变化时出现的可变性。在自然界中普遍存在，形式多样。

②信托具有非对称性，使得系统具有耗散结构的特性。

由于信托精神、衡平精神的存在，使信托在结构、功能、时空上具有了非对称性。由于信托的存在，使得金融体系具备了耗散结构的特征，也使信托成为金融体系中最活跃的部分，担负着金融体系创新、进化的责任。

鉴于信托所具有的非对称性，以及使金融系统成为耗散结构系统，如果信托能够很好地发挥了自身的作用，就在金融体系与实体经济之间架起了桥梁，金融体系将会较好地适应实体经济的发展和变化。



③不当使用信托非对称性，后果很严重。

由于信托自身具有非对称性，而在金融实践中，信托又具有强大的功能，作为一种非标准化的金融工具，如果使用不当，那么不仅不能促进金融体系的健康发展，反而会干扰金融体系与实体经济发展的匹配，在扰乱金融体系的同时，也将危及实体经济。

3. 继往开来：新形势下信托的再定位

万业有术，术无道则不立。有道无术，术尚可求，有术无道，止于术。

回溯历史，可以发现信托回归本源包括两个层面的回归：表象的回归和内涵的回归。内涵的回归就是对信托精神、衡平精神、科学精神的回归。表象的回归是对信托业务的回归，即代客理财、资产管理、财富的代际传承等。信托不应该是一种单纯的、工具性的、功利性的金融工具，而应该把自然和人文完美地结合在一起，也就是遵循自然发展规律和社会发展规律的同时，结合时代、区域的具体的特征，创造性地使用和开发。信托为什么历久弥新，是因为信托有其内在的精神力量、独特的功能和价值。

继往开来。“继往”就是延续、继承信托传统的做法和功能；“开来”就是信托的现代化，把新世纪社会形态中的新思维、新观念、新行为注入到信托产业中，让信托与时俱进。

成功的基本面是设计出来的。信托的定位应该是一个组合，有不同层次、有各种功能，表现出不同的价值。将信托应用于后两者，将是信托从业人员对中国信托理论和信托实践的历史性贡献，对于信托精神是一种新的解读。

(1) 国家层面的定位。从国家的层面而言，信托要为中国经济建设服务，丰富和发展信托的理论和实践。具体而言，信托为中国的经济建设服务应该包括几方面。

一是在当下的中国，信托要为公有制的丰富、完善、优化和实现做出的努力，具体而言就是要深入地参与到土地流转、国有企业改革等方向的事务中去。

通常认为公司与信托虽然同为民商事财产制度，两者的范围领域和价值理念都相去甚远，难有太多交叉。然而，公司制和信托制实际上都是一种财产的转移和管理方式，是切断财产所有权与财产之间直接联系的资产分割方式，这对于我国国有企业的改革颇有借鉴意义。由于我国以公有制为主体的所有制特点，采取何种制度架构作为国有资产转移和管理的方式，也就成为必须做出的选择。



二是由于当前经济发展的阶段性特征，中国经济处在转型升级中，正在进行着有史以来最大的结构性调整，信托也正在投入到这场伟大的变革之中，在进行自身结构性调整和创新的同时，深入支持中国经济的结构性调整。

三是今后或者相当长一段时间，所有国家和地区的社会结构都要从工业化社会向信息化社会转型，信托应该不断创新，在这个伟大的过程中贡献力量、智慧、能力、方案等。

(2) 行业层面的定位。从各国发展的历史经验来看，信托业和信托公司将是一个开展财富管理和财产转移的行业和机构，这是历史发展的规律。如果从金融的角度看，信托将是开展资金端的财富管理，开展资产端的实业投行和资产管理。而财富管理和资产管理的基础应该是实业投行。

(3) 企业层面的定位。从企业的层面而言，信托也为企业的发展贡献了力量、价值和服务。在国内 68 家信托公司中，以中信信托为代表，开展土地流转信托业务，为中国社会主义市场经济的发展做出了努力和贡献；以平安信托为代表，在平安集团这种保险类金融集团的战略发展过程中扮演了重要的角色；以建信信托、兴业信托等为代表，为大型银行的发展做出了贡献；以中粮信托、英大信托等为代表，为实体经济的发展贡献很大：中粮信托在中粮集团打造产业链金融、保障国家粮食安全方面做出了贡献，英大信托一直以清洁能源发电、高端电工装备等电力产业链金融业务为主要扩展方向；以百瑞信托为代表，为地区经济的发展做出了贡献。

有为才有位。信托是非常有价值的金融工具。志不强者智不达。目前影响信托发挥更大作用的障碍在于信托的志不强。希望通过重新定位，让信托的“志”强起来，那么信托公司的上市就指日可待了。

(二) 信托公司的业务重构与转型

信托业的转型将是一个较长时期的过程，这过程随着中国经济结构的调整和人们财富的积累逐渐展开。基于对供给侧结构性改革、创新以及信托转型逐渐性的认识，本文认为信托公司的业务重构和转型将重点围绕业务模式、产品和业务组合模式、组织模式和市场模式四个方面展开。

从某种意义上讲，供给侧结构性改革背景下的信托转型，用“重构”这个词似乎更准确一些。也就是说原来的业务结构已经不能够满足资产端和资金端的需求了，必须进行创新性的、再一次的构建。



1. 业务模式：资金端向财富管理、融资端向资产管理和实业投行转型

信托业、信托公司过去的体系、业务模式、经营理念等是与过去的经济状况、发展阶段、金融体系、资产状况、财富水平相适应的，就目前来讲，已经不适应了。中国的经济发展阶段、社会经济发展阶段，重点资产的方向、定价等均已经发生了重大改变。信托业、信托公司前期的业务模式将进行结构性调整和创新，终将高级化。

(1) 业务模式从以产品、项目为主，走向实业投行、资产管理、财富管理。刘小军认为，过去十年，信托公司的成功主要在于不断在社会主义的国家宏观调控和市场经济的商业自由运营的博弈中寻找商机：银信合作起初是商业银行为了突破中央银行的规模管控、打新股是证监会当时的新股发行政策有套利空间、房地产信托是突破银监会对商业银行房地产贷款的限制、政信合作是解决地方融资平台的难题。这些矛盾和不对称性随着时间的推移逐渐得到解决，从而表现为信托公司具体赢利点的变化。而这种成功的业务模式主要是以产品、项目为特征的，以信托项目团队及其产生的投融资项目作为业务拓展、风险管控、利润核算、IT 系统的基本运营逻辑和模式。但是伴随着经济“新常态”，传统的银信合作、打新股业务、房地产信托、矿产信托、信政合作业务不断萎缩或经历瓶颈。这些都不应该是一种常态。信托公司的业务模式应该是具有信托公司特色的一种系统性的组织优势，能显著增强信托公司抵御市场变化的能力。^①

对于信托业务模式的变革，可以看到，国外的信托或类信托机构基本上都转向了财富管理和资产管理。另外，从金融、信托的业务模型来看，业务模式升级的方向也将是资产端走向资产管理，资金端走向财富管理。

(2) 业务模式的转型是一个过程，并分阶段演进。美国的财富管理者主要包括纯私人银行、信托和托管银行、商业和全能银行、家庭办公室、金融顾问、经纪公司、资产管理公司和投资银行等公司和机构。近年来美国的财富管理公司的发展方向主要有两个：一种是针对更高净值人群，提供更加专业化定制化服务，其提供的服务种类可以是覆盖面更广，如私人银行，也可以是更加单一的，如一些特殊投资产品的专家服务。另一种发展方向是面向更多的普通投资者，提供更加标准化的服务。^②

陈赤^③提出，信托在我国的发展呈现初级、中级和高级的三阶段化的判断。他认

^① 刘小军：信托公司的红旗到底能扛多久：商业模式的思考和探索。资管高层决策参考，2015-10-28。

^② 赵延鸿：一文读懂中美财富管理现状和发展趋势。格上私募圈，2015-04-25。

^③ 陈赤：信托发展的三阶段构想。中国金融，2015（24）。



为，自改革开放以来到2013年为信托发展的初级阶段，其中又分为三期，这一时期的主要特征是信托公司的主营业务以债权融资为主，并存在刚性兑付的现象；今后，信托公司将向中级和高级阶段发展。中高级阶段的主要特征是创新之后的债权融资类业务虽然增长乏力，但是在相当长一段时期内仍然是信托主营业务的一部分。而项目股权投资、私募股权投资、并购投资等股权投资业务，以及信托基金等资产管理业务将登堂入室。与此同时，家族信托等为代表的财富管理业务将逐渐发展起来。这个过程也是债权融资类业务逐渐边缘化的一个过程。

信托业务模式的转型将主要沿着三个方向逐渐深入：

一是传统业务的优化升级，通过投行化、证券化、基金化等方式，应对融资类业务不断降低的规模、数量、收益率，降低非标融资比重；

二是专业资产管理能力的持续提升，将围绕资本市场、实业市场、金融市场等，开展各类证券投资以及相关的股权投资业务；基于资产管理角度的业务转型，即创建和管理特定投资策略驱动的组合管理产品，以满足投资者多样化的理财需求。

三是财富管理业务的转型，从以项目为中心销售、推销产品，转向以客户需求为中心，提供现金管理、资产配置、家族信托、消费信托等各类金融服务，以及与之相匹配的、或客户需求的其他咨询服务，例如法律、税务等服务。基于财富管理角度的业务转型，为高净值个人/机构客户提供个性化的资产配置和保障、传承、慈善等方面的辅助服务，以满足高端客户的个性化财富管理需要。

信托公司业务转型仍然会围绕资金和资产两个方向展开，但与之前的模式的区别在于：一方面，改变了过去以资产为中心的业务模式，转向以资金、资产两个方面为中心，围绕资金需求配置资产，同时注重资产和资金的匹配程度；另一方面，不断提高自身的专业能力，并将增加标准化和投资类产品的比重，丰富资产的类型和来源，为在供求两端的资产配置打下基础。

(3) 业务模式的创新实际上是资源配置方式的创新。成功的业务模式非常一样而又非常不一样。非常一样的是创新性地内部资源、外部环境、营利模式与经营机制等有机结合，不断提升自身的营利性、协调性、价值、风险控制能力、持续发展能力与行业地位等。非常不一样的是在一定条件、一定环境下的成功，更多的具有个性，不能简单地复制，而且必须通过不断修正才能保持持久的生命力。创新永远是业务模式中商业智慧的核心价值。

2. 信托产品和业务的创新与转型

有专家认为，目前信托业发展的主要问题是因为以往业务结构较为单一，增长主



要来源于“平、房、政、通”业务，即，平台贷款、房地产、证券投资、通道业务，它们在行业增长中占比达80%以上。

“资管荒”实际上不完全是缺资产，而是信托公司熟悉的资产相对缺乏了，也造成了产品的缺乏。对于目前的以债权为主的、以产品为主的业务模式、营利模式，“资产荒”在于成熟的资产已经出现了风险，由于流动性的大幅度提升，成熟的资产需求已经差不多见顶而且相对比较少，同时在新技术出现以后，在社会经济发展以后，成熟的资产估值下降，已经出现了风险。由于中国经济发展阶段性的变化，资产也发生了很大的变化，所谓的“资产荒”，是在新形势下，对资产的认识不到位，还由于金融自身发展阶段也进入了一个新的时期，我们的认识、认知、知识还没有跟上时代的变化。

例如，有人认为，从投资机会来讲，现在中国已经进入新经济时代，目前比较看好的领域有：第一，消费升级；第二，整个工业体系和供应链的改革，如制造业的升级、企业级服务、工业自动化和机器人等；第三，技术创新，特别是医疗、大数据、人工智能等方面。如果信托公司能够提供与这些类别的资产有关的信托产品，也就没有资产荒之说了。

(1) 目前信托产品、信托业务的问题。信托产品债权类资产多，股权类资产少；中短期产品多，长期资产少；高成本的信托产品多，低成本的产品少。另外，产品同质化程度高，结构缺乏创新。这是目前制约信托产品发展最重要的问题之一，现阶段信托产品无论是期限安排、目标群体锁定，还是产品结构都存在很大的相似性。当然这与国内金融市场的开放程度有很大关系，目前可供选择的投资品种还比较有限。

参照发达国家的经验，财富管理的概念不局限于各类证券的投资，事实上国外成熟市场各类金融机构提供的理财业务品种丰富多样，包括银行投资管理、保险、个人信托等各类金融服务，并提供有关居家生活、旅行、退休、保健等方面的便利。相比之下国内的财富管理产业还处于新生阶段，虽然已经颇具规模而且前景广阔。^①

(2) 美国高净值人群的资产配置方向

美国目前财富管理产品包括：经纪服务、核心银行业务、融资产品、保险保障产品、资产管理、全方位的咨询顾问服务（包括资产配置、财富结构、税务、信托、各种规划等）；广泛的管家服务等。^②

^① 赵延鸿，一文读懂中美财富管理现状和发展趋势，格上私募圈，2015-04-25。

^② 同^①。



单从资产管理产品分析，其变化趋势是从推出单一产品到定制投资产品，再发展到提供全盘的规划和解决方案。在未来 10 年为高净值客户提供专业化的建议、各种规划和解决方案是财富管理类公司的核心竞争力。从产品涉及的领域分析，财富管理业的服务从早期只有单纯的经纪和银行业务发展到资产管理和财务规划业务，再发展到各种管家和咨询服务，是一个范围逐渐扩展的路径。

(3) 发展服务信托与投资信托。从功能上来看，信托产品可以分为两大类：一类为理财信托，一类为服务信托。理财信托从运用方式和风险偏好看，又可以分为固定收益偏好的融资信托和浮动收益偏好的投资信托。过去，由于特殊的历史机遇，信托行业主要发展了理财信托中具有固定收益偏好的融资信托业务，忽略了投资信托，服务信托则基本缺失。

未来信托行业应该深挖信托制度的本源价值，不断进行产品创新，提供功能多元化的信托产品。近年来，融资信托比例不断下降，投资信托比例和服务信托比例不断上升。可以预见，在不远的将来，“融资信托”、“投资信托”和“服务信托”必将呈“三足鼎立”之势；从更长远的角度看，投资信托和服务信托将逐渐取代融资信托，成为信托行业未来发展的主导产品。

(4) 信托产品、业务的层次、功能、多样性。一是现有产品、业务的完善、延续，尽量延长其生命周期。例如，信政项目、房地产项目、通道业务等。

二是在西方发达社会已经成熟，但是由于经济发展阶段的不同，在中国才逐渐兴起的产品、业务。例如，财富管理、资产管理、产业基金、私募股权投资、家族信托、信托基金、慈善信托、Reits 等。

三是有中国特色的信托业务、产品。例如，信政项目替代业务 PPP 业务等。

四是从信托发展历史中显示的，信托应该出现的产品和服务，阶段性的为所在国的经济发展服务。例如，土地流转信托、国有企业改革类信托等。

五是全新的信托创新产品、业务。消费信托、互联网信托、产业链信托等。

(5) 应用波士顿矩阵对信托产品、信托业务进行管理。对于信托产品、业务必须在时间、空间、规模等维度来认识。所以，应用波士顿矩阵的原理对信托公司产品和业务的发展是非常重要的。

对信托产品、业务要进行明星类、瘦狗类、问题类、现金牛类产品和业务的分类、分析和研究。要深入分析和研究其中深层次的原因和道理；对信托产品、业务要研究其市场规模、增长率、市场占有率等。这种分析研究，将为信托公司管理决策层



提供有力的决策依据。

波士顿矩阵法的应用可以提高了公司分析和战略决策能力，同时还帮助公司以前瞻性的眼光看问题，更深刻地理解信托各项业务和产品活动之间的联系，加强业务和管理人员之间的沟通，及时调整公司的业务组合。

（6）理财产品的全谱系与一站式理财服务^①

混业经营将是大势所趋，发展中国特色的全能资管机构也是大势所趋，至少是一部分金融机构的理想和未来。一是建立在专长的基础上，稳健推进混业经营，形成资管产品的全谱系发展。在现有的分业监管分业经营的环境下，部分机构已经在各自领域培养了一定行业专长，进行规模化发展，且在短期内不容易被复制，如公募基金在二级市场的投研能力、券商在一二级市场联动的传统优势等。在此基础上，混业经营则能打通各个子牌照，形成资产管理产品的全谱系发展，加速领先机构扩大资产管理规模。二是精益求精打造集团内部的协同，为客户提供一站式理财服务。通过获取渠道、投研能力、产品开发和客户服务的共享，真正做到价值链的相互补充，从资产获取、产品设计、定价、到顾问服务、增值服务、融资需求、综合金融服务等，在内部协同的基础上提高效率。因此，对于立志成为全能型资管机构的企业而言，如何实现多牌照布局并从体制机制上实现协同将是未来几年需要提前布局和重点攻克、研究的两大挑战。

3. 组织与市场创新：信托业务多样性的依托

供给侧结构性改革背景下信托业、信托公司转型，在重新确立了自身的定位，确定了业务发展目标、方向的情况下，在外延和内涵两个方向同时进行转型，就需要组织和市场的创新，支持信托业、信托公司的转型。

（1）搭建专业子公司平台促进信托业转型发展。专业子公司模式，一是推动信托公司的创新和专业化运营。不同的专业子公司作为独立法人享有经营自主权，可以朝着专业化方向有深度地发展，提高覆盖各类底层资产的专业投资能力。二是为了加强风险隔离，避免风险传导。专业子公司可以有效避免与信托公司总部、其他专业子公司业务的交叉重叠和关联交易，有利于确立与其他业务的“栅栏原则”。同时，也为实现财产独立性与破产隔离法律效果带来了巨大便利，避免了一些业务需要借用其他机构通道产生额外成本。三是可以较快地促进信托公司的转型升级。

^① 中国光大银行，波士顿咨询公司：中国资产管理市场 2015：前景无限、跨界竞合、专业制胜、回归本源，2016。



目前信托专业子公司的发展主要有两种模式：一种是以金控为背景的信托子公司，由于能够较强地整合内部资源，该模式在业内较为推崇。另一种则是自力更生较多的信托专业子公司，这也是多数非金控模式信托公司发展专业子公司的常态。

对于信托子公司的发展方向，中诚信托王玉国认为，信托公司未来可以尝试搭建三大类专业子公司平台：第一类是从事特定领域信托业务及服务的专业子公司，其运作范围既包括地产、基础设施、资本市场等传统业务，也包括家族信托、财富管理、国际业务、资产证券化等创新业务，还可承接信托母公司的部分牌照范围内业务；第二类是从事信托以外其他资产管理业务的专业子公司，包括基金子公司、产业基金管理公司、股权投资管理公司等，开展多种产品、模式的资产管理业务；第三类是为信托公司提供 IT、审计、中后期运营管理等业务服务或管理的服务型专业子公司。

中信信托王道远认为，信托业务、固有业务以及信托公司下属专业子公司，这“三驾马车”将会给未来信托公司可持续性经营提供主要动力，但三者之间是一个相互调整的过程。

(2) 信托业务区域的多样性：市场创新与组织创新结合。供给侧结构性改革，对于信托业、信托公司而言，一定要提升到全球的视野来看，即行业竞争力、企业竞争力的问题。有条件的信托公司，可以尝试在境外设立子公司，一方面便利地利用当地丰富的投资人才和管理人才资源，另一方面贴近海外市场，了解和掌握海外市场的游戏规则，亲身感受其间的风浪和魅力。目前，已有为数不多的信托公司在中国香港设立了分公司，例如，中信信托在香港成立的中信信惠国际资本有限公司，中融信托在香港成立的中融国际资本管理有限公司，中诚信托在香港成立的中诚国际资本有限公司；兴业信托也表示将在适当时机，在香港设立专业机构与平台，全面对接境内外市场业务。

阻碍中国超高净值人群进行全球资产配置的因素有很多，最大的挑战来自于投资风险评估和对当地税收和法律政策的了解。胡润研究院曾长期跟踪和调研过投资于海外资产的超高净值人群，发现其中绝大多数的投资并不成功。因此，全球资源配置需要有专业化的团队来帮助超高净值人群完成，这是一个复杂和专业的过程。

(三) 信托公司的能力重构和建设

信托业、信托公司目标、定位的变化，信托业务模式从以产品、项目为主，走向资产管理、财富管理的转变，以及信托产品和业务的创新与转型，将会对信托业、信托公司的能力提出新的要求，必须通过“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短



板”的方法进行重构。

“去产能”就是去债权融资的产能，“去库存”就是去债权融资的风险项目，“去杠杆”就是以增加股权投资比重的方式降低资产端的杠杆率，“降成本”就是要降低融资成本、降低获取资产的成本，“补短板”就是要补新风控方式、资产管理、财富管理、投资、研究、生产方式、信托人才、运行机制等方面的能力。

同时，也应该充分地认识到，信托业、信托公司的转型将会是一个过程，也是一个系统工程。而实际上做好转型的工作将会是事无巨细的，也还会有本文并未提及的方面。信托业、信托公司的转型也将会是一个逐步探索的过程，需要在探索的过程中研究、把握、处理转型过程中发生的具体事情，也希望对转型工作的研究能够持续不断地开展下去。

1. 风控管理能力的转型和重构

风控管理能力是信托公司的核心能力之一。信托业、信托公司的风控管理能力应该是与其业务密切相关的。在信托的定位、业务范围等发生变化之后，风控管理能力必然应该随之发生变化。另外，由于新技术的应用，也对风控管理的方式等产生了重大影响。

(1) 当前的风控管理能力依然是未来风控管理能力的基础。资产的风险管理，信用评级等传统风控技术和手段还是最有效的。在资产端的风控方面，银行等传统金融机构是最成熟的，包括风险政策、信用评级、信息披露、风险监控、风险管理系统、风险评价、投资者与产品风险适配体系。^①

(2) 信托业务的转型、重构必然对风控管理能力提出新的要求。和传统业务相比，转型后的信托业务其风险范围将大大扩充，信用风险、市场风险、金融风险、宏观经济的风险、汇率风险等，从某种意义上讲，新的风险管理的范围与传统相比可能不是在一个数量级上的。

刘小军认为，当信托公司在资金来源端和资金运用端的多项业务并举时，会发现传统的、基于每个项目的风险管控模式和管理信息系统就会显得捉襟见肘。所以，信托公司应该建立一个与资金来源和资金运用相适应的，点面结合、矩阵式、多维度的风险管控模式和企业管理信息系统。^②

^① 谢水旺．陆金所首席风控官杨俊：信用评级等传统风控技术仍是最有效的．21 世纪经济报道，2016-08-03.

^② 刘小军．信托公司的红旗到底能扛多久：商业模式的思考和探索．资管高层决策参考，2015-10-28.



(3) 新技术改变了风险管理的方式^①。过去的风险管理手段主要是通过抵质押物、现金流等来进行判断和控制。信息时代的风险管理手段则更加多元和立体，借助海量数据信息进行风险的识别和预判。虽然基于大数据的征信模型才刚刚起步，有待成熟，但是其长远价值不容小觑，传统的征信巨头 FICO 也推出了大数据分析产品 Big Data Analyzer。

刘小军认为，对资金和数据的精细化管理是现代金融业发展的必然方向，尤其是在经济增长放缓的阶段，应该调整过去粗放式的投资思路，对风险管理技术的应用进行提升。但这种提升并不是简单的抬高评审标准，这样可能会导致公司没有业务能做、没有产品可发。因此，客观的市场情况要求我们研究先进的风险管理技术。例如客户的资金通过信托计划，投向实业、大宗商品、股票或者债权等固定收益产品，利用专业化的管理和量化分析技术对客户的资产进行配置，并在资金运用的全过程中，对现金流和数据流进行监控和分析。

2. 绩效考核与业务转型相匹配

对于信托公司的员工，绩效考核是一个无形的指挥棒，当一个公司的考核目标确定以后，大家都会有形无形、有意无意之中沿着这个指挥棒的方向做事情、做业务。公司考核什么，就会得到什么；公司想得到什么，就应该考核什么。所以，信托公司的绩效考核对信托业、信托公司的转型是非常重要的。绩效考核的目标是要建立一个与转型后的业务类型相匹配的制度。

(1) 绩效考核的重点应该发生变化。信托业、信托公司转型之前，业务模式是一种基于产品的、基于成熟行业的单一、相对标准化的项目模式。这种业务模式的业绩考核重点主要是对那些能够拿到项目，或者能够与融资方保持密切关系的信托业务人员以足够的激励。但是，转型之后的信托业务模式，拿项目的能力对于信托公司而言，依然是最重要的能力之一，但是权重会有很大的变化。新的业务模式、业务类型需要更多的专业人员的参与，才能够保证项目的最终成功。

(2) 绩效考核的类型将大大扩展。从对业务点的绩效考核向对业务线、业务流程的绩效考核转变。信托公司的绩效考核需要变化的一个很重要的前提条件就是业务类型发生了重大改变，随之而来的就是信托公司的生产方式由单件、小批量的生产方式，会向流程型的生产方式的转变。以私募股权投资业务为例，它和原来成熟行业之

^① 中国光大银行，波士顿咨询公司：中国资产管理市场 2015：前景无限、跨界竞合、专业制胜、回归本源，2016。



下的信托项目有较大的区别。现在有些信政项目就其尽调环节而言，非常粗放，似乎有走过场的嫌疑，其本身更像是一个信用贷款。而一个标准的、完整的、重大的私募股权投资项目，其专业细分程度、复杂程度要远远高于目前的集合信托项目，时间跨度也要大得多。

从对单一业务的业绩考核向对多业务的业绩考核转变。随着信托业务模式的改变，信托公司的专业化程度会有比较大的改变，分工更加细化，业务类型将大大增加。例如，今后的信托公司将会出现以客户为目标的财富管理业务，以资产市场、金融市场为目标的资产管理业务，以相对不成熟的实业为对象的投行业务，以及投资研究业务等。对于以客户为中心的财富管理相关人员的绩效考核，和以金融市场为中心的资产管理相关人员的考核应该是有很大不同的。

(3) 绩效考核的原则、内容、时间等也将发生重大变化。绩效考核原则的平衡。在经济快速发展阶段，当信托公司面对成熟的行业，以项目为主的业务模式时，采用狼性较强的绩效考核原则是有其客观的道理的。因为这个时期，中近期的事情较为成熟，也看得比较清楚，这时最重要的就是“看谁跑得快”，所以狼性较强的绩效考核原则是一种有效的手段。但是随着信托业务的转型，信托要进入“无人区”，有可能“跑得快的人”，消失得也快。

业绩考核的长短期之间的平衡。2016年5月，李彦宏在他撰写的公开信中承认，对短期KPI（关键绩效指标）的追逐使该公司“与用户渐行渐远”。^①对于信托公司而言，特别是转型以后的业务，需要在业绩考核的长短期之间取得一个平衡。

(4) 绩效主义对信托转型有益处吗？绩效主义就是“业务成果和金钱报酬直接挂钩，职工是为了拿到更多报酬而努力工作。”

在过去的几年中，因为原索尼高层管理人员天外伺郎的一篇文章《绩效主义毁了索尼》引发了很多关于绩效管理是否有价值的争论。在2006年的那篇文章中天外伺郎指出索尼失败的根源是从1995年左右开始实行的绩效管理。索尼为了推行绩效管理成立了专门的机构，制定了非常详细的评价标准，并根据对每个人的评价确定报酬。天外伺郎认为索尼退化的关键原因在于推行绩效管理所带来的“激情集团”消失、“挑战精神”消失和“团队精神”消失。

绩效考核是重要的，但是绩效考核上升到绩效主义，就将危害信托公司的整体利益和长期利益。绩效主义确有让“激情集团”“挑战精神”和“团队精神”可能消失

^① 宋玮，刘一鸣，申玉哲：百度的冬天，财经，2016（6）。



的一面，亦有作为约束和激励的现代人力资源管理工具，让组织绩效和员工绩效提升的一面。关键在于将之运用于合理范围，既让组织和个人在指标压力下努力干活，又要有澎湃的创业创新激情。运用之妙，在乎平衡。^①

这件事情，对信托业、信托公司的转型是一件很重要的事情。

3. 投研、资产管理和财富管理能力的建设

信托业务转型过程中，仍然是围绕资金、资产和信托公司自身三个方面展开，需要具备的能力，包括资产管理能力、财富管理能力和投行或投资及研究能力，以实现资金来源端、资产管理端以及信托公司自身能力的把控。

(1) 实业投行、投研的能力。至少说，信托的核心功能之一是投资能力。所以，如何发挥信托核心的投资功能进行资产布局，是所有信托从业者需要研究的核心课题。通过投行化、证券化、基金化等方式，以及对非成熟业务行业的深入研究，例如，对新技术、新经济、新能源、军工、大消费、医疗医药、养老等行业的深入研究，对宏观政策和市场走势的研判，实现传统投行业务能力的优化、升级。

传统上，资产管理行业的基础资产尤其是非标债权类资产很大程度上依赖于成熟行业，如房地产、基础设施和能源行业，并已经形成了相对成熟的定价和管理模式。但是，新兴行业的资产管理机遇更多地集中在少数私募股权基金，传统的资产管理机构相对参与较少，也缺乏相应的定价和管理能力。很多优质的科技类股票历史上在美国上市，因此国内公募基金整体上也尚未建立起全面的新兴行业的投研能力。未来，各资管机构可加大对新兴行业的研究力量，建立行业专业专长，挖掘新兴机遇。此外，结合供给侧结构性改革“去库存”“去产能”的任务，成熟行业会涌现出部分被低估的优势企业，基于扎实的行业研究，资管机构可以参与到这些成熟行业的整合之中。^②

信托公司的投行团队应该有比其他金融机构对产业能力有更深刻的理解，抓住行业的利润增长点和风险点，对企业不仅仅进行债权融资，也要进行股权投资，了解专业化的生产流程和行业软肋，降低可能的风险，获得高出市场平均水平的回报；要么利用灵活的信托制度，单独或组合运用多种工具，根据企业不同成长阶段、不同发展情况等，创设不同的信托产品，在借贷市场、资本市场、并购市场等多个领域为企业提供综合化的金融服务；要么基于信托制度的灵活性以及风险控制手段的多元

^① 孙波：绩效主义是否毁了索尼，华夏基石e洞察，2016-08-29。

^② 中国光大银行，波士顿咨询公司：中国资产管理市场2015：前景无限、跨界竞合、专业制胜、回归本源，2016。



化，信托公司可以引导资金进入银行信贷资金不愿、不宜介入但实际风险可控的领域，促进民间资本与优质项目高效对接，实现金融资源的高效配置，助力经济结构的优化升级。^①

胡汉兵、白云、陈文认为，^② 真实有效的产业研究与深耕能力、交易设计能力及项目动态管理能力，是为信托公司进行产业价值发掘与创造的核心要件。“实业投行”的真正要义应当包括：①以长期建设与积累为基础的、深厚的产业研究与深耕能力为基础的业务机会发现能力；②以为实业企业培育与价值创造为出发点的交易设计能力；③以深入的产业研究与深耕能力为核心的全面资产管理能力；④建立于价值创造与产品创新之上的资金募集和运用能力。

投资研究能力的实质是指信托公司要深入底层资产、深入行业，不能停留在表面，不做“二传手”，对各大类资产和有关行业，以及重要企业发展的内在规律、风险状况、盈利模型等要有深刻理解。投资研究能力应该是实业投行、资产管理、财富管理的基础。投资研究能力包括面对实业以及面对金融市场、资本市场的研究、投资能力。

(2) 资产管理能力。强大的资产获取能力是信托公司转型的核心之一。它要求在有效控制风险的前提下，积极创新，前瞻布局，主动寻找优质资产。专业资产管理能力的持续提升，特别是围绕资本市场、金融市场，开展各类证券投资、相关的股权投资业务以及与金融市场有关的投资业务，可以提升信托公司的资产获取能力。

资产管理能力包括：①投资管理的能力。比如股票、债券、贷款等方面的投资管理能力。②组合配置的能力。在客户资金组合配置时，总体把握客户的投资配置，达到最佳效果。③匹配客户需求的能力。信托公司所承诺的，不能与客户的预期不同。

国投泰康信托和晋予认为，通过提高自身的专业能力，将资产的重点转向标准化和投资类产品，丰富了资产的类型和来源。真正的底层资产管理能力是未来信托公司竞争力的核心。公司要深入底层资产，不能停留在表面，对各大类资产的内在规律、风险状况要有深刻理解；要加强与各类资管机构的业务合作，提升自身专业水平。

在大资产管理时代，信托公司资产管理能力不再是简单的产品交易结构设计、传统项目运作与管理等，而是在资产管理价值链上不断整合资源，以专业能力实现上游

^① 刘小军. 信托公司的红旗到底能扛多久：商业模式的思考和探索. 资管高层决策参考, 2015-10-28.

^② 胡汉兵, 白云, 陈文. 信托公司转型再出发：做实“产业投行”，http://blog.sina.com.cn/s/blog_959907250102w79w.html.



产业链的价值发现和下游客户服务体验的提升，最终实现资产管理产业链上下游的有机结合。其表现如下：①在产业端，信托公司不仅仅扮演资金供给人的角色，而且要在深入研究产业的基础上优选有价值的行业和企业，为其引入一流的产业机构提供专业服务，同时自身也为其提供全面的金融管理服务，合力围绕产业价值链再造企业、培育产业黑马，进而实现产业价值的创造。②在客户端，信托公司应通过强大的资产管理能力为高端客户提供更加专业、长期及高效的资产配置和生活服务。③信托公司资产管理能力的外延正在拓宽，比如信托公司借助互联网和移动互联网渠道建设，降低客户开发成本、提升客户服务体验、增加客户留存黏性，也是资产管理能力提升的内容。成熟的产业研究与深耕能力的培育非为一朝一夕之功，不仅需要信托公司领导者与业务人员的共识、耐心、韧劲，同时也需公司层面匹配鼓励产业研究与深耕能力建设的机制与资源。^①

（3）财富管理能力。财富管理业务能力的转型，从以项目为中心销售产品，转向以客户需求为中心，提供现金管理、资产配置、家族信托等各类服务。财富管理能力的建立，改变了过去以资产为中心的业务模式，转向以资金为中心，围绕资金需求配置资产。财富管理是以账户管理为核心的财富管理体系。在产品体系上，要以现金管理产品为基础，建立公司内部与外部的产品配置体系；在账户系统上，搭建功能全面、运营高效的账户管理信息系统，并利用好各类互联网工具；在客户开发维护上要满足各类机构客户和个人客户需求。

财富管理能力的核心和实质是服务能力。财富管理机构需要不断的用优秀的增值服务来巩固客户，和客户之间建立了一个长期、可持续的关系。在美国，财富管理机构不仅为客户推荐好的理财渠道，同时也是客户有力的生活助手，帮助他们进行税务管理、消费管理等。因此，美国的财富管理是一个黏性很强的行业，很多家族甚至几代人都选择一个财富管理机构，理财师是他们最信任的人之一。以某公司为例，他们拥有数千名理财师，每名理财师有 50 名左右的客户。这些客户听取理财师的建议，规划自己的财富，购买理财师推荐的理财产品。同时，理财师还为他们管理税务，提供消费建议，不仅帮助客户赚钱，也告诉客户怎么花钱。通过这些，以及其他更多的增值服务，客户和自己的理财师，和财富管理机构之间形成了一个相互信赖、长期可持续发展的稳定关系。而理财师和财富管理机构也通过这些客户获取稳定的服务费收入，

^① 胡汉兵，白云，陈文．信托公司转型再出发：做实“产业投行”，http://blog.sina.com.cn/s/blog_959907250102w79w.html.



几年，甚至几十年。^①

有专家认为，面向中产阶层的财富管理与基于私人顾问模式的高净值客户理财有相当大的不同。私人顾问，以人的面对面连接为核心，每人服务 30 个客户，其投顾收入足以养活自己和公司。这种模式的发展限制在于公司营业网点覆盖、客户经理数目以及客户经理的个人服务能力，其成本随规模扩张而急剧增加。若用此模式服务于中产，绝无可能。近年来，互联网金融的发展和科技进步已经在客户培养和技术层面找到了解决中产阶层财富管理市场的钥匙：基于经验分享的社群化的理财服务模式和智能机器人投顾模式。在这两种模式下，扩张的边际成本基本为零。未来两种模式可能趋于融合。通过智能机器人解决财务分析和理财大类配置问题，通过社群分享解决具体投资标的问题，即一个宏观，一个微观；一个依靠数据分析和科学计算，一个来源于实操表现，相得益彰。

(4) 信托研究的方向和内容。闫作远认为^②，供给侧结构性转型过程中，作为信托公司“智囊”的研发部门就显得尤为重要，领先的研发能力是成功实现转型升级的根本保障。研发工作具体内容可以概括为以下几点：一是战略规划和内控措施的制定、评价和修正。二是行业分析与研究；三是业务创新和产品研发。

陈文认为，^③ 信托公司的创新研发体系应当包含理论研究（信托行业政策研究与解读、信托公司战略设计与规划、信托创新业务研究等）和实务推进（细分行业和产业的研究和创新业务培育与孵化）两大方面组成。信托公司创新研发主要应包括综合研究、交易结构和典型案例、具体产业研究。以具体行业的深度研究为例，信托公司想进一步涉足其他行业，挖掘新的业务机会，必须要加强对该行业的深度理解，熟悉其行业的发展周期、行业里企业的商业模式、行业里投资标的估值方式、特定行业信托产品的风控要点等。由于信托公司的创新研发并不能直接产生利润，这就需把具体产业的研发下沉到业务团队，让具体的业务团队按照行业进行专业化分工，在国家鼓励具有前景的行业如大健康、大消费、工业制造 4.0 等选择一个主攻研究方向、给予选定特定行业研究团队给予考核减轻、让该行业的业务承做归口到该业务团队（其他业务团队介绍收取承揽费用）等方式，进而实现业务专业化管理。

(5) 信息化助力信托业务转型和能力建设。供给侧结构性改革中，信托转型发

① 吕骥：盈利模式决定中美财富管理行业差距。宜信财富，2013-07-02。

② 闫作远：信托研发太边缘？某上市信托一年投 368 万，不足营收 0.5%。信托百老汇，2016-03-21。

③ 陈文：信托公司创新研发体系亟需重塑？. http://blog.sina.com.cn/s/blog_959907250102wo02.html。



展的要点在于供给端能够提供更好的产品和服务。随着国内信息化技术的高速发展，信托公司通过或联合专业的第三方数据处理机构采集海量多维度的有效数据，已经成为信托转型发展的有效途径之一。信托公司利用大数据分析市场，指导产品设计与投资，从而增强客户体验和投资的准确性。目前，信托公司已经利用大数据信托原理，设计推出了消费型信托产品，将信托产品功能由单纯的理财拓展到养老、教育、娱乐等消费领域，提升了信托产品的功能性与吸引力。信息化革命时代，大数据成为金融创新的重要驱动力，信托公司应主动适应供给侧结构改革思路的转变，抓住理财市场蓬勃发展的新机遇，加快信托功能创新力度，着力打造核心能力，积极谋划发展新布局。

信息化普及程度的加大，对私募股权投资的改变表现在多方面。改变投行 GP、LP 模式，LP 将通过信息化渠道掌握更多对称信息；将改变投资尽调模式，企业的供应链大数据、生产大数据、运营大数据将通过特有方式被收集；将改变投后管理模式，信息化的资源聚集和追踪平台将成为投后管理的主要模式，并围绕行业深度展开。

4. 信托人才的重构和转型

信托转型的根本在于“换脑”，也是“换人”，从粗放型走向精细化，从传统型转型为创新型，从垂直扁平转型为平台化都需要思想先行，构建转型战略人才机制，破除僵化竞争机制，给予思想“新人”创新实验孵化的体系支撑，“增人+增智”更为可行。

(1) 投资研究团队的重要性日渐凸显。有专家指出，资产管理行业是典型的知识密集型产业，投资研究能力是决定资产管理机构发展的关键因素。随着产品向净值型转型，产品的业绩表现将逐步取代“刚性兑付”成为吸引投资者的关键因素，决定产品业绩表现的投资研究团队也将成为机构间重点争夺的资源。对此，要重视对投资研究队伍的建设，设立一套专门的人员培养机制，为业务部门提供坚实的人才保障。

(2) 人才的自我培养与外包相结合。刘小军认为，自建专业投资管理团队很可能是不够的，投资界是个圈子，是个生态，投资的逻辑和方法有多种，可能都是有效的。当信托公司的人才储备不足，或由于资金募集能力强于投资团队的资金运用能力，信托公司可以仿照国外的资产管理公司（如大名鼎鼎的 BLACKROCK）或国家社保基金的做法，通过制定严格筛选标准，挑选出优秀的外部投资经理为委托人提供投



资顾问服务，即所谓的 MOM 或 FOF。这种做法在二级市场较为常见，因为二级市场信息较为公开透明，本身具有一定的公信约束力。各信托公司资源禀赋不一，可以选择不同的领域锤炼自身的投资管理能力，但总体而言，应当非标资产和资本市场产品并重，并逐步向资本市场倾斜。^①

(3) 信托公司开展海外投资业务的人才策略。投资界有一句名言：投资是人的事业。毋庸讳言，长期以来，信托公司主要是两眼向内，聚焦于国内市场，尤其是信贷市场。要走出去，在全球资本市场上开展对外投资业务，顿感匮乏的是国际化投资管理人才。而高层次人才的培养，并非一朝一夕之功；即使是引进外援，要磨合到位，也不是短期内可以立见成效的。提高外海投资服务能力的捷径，是信托公司考察有实力和声誉高的国际金融机构，与之结成策略联盟，信托公司发挥国内客户资源优势，国际金融机构发挥谙熟全球市场的优势，双方互补，共同开发海外投资业务。在合作的过程中，信托公司选派可造之才向国际金融专家拜师学艺，逐步培养自己的投资团队，打造主动管理能力。而一些银行系、金控系的信托公司，则可以与集团内的海外分支机构密切配合，合理分工，利用其了解熟悉海外市场的特点，共同为国内客户提供海外投资服务。

(4) 信托业、信托公司的转型需要更多的专业人才的支撑。信托事业转型的成功需要新的人才观。以房地产、信政项目等成熟行业为业务方向的，现行信托业务模式之下的信托人才，有两种人，也只有这两种人是最重要的，其一是能够搞定信托项目的人；其二是能够处理出现风险的信托项目的人。这两种人有一个共同的特征就是与项目方或融资方的关系比较密切。当然，这两种人在新的业务模式之下依然重要，但是还需要更多的、专业化程度更高的不同类型人才的支持。

转型之后的信托公司，由于业务类型的多样化、流程化，需要更多更专业的人员。以财富管理能力的建设为例，其从业人员不是传统意义上信托产品或服务的销售人员，而是经过专业培训，精通各种投资理财工具，具有丰富理财操作经验的个人理财规划师专家等复合型人才。根据不同的客户需求，也还需要法律专家、税务专家、管理专家等的密切配合。^②

(5) 信托业、信托公司的转型需要老中青人才很好的结合。成熟行业之下的信托业务模式，不需要太多的经验、阅历。当信托公司转型之后，专业化程度会有比较

^① 刘小军：信托公司的红旗到底能扛多久：商业模式的思考和探索。资管高层决策参考，2015-10-28。

^② 赵延鸿：一文读懂中美财富管理现状和发展趋势。格上私募圈，2015-04-25。



大的加深。在这种情况下，阅历、经验、积累就转化为一种优势，而年轻、经验和阅历的不足，就是一种劣势。没有与客户长期的磨合、相处，财富管理的可能性不大；没有长期的、持续的研究、分析、跟踪，对那些不成熟行业的研究深度、广度可能都不够。以黑石的房地产投资业务为例，其另类投资的专长主要体现为长期专注的人才团队和完善的投后管理体系。从人才团队来看，黑石的许多资深合伙人在公司工作近 20 年，在房地产领域拥有极其深厚的投资经验，可以高效地执行其投资策略。^①

5. 运行机制与生产方式的优化

信托公司转型的成功，需要新的运行机制。在过去的几年里，中信信托在运行机制方面，创造性地提出了陪审团制和听证会制度、举手制度与容错机制，为中信信托的发展壮大提供了制度和运行机制的保障。本文认为，这些制度和机制，在信托行业、信托公司今后的转型过程中及转型之后的运行中，还将发挥很重大的作用。

(1) 举手制。“举手制”即员工根据各自的资源禀赋和综合素质，主动“举手”组建新的业务团队，公司为其创造条件搭建平台，如在考核期内形成稳定的营利模式和效益规模，则被确立为正式部门。

公司和个人发展的“绿色通道”。举手制是中信信托业务发展、人才成长方面公开、透明的发展机制。为了保持中信信托业务发展的活力，同时给年轻、有理想的职工一个实现个人发展的“绿色通道”。

特色配套措施。公司还制定了与“举手制”相配套的、有行业和公司特色的《平衡计分卡考核办法》，通过不同的考核维度和指标体系，规范、约束、激励各部门从不同的职责角度恪尽职守，实现公司总体的战略部署。公司长期以来实行“低保障、高激励”的薪酬模式，激励职工通过创造价值实现自身价值，对业务的增长和创新起到了重要的拉动作用。

举手制度，实际上还可以引入到管理岗位领域。其实质就是要给有理想、有抱负的人才一种脱颖而出的渠道，是一种赛马的制度。

(2) 陪审团制和听证会制度。该制度是一种业务评审机制。陪审团制、听证会制是中信信托公开透明的业务评审机制。为实现“风险管理全覆盖”和“人人参与风险管理”，公司对信托项目评审实行“陪审团制”，让更多员工更为直接地参与项目风险管理，并针对大项目、创新项目、争议较大的项目实行“听证会制”，邀请董

^① 中国光大银行，波士顿咨询公司．中国资产管理市场 2015：前景无限、跨界竞合、专业制胜、回归本源，2016.



事、高管、内审部门、外部律师、评估师、有经验的人士、熟悉市场的人士等参加项目论证。

该制度是一种知识管理机制。陪审团制度、听证会制是中信信托实现知识在中信信托内部知识合理、有效溢出、显性化的一种有效运行机制。

一般的企业，纵向管理、纵向信息流动都是比较流畅的，但是横向的管理和信息流动都是不太好的。该制度的创设，比较有效地使信托公司内部的管理信息、业务信息等横向进行了很好的流动。

(3) 容错机制。包容职工因过失所犯的、一定范围内、公司可控的差错和失误，尤其是对年青职工，给他们在不断纠错中不断提高、完善的机会。

容错机制对于当前信托公司的转型意义尤其重大。因为信托公司将进入一个自己不熟悉的领域和发展阶段，个人和团队出现一些失误等在所难免，这也是一个逐渐积累经验的过程。^①

(4) 生产方式的渐进式变化。信托公司以前的生产方式是一种单件、小批量的生产方式。其特征是以团队及其产生的投融资项目作为业务拓展、风险管控、利润核算、IT 系统的基本运营逻辑、模式和核心，表现为彼此毫不相干的、甚至是竞争关系的、小散业务团队林立的组织格局。这种生产方式是与之前的大环境、大背景，以及面对的行业是一个成熟的行业有很大的关系。实际上，在这种情况下，没有必要做什么投资研究工作，也不需要太专业的人员和工作经历丰富的人才。在工业生产过程中，类似飞机制造、大型客车制造、大型变压器制造等都采用的是这种生产方式。

如果信托公司要向以资金端为财富管理、以资产端为资产管理的业务模式转型，那么信托公司的生产方式就应该从以前的单件、小批量的生产方式向流程型生产方式转变，也就是向专业化程度更高的阶段转变。在此过程中，财富管理要和资产管理对接，要和投资研究对接。例如，在私募股权投资模式下，研究工作、投资工作、后续管理工作、退出工作的专业化分工，其专业化程度要高于目前发行集合信托计划的专业化程度。

6. 负债经营和战略投资

信托公司作为一个经营性的公司，虽然是一种特殊的公司，但是其负债经营和战略投资也是非常有必要的，只不过要很慎重。

^① 参见《中信信托企业文化手册》(2011 年)。



(1) 信托公司的负债及或有负债经营。刘小军认为^①，信托公司应该通过负债经营等方式，建立丰富立体的、有掌控权的信托资金来源端。为此，他提出，由于历史上多次整顿的不良记录，监管部门严格限制信托公司的负债经营，目前法规上正式开的口仅有担保和同业拆借；对于经营良好的信托公司，监管层也在考虑允许其发行金融债（如草拟中的《信托公司条例》就允许创新类信托公司发债）。信保基金成立后，监管部门也同意信保基金为部分信托公司提供中长期资金。除此之外，还有互联网金融、消费信托、同业拆借和发行金融债等几种负债及或有负债经营方式。

(2) 固有资金的使用方向与战略投资。记得几年前，就有专家提出了信托公司固有资金的使用方向问题。对于固定资产的使用是以短期的财务目标为主，还是以长期的战略目标为主，是信托公司都应该认真考虑的问题。当然，信托公司对专业子公司的投入应该视为长期的、战略性的投资行为。

三、关注信息社会的发展对信托业的影响

信息社会，互联网、物联网之下，信托行业的未来如何？有什么因素、什么外部力量正在或将会改变信托业、信托公司的现在和未来，改变金融行业、资管行业、信托行业的战略格局、竞争格局，需要我们强烈地关注、跟踪、研究并且付诸行动。

由于互联网的出现，在“二八律”仍然起作用的同时，“长尾理论”也在发挥作用。这就是说，“鱼”与“熊掌”兼得的时代已经来临了。无论任何行业、企业，发展的前提都应该是应势而谋、因势而动、顺势而为。

信息技术进步对资产管理行业的影响^②。新技术对资产管理价值链的各个环节都带来了直接而深刻的影响。在资产获取和投资管理环节，新技术改变了基础资产的构成，改变了资产估值的方式、风险管理的方式和投资决策的方式；在分销和财富管理环节，改变了分销的方式、投资者的参与方式和投资者的体验；在资产服务环节，改变了服务的对象和方式。互联网和新技术最根本的影响是通过降低资产段和资金端的门槛，极大地拓展了资产管理行业的边界和规模。KK 在其新作《必然》论述到：人类第三次产业革命——信息产业革命，才刚刚起步，未来 30 年的发明和日常用品，现在大部分还没有出现。深入的信息化革命将全面改造各行各业，让世界变得面目全非。

^① 刘小军：信托公司的红旗到底能扛多久：商业模式的思考和探索，资管高层决策参考，2015-10-28。

^② 中国光大银行，波士顿咨询公司：中国资产管理市场 2015：前景无限、跨界竞合、专业制胜、回归本源，2016。



从竞争角度而言，这些现象值得信托业关注、跟踪、研究。波特五力模型认为行业中存在着决定竞争规模和程度的五种力量，这五种力量影响着产业吸引力以及现有企业竞争战略决策。如果用波特的五力模型审视现在的信托业，本文认为应该关注、跟踪、研究新进入者、现有竞争者两个方面。

新进入者和业内企业变革的重大威胁^①

蚂蚁金服。虽然在2014年10月蚂蚁金服刚刚成立时，蚂蚁金服金融事业部总经理兼招财宝 CEO 袁雷鸣曾表示，“蚂蚁金服并不想拿金融全牌照，反而希望拿的越少越好。”但之后的发展证明，蚂蚁金服不可避免地在全牌照的路上越走越远。蚂蚁金服以支付宝作为支付手段起家，随后又推出货币基金产品“余额宝”、定期理财产品“招财宝”、阿里巴巴纯信用小额贷款服务“阿里小贷”也被划入蚂蚁金服旗下并更名“蚂蚁微贷”、消费者先消费后还款的“蚂蚁花呗”、信用评估及信用管理机构“芝麻信用”、一站式移动理财平台“蚂蚁聚宝”以及定位于IT系统的云计算服务“蚂蚁金融云”。蚂蚁金服目前已经是一家拥有支付、基金、理财、保险、银行、小额贷款、征信、股权众筹、P2P、金融服务、金融IT系统十大业务版图的超级互联网金融巨头。

京东金融。京东金融副总裁姚乃胜如此阐述京东金融的野心：“对一切金融牌照都感兴趣。”独立于2013年10月的京东金融，在不到两年时间内以极其迅猛的速度完成布局，俨然已有互联网金融大鳄之势。目前，京东金融现已建立七大业务板块，分别是供应链金融、消费金融、众筹、财富管理、支付、保险以及证券，陆续推出服务B端的投融资（网商贷、京保贝、京小贷）、众筹等。在C端，则推出白条（京东白条、京东钢镚）、众筹（产品众筹、股权众筹、轻众筹）、理财等。报道称，在牌照方面，京东已拿下支付、小贷、保理、基金销售支付结算等多张金融牌照，其余的如征信等各种牌照“京东金融亦在积极申请之中”。

中国平安集团与陆金所。2013年，报表显示中国平安通过平安信托旗下子公司平安创新资本持有陆金所74.91%的股权。目前仍是陆金所最大的股东。不过，陆金所与平安集团旗下各个子公司之间的业务往来却是非常频繁。比如，陆金所的很多P2P业务来源是平安直通贷款，同时，陆金所也在与平安好房、大华基金等合作，陆金所内上线的理财项目“财富汇”和“彩虹”更像是将平安子公司之间的债权转让

^① 互联网大佬都吞下多少金融牌照：蚂蚁金服全牌照金融帝国，百度拖了BAT的后腿，<http://news.pedaily.cn/201508/20150819387246.shtml>.



给投资人。2016年1月18日，陆金所正式对外宣布完成12.16亿美元融资，至此，陆金所估值达到185亿美元。陆金所将从进一步打造综合一站式开放的互联网财富管理平台，提升渠道和大数据能力，提供独特O2O服务三个方面进行布局。

从现在的趋势来看，很有可能，在今后相当长一段时期，金融和实业之间的界限会比以前模糊一些，这种状态的出现，会有利于新经济形态下，金融功能的变异、进化。然后，经过一个时间段，金融体系会进入到一个崭新的阶段，到那时，金融体系还是那个金融体系，金融功能也还是那些金融功能，但是从效率、成本的角度，从范围等的角度看，其内部将会发生很大的变化。

未来金融系统内的竞争模式可能是以系统、体系的方式在竞争。实际上，已经隐约可以看到，新进入者、业内现有竞争者的演变，是以一种系统化、体系化的方式进入金融领域，或者在金融系统内演变。这是值得关注的事情。

转型是一个长期、复杂的系统工程，需要战略和定力。信托业、信托公司的转型是一个系统工程，是一个长期的工作和过程，也需要长期研究。转型不是一蹴而就的事情，需要时间、需要坚持。信托业、信托公司的转型不会是仅仅解决了商业模式那么简单的事情。至少，要解决商业模式问题，会牵涉出太多的事情需要解决。

马云在演讲中提到了关于做企业时的两个建议：一个是要在阳光灿烂的日子修屋顶，不要到下大雨去修屋顶；另一个是在培养接班人的问题上，生儿子一定是年轻力壮的时候生。

参考文献

- [1] 芮明杰主编. 产业经济学. 上海: 上海财经大学出版社, 2005.
- [2] 中国光大银行, 波士顿咨询公司. 中国资产管理市场 2015: 前景无限、跨界竞合、专业制胜、回归本源, 2016.
- [3] 刘金凤, 许丹, 何燕婷等. 海外信托发展史. 北京: 中国财政经济出版社, 2009.
- [4] 李晓云. 公司向信托的回归. 西南政法大学博士学位论文, 2006.
- [5] 张毅. 信托的价值发现与回归. 金融时报, 2015-05-04.
- [6] 刘小军. 信托公司的红旗到底能扛多久: 商业模式的思考和探索. 资管高层决策参考, 2015-10-28.
- [7] 赵延鸿. 一文读懂中美财富管理现状和发展趋势. 格上私募圈, 2015-



04 - 25.

[8] 陈赤. 信托发展的三阶段构想. 中国金融, 2015 (24).

[9] 谢水旺. 陆金所首席风控官杨俊: 信用评级等传统风控技术仍是最有效的.

21 世纪经济报道, 2016 - 08 - 03.

[10] 孙波. 绩效主义是否毁了索尼. 华夏基石 e 洞察, 2016 - 08 - 29.

[11] 吕骥. 盈利模式决定中美财富管理行业差距, 宜信财富, 2013 - 07 - 02.

[12] 徐光磊, 张继胜. 信托化: 第三次金融革命——复杂性科学视角下的金融进化. 北京: 中国金融出版社, 2014.

[13] 张继胜, 徐光磊. 信托化: 组织的制高点 and 命脉——复杂性科学视角下的组织进化. 北京: 中国金融出版社, 2015.

[14] 中信信托企业文化手册, 2011.

[15] 中国信托业协会编. 2012 年信托行业专题研究报告.

[16] 互联网大佬都吞下多少金融牌照: 蚂蚁金服全牌照金融帝国, 百度拖了 BAT 的后腿. <http://news.pedaily.cn/201508/20150819387246.shtml>.

[17] 陈赤. 心有梦想不觉寒——信托展望与回眸. 北京: 中国金融出版社, 2016.

[18] 外贸信托研究院. 信托业主战场选择与战略变革研究, 2015.

[19] 毕马威华振会计师事务所. 2015 年中国信托业调查报告.

[20] 赵暖、李荻主编. 信托评论, 上海人民出版社, 2016.

[21] 翁先定总主编. 迎接财富管理时代: 新华信托年度研究报告 2012. 上海: 上海远东出版社, 2012.

[22] 罗志华. 信托在我国金融分业体制下的定位研究. 成都: 西南财经大学出版社, 2012.

[23] 中国信托业协会、中国社会科学院金融研究所联合课题组. 中国信托产业发展之路: 中国信托产业发展战略研究课题总报告. 2013.

[24] 中国信托业协会编. 2012 ~ 2015 年信托业专题研究报告.

[25] 闫作远. 信托研发太边缘? 某上市信托一年投 368 万, 不足营收 0.5%. 信托百老汇, 2016 - 03 - 21.

[26] 胡汉兵, 白云, 陈文. 信托公司转型再出发: 做实“产业投行”. http://blog.sina.com.cn/s/blog_959907250102w79w.html.

[27] 陈文. 信托公司创新研发体系亟需重塑. http://blog.sina.com.cn/s/blog_



959907250102wo02. html.

[28] 陈文. 多维度解读信托潜在转型路径——土豪的漫漫眼界开拓和内涵提升之路. http://blog.sina.com.cn/s/blog_959907250102wdo1.html.

[29] 周萍. 把脉信托公司海外资产配置可行性. 当代金融家, 2016-06-28.

[30] 和晋予. 展望转型中的信托业资产配置结构. 当代金融家, 2016-06-21.

[31] 王玉国. 资管新政如何影响信托业发展. 财新网, 2016-09-21.



人民币汇率改革背景下的 信托公司海外业务创新研究

课题牵头单位：华宝信托有限责任公司

课题组成员：

陈灏浚 陈 静 顾云皎

华宝信托有限责任公司

黄 翰 李 俏 吴晓成

刘文雯 徐学涛 章 隽

交银国际信托有限公司

徐 军 祁洪亮 刘翔宇

英大国际信托有限责任公司

战 功

复旦大学管理学院



摘 要

“8·11”人民币汇率改革是2005年开启人民币汇率改革以来的又一里程碑式的大事，它既体现了中国对人民币成为国际货币的强烈愿望和决心，也为当前信托行业继续开拓海外业务创新提供了良好契机。本报告回顾了信托行业目前已开展的海外业务现状，并结合人民币汇改等监管变革和国际国内宏观环境，重点分析并展望了信托业开展海外业务的新方向。

报告首先分析了以人民币走出去和汇率市场化为核心内容的“8·11”人民币汇改所催生的大量来自国内高净值客户、国内企业和机构，以及跨境客户对于海外业务的新需求。其次分析了国际资本市场和金融市场上可以和这些新需求匹配对接的投资产品。之后又分析了伴随人民币汇率改革出台的新政策所指向的新的业务渠道，并对如何创新性地将这三者有机结合进行了详细的成本分析、风险分析、产业链分析及案例研究。

本报告可望为信托公司拓展海外业务提供背景信息和业务指导，同时也为行业协会进行整体战略规划提供研究支持，还可为监管部门护航信托行业健康发展提供决策依据。

关键词：人民币汇改 海外业务 信托业务转型升级



目 录

一、人民币汇率改革及意义	46
(一) “8·11”人民币汇率改革	46
(二) 人民币汇率改革的意义及信托行业面临的机遇	48
二、信托业海外市场业务现状	50
(一) 现有客户规模及构成	50
(二) 海外市场业务现有投资产品	52
(三) 现有海外业务投资渠道	55
(四) 现有的法律监管	58
三、探索客户新需求	60
(一) 境内客户	60
(二) 跨境客户	63
四、解锁投资新产品	66
(一) 大宗商品和能源类	66
(二) 对冲基金，VC/PE	67
(三) 海外房地产	69
(四) 保险产品，生命周期基金	70
(五) 以海外 ETF 为代表的指数基金	71
五、打开信托新渠道	72
(一) 新渠道的种类	72
(二) 渠道选择与匹配	79
六、对接新需求、新产品、新渠道的案例分析	79
(一) 案例一：QDII 产品开发	79
(二) 案例二：对接企业境外投资	81
(三) 案例三：设立境外子公司，成立相关子基金	82
七、海外创新业务分析与展望	84



（一）各类金融机构开展海外业务的优势比较	84
（二）信托公司开展海外业务面临的挑战和困难	86
（三）相较于境内业务，信托公司开展海外业务成本分析	87
（四）信托公司开展海外业务的建议	88
八、结语	89



一、人民币汇率改革及意义

(一) “8·11” 人民币汇率改革

2015年8月11日，中国人民银行完善了人民币兑美元汇率中间价报价机制，做市商在每日银行间外汇市场开盘前，参考上一日银行间外汇市场收盘汇率，综合考虑外汇供求情况以及国际主要货币汇率变化向中国外汇交易中心提供中间价报价，增强人民币兑美元汇率中间价的市场化程度和基准性。人民币从单边升值转为双向波动，目前即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度扩大至2%，同时也完成了市场基本结构的搭建。这是自2005年汇率形成机制改革以来，中央银行按主动性、可控性和渐进性原则，进一步完善人民币汇率市场化形成机制，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定的又一努力。当前我国外汇市场健康发展，金融机构自主定价和风险管理能力增强，人民币汇率预期分化，完善人民币汇率中间价报价的条件趋于成熟。优化做市商报价，有利于提高中间价形成的市场化程度，扩大市场汇率的实际运行空间，更好地发挥汇率对外汇供求的调节作用。

随着“8·11”汇改和人民币加入SDR等事件的持续发酵，人民币汇率改革成为了2016年金融领域改革的重头戏。中央银行也在多种场合表明对人民币的信心以及持续推进汇改的决心。李克强总理在2016年两会期间做的《政府工作报告》^①中提出在金融体制改革上要继续完善人民币汇率市场化形成机制，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。国家“十三五”发展规划^②在现代金融体系方面提出健全利率、汇率市场决定机制，增强人民币汇率弹性，完善参考一篮子货币的人民币指数。汇率制度的调整变革日益成为金融体制改革的重要方面。

2016年2月初，人民银行行长周小川在接受媒体记者采访^③时强调了在基本上人民币不具备持续贬值的基础，中央银行会在合适的时机和窗口积极推进人民币汇率改革，并表示“不会让投机力量主导市场情绪”的态度。这表明政府有信心在维护汇率市场稳定和改革汇率形成机制方面寻求平衡。同时，2月底在上海举行的G20财长和中央银行行长会议上，汇率问题也成为一大热点。会议公报^④承诺：将就外汇市

① 参见李克强总理于第十二届全国人民代表大会第四次会议上所作，《2016年政府工作报告》，2016年3月5日。

② 参见《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》。

③ 专访周小川，财新周刊，<http://weekly.caixin.com/2016-02-12/100908570.html>，2016-02-15。

④ 中华人民共和国财政部，G20财长和央行行长会议公报，2016-02-27。



场密切讨论沟通，将避免竞争性贬值和不以竞争性目的来盯住汇率。这为中国推进汇率改革创造了有利的外部环境。

在人民币国际化方面，外汇市场逐渐放开了人民币对日元、澳元、英镑、欧元等的直接交易，绕开中间货币——美元，减少美元对于人民币汇率走势的影响。人民币作为第二大贸易融资货币，此举有效地降低汇兑成本，促进人民币在国际贸易中的使用，有利于增强人民币在国际市场中的流通性，不断推动人民币国际化的进程。中国人民大学国际货币研究所发布的报告^①显示：截至 2015 年底，综合反映人民币国际化使用程度的量化指标 RII 达到 3.6，同比增加 42.9%，5 年间增长逾 10 倍。

表 1 汇总了 2005 年人民币汇改元年以来国务院、外汇管理局和“一行三会”颁布的重要外汇监管政策。从中不难看出人民币汇改进程中一以贯之的指导思想，即未来人民币汇率形成机制改革会继续朝着市场化方向迈进，更大程度地发挥市场供求在汇率形成机制中的决定性作用，促进国际收支平衡。加快外汇市场发展，丰富外汇产品。推动外汇市场对外开放，延长外汇交易时间，引入合格境外主体，促进形成境内外一致的人民币汇率。根据外汇市场发育状况和经济金融形势，增强人民币汇率双向浮动弹性，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。进一步发挥市场汇率的作用，完善以市场供求为基础、有管理的浮动汇率制度。

表 1 2005 年人民币汇改以来的外汇监管政策一览表

时间	发布部门	名称	主要内容
2006. 04. 17	中国人民银行、中国银监会和国家外汇管理局	《商业银行开办代客境外理财业务管理暂行办法》	规范了商业银行从事代客境外理财业务，银监会负责商业银行代客境外理财业务准入管理和业务管理，外汇局负责商业银行代客境外理财业务的外汇额度管理。
2007. 03. 12	中国银监会和国家外汇管理局	《信托公司受托境外理财业务管理暂行办法》	对于信托公司获得受托境外理财的资格审批、投资者的投资门槛、境外投资的品种与工具、投资付汇额度管理、账户管理与受托资产托管、风险控制、信息披露、监管规则等都做了详尽的规定，为信托公司从事境外理财业务提供了制度保障。
2007. 06. 28	中国保监会、中国人民银行和国家外汇管理局	《保险资金境外投资管理暂行办法》	对保险资金境外投资的资格条件、申报管理、账户管理、投资管理、风险管理、信息披露与报告、监督管理等方面做出了详细明确的规定，规范保险资金境外投资运作。

① 中国人民大学：人民币国际化报告 2016：货币国际化与宏观金融风险管理，2016-07-24。



续表

时间	发布部门	名称	主要内容
2008. 08. 05	国务院	《中华人民共和国外汇管理条例》（中华人民共和国国务院令 第 532 号）	第十七条“境内机构、境内个人向境外直接投资或者从事境外有价证券、衍生产品发行、交易，应当按照国务院外汇管理部门的规定办理登记。国家规定需要事先经有关主管部门批准或者备案的，应当在外汇登记前办理批准或者备案手续。”第二十条“银行业金融机构在经批准的经营范围內可以直接向境外提供商业贷款。其他境内机构向境外提供商业贷款，应当向外汇管理机关提出申请，外汇管理机关根据申请人的资产负债等情况作出批准或者不批准的决定；国家规定其经营范围需经有关主管部门批准的，应当在向外汇管理机关提出申请前办理批准手续。”
2009. 06. 09	国家外汇管理局	《关于境内企业境外放款外汇管理有关问题的通知》	对境外放款业务做出相关规定。境外放款是指境内企业（金融机构除外）在核准额度内，以合同约定的金额、利率和期限，为其在境外合法设立的全资附属企业或参股企业提供直接放款的资金融通方式。境外放款也可通过外汇指定银行以及经批准设立并具有外汇业务资格的企业集团财务公司以委托贷款方式进行。
2009. 07. 13	国家外汇管理局	《境内机构境外直接投资外汇管理规定》	对境外直接投资（境外直接投资指境内机构经境外直接投资主管部门核准，通过设立（独资、合资、合作）、并购、参股等方式在境外设立或取得既有企业或项目所有权、控制权或经营管理权等权益的行为）的外汇收支、外汇登记等方面做出了详细规定。
2010. 06. 30	国家外汇管理局	《关于境内银行境外直接投资外汇管理有关问题的通知》	针对经相关部门核准资格的商业银行进行境外直接投资业务，办理外汇登记、购付汇、外汇收入结汇等业务，进行了更加有针对性的说明。
2015. 01. 20	国家外汇管理局	《支付机构跨境外汇支付业务试点指导意见》	积极支持跨境电子商务发展，防范互联网渠道外汇支付风险，在全国范围内开展支付机构跨境外汇支付业务试点。
2013. 08. 21	国家外汇管理局	《合格境内机构投资者境外证券投资外汇管理规定》	从投资额度管理、账户管理、汇兑管理、统计与监督管理等四方面对合格境内投资者从事该类业务做出了详细规定。

资料来源：根据公开信息整理。

（二）人民币汇率改革的意义及信托行业面临的机遇

“十二五”规划以来，党中央、国务院高度重视“走出去”，党的十八大报告提出，要“加快走出去步伐，增强企业国际化经营能力，培育一批世界水平的跨国公司”，在全球范围内配置资金、技术、人才、市场和战略资源；“深化金融体制改革，健全促进宏观经济稳定、支持实体经济发展的现代金融体系，加快发展多层次资本市场，稳步推进利率和汇率市场化改革，逐步实现人民币资本项目可兑换”，这是我们研究和开展国际业务的根本指南。

人民币汇率改革，是在国家深化金融体系改革的大背景下开展的。伴随“走出



去”战略的进一步深化，中国企业将在全球范围内逐步实现符合各方利益的产能布局，在这一历史过程中需要发挥金融的支持作用，跨境金融服务需求空前高涨。

同时，“一带一路”战略的实施，有利于促进基础设施、装备制造等产能过剩行业重组和优化，刺激新产业、新业态、新技术和新商业模式加快发展，势必引发“一带一路”沿线国家庞大的金融需求，而人民币国际化浪潮为国内金融机构发展国际业务提供了广阔的业务空间。人民币国际化使得大量人民币涌入国际市场，促进我国金融机构到境外设立分支机构、办理人民币业务，方便人民币境外流通；随着人民币国际化进程加速，人民币国际地位的提高，人民币国际支付量、人民币融资贷款额和资本市场人民币资金水平将大幅增加，我国金融机构可以通过承销办理相关业务，增加中间业务收入，分享人民币国际化带来的利润收益。

近几年，信托行业整体增速放缓，传统信托业务日渐艰难，国际业务成为信托公司转型的一大突破口，多家信托公司加快了获取国际业务牌照的进程，同时也加速了国际业务平台的建设，组建境外子公司。人民币汇改对信托公司开展国际化业务意义重大。

一是大资产管理背景下，信托原有的主导业务模式受到了巨大挑战，迫使信托业不断挖掘新的市场空间，加快转型和结构优化。回归财富管理的业务本源已成行业共识。而高净值人群有着越来越强烈的海外资产配置需求。即便有自贸区等利好政策、跨境投资开闸放水，有能力进行海外投资的投资者仍然不多，大多数人需要通过专业机构来进行财富管理。信托公司应充分发挥合格机构投资者的优势，挖掘海外合作机构的资源，利用自身海外投资经验，主动开发适合国内投资者的海外投资集合类产品，拓宽直销范围。

二是分散投资风险，降低总体投资回报的波动率。现代投资有两个重要的目标，既要提高总体投资的回报，又要控制总体投资回报的波动性。目前国内的投资者明显地突出前一个目标而忽视后一个目标。正确的资产配置应该兼顾这两个目标。海外资产有很多的资产类别回报与中国国内投资的回报存在着很小的相关性。因此在国内投资组合中加入某些海外资产类别，在保持总体回报基本不变的情况下，总体回报的波动性会大大降低。这一点对风险承受力小的投资者来说非常的重要。

三是完善产品线，培育新的业务增长点。当前财富管理市场一个显著特征是产品驱动业务发展特征明显，信托公司只有不断拓展自身的业务范围，为客户提供更多的产品选择，才能在财富管理市场占据有利地位。但随着对基金、券商等机构的政策放



开和监管放松，激烈的市场竞争使得信托公司急于开发新的“蓝海”，挖掘新的业务增长点。公司可以通过开展 QDII 业务为高净值客户提供境外投资通道和高附加值服务，帮助其实现资产的跨境配置。以此类市场需求为基础，公司只要依法有序进行产品研发和创新，就能有效扩充自身的产品线，找到新的业务增长点。

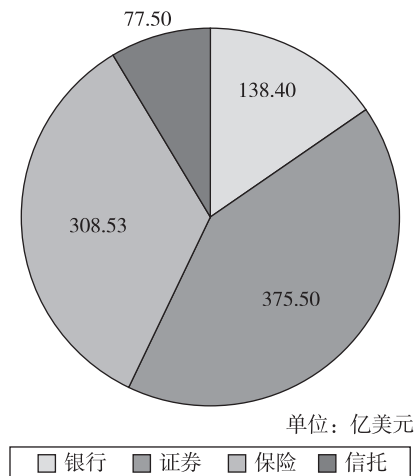
二、信托业海外市场业务现状

尽管资本项目下人民币可兑换尚未完全放开，但人民币国际化及资本开放的趋势不会改变。在国内投资回报率下行、优质资产匮乏、客户海外投资需求增长的背景下，信托公司布局海外的步伐加速推进。从硬件来讲，加速设立境外子公司，积极申请跨境业务牌照都已不再鲜见。从最初的 QDII 到后来的 QDIE、QDLP，越来越多的信托公司开始拥有发展跨境业务的牌照资质，而暂时未获牌照的信托公司，也已开始寻找通道途径，曲线涉足海外业务。目前，在港股 IPO 基石、锚定投资、海外对冲基金、人民币国际投贷基金、海外发债、中概股回归、海外 FOF 等方面已都有信托公司客户的身影。以 QDII 渠道为例，目前信托行业已开展的海外业务概况如下：

（一）现有客户规模及构成

1. 海外投资规模

截至 2016 年 6 月信托行业内共有 14 家信托公司获批 QDII 投资额度，总计 77.50 亿美元，占 QDII 总额度 899.93 亿美元的 8.6%（详见图 1）。与银行、证券和保险相



数据来源：国家外汇管理局网站 (<http://www.safe.gov.cn/>)。

图 1 截至 2016 年 6 月 29 日 QDII 投资额度获批情况



比，信托公司获批机构数量和获批额度均处于末位。同时各信托公司所获得的 QDII 额度也差异较大，表 2 中显示中诚信托、华宝信托、上海信托、中信信托获得了超过或者接近 10 亿元的 QDII 额度，占比达到了 70%，其他信托公司所获额度均低于 5 亿美元。从信托行业 QDII 额度的使用情况来看，大多数信托公司的 QDII 额度已所剩不多。

表 2 截至 2016 年 6 月 29 日信托公司获批 QDII 投资额度情况

序号	机构名称	投资额度获批时间	获批额度（亿美元）
1	中诚信托	2014. 11. 27	16
2	上海国际信托	2014. 12. 28	9.5
3	中海信托	2009. 12. 30	1
4	平安信托	2011. 9. 30	1
5	大连华信信托	2011. 12. 20	1
6	华宝信托	2014. 12. 28	19
7	中信信托	2014. 12. 28	9.5
8	新华信托	2015. 1. 30	1.5
9	外贸信托	2014. 9. 22	5
10	建信信托	2014. 11. 27	4
11	中融信托	2014. 11. 27	3
12	兴业信托	2015. 2. 13	2
13	北京信托	2015. 2. 13	3
14	交银信托	2015. 3. 26	2
	合计		77.5

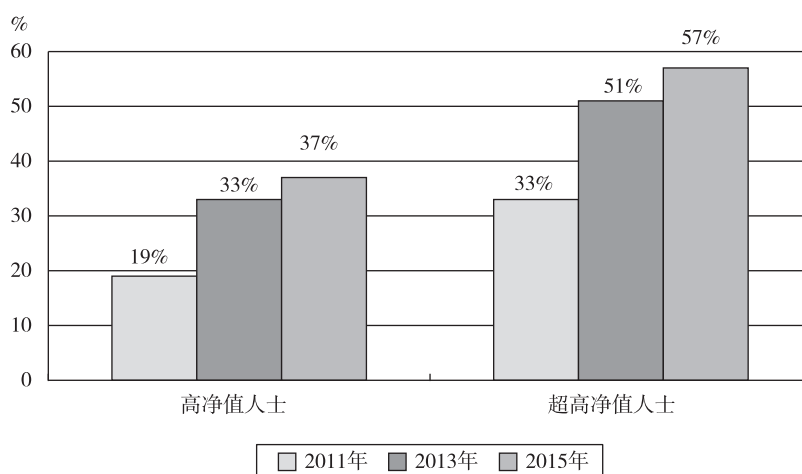
数据来源：国家外汇管理局网站（<http://www.safe.gov.cn/>）。

2. 现有客户构成

按照《信托公司受托境外理财业务管理暂行办法》的规定和相关法规的规定：信托公司开办受托境外理财业务，可以针对机构投资者和具有一定风险识别、判断和承担能力的自然人设立受托境外理财信托，信托公司应当根据受托境外理财信托计划的风险状况，设置适当的期限和销售起点金额，并对目标客户群进行风险适应性调查。信托公司 QDII 业务分为单一信托和集合信托业务两种模式，集合类 QDII 产品委托人资金门槛是 100 万元，单一类 QDII 产品委托人资金门槛是 1000 万元。相比银行 QDII 产品与基金公司 QDII 产品 5 万元与 1000 元的投资门槛，信托公司 QDII 产品最低 100 万元人民币的投资门槛，将众多小规模投资者挡在门外。



目前信托公司海外市场业务的客户类型主要分类两大类，个人投资者和机构投资者。其中机构投资者中分为非金融机构、私募基金以及银行等金融机构。个人投资者主要为高净值客户群。兴业银行与波士顿咨询 2016 年 6 月 22 日发布的报告^①指出可投资资产超过 600 万元人民币的客户为高净值人士，可投资资产超过 3000 万元人民币的客户为超高净值人士。根据历年的中国私人财富报告相关数据统计，进行境外投资的高净值人士数量占比由 2011 年的 11% 上升至 37%，超高净值人士数量占比更高，由 2011 年的 33% 上升至 2015 年的 57%。



数据来源：根据公开资料整理。

图2 高净值人群境外投资比例持续升高

（二）海外市场业务现有投资产品

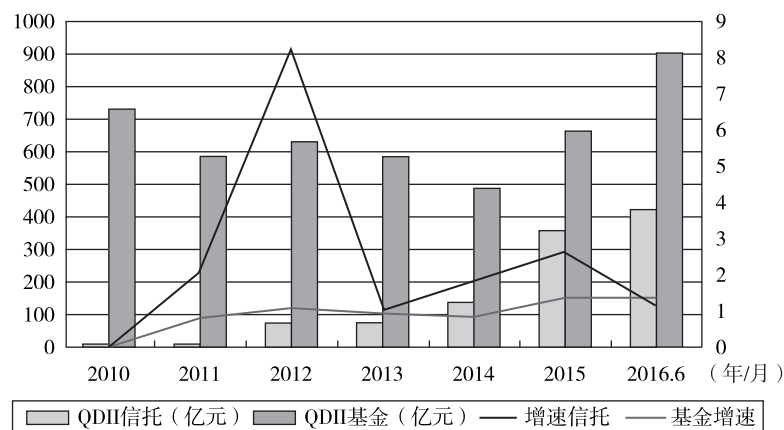
1. 投资规模

根据信托业协会网站提供的数据显示，截至 2016 年第二季度末，我国信托行业 QDII 类业务规模逾 422 亿元，同比增长 1.53 倍，存续规模再创新高。如果纵向比较，2010 年至 2014 年 6 月，全行业 QDII 业务规模都维持在百亿以下，期间几经波动和周折。然而，仅三个季度后，也就是 2015 年第一季度末，QDII 业务就达到了 187 亿元，而到 2015 年第三季度末，规模就攀升至 279 亿元，随后一个季度，规模又继续升至 357 亿元。信托业 QDII 业务的第一个 100 亿元累计用了四年多的时间，第二个 100 亿元累计用了一年左右的时间，而第三个一百亿元的累计用时仅半年左右，直到第四个

^① 兴业银行私人银行与波士顿咨询公司：中国私人银行 2016：逆势增长、全球配置。http://www.bcg.com.cn/cn/newsandpublications/publications/reports/report20160630001.html. 2016-06.



100 亿元的增长仅仅用一个季度就完成了，这充分彰显了国际化信托业务发展进入了快车道。如果从横向比较看，我国 QDII 信托业务规模与 QDII 公募基金的规模差距在持续缩小，2010 年 QDII 公募基金存续规模超过 700 亿元，是 QDII 信托业务规模的 164.6 倍，而到 2015 年末仅是 1.85 倍。可以说，不论从纵向还是横向看，我国信托国际化业务都迈上了一个新台阶。



数据来源：根据公开资料整理。

图 3 截至 2016 年第二季度我国 QDII 产品规模

2. 投资类型

根据 2007 年颁布的 27 号文《信托公司受托境外理财业务管理暂行办法》规定，信托公司 QDII 产品的投资标的多为标准化证券产品。从表 3 可以看出，信托公司 QDII 产品主要的投向为股票、债券、基金、票据（结构性产品）等标准化产品，未扩展到股权投资等非标产品。

表 3 信托公司 QDII 业务的投资品种和投资限制统计表

	投资品种	投资限制
货币市场产品 固定收益类证券	国际公认评级机构最近 3 年对其长期信用评级至少为投资级以上的外国银行存款	
	国际公认评级机构评级至少为投资级以上的银行票据、大额可转让存单、货币市场基金等	
	国际公认评级机构评级至少为投资级以上的外国政府债券、国际金融组织债券、外国公司债券	
	中国政府或企业在境外发行的债券	



续表

	投资品种	投资限制
基金	公募基金（已与中国银监会签订代客境外理财业务监管合作谅解备忘录的国家或地区相关监管机构所批准或登记注册）	信托产品的投资对象全部为境外基金的，每只境外基金投资比例不得超过该集合信托计划或产品所募集资金余额的 20%（基金投资组合中包含境外伞型基金的，该伞型基金应当视为一只基金）。
股票等投资产品	普通股	在任何时点上，单个受托境外理财信托计划或产品中的股票等投资产品的资金余额不得超过该信托计划或产品所募集资金余额的 50%；投资于单只股票等投资产品的资金余额不得超过该信托计划或产品所募集资金余额的 5%；在任何时点上，投资于任一国家或地区市场的股票等投资产品的资金余额不得超过该信托计划或产品所募集资金余额的 20%。
	优先股	
	全球存托凭证、美国存托凭证、房地产信托凭证	
结构性投资产品	与固定收益、股权、信用、商品指数、基金等标的物挂钩的结构性投资产品	
金融衍生品	信托公司应按照《金融机构衍生品交易业务管理暂行办法》的规定获得相应的经营资格	单个受托境外理财信托计划或产品中的金融衍生品全部敞口不得高于该计划或产品资产净值的 100%。单个受托境外理财信托计划或产品中投资期货支付的初始保证金、投资期权支付或收取的期权费、投资柜台交易衍生品支付的初始费用的总额不得高于该计划或产品资产净值的 10%。

资料来源：中国银行业监督管理委员会网站（<http://www.cbrc.gov.cn/index.html>）。

信托公司发行的 QDII 单一信托产品，由信托公司根据委托人指令进行交易，风险由委托人自担。信托公司在缺少资源、人才等方面的展业初期，通过提供通道服务开展海外业务是较为稳妥的方式。

部分信托公司在吸取其他机构在海外投资的经验后，开始逐渐转向主动管理业务，并发行了投资不同类型海外市场标的的集合类 QDII 产品，比如上海信托铂金系列信托计划、中诚信托“诚信海外配置系列”等。这些产品主要投向中国香港市场，产品投资标的多集中在股票、债券等标准化证券资产。2015 年 8·11 汇改后，部分境内资金寻求境外相对安全的资产，华宝信托值此时点发行了境外中资债系列信托计划。近期在人民币贬值预期压力下，平安信托、上海信托、华宝信托等信托公司又进一步推出了一款跨境结构化产品。该系列产品投资风险相对较小，收益可挂钩海外多种投资策略、标的资产，其结合了境内保本类理财产品和海外浮动收益类产品的优势，在通过结构设计为客户降低本金风险的前提下，提供参与海外市场并获取超额收



益的机会。

（三）现有海外业务投资渠道

目前境内资金出境渠道有 QDII、QDIE、QDLP、人民币国际投贷基金（类 QDII）、内保外贷、自贸区跨境直投和沪港通等形式。

1. QDII

QDII（Qualified Domestic Institutional Investor，合格境内机构投资者）是指在人民币资本项目下不可兑换、资本市场未开放条件下，在一国境内设立，经该国有关部门批准，有控制地允许境内机构开展境外资本市场的股票、债券等有偿证券投资业务的一项制度安排。设立该制度的直接目的是为了“进一步开放资本账户，以创造更多外汇需求，使人民币汇率更加平衡、更加市场化，并鼓励国内更多企业走出国门，从而减少贸易顺差和资本项目盈余”，直接表现为让国内投资者直接参与国外的市场，并获取全球市场收益。目前银行、证券、保险、信托都分别拥有各自的 QDII 额度，总计 899.93 亿美元，其中信托类合计 77.5 亿美元，占比不到 10%。对于信托，QDII 的基本交易结构是投资者认购信托公司设立的信托计划，信托公司按照约定的方式在境外市场投资相关标的。

2. QDLP

QDLP（Qualified Domestic Limited Partner，合格境内有限合伙人）是指允许注册于境外，并且投资于境外市场的对冲基金在中国境内向投资者募集人民币资金，在获批的外汇额度内，直接兑换美元进行境外投资。可投资标的包括海外对冲基金、RE-ITS 基金等。

2013 年 9 月，上海第一批共 6 家境外对冲基金获得 QDLP 试点资格，包括城堡投资（Citadel）、橡树资本（Oak Tree）、英仕曼集团（Man Group）、奥氏资本（Och-Ziff）、肯阳资本（Canyon Capital）以及元盛资本（Winton），首次试点额度每家 5000 万美元。2015 年 3 月，上海市金融办批准 5 家境外资管公司获得第二批 QDLP 资格，额度增加到 1 亿美元。这 5 家分别是瑞银全球资产管理、德意志资产及财富管理、野村资产管理、EJF Capital、世邦魏理仕全球投资公司。之后，又有第三批 QDLP 试点落地，包括广发钧策、上投摩根、黑石等，额度依然是 1 亿美元。QDLP 的明显优点在于让境内投资者可以享受到国际排名靠前的对冲基金及资产管理公司的产品，2014 年 3 月平安大华基金就联手境外对冲基金城堡投资（Citadel）发行了国内首款 QDLP 产品，最低投资门槛 600 万元，该产品投资于城堡投资（Citadel）旗下旗舰对冲基金



Kensington 基金。半年后，平安大华基金联手美国肯阳资本（Canyon Capital）推出另一款 QDLP 产品，产品投资于肯阳资本（Canyon Capital）的旗舰基金——肯阳价值实现基金，该基金专注不良信用资产的投资。QDLP 类产品在给投资者带来可观收益的同时，也蕴含一定风险，除了面临对冲基金的投资损失，也面临着双重征税和结汇效率的两大困扰。

3. QDIE

QDIE（Qualified Domestic Investment Enterprise，合格境内投资者境外投资）也是境内合格投资者投资境外市场的重要渠道之一。目前，中国未有法律文件对 QDIE 内涵做出明确定义，也未就 QDIE 制度出台任何全国性法规政策。相较于 QDII，QDIE 投资范围更广，对境外投资的地域、品种、比例均无特定限制，除了证券类投资标的，还可以投资境外非上市公司股权、对冲基金及不动产等。

2014 年第三季度，深圳合格境内投资者境外投资试点（QDIE）方案获国家外管局同意，首批 10 亿美元额度。2014 年底，深圳特区政府办公厅向各区政府、市政府直属各单位下发了《深圳市人民政府办公厅转发市金融办关于开展合格境内投资者境外投资试点工作的暂行办法》，表明深圳市金融办的《QDIE 试点办法》已经市政府同意并予贯彻落实，截至 2015 年底，南方基金旗下南方资本、招商基金旗下招商财富、长城证券旗下长城富浩基金、中诚信托子公司深圳前海中诚股权投资基金等多家在深圳前海注册的机构，也获批 QDIE 试点资格，标志着 QDIE 试点正式在前海推出。以上机构在获得 QDIE 资质后，也马不停蹄地推出了各自产品，如中诚信托在 2015 年 7 月推出了“睿投”系列和“精选”系列两个 QDIE 产品，获批换汇额度 1.45 亿美元。两个产品分别投资于境外证券市场及非标准化产品。其中“精选”系列投资的非标资产包括私募股权基金、未上市股权等，大大拓宽了境外投资标的，给投资者更多选择。中诚信托的香港子公司中诚国际资本有限公司（中诚国际）持有香港证监会“提供资产管理（第 9 号）”牌照，已于 2014 年获批人民币合格境外机构投资者资格（RQFII）。RQFII 平台引导境外资金投资于境内证券市场，和前海中诚的 QFLP 平台形成有效互补。在获批 QDIE 资格后，中诚信托跃升为拥有跨境业务全牌照的首家信托公司，也是到目前为止唯一的一家信托公司。中诚信托的跨境业务从资金单向出境，扩展到资金出入境双向流动；从传统的证券投资，扩展到包括对冲基金、衍生品、不动产、非上市公司股权在内的多元化资产标的。



4. 人民币国际投贷基金

为探索和支持人民币的跨境合作，中国人民银行开展了人民币国际投贷基金设立试点，探索开展人民币境外直接投资和海外贷款业务；中国人民银行授权而批准的机构可以在境内设立人民币国际投贷基金，并由该国际投贷基金在境外设立子基金，从而实现资金出境的目的。根据中国人民银行批准设立的人民币国际投贷基金可根据《境外直接投资人民币结算试点管理办法》将境内募集的人民币资金直接调拨给境外子基金。

云南省与东南亚国家的跨境合作，中国人民银行原则支持云南省人民政府在云南设立人民币国际投贷基金。2015年2月，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获得中国人民银行及云南省金融办批准，可以从事人民币境外直接投资、人民币海外贷款业务。中信信托成为国内第一家可从事人民币国际投贷业务的信托公司。

除了云南，中国人民银行也批准在上海设立了人民币国际投贷基金，按照市场化机制运作，探索优先采取人民币形式开展境外直接投资和海外贷款业务，为国内企业海外投资并购提供商业化、市场化的操作平台及专业化的投融资综合服务，并以此推动人民币跨境流动。

随着国内经济增速减缓、人民币贬值呼声渐涨、美元资产企稳回升，国内富裕阶层全球资产配置的需求日趋旺盛，不过无论是SPV、QDII或参与境外上市公司员工持股计划，存在诸多限制。基金子公司、信托获批参与人民币跨境投贷业务弥补了原先境外投资渠道狭窄的不足。不仅能促进中国企业对外直接投资，同时还可以促进人民币的跨境使用，推动人民币国际化战略实施，也有利于监管层将外汇管理纳入有序和阳光的监管体系之内。

人民币国际投贷基金的优势在于，由具有资格的发起人发起设立的人民币国际投贷基金的通道直接出境，无须再履行传统的境内机构境外投资备案手续和换汇手续，便利快捷。但其不足在于，根据人民银行的政策精神的指导，人民币国际投贷基金的用途有一定限制，应主要投资于境外的金融企业或金融产品或用于其他有指导性的用途。

表4为目前主要的几种出境渠道在参与主体、投资范围、运作模式等方面的区别。



表 4 截至 2016 年 6 月 29 日四种主要出境渠道对比

	QDII（合格境内机构投资者）	QDIE（合格境内投资者境外投资）	QDLP（合格境内有限合伙人）	人民币国际投贷业务
参与主体	银行、保险、基金、信托等特定机构	符合条件的境内外机构及自然人	注册在海外并投资于海外的合伙制金融机构	合格境内机构
投资范围	普通股、优先股、存托凭证等权益类证券；银行存款、可转让存单、回购协议、短期政府债券等货币市场工具；政府债券、公司债券、可转换债券等固定收益类证券；以及基金、金融衍生品和中国证监会许可的其他金融工具	境外证券投资；境外非上市公司股权、债权、对冲基金以及不动产、实物资产等经联席会议办公室备案通过的其他标的资产	第一阶段（2013.9—2015.2）：境外证券投资（直接投资境外二级市场，倾向大部分募集资金投向 ETF、高信用评级债券、海外蓝筹股等高流动性品种） 第二阶段（2015.3）：境外证券投资（境外一级市场、二级市场）、大宗商品交易	海外直接投资和贷款，主要投资于境外的金融企业或金融产品或用于其他有指导性的用途
运作模式		境内外机构在深圳市发起设立的投资管理机构可申请“境外投资基金管理企业”试点资格，继而在获批外汇额度内向符合条件的中国境内“合格境内投资者”募集资金，在深圳市发起设立并受托管理“境外投资主体”，运用所募集的资金直接投资于境外投资标的	有限合伙型私募基金运作模式。参与 QDLP 试点的境外对冲基金需在上海注册一个联络基金，由这只联络基金向境内高净值群体完成募资并结汇美元，再将资金委托交给境外对冲基金，投向境外金融市场	中国人民银行授权而批准的机构在境内设立人民币国际投贷基金，并由该国际投贷基金在境外设立子基金，从而实现资金出境的目的
信托公司额度获得情况	中诚信托、上海信托等 14 家信托公司获得 77.50 亿美元 QDII 额度	中诚信托	中诚信托、上海信托	中信信托

资料来源：根据公开资料整理。

（四）现有的法律监管

信托业现阶段的法律监管的纲领性文件是《信托法》，而中国银监会用于指导信托公司国际化业务的相关法规则是 2007 年颁布的《信托公司受托境外理财业务管理暂行办法》（银监发〔2007〕27 号）和《银监会办公厅关于调整信托公司受托境外理财业务境外投资范围的通知》（银监办发〔2007〕162 号，以下简称《通知》）。

从内容上看，《信托公司受托境外理财业务管理暂行办法》（以下简称“暂行办



法”) 在业务资格审批、业务受理、投资付汇额度管理、账户及资金管理、业务经营与风险控制, 以及信息披露与监督管理角度对信托公司的境外理财业务做了明确规定。

表 5 信托公司 QDII 投资范围较其他同行对比

机构类型	货币市场工具	债券	股票等投资产品	公募基金	金融衍生品	结构性产品	不动产
商业银行	固定收益类票据, 非固定收益类需附特别说明	债项 BBB 及以上	MOU 境外监管机构监管的证券交易所上市的股票	MOU 境外监管机构所批准、登记或认可的公募基金	只限于风险对冲	发行人评级 A 级以上	—
信托公司	最近 3 年信用评级 BBB 以上的外国银行存款; 评级 BBB 以上的银行票据、大额可转让存单、货币市场基金等	债项 BBB 及以上的外国政府债券、国际金融组织债券和外国公司债券; 中国政府或者企业在境外发行的债券	MOU 国家或地区证券市场挂牌交易的普通股、优先股、全球存托凭证和美国存托凭证、房地产信托凭证	MOU 国家或地区相关监管机构所批准或登记注册的公募基金	只限于对冲风险	发行人评级 BBB 级或以上	—
保险公司	银行存款、发行主体信用评级 A 及以上的不超过一年的商业票据、银行票据、大额可转让存单、逆回购协议、短期政府债券和隔夜拆出、AAA 及以上的货币市场基金等	债项 BBB - 及以上; 中国政府在境外发行的债券	指定国家或者地区证券交易所主板市场挂牌交易的股票和香港企业板市场挂牌交易的股票, 包括普通股、优先股、全球存托凭证、美国存托凭证、未上市企业股权等	证券投资基金、股权投资基金、房地产信托投资基金	只限于风险对冲	结构性存款	制定发达市场主要城市的核心地段、具有稳定收益的成熟商业不动产办公不动产
证券公司及基金公司	银行存款、可转让存单、银行承兑汇票、银行票据、商业票据、回购协议、短期政府债券等	政府债券、公司债券、可转换债券、住房按揭支持证券、资产支持证券等及经中国证监会认可的国际金融组织	MOU 国家或地区证券市场挂牌交易的普通股、优先股、全球存托凭证和美国存托凭证、房地产信托凭证	MOU 国家或地区证券监管机构登记注册的公募基金	远期合约、互换及经中国证监会认可的境外交易所上市交易的权证、期权	与固定收益、股权、信用、商品指数、基金等标的物挂钩的结构性投资产品	—

注: MOU 国际或地区指与中国证监会签订合作备忘录的国家或地区。

资料来源: 中国信托业协会。

表 5 中显示, 与证券公司、基金和商业银行的境外理财业务相比, 信托公司面临更加严格的监管标准, 主要体现在境外投资标的的限制。《通知》对信托公司境外投资范围作了明确规定。信托公司 QDII 业务无法直接投资境外高收益债券、私募股权、衍生品、房地产等领域; 信托公司投资境外单只公募基金不得超过总信托资金的



20%，而商业银行在这方面无任何比例限制；信托公司单个境外理财产品中股票等投资产品的资金余额不得超过该信托计划募集资金余额的50%，投资单个股票等投资产品的资金余额不得超过信托计划募集资金余额的5%，投资于任一国家或地区市场的股票等投资产品的资金余额不得超过该信托计划募集资金的20%。此外，在可投资标的界定上，“暂行办法”和“通知”对货币市场工具、债券、公募基金、股票及股权投资产品、结构性产品和金融衍生品做了明确规定。

三、探索客户新需求

中国正处于经济转型期，居民和企业不得不面临经济增速放缓的新常态，经济大环境变化促使个人和机构积极考虑资产配置全球化。而8·11人民币汇改，让资本市场开放的质量和规模又上了一个台阶。海外投资者对中国资本市场加快国际化进程的抉择和方向形成了更加稳定的预期，参与热情进一步高涨，更多的大型机构一直在积极、长远地布局中国资本市场。中国新的汇改政策，对境内、境外客户的需求产生了重要的影响。在这样的政策背景下，信托公司从事海外业务最重要的前提条件之一是要进一步了解客户的需求。客户的新需求或者新的客户群体与信托行业传统的客户资源关联度以及差异性的研究，有助于信托公司找准自己的定位，既能实现海外业务的创新，又能满足客户的需求。

（一）境内客户

1. 高净值个人

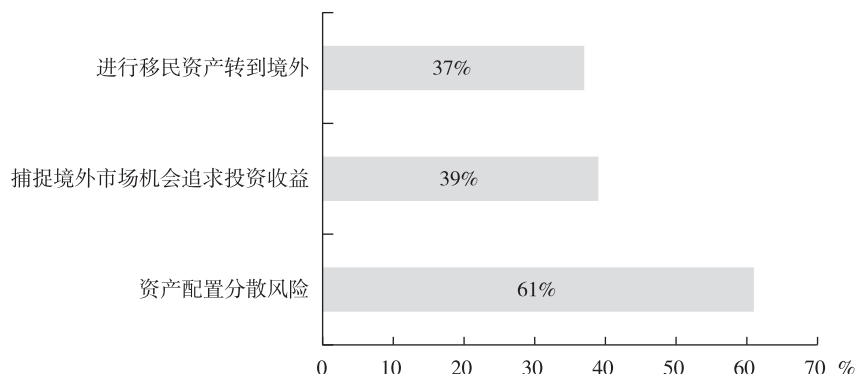
（1）全球资产配置，分散风险。对于高净值人群而言，财富安全是重中之重，财富积累的同时，保障财富安全为首要财富目标。在人民币贬值和通货膨胀的双重影响下，高净值人群在国内拥有的大量资产正面临愈演愈烈的资产的无形流失，高净值人士开始考虑全球资产配置。在经历了国内A股过山车式的暴涨暴跌之后，越来越多的人从追求主动收益转向了追求被动安全。如何分散风险，最通俗的解释即“鸡蛋不要放在同一个篮子里”，规避单一投资带来的风险。伴随着全球化经济快速发展，这个“篮子”的形式也更加丰富。

相比国内，海外市场有着更成熟的经验积累和历史回报证明，多样化金融工具的选择，更完善的市场机制，个人财富可以选择真正适合自己的投资机构与资产配置计划。可以投资股票、债券、基金、房地产、另类投资等不同资产类别；可以覆盖中国、美国、欧洲、新兴市场等不同国家和地区；可以使用人民币、美元、欧元、日元



等不同币种。全球资产配置实际上是指有投资需求的投资人将资金布局在全球各种不同资产类别之中，对其进行合理有效分配，实现资产收益最大化。

(2) 追求投资收益。《2015 中国私人财富报告》^① 显示，境外投资的热度持续上升，高净值人群境外投资的目的从“分散风险”，开始向“主动寻求海外收益”转变。固定收益类产品、股票和投资性房地产仍然会是境外投资的主要投资类别，然而与两年前相比，股票等收益较高的权益类产品在境外资产中的占比有小幅上升。《2015 中国大众富裕阶层财富白皮书》^② 调查结果显示，“股票”是大众富裕阶层最主要的境外投资类别，所选比例达到了 31.9%。“房地产”和“债券”分列第二、第三位，所选比例分别是 29.5% 和 28.7%，而选择“实业”的受访者比例最低，只有 8.5%。和 2015 年相比，最大的变化来自“股票”比例的上升，足足增长了 17.3%，排名也从第三位变成了第一位。很大程度上这是由于在过往的一年间，有许多国内知名的优秀公司在海外上市（比如阿里巴巴、京东等），带动了人们对境外股票市场投资的热度。



数据来源：招商银行和贝恩公司. 2015 中国私人财富报告.

图 4 高净值人群投资意愿提及率

(3) 海外置业。根据最近美国全国地产经纪商协会（National Association of Realtors）公布的一项调查显示，按金额计算，中国买家连续第四年成为美国房产最大的海外买主。数据显示，在 2015 年 4 月至 2016 年 3 月的一年内，中国人共在美国购置 2.92 万套房产，总价值为 273 亿美元，高于所有海外买家在美购置房产的总金额。

^① 招商银行和贝恩公司. 2015 中国私人财富报告. <http://www.bain.com.cn/news.php?act=show&id=579>. 2015.

^② 宜信研究院. 2015 中国大众富裕阶层财富白皮书. <http://www.cereseach.cn/cereseach/view/390/14.html>. 2015 - 05 - 05.



海外置业安全性高、稳定性强、回报率高、便于子女留学等优点，已成为中国高净值人群主要的投资指向标之一。当然，海外置业的高投资回报率也是吸引中国投资者的主要因素。以2015年西方国家房价为例，美国、澳大利亚、加拿大、英国涨幅分别为4.9%、9.8%、7.2%和5.6%，此外，东盟国家中泰国作为东南亚最具投资潜力的国家，其地价每年稳步上涨10%~15%，成为海外资产置业配置市场的香饽饽。而在房租回报率方面，澳洲别墅类和公寓类分别为3.4%和4.3%，加拿大为3.1%，英国为4.9%，泰国为6%~7%。可以看出，从房价走势和收益率来看，海外置业都有利可图，而且空间巨大。尤其是在泰国，更是从回报率方面为投资者带来高收益。

2. 金融机构和实业

(1) 投资多样化需求。2015年全年，境外投资者对我国境内金融机构直接投资流入692.37亿元，流出192.24亿元，净流入500.13亿元；我国境内金融机构对境外直接投资流出1344.95亿元，流入599.08亿元，净流出745.87亿元。2015年金融机构对外投资暴增，主要是由于在“一带一路”地区对外直接投资比重增加。此外，越来越多的中国企业开始涉足海外房地产、技术和金融服务行业。

在推动全球经济增长的源头不断转移的趋势下，增加对优质海外投资标的投资，可以为中国投资者带来更高的回报。考虑南北经济体均面临着各自不同的风险，应在世界范围内分散投资，包括美国、欧洲在内的成熟经济体以及其他新兴经济体的投资。

(2) 寻找高收益资产需求。在国内资产收益持续下降的情况下，去海外寻找高收益资产代表了一个方向。已有诸如安邦、阳光、平安、中国人寿等险资相续出海。中国上市公司在海外并购活动中积极寻找新的增长机会，瞄准海外资产估值相对较低、存在市值上升潜力的公司。在高增长率的背后，中国上市公司的市盈率普遍为30~60，而中国以外，更常见的是10~15的市盈率。

在过去几年，中国已设立多个主权财富基金，以战略投资任务为主，但也越来越多地以市场为导向。私募股权基金也正逐步超越中国边界，寻找更高回报。

(3) 直接投资，战略投资需求。当前的国际政治经济大环境有利于中国企业尤其是承包企业开展境外投资；中企需拓展更广阔国际生存空间，其战略性资源需获得保障，产能需在国际市场消化；同时，中国金融机构具备了支持本国企业参与境外大型基础设施项目投资的资本实力。



(二) 跨境客户

随着中国资本市场的逐步放开和人民币国际化的进程，海外投资者也开始瞄准中国市场，寻求投资机会。2016 年 CBRE 《2016 年亚太区投资者意向调查》^① 中显示亚太区投资者心目中的最佳投资目的地排名，中国居第三（见表 6）。英国不动产中介商莱坊（Knight Frank）《2016 年财富报告》^② 指出上海、北京居超高净值人士^③心目中最重要城市排名第六、第九位（见表 7），维持稳定的竞争力。可见中国市场对境外投资者仍具有较强的吸引力。

表 6 2016 年亚太地区最佳投资目的地排名（前三）

排名	国家	跨境投资者占比*
1	澳大利亚	25%
2	日本	19%
3	中国	16%

注*：跨境投资者指公司所在地与其青睐投资目的地不同的受访者。

数据来源：CBRE RESEARCH. 2016 年亚太区投资者意向调查. <http://www.cbre.com/research-and-reports/apac-research-reports>.

表 7 超高净值人士首选的重要城市排名

排名	2015	2016
1	伦敦	伦敦
2	纽约	纽约
3	中国香港	新加坡
4	新加坡	中国香港
5	上海	迪拜
6	迈阿密	上海
7	巴黎	巴黎
8	迪拜	悉尼
9	北京	北京
10	苏黎世	日内瓦

注：超高净值人士指资产净值超过 3000 万美元的人士。

资料来源：莱坊（Knight Frank）《2016 年财富报告》，2016 年 3 月 2 日发布。

① CBRE 世邦魏理士. 2016 年亚太区投资者意向调查. <http://www.cbre.com/research-and-reports/apac-research-reports>. 2016.

② Knight Frank 莱坊. 2016 年财富报告. <http://www.knightfrank.com/wealthreport>. 2016.

③ 超高净值人士：在英国不动产中介商莱坊（Knight Frank）的《2016 年财富报告》中指资产净值超过 3000 万美元的人士。



海外投资者主要以高净值人士、机构投资者（外资公司、海外基金、金融机构等）为主。随着近几年中国逐步向国际市场开放其资本市场，在以 QDII、QFII 为主流跨境渠道的基础上，先后增加了 QDLP、QDIE、QFLP、人民币国际投贷、银行间市场、沪港通、基金互认等多样化的跨境投资渠道。同时，也吸引了越来越多的合格境外机构投资者。

客户对财富传承、破产隔离，以及保值增值的传统需求是鼓励信托公司根据这些不同客户群体所特有的需求，积极开展创新业务，设计并提供更多具有不同服务性质和信托目的的信托服务。众所周知，海外设立信托主要是满足客户财富传承、资产隔离、资产转移、公益信托这四个方面的需求。而面对中国资本市场，境外投资者主要有以下几类需求。

1. 全球资产配置

海外基金，包括但不限于大学基金、主权基金、对冲基金、保险基金、股权投资基金等，期望加速布局中国资本市场。通过参与中国资本市场投资，以实现全球资产配置、分散投资组合风险的目的。

2. 离岸人民币投资需求

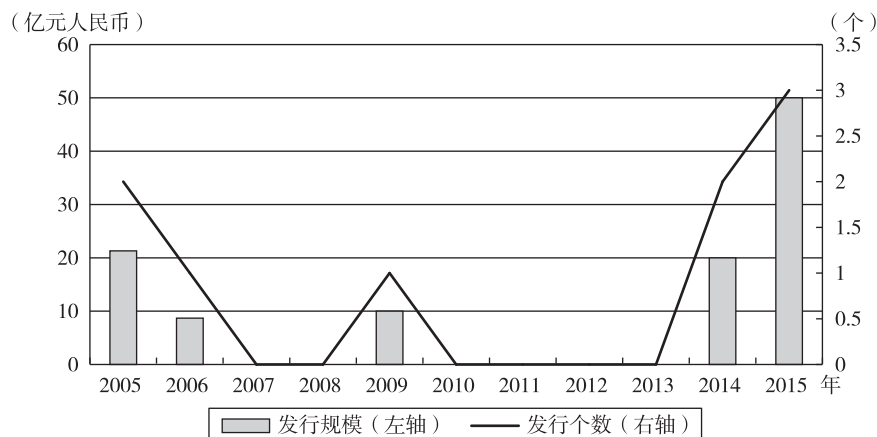
随着资本项目开放不断推进，以及人民币国际化逐步发展，离岸人民币（CNH）市场规模不断扩大。离岸人民币市场发展时间短、规模较小，但却受限较少，受国际因素，特别是海外经济金融局势的影响较多，更充分地反映了市场对人民币的供给与需求。2015 年 12 月 1 日，人民币成功进入 IMF（国际货币基金组织）的 SDR（特别特款权）货币篮子，为人民币国际化奠定了新的基础。随之，债市开放的预期也不断升温，“熊猫债”和“点心债”则扮演着人民币“走出去”和“请进来”的关键角色。点心债最初是指在中国香港发行的人民币债券，其份额虽小但颇受欢迎，如“点心”一般，近年来已被投资者用于泛指中国境外的人民币债券。“点心债”的利率相对低廉，与在岸人民币较高的信贷成本有一定价差，一直被认为是吸引发行人的重要因素。随着人民币汇率双向波动，点心债也逐渐回归固定收益产品的本质。发行期初因为人民币升值，吸引了以私人银行甚至是一些炒汇率的投资者。近几年主要吸引一些比较传统的固定收益投资者，包括一些基金。因投资便捷，点心债也是全球企业债中最具吸引力的品种之一。从长远考虑，很多机构投资者将人民币作为储备货币之一，把人民币资产作为资产配置的一个重要选择。同时，离岸人民币清算中心在全球各地的快速发展，激励了国际投资者对人民币资产的增持。在海外拥有子公司或关联



企业的信托公司可以借助海外客户对离岸人民币或点心债的投资需求，提供创新类产品或投资渠道。

3. 企业融资需求

随着中国资本项目的开放，加上人民币国际化的加深，境外机构或境内外资公司对人民币融资的需求也随之增加。伴随着中国境内债券市场开放措施的大力推进，中国债券市场已经成为全球第三大债券市场。在这样的背景下，稳健的熊猫债^①市场（见图5）渐渐获得了境外机构及境内外资公司的青睐。特别是作为熊猫债的发行人，在满足融资需求的同时，可以享有一系列的好处。首先，顺利进入熊猫债市场可使债券发行人获得更广阔的融资渠道，还能满足境外机构优化融资成本及结构、实现投资人多样化、增加国内投资者等需求。其次，对于需要获得长期人民币融资且在中国境内拥有子公司的发行人而言，发行熊猫债比从中国境内银行贷款更为有利，因为银行贷款的期限通常较短。同时，对于在中国运营且具有人民币资产的发行人而言，在中国境内进行人民币融资自然起到一种对冲作用，可减小外汇汇兑风险。



资料来源：根据 Wind 资讯、中资债信等公开数据整理，截至 2015 年 10 月底。

图5 熊猫债券市场历史发行情况

可见，近年来中国政策的大力支持和配套改革措施的执行，不断吸引了境外投资者的注意力，也使得这些跨境投资者成为中国金融市场中的重要参与者。信托公司可以依据境外投资者的实际需求，寻找与境内客户需求相似或者相关联的切入点，设计

^① 熊猫债券（2005 年 9 月 28 日，国际多边金融机构首次获准在华发行人民币债券，财政部部长金人庆将首发债券命名为“熊猫债券”）即境外机构在中国发行的以人民币计价的债券，它与日本的“武士债券”、美国的“扬基债券”统属于外国债券的一种。



一些能同时满足境内、境外客户需求的信托产品，从而扩大客户群体，使信托公司更容易走出去。

四、解锁投资新产品

随着信托业投资海外资产的渠道越来越多，关于投资标的的限制也逐渐松绑。信托业面临的另一大机遇和挑战就是如何利用募集资金，借力全球市场的丰富投资物和金融工具，打造满足目标客户日益多样化、个性化需求的财富管理产品和投资顾问服务。随着国内高净值人群的日益壮大和国内阶段性“资产荒”的倒逼，通过信托平台的海外投资进行全球资产配置的需求日益高涨。而信托业可以依托比较自由灵活的法律结构和产品结构，不失时机地开拓为高净值个人客户和机构客户提供全球资产配置服务的新领域。目前大部分的信托产品海外投资，还依旧集中在通过 QDII 渠道投资的上市公司股票和固定收益类产品。在未来，信托行业还可以瞄准并参与其他更多的全球金融市场板块。

（一）大宗商品和能源类

大宗商品是全球资产配置中很重要的一部分。不但因为商品属于实物资产，而实物资产的一个共同点就是他们与通胀的相关性高，能有效对抗通货膨胀，还因为商品受市场供求的影响，与其他资产的相关度低，往往其他市场表现疲弱时，商品却能一枝独秀，其他资产的利空消息却往往是大宗商品的利好。因此，资产组合中加入商品，能获得大宗商品的系统风险暴露，获得风险溢价，继而有效扩展投资边界，提高组合的风险调整后收益。不同于私募股权或者对冲基金等另类投资，大宗商品投资对主动管理能力的要求比较低。另外，组合纳入商品能有效对冲尾部风险。比如，做多原油和天然气可对冲地缘政治风险，做多黄金可对冲金融市场的动荡。

对于大宗商品的投资方式主要有三个：①买入商品资产进行直接投资。这种方式运输、仓储、保险成本高，流动性差，从信托产品投资角度看，直接参与商品现货不具备可操作性，因此，可以通过商品 ETF 来规避实物商品交易带来的种种不便。②商品类上市公司股票。这种方式的缺点是商品类股票与商品的价格并不完全相关，与股票市场总体走势的相关性更高，因此可能会间接带来不必要的权益市场风险暴露。③商品期货。这是投资大宗商品的主要途径。同时由于期货市场的成熟发展，为投资者提供了多样化的标准化的流动性强的期货合约，因此非常适合信托公司进行投资。

由于大宗商品期货交易通常采用保证金制度，因此会创造很高的投资杠杆，这需



要信托公司有很强的风险管理机制并实施严格的交易纪律。

平安信托旗下一只半年期的黄金挂钩产品到期，其半年绝对回报近 6.5%，年化收益更达到了近 13%。作为一只风险水平偏低且投资于海外金融市场的信托产品，该产品的出色业绩引来了业界不少关注的目光。

表 8 平安信托挂钩 SPDR 黄金 ETF 产品

发行机构	平安信托
产品名称	平安财富·君恒稳健三期 2 号
成立日	2012 年 3 月 23 日
挂钩标的	SPDR 黄金 ETF
产品简介	平安信托推出的首只黄金挂钩信托产品。SPDR 黄金 ETF 是一种追踪国际黄金现价的黄金交易所买卖基金，也是目前全球最大的黄金上市交易基金（ETF），其与伦敦黄金定盘价历史走势高度一致，自 2012 年 3 月 23 日以来相关性更高达 0.957，同步率相当高。平安信托相关人士表示，2012 年 3 月，经过公司投资团队的深入研究，基于黄金现货价格将温和上行的观点，平安信托及时推出了该结构性产品，为投资者提供了间接参与海外黄金市场投资的机会。

资料来源：根据公开资料整理。

（二）对冲基金，VC/PE

自 20 世纪 90 年代以来，全球对冲基金行业保持显著增长趋势，截至 2015 年末，全球约有一万多家对冲基金管理公司，整个对冲基金市场资产管理规模超过 3 万亿美元。投资对冲基金有以下几点优势：一是与传统的股票、债券市场的相关性较低；二是能够在不同市场环境下取得绝对收益；三是能够提供较好的风险调整后收益；四是降低投资组合的波动率等；五是可以提供多种主动管理的投资策略：如市场趋势类、事件驱动类和相对价值类，这些是传统的资产大类和传统的资产配置模式所不能提供的投资机会。而海外成熟的资本市场和丰富的金融工具成就了各种投资策略，信托公司可以根据客户的各种需求选择相应的投资策略或组合。但是对冲基金的流动性差，信息不透明程度高，需要专业的投资团队对接。

和对冲基金类似，私募股权投资资金（VC/PE）也是一种重要的另类投资工具。它主要通过非公开方式面向少数机构投资者或个人募集，其销售、赎回都是通过私下与投资者协商进行的；资金来源广泛，一般是富有的个人、风险基金、杠杆并购基金、战略投资者、养老基金和保险公司等。它一般投资于私有公司即非上市企业，并且其项目选择的唯一标准是能否带来高额投资回报，而不拘泥于该项目是否应用了高科技和新技术。换言之，关键在于一种技术或相应产品是否具有好的市场前景而不仅在于技术的先进水平。私募股权基金多采用权益投资方式，对被投资



企业的决策管理享有一定的表决权。反映在投资工具上，多采用普通股或者可转让优先股以及可转债的形式。私募股权投资者通常参与企业的管理，主要形式有参与到企业的董事会中，策划追加投资和海外上市，帮助制订企业发展策略和营销计划，监控财务业绩和经营状况，协助处理企业危机事件。一些著名的私募股权投资基金有着丰富的行业经验与资源，他们可以为企业提供有效的策略、融资、上市和人才方面的咨询和支持。

和对冲基金类似，私募股权投资基金的流动性也很差，没有现成的市场供非上市公司股权的出让方与购买方直接达成交易。而且，私募股权投资期限较长，一般一个项目可达3~5年或更长，属中长期投资。也正因此，投资者会要求高于公开市场的回报。高回报，低流动性，长期限等特性非常适合某些风险偏好高，投资期限长的个人信托客户或者机构客户进行投资。而目前信托业参与对冲基金和私募股权投资的方式主要是上海金融办的QDLP。2014年8月，借助有限合伙产品“海汇元声”，平安信托计划募集3亿元，投资海外对冲基金。

表9 平安信托投资海外对冲基金项目

发行机构	平安信托
产品名称	“海汇元声”项目
成立日	2014年8月
投资标的	Sound Point 信贷机遇离岸基金
交易架构	平安德成投资有限公司作为一般合伙人（GP），发起设立海汇元声有限合伙企业，境内投资者作为海汇元声的出资人（LP）。平安德成投资有限公司为平安信托全资子公司平安创新资本99%控股持有，换言之，这是一家平安信托的“孙公司”。经过一系列的交易安排，LP的资金兑换为美元出海，资金再借道海外投资的特殊载体（SPV），最终通过海汇元声实现间接投资海外指定基金（Sound Point 信贷机遇基金——美国信贷市场的对冲基金之一）。 海汇元声的特点是，境外投资主体设立在避税区开曼群岛。设立开曼的机构是为了规避海外税负和做资产独立运营安排。 海汇元声项目交易结构图 <pre> graph TD Client[客户] -- LP --> HHS[海汇元声有限合伙] PDC[平安德成] -- GP --> HHS HHS -- RMB --> USD[USD] USD --> SPV[开曼SPV] SPV -- 股商 --> Fund[Sound Point 信贷机遇基金] Fund -- 回股 --> SPV </pre>

资料来源：根据公开资料整理。

虽然对冲基金和私募股权投资基金具有高回报的潜质，并且有很好的风险分散化作用，但是它们普遍缺乏成熟的二级市场，流动性很差，需要信托公司有很强的风控



能力。同时很多对冲基金的交易策略和传统投资策略大相径庭，有很多潜在的风险暴露，也需要在投资的时候审慎应对。

（三）海外房地产

由于国内一线城市房地产价格长期居高不下，同时北美和欧洲都先后遭遇金融危机，导致资产价格缩水，以房地产为代表的实物资产因此充满吸引力和竞争力，引致近年来以保险资本为领先、金融行业带动、各等级地产商及私募高净值人士在海外房地产市场进行了大量投资。直接投资物业，可以持有获得租金收入及未来可能的增值；或者参与开发投资；以及买入物业改进后，获取更高的租金收入及未来卖出时的增值。由于许多海外房产给予永久所有权，因此吸引了大量的高净值客户，同时，在海外购房者的队伍中，除了原有的移民买房和“以房养学”外，投资需求也日益凸显。

但房地产作为传统实物资产，受制于一些天然的缺陷，比如标准化程度低，二级市场流动性低，资产不易拆分重组等。因此，如果仅出于投资需求，应该考虑转向 REITs 投资。房地产信托投资基金（REITs）作为成熟市场中一种重要的资产类别，其特点在于：收益主要来源于租金收入和房地产升值；收益的大部分用于发放分红；长期回报率相对稳定，介于股债之间。自 1960 年在美国出现以来，REITs 产品在全球获得了迅猛发展。美国的房地产投资信托，其市场总值已达 8000 亿美元，包括商业、健康护理、工业及住宅等不同类型的房地产设施，流动性良好。同时 REITs 还能满足部分信托客户定期派息的要求，如大学公寓、城市公寓、商业等，这些物业需求稳定，且随着经济复苏，出租率和租金收益稳步增长，确保固定派息。另外，REITs 还兼具投资增值功能，如大城市的单一和多家庭住宅，以及度假屋等，这类投资租金收益很低但其增值和经济复苏相关性最高。最后，信托公司不仅可以将 REITs 当作投资组合管理的标的物，也可以主动开发房地产资产证券化项目，发行海外房地产的 REITs 产品。除了在资本市场投资 REITs 或房地产相关股票及债券外，还有一种可能是困境资产投资，这类投资是海外成熟的投资类别，是一些专业投资者（对冲基金）利用其专业投资能力，从银行等一些贷款机构购买一些有问题的资产包，通过重组、重新组织贷款、分别出售等方式获利。平安集团旗下平安人寿于 2015 年 2 月收购了伦敦 Tower Place 大厦项目，而平安信托于 2016 年 3 月发行了一单投资海外房地产的集合资金信托计划。平安集团积极布局海外房地产市场，目前平安集团投资海外的总金额达 300 亿元。



表 10

平安信托投资房地产项目产品

发行机构	平安信托					
产品名称	平安核心房地产信托计划 1 号集合资金信托计划					
成立日	2016 年 3 月 9 日					
产品期限	360 月					
资金用途	平安信托成立信托计划，投资于在上海自贸区设立的上海平贸投资管理合伙企业的有限合伙份额。合伙企业在上海自贸区内换汇，以美元投资于美国的贝莱德房地产开放式基金 Granite Property Fund。					
信息披露	受托人对本信托的信息披露以在受托人网站 trust.pingan.com 上公布的方式报告委托人和受益人，同时有关信息将在受托人的办公场所存放备查，或由受托人寄送。					
单位累计净值增长率走势图						
开放日净值	日期类型	公布日期	受益权类型	单位净值 (人民币，元)	单位累计净值 (人民币，元)	单位累计 净值增长率
	开放日	2016 - 09 - 30	未分类	1.07	1.07	7%
	开放日	2016 - 06 - 30	未分类	1.03	1.03	3%
	开放日	2016 - 03 - 31	未分类	0.99	0.99	-1%
	开放日	2016 - 03 - 09	未分类	1.00	1.00	0%

资料来源：平安信托网站 http://trust.pingan.com/xintuochanpin/xiangqing/T151247768_11040221_info.shtml

总之，由于海外房地产投资不仅能满足全球化资产配置的需求，还能满足个人客户的其他非投资需求，因此客户资源丰富，市场潜力巨大，值得信托业深入挖掘，广泛研究，尽早布局。信托业应该抓住这个契机，立足于存量优质客户资源，依靠知识优势，专业优势，人才优势，为高净值人群海外置业提供渠道，咨询和其他增值服务。

投资海外房地产的风险主要在于地缘政治、地区局势和货币汇率的不稳定性和高度不可预测性。例如英国公投脱欧，使得英镑大幅贬值，连累英国的房地产价值缩水。又由于房地产市场的流动性不强，及时变现止损会比较困难，因此尤其需要对接专业化的投资团队并增强风险识别和管理能力。

（四）保险产品，生命周期基金

应当注意到，高净值人群全球资产配置的需求，会随着生命不同阶段的风险承受能力和财富水平的变化而产生相应的动态调整。信托业应当敏锐地意识到个人客户这



一特点并设计相应的投资产品。生命周期基金是目前海外市场的一种主流相关产品，中国首只生命周期投资概念基金产品“2016”，由汇丰晋信基金公司在2006年5月23日正式推出。它可以按照投资者各个生命阶段的风险收益特征，自动调整资产配置比例的基金品种。其早期主要投资于权益类证券，类似于股票型基金，风险收益水平较高；随着时间的流逝，其投资于权益类证券的比例不断减少，投资于固定收益类证券的比例不断增加，风险收益水平逐步降低；目标日期以后，最终演变为低风险收益水平的偏债型基金，甚至货币市场基金，为投资者带来稳定的收入。生命周期基金在海外市场发展迅速。自1996年推出以来，规模已由最初的6亿美元发展到1670亿美元。截至2005年，美国64%以上的401（K）养老金计划投资于生命周期基金，十年时间增长了7倍。信托业通过直接投资海外的生命周期基金或者利用全球金融市场产品为客户构建个性化的生命周期基金，不但可以满足客户全球资产配置的需求，也可以满足客户由于生命周期变化产生的动态需求。

除此之外，高净值客户还有规避长寿风险（即生存年龄超过预期年龄后所带来的耗尽财富的风险）和死亡风险（即生存年龄低于预期年龄后所带来的其他家庭成员生活质量不能维持的风险）的强烈需求。而对冲这两种风险的工具，在金融市场中很难找到，但是保险市场中却有很多选择。比如可以用年金产品对冲长寿风险，用寿险产品对冲死亡保险。除此之外，还有一些综合的保险产品，比如中国香港保险公司推出的大额保单具有较低的融资成本和完善的保密机制，受到很多高净值人士的欢迎。大额保单依据信托原理设计，投保人类似于信托架构的委托人，保险人类似信托架构的受托人，两种产品都有受益人，因此大额保单实际上是一种信托产品。同信托财产一样，保险资产也独立于投保人及保险人的财产，不受债权人、离婚以及政府征税等行为影响，适合高净值人士进行资产隔离、财富传承规划。

中国香港大额保单的主流险种是万能寿险保单，该险种具有较高的现金价值，可以通过保费融资，用较低的资金获得高额保单，杠杆率甚至能超过10倍。也可通过将保单抵押给银行获得现金投资于其他领域，以及用于公司的业务运转。大额保单也可以设计成信托与人寿保险组合的方式，将大额保单的受益权设立一个信托，由该信托进行赔付和保费的分配，可以提高资金运用效率，进行家族财富传承。

（五）以海外ETF为代表的指数基金

由于ETF指数基金代表一篮子股票的所有权，又可以像股票一样在证券交易所交易，因此通过投资海外ETF可以很方便快捷地对全球权益市场进行资产配置，并



充满了流动性。由于海外 ETF 多数是被动型指数基金，费用低廉，并且兼有对冲市场风险和套利的功能，因此很适合信托公司投资来打造全球资产配置类产品。目前很多信托公司都在积极寻求合适的海外 ETF 基金产品，以实现多样化资产配置的目标。

表 11 部分可选用的海外 ETF 指数产品

标的资产	投资策略
道琼斯地产基金	以追求美国道琼斯房地产指数（Dow Jones U. S. Real Estate Index）绩效为目的的 ETF，专注投资于美国境内的房地产股票和 REITs，而且投资权重与该指数相仿
美元指数 ETF	是以综合反映美元在国际外汇市场的汇率情况的指标，用来衡量美元对一揽子货币的汇率变化程度。它通过计算美元和对选定的一揽子货币的综合的变化率，来衡量美元的强弱程度，从而间接反映美国的出口竞争能力和进口成本的变动情况
SPDR 黄金 ETF	英国脱欧引发的政治因素会使下半年市场持续波动，美国在 12 月加息的概率偏大，资金将继续流入黄金等避险资产。若政治经济不确定性增加，市场避险情绪及预期会大幅利好黄金
摩根大通 ETF Efficient 5 指数	摩根大通该指数是一种通过选取众多资产（发达地区和新兴市场股票及债券、另类资产、防御性资产），并运用配置 ETF 标的从而追求正回报的多资产投资策略。该策略基于趋势以及马科维茨（Markowitz）理论
MSCI 新兴市场 ETF (EEM)	贝莱德 iShares MSCI 新兴市场 ETF 基金（EEM）主要通过持有新兴市场大蓝筹股，跟踪 MSCI 新兴市场指数表现。该 ETF 在纽交所高增长板市场（NYSE Arca）挂牌交易。该 ETF 涉及 800 多个新兴市场股票，以寻求证券资产多样化及长期回报为目标。目前新兴市场是高风险，高回报的投资最热门的领域之一

资料来源：根据公开资料整理。

五、打开信托新渠道

在新一轮汇改背景下，信托公司更应积极发掘海外投资新渠道，并通过对不同渠道的优劣分析，将渠道多样性与信托公司层面的个性化发展相结合，从而寻求适合自身业务发展的海外投资模式。

（一）新渠道的种类

1. 内保外贷

内保外贷是指境内银行为境内企业在境外注册的附属企业或参股投资企业提供担保，由境外银行给境外投资企业发放相应贷款。担保形式为：在额度内，由境内的银行开出保函或备用信用证为境内企业的境外公司提供融资担保，无须逐笔审批，和以往的融资型担保相比，大大缩短了业务流程。

随着中国外汇储备节节攀升，中国的外汇管制正由“宽进严出”向“严进宽出”转变。而在放松资本管制方面，最具实效的则是开放了金融机构向海外开立备付信用证（Standby Letter of Credit）以支持企业海外融资业务，鼓励中国企业走出国门。



表 12 内保外贷的类别及适用企业

类别	适用企业	备注
以境内非银行金融机构或企业作为担保人	适用于境内公司为大型企业集团，其在跨境项目实施前已经设立海外分支机构，在跨境并购中由其境外分支机构作为项目的买方实施并购的情况	在实际操作中，国内担保人需根据相关法律规定，就该内保外贷项目到外管局做相应外债登记。一旦发生境外借款人违约情形，国内担保人能够按照登记的外债额度换汇，履行其对外付款义务
以境内银行作为担保人	适用于在跨境并购项目中，境外银行对于境内提供担保的中国投资人未达成过商业往来，对其资信状况不了解，而中国投资人的国内银行由于与中国投资人存在长期合作关系或是提供过授信额度，愿意接受委托作为担保人的情况	若需要委托国内银行开具项目保函或备用信用证可能出现的银行内部审批障碍。考虑不同银行在出具保函和备用信用证时的不同监管要求，也是企业跨境并购项目中需要事先了解的重要事项之一

资料来源：根据公开资料整理。

2010 年年中，国家外汇管理局发布了《关于境内机构对外担保管理问题的通知》，对内地银行向海外开出外币担保融资函实施额度管理，即“内保外贷”——银行对外担保的融资额度不能超过银行本身净资产的 50%。

即便存在上述额度控制，在使用人民币开出备付信用证担保海外企业融资方面依然属于全面放开，毕竟该项措施与中国货币当局着力推动人民币国际化的举动紧密相关。

2014 年，国家外汇管理局发布了《跨境担保外汇管理规定》以及《跨境担保外汇管理操作指引》，取消了与跨境担保有关的事前审批事项，仅对担保实行登记管理。

至此，担保合同的签订以及担保的履约都不需要事前审批，仅需在签约或履约后办理相关登记。

2. 沪港通

沪港通是指上海证券交易所和中国香港联合交易所允许两地投资者通过当地证券公司（或经纪商）买卖规定范围内的对方交易所上市的股票，是沪港股票市场交易互联互通机制。

沪港通包括沪股通和港股通两部分：

沪股通，是指投资者委托中国香港经纪商，经由中国香港联合交易所设立的证券交易服务公司，向上海证券交易所进行申报（买卖盘传递），买卖规定范围内的上海证券交易所上市的股票。

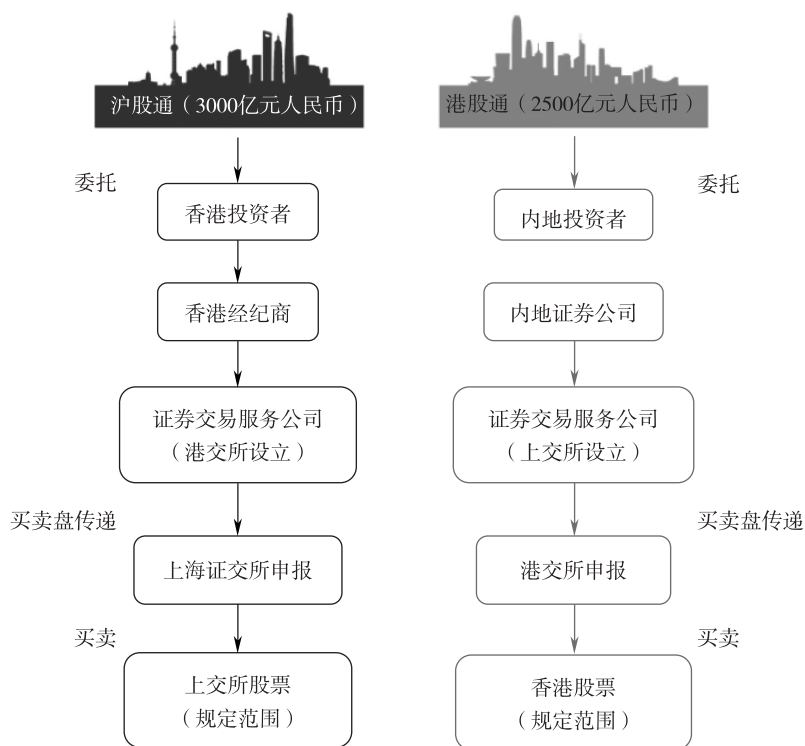
港股通，是指投资者委托内地证券公司，经由上海证券交易所设立的证券交易服务公司，向中国香港联合交易所进行申报（买卖盘传递），买卖规定范围内的中国香港联合交易所上市的股票。

此前联合公告对沪港两市每日沪港通交易分别设定了 130 亿元及 105 亿元的上



限。该“上限”并非指每日流入总额上限，而是每日买卖之差不能超过的上限，这意味着每个交易日能够进入沪港市场的资金额度远远高于市场预期。日交易额应指的是类似“轧差”后的额度，即每日买卖之差不能超过联合公告指出的上限，以保证人民币的流入、流出量基本平衡。

联合公告称，允许两地投资者通过当地证券公司（或经纪商）买卖规定范围内的对方交易所上市的股票。截至撰文时，对何谓当地证券公司尚无明确说法。“我们就这个问题已多次跟沪港两地沟通。”一家在中国香港设立分支机构的中型证券公司负责人表示，“目前掌握的情况是，由于技术门槛并不高，不会对券商范围做太大限制。”



资料来源：根据公开资料整理。

图6 沪港通流程图

沪港通和近期深港通通道的开启，互联互通以高效、低成本的方式，打通了中国内地和香港两地资本市场，境内投资者可以足不出户就通过正式渠道投资海外。

3. 基金互认

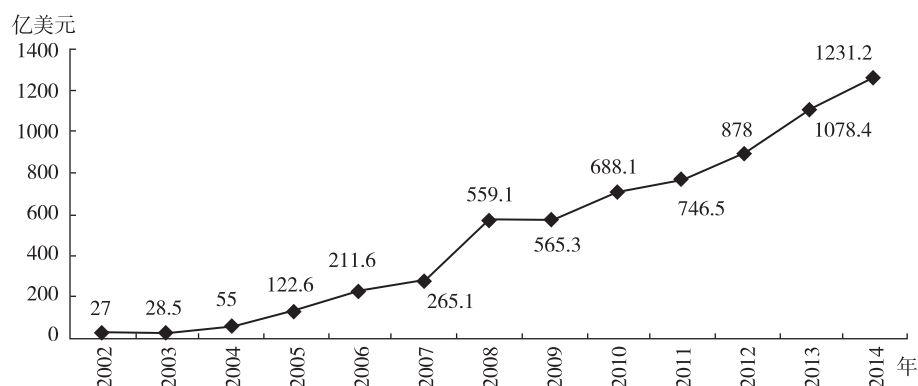
基金互认是指允许境外注册并受当地监管机构监管的基金向本地居民公开销售。境外的优秀基金有望在当地公开募集，同理，在当地注册监管的优秀基金也有望进入境外市场。



2015 年 5 月 23 日，酝酿多年的中港基金互认机制获得内地和中国香港监管机构的放行，于 7 月 1 日正式实施。内地与中国香港基金互认的初始额度为资金进出各 3000 亿元人民币。中国证监会 2015 年 12 月 18 日举行例行发布会，发言人张晓军表示，首批内地中国香港互认基金注册完成，3 只北上 4 只南下。

4. 跨境直投 ODI

对外直接投资（ODI）是指我国企业、团体在国外及港澳台地区以现金、实物、无形资产等方式投资，并以控制国（境）外企业的经营管理权为核心的经济活动。对外直接投资是我国“走出去”战略的重要组成部分，也是主动参与国际分工，利用好两种资源两个市场，规避国外贸易壁垒，吸收国外的先进技术和管理经验以及及时掌握外部信息的积极举措。



数据来源：中国商务部，2014 年度中国对外直接投资统计公报。

图 7 2002—2014 年中国对外直接投资流量情况

表 13 2006—2014 年中国对外直接投资流量构成

年份	流量	新增股权		当期收益再投资		债务工具投资	
		金额	比重 (%)	金额	比重 (%)	金额	比重 (%)
2006	211.6	51.7	24.4	66.5	31.4	93.4	44.2
2007	265.1	86.9	32.8	97.9	36.9	80.3	30.3
2008	559.1	283.6	50.7	98.9	17.7	176.6	31.6
2009	565.3	172.5	30.5	161.3	28.5	231.5	41.0
2010	688.1	206.4	30.0	240.1	34.9	241.6	35.1
2011	746.5	313.8	42.0	244.6	32.8	188.1	25.2
2012	878.0	311.4	35.5	224.7	25.6	341.9	38.9
2013	1078.4	307.3	28.5	383.2	35.5	387.9	36.0
2014	1231.2	557.3	45.3	444.0	36.1	229.9	18.6

数据来源：中国商务部统计数据，《2014 年度中国对外直接投资统计公报》。



近十几年来，中国对外直接投资呈快速发展趋势，对外直接投资流量连续三年位列按全球国家（地区）排名的第3位。2014年中国对外直接投资净额为1231.2亿美元，较上年增长14.2%。其中，新增股权投资557.3亿美元，占45.3%；当期收益再投资444亿美元，占36.1%；债务工具投资229.9亿美元，占18.6%。资金流向国家（地区）高度集中，近七成的投资流向中国香港、英属维尔京群岛、开曼群岛和卢森堡。

表 14 2014 年中国对外直接投资流量前二十位的国家（地区）

序号	国家（地区）	流量（亿美元）	比重（%）
1	中国香港	708.67	57.6
2	美国	75.96	6.2
3	卢森堡	45.78	3.7
4	英属维尔京群岛	45.70	3.7
5	开曼群岛	41.92	3.4
6	澳大利亚	40.49	3.3
7	新加坡	28.14	2.3
8	英国	14.99	1.2
9	德国	14.39	1.2
10	印度尼西亚	12.72	1.0
11	荷兰	10.30	0.8
12	老挝	10.27	0.8
13	巴基斯坦	10.14	0.8
14	加拿大	9.04	0.7
15	泰国	8.39	0.7
16	巴西	7.30	0.6
17	百慕大群岛	7.08	0.6
18	阿拉伯联合酋长国	7.05	0.6
19	阿尔及利亚	6.66	0.5
20	俄罗斯联邦	6.34	0.5
合计		1111.37	90.3

数据来源：中国商务部，2014年度中国对外直接投资统计公报。

为了促进和规范境外投资，提高境外投资便利化水平，商务部第27次部务会议通过了2014年第3号《境外投资管理办法》。2015年10月29日，国务院同意了《进一步推进中国（上海）自由贸易试验区金融开放创新试点 加开上海国际金融中心建设方案》，贯彻落实党中央、国务院关于金融改革开放和自贸试验区建设的总体部署，加快推进资本项目可兑换、人民币跨境使用、金融服务业开放和建设面向国际的金融市场，在自贸区内进行人民币资本项目可兑换的先行先试，逐步提高资本项目下各项目可兑换程度。除上海自贸区外，后续不同城市有分别加入自贸区试点。



上海自贸区最先放开的对外直接投资业务，可以作为信托公司涉足境外业务的一个落脚点，由点及面。信托可以作为众多具有跨境投资需求的投资者的载体，与境内或境外 PE 公司合作，共同投向境外市场。为进一步推动人民币国际化，上海自贸区内支持和鼓励跨境投资业务，并下放一定限额内境外股权投资项目审批权限至自贸区委管会，换汇也只需联系区内银行，比境内区外方便很多。除了资金跨境方面的创新政策，有利于信托参与跨境直接投资的因素还包括在投资拟上市公司股权时，信托计划作为 LP 参与 PE 业务不像在国内涉及上市退出障碍的问题。此外，信托作为跨境投资的载体更具备保护投资者隐私、节税等一系列优势。

信托公司投资境外非上市股权、房地产项目，通常可以通过在自贸区设立有限合伙企业，经境外 SPV 投资于海外非上市股权、房地产等项目。在框架搭建好后，自贸区设立的合伙企业则向自贸区监管部门提出申请，进行境外项目的直投外汇业务信息系统境外投资模块投资备案。获得备案证明后，申请外汇额度、进行外汇登记，之后合伙企业即可直接到银行办理购汇，向已设立的境外投资汇出资金，进行具体项目的投资。具体流程可以参考图 8：

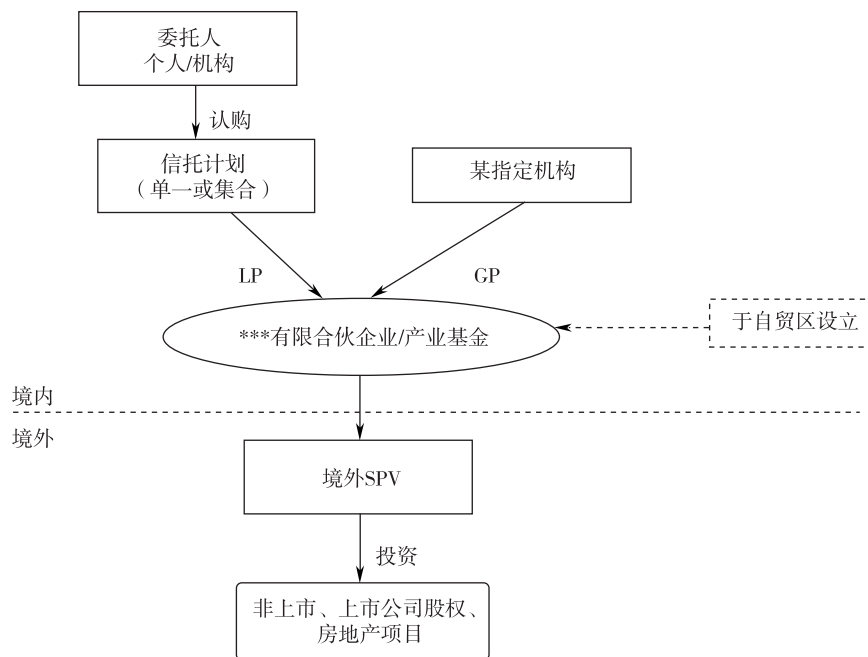


图 8 自贸区 ODI 跨境直投交易流程图

对于境外上市公司股权收购项目，信托公司可以参考东方证券公司直投子公司的企业跨境并购融资项目，其在自贸试验区募集并设立有限合伙企业性质的人民币跨境并购基金，依托自贸试验区跨境投资政策，通过境外直接投资、上海银行跨境直贷美



元并购贷款、基金托管等金融服务，完成了对某境外上市公司的股权收购，帮助该公司实现在境外退市、在境内 A 股上市。通过自贸区 ODI 方式，一是突破以往跨境股权收购审批慢、程序复杂的瓶颈，充分利用自贸试验区对外投资审批高效、快捷、便利的服务优势，以及对外投资与前置核准脱钩的政策优势，在 20 天内即完成方案制定、审批流程、资金汇兑和划转；二是利用商业银行境外美元并购贷款利率低的优势，有效降低收购资金成本。

信托公司完全可以利用自贸试验区政策和制度优势，借助对外直接投资和并购贷款两种方式，探索中资企业境外并购的新模式，支持优秀的境外上市企业回归 A 股市场，推动 A 股市场发展。从长期来看，随着政策的逐步放开，除了实业股权投资业务外，信托公司亦可以与境外金融机构合作，将境内资金投向境外金融市场，以此逐步积累境外投资经验和资源，致力于成为跨境投资领域中最好的载体。

5. 境外放款

2009 年，国家外汇管理局发布《关于境内企业境外放款外汇管理有关问题的通知》，境内企业可通过向境外全资附属企业或参股企业放款，利用其境内闲置资金（人民币或外汇），提高资金的使用效率。2014 年，国家外汇管理局发布《关于进一步改进和调整资本项目外汇管理政策的通知》，进一步放宽了企业境外放款的相关规定，允许境内企业向境外与其具有股权关联关系的企业放款。

虽然放款用途不限于公司日常经营，可用于境外借款人的收购之目的，但国家外汇管理局在审核贷款协议和目的时，会进行相关尽职调查；若经调查认定为新的境外投资项目，则需提交发改委和商务部门对项目的审批，并进行境外投资项目的外汇登记。

另外，境外放款模式只适用于境内外具有股权关联关系公司之间的资金流动，对于非关联企业而言，目前还无法通过这种模式达到资金出境的目的。

表 15 境外放款操作指南

涉及并购事项	企业需求	操作指南	备注
境外放款虽然性质上是借款，其实也可作为企业境外并购中有效的补充资金来源，如前期保证金的支付、短期过桥贷款等	境内企业累计境外放款额度不得超过其所有者权益的 30%	境内企业凭境外放款协议、最近一期财务审计报告到所在地外汇局办理境外放款额度登记	境内企业可根据实际业务需求向所在地外汇局申请境外放款额度期限。如确有客观原因无法收回境外放款本息，境外企业可向所在地外汇局申请注销该笔境外放款。境外放款还本付息完毕或注销境外放款后，不再进行境外放款的，境内企业可向所在地外汇局申请办理境外放款额度注销
	超过所有者权益的 30% 的	由境内企业所在地外汇局按个案集体审议方式处理	

资料来源：根据公开资料整理。



（二）渠道选择与匹配

不同的跨境渠道适用于不同的企业或投资标的，信托公司需要结合自身特点及客户需求，选取合适的渠道出境投资。例如：

（1）QDII 投资额度使用：拥有 QDII 额度的信托公司可以利用 QDII 额度直接投资境外市场的证券类投资标的。没有额度但想参与跨境投资的信托公司，可以寻求其他新渠道。

（2）拥有海外子公司或关联企业：在海外有分支机构的境内大型企业集团可采用内保外贷、收益互换等方式，从事跨境并购或证券类产品投资。境内信托公司也可通过向境外全资附属企业或参股企业放款的形式，有效使用其境内闲置资金。

（3）利用现有的新机制：若客户投资标的为港股通股票范围的港股或基金互认机制下获批的中国香港基金，信托公司可以利用沪港通、基金互认等现有的路径开拓境外投资市场。

（4）参与区域性试点业务：中国人民银行批准在云南、上海设立人民币国际投融资基金，国务院同意了上海自贸区跨境直投试点业务。希望开展人民币境外直接投资、海外贷款业务，或者股权投资类项目的信托公司，可以根据试点业务的相关政策向监管机构申请并获取相应的资格，为公司海外业务开辟新的跨境渠道。

信托公司可以综合考虑公司背景、战略方针、业务规模、客户种类、投资标的类型、所属地方政策等因素，从单个业务层面或者整个公司层面选取适宜的跨境投资渠道。

六、对接新需求、新产品、新渠道的案例分析

（一）案例一：QDII 产品开发

QDII 是国内投资者投资海外市场的最主要通道，但是这种间接投资方式多集中在中国香港，而且从整个金融行业看，信托行业使用额度为 77.5 亿美元，占总额度的 8%，远远低于保险业 308.53 亿美元、银行业 138.4 亿美元、基金和券商 375.5 亿美元，这在某种程度上阻碍了信托公司海外配置业务的发展。在现有条件下，信托公司可依据自身优势，或其他金融机构合作，借助合理的产品设计，为投资者提供多元的投资区域，享受全球经济发展的投资机会。如是否借助美股稳步上升的态势，发行投资美股的 QDII 产品，分享全球资本市场的投资机会。



信托公司开发和拓展境内机构和/或个人客户海外投资理财业务产品，应当首选具备一定海外投资经验的高净值个人客户或者机构客户，根据不同客户的投资偏好和风险厌恶特征设计不同的投资产品。在资产配置端，信托公司可以在境外进行较为灵活的投资组合。

信托公司可以为客户提供单一或者组合的资产投资运作选择，按照风险和收益划分，可以投资：

(1) 低风险类金融产品。例如，可以配置投资级以上的外国银行存款、外国政府债券、国际金融组织债券、外国公司债券以及中国政府或者企业在境外发行的债券。同时也可以选择配置银行票据、大额可转让存单、货币市场基金等货币市场产品。

(2) 收益相对较高的金融产品。例如，可以配置公募基金产品，挂牌交易的普通股、优先股，全球存托凭证，美国存托凭证，房地产信托凭证以及与固定收益等标的物挂钩的结构性投资产品等。

信托公司客户海外投资理财业务的实施方案如图9所示：

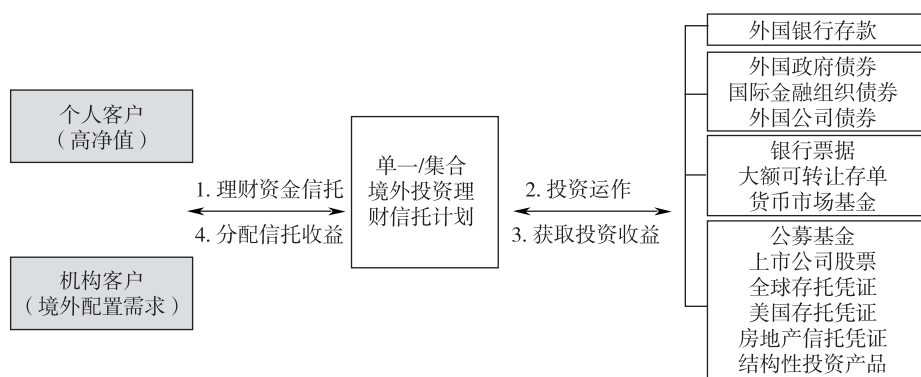


图9 客户海外投资理财业务的实施方案

随着未来资本项下的开放，未来 QDII2^① 的全面推出以及更多高净值人群对海外配置资产的需求上升，可以预见未来资管行业对境外资产的配置将会有井喷需求，因此，培育境外投资作为信托公司发展的一个方向，信托公司的财富管理职能将得到进一步体现。

^① QDII2 目前试点的城市有上海、天津、重庆、武汉、深圳和温州。QDII2 允许个人直接投资包括境外金融资产、实业投资、不动产等资产，并且对符合条件的个人投资者取消 5 万美元的年度购汇额度，不再设置额度。



（二）案例二：对接企业境外投资

“十二五”规划以来，党中央、国务院高度重视“走出去”，党的十八大报告提出，要“加快走出去步伐，增强企业国际化经营能力，培育一批世界水平的跨国公司”，在全球范围内配置资金、技术、人才、市场和战略资源。

目前新一届中央领导集体统筹国内国际两个大局做出共建“丝绸之路经济带”和“21世纪海上丝绸之路”的战略决策，是我国与全球经济深度融合、在更高层次上嵌入世界产业链条的战略载体。特别是在中国经济进入“新常态”的情况下，“一带一路”为中国企业国际化发展开拓了更加广阔的舞台。根据前述分析，未来的10年到20年，中国企业的国际化发展将迎来黄金时代。

在海外投资面临的最大顾虑是地缘政治和安全形势，以三峡南亚公司在克什米尔科哈拉水电站项目为例，由于克什米尔地区属于中印巴三方争议地区。按照我国要求，涉及敏感地区、国际河流的项目必须得到政府审批。在世界银行旗下国际金融公司（IFC）进入前，国家有关部委一直没有给出明确答案。之后由于国际金融公司（IFC）进入，积极协调各方促成了项目达成，并且尽可能规避国别风险和政治风险。

丝路基金与三峡集团合作，支持巴基斯坦开发水电等清洁能源，“首单”将投资于卡洛特水电项目。卡洛特水电站位于巴基斯坦吉拉姆河，是该河水电5个梯级电站中的第4级，规划装机容量72万千瓦，年发电32.13亿度，总投资金额16.5亿美元。卡洛特水电站是中巴经济走廊优先实施的能源项目之一，计划采用“建设—经营—转让”（BOT）模式运作，于2016年底开工建设，2020年投入运营，运营期30年，到期后无偿转让给巴基斯坦政府。三峡集团与丝路基金等投资各方计划通过新开发和并购等方式，在吉拉姆河流域实现3350兆瓦的水电项目开发目标。有关水电项目的建设将有助于缓解巴基斯坦电力供应瓶颈，有利于巴经济发展、民生改善和社会稳定。

投资方式：丝路基金投资卡洛特水电站，与国际组织和国内机构多方合作、优势互补，展示丝路基金开放包容的姿态。丝路基金和世界银行下属的国际金融公司同为三峡南亚公司股东，为项目提供资本金支持 IFC 和丝路基金各占15%，三峡集团占70%；同时又与中国进出口银行、国家开发银行、国际金融公司组成银团提供贷款资金。有效发挥了丝路基金同时参与股权投资和债权投资的优势，并体现了丝路基金遵从国际金融秩序和市场规则以及开放包容、风险共担、收益共享的合作理念。

尽管此项目并无信托公司参与，但为信托公司参与此类项目提供了借鉴经验。信



托公司可以发挥自身优势，整合多方资金特别是多边机构参与，利于破解因地缘政治而导致项目无法得到批准、推进等风险。

而国家电投^①在缅甸的密松水电站项目是 2006 年缅甸政府主动邀请中电投参与开发，于 2009 年签订《关于合作开发缅甸水电资源的框架协议》后，开始全面推进。但 2011 年 9 月，缅甸政府突然宣布暂时搁置密松水电项目，导致中电投在此项目每年利息达 3 亿元，同时设备的维护、保养等费用每月损失上千万元。项目搁浅以来，中电投 70 亿元的前期投资遭受损失，财务费用和维护费用每年递增，此外公司还面临着供应商、施工单位等有关合同方巨额违约索赔。

（三）案例三：设立境外子公司，成立相关子基金

近几年，信托行业将国际业务作为信托公司转型的一大突破口，2015 年中国银监会颁布的《信托公司行政许可事项实施办法》对信托公司申请投资设立、参股、收购境外机构进行了明确规定。多家信托公司也加快了获取国际业务牌照的进程，同时也加速了国际业务平台的建设，组建境外子公司。

信托公司还可通过和其他金融机构合作，来实现投资者的海外资产配置需求。如选择有充分海外经验的证券公司和基金公司。在选择上，有几个基本标准，一是有较强的主动管理能力和投资管理能力；二是拥有境外投资平台，金融产品丰富，产品投资领域广阔；三是具有创设跨境金融产品的能力和资格。

根据对中国设立的丝路基金、中非发展基金、中非产能合作基金、亚投行、国开金融、中国—东盟投资合作基金以及其他多双边合作基金的相关的资料进行了整理和分析。

表 16 各主要基金、机构的投资情况列表

	丝路基金	中非发展基金	中非产能合作基金	国开金融	亚投行	中国—东盟投资合作基金
成立时间	2014 年 12 月	2007 年 5 月	2015 年 11 月	2009 年 8 月	2015 年 12 月	2010 年 4 月
股东背景	外汇储备、中投公司、中国进出口银行、国家开发银行	国开金融有限责任公司	外汇储备、中国进出口银行	国家开发银行	各成员国	中国进出口银行、中投公司、中国银行、国际金融公司、中交建集团
注册资本	400 亿美元，首期资本金 100 亿美元	100 亿美元	首期 100 亿美元	508.7 亿元人民币	1000 亿美元	100 亿美元，首期资本金 10 亿美元

① 原投资方是中电投，后与国家核电合并为国家电投。



续表

	丝路基金	中非发展基金	中非产能合作基金	国开金融	亚投行	中国—东盟投资合作基金
投资期限	10~15年, 中长期	5~8年为主, 原则上不超过10年	中长期	视具体投资而定	视具体投资而定	一般10年, 可适当延长
投资领域	基础设施、资源开发、产能合作、金融合作等	基础设施、装备制造、农业民生、能源矿产等	制造业、高新技术、农业、能源矿产、基础设施和金融合作等	新型城镇化、产业投资、海外投资、基金业务等	援助亚太地区国家的基础设施建设, 振兴包括交通、能源、电信、农业和城市发展在内的各个行业投资等	基础设施, 能源和自然资源行业等
投资区域	优先支持“一带一路”沿线国家和地区, 在地域界限上并没有严格限定, 主要是海外投资机会	非洲	非洲	无限制	向任何成员及成员国企业提供融资	主要投资于东盟地区
投资案例	三峡南亚公司15%股权; 持有中国橡胶国际控股(中国香港)有限公司25%股权; 持有俄罗斯亚马尔液化天然气一体化项目9.9%股权	埃及苏伊士园区, 南非一汽, 加纳AWA航空, 中非棉业项目, 持有华友钴业10%股权	暂无	参与投资晶科能源下属的光伏电站建设及运营公司, 认购了中石化销售公司新发行的普通股	孟加拉国、印度电网公司贷款	投资泰国最大生物质发电公司, 支持菲律宾两大航运公司兼并, 在印尼兴建镍铁工业园

资料来源: 根据公开资料整理。

而考虑到上述各基金、金融机构的资金投向都是发展中国家, 有较强的政治色彩^①, 项目的回报偏低, 回收周期长。鉴于此, 信托金融机构可与上述机构合作设立为国际、国内两个投资平台, 分别负责境内外投资任务, 实施境内外联动, 对包括发达国家在内的优质、成熟的资产进行投资, 对外输出先进产能和优秀的管理经验, 推动企业跨国发展。具有以下特点:

①投资目标十分明确, 专注于优势产能合作。因为行业专注, 投融资业务专业, 开展业务更有效率。

②开展投贷联动, 对相关项目公司进行参股或控股, 有效发挥同时参与股权投资

① 如中非发展基金在选择项目时, 首先坚持政府指导的原则。



和债权投资的优势，结合多种运用方式，提供融资服务。收益来源多元化，根据具体项目设立相应的盈利模式。

③参与方多元化，在项目合作层面，保持开放包容的姿态，将与国际开发机构、境内外金融机构合作，规避地缘政治风险，弱化国家主权投资色彩，达到“你中有我，我中有你”、共同发展、互利共赢。

以海外电力能源领域信托投融资服务的实施方案为例。从操作层面考虑，信托公司尝试从国际产业投资基金入手，首先成立离岸的产业投资母基金，随后根据各国电力能源领域的实际项目需求以及具体项目所在国家的产业投资政策、金融监管法规等设计和成立产业投资子基金。同时母基金可以作为子基金的 GP 或者劣后级 LP，为子基金提供增信支持。

运作的模式如图 10 所示：

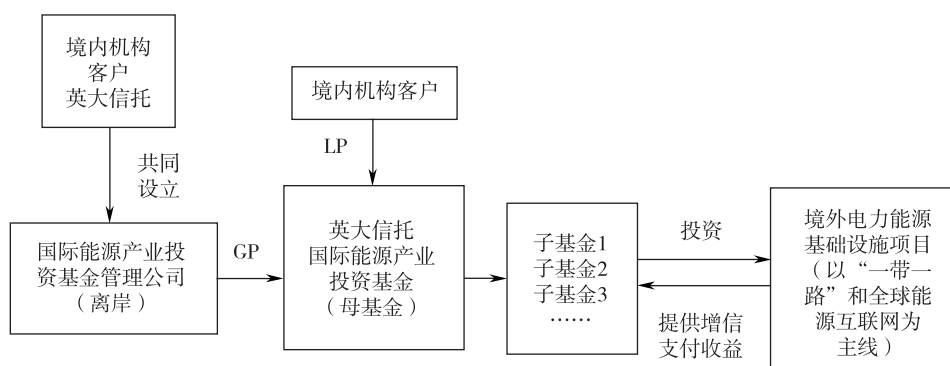


图 10 海外电力能源领域产业投资基金的实施方案

七、海外创新业务分析与展望

本部分将着眼于信托公司在海外业务发展过程中面临的新挑战，基于审慎原则，以积极的角度分析发展过程中的障碍，并为未来提出风险防范的政策建议。

（一）各类金融机构开展海外业务的优势比较

从投资主体结构来看，目前中国金融机构开展对外直接投资仍以银行为主，尤其是中国银行、中国工商银行、中国建设银行、中国农业银行、交通银行五大国有商业银行。证券领域、保险领域、信托领域金融机构的国际化水平也在不断提高。海外业务竞争对手的比较优势分析如下：



1. 商业银行

截至2014年末，总计20家中资银行业金融机构开设了1200多家海外分支机构，覆盖全球53个国家和地区，总资产1.5万亿美元。目前银行海外机构的设置方式以建立分行为主，在一定程度上反映了我国金融业在投资方式上还处于比较初级的阶段。相较于其他金融机构，银行具有四大优势：一是更为雄厚的资金与资本实力，具有丰富的本外币经营经验和雄厚的本外币融资能力；二是更为专业的服务团队，积累了丰富的经验和同业领先的跨境人民币业务服务能力；三是更加庞大的境内外网络，拥有遍及国内外的分行、子行、支行和代表处，网点数量众多，区域分布广泛，能为各类客户提供更为安全、快捷的服务；四是全面成熟的产品体系，银行业务涵盖了跨境结算、贸易融资、涉外保函、资金交易、理财服务、投融资、同业服务产品体系和境内外联动产品体系，可满足客户全方位、个性化跨境金融需求。

2. 证券公司

人民币国际化和跨境并购为券商海外业务拓展提供了得天独厚遇，证券领域金融机构的国际化水平也在不断提高。目前，中信证券、海通证券、中金公司等大型券商，以及国金证券、东吴证券、西南证券等中型券商已率先实现了海外布局。以海通、中信为例，其境外收入占比已超过10%，通过设立子公司，其经纪业务、投行业务快速增长。国内券商境外业务的主战场仍是中国香港市场。在港的中资券商已突破七十余家，除了中国香港这一主战场外，券商正逐渐向日本、新加坡以及欧洲渗透。随着人民币国际化战略实施走向纵深，海外人民币持有人投资需求日渐强烈，可作投资用的人民币计价金融产品落地海外迫在眉睫。券商海外业务的优势在于券商对于海外并购业务更具专业优势，从相关人民币计价投资产品的设计、发行、销售、融资、托管甚至二级市场交易，均比较其他领域金融机构或海外同行具有较大的优势。越来越多的中国民营企业选择海外资本市场进行IPO新股发行融资，这些公司海外新股发行的投行及承销业务就是券商海外业务的重要组成部分。

3. 保险资金

保险资金的优势在于资金稳定且期限较长，因此保险资金以海外投资为主。从2012年10月《保险资金境外投资管理暂行办法实施细则》的出台，到2014年8月“新国十条”明确提出拓展保险资金境外投资范围，我国保险资金境外投资步伐明显加快，投资规模也持续增加。数据显示，截至2014年12月末，保险资金境外投资余额为239.55亿美元（折合人民币1465.8亿元），占保险业总资产的1.44%，比2012



年末增加 142.55 亿美元，增幅为 146.96%。从投资区域来看，保险资金主要以投资中国香港市场为主，港币资产占比较高，超过 64%。从投资的品种来看，权益类资产是主要投资品种，在股票、股权和权益类产品中占比较高。在当前经济增速放缓、利率进入下行通道的大环境下，高等级固定收益资产将变得相对稀缺，保险资金通过海外投资可以分散风险，投资海外的长期资产可以更好地对公司内部的资产负债进行匹配，降低整体的利率风险。

4. 信托公司

一是财产隔离等制度优势。信托法律关系能将客户的资产完全与各方参与人，包括与客户本人的其他固有财产相隔离。信托的财产隔离功能能够比较好地适应海外业务期限长、交易主体多、法律关系复杂的投资活动。二是信托公司拥有灵活设计机制。凭借其灵活设计的特性，可以横跨货币市场、资本市场和产业市场，组合创设产品，最能适应海外投资的多元化需求。三具有较高的客户需求响应能力。很多信托公司已经形成了区域与专业团队相结合的矩阵式服务体系，可以快速完成“需求—产品—复制推广”的创新扩散过程，熟悉客户需求，并提供综合化解决方案，是信托公司开拓海外投资市场的坚实基础。

（二）信托公司开展海外业务面临的挑战和困难

在当前全球经济曲折复苏不确定性增强、国内资本外流加剧、国际监管日趋严格的大背景下，信托公司开展国际化经营风险的复杂性、传染性和隐蔽性不断增强，发展海外业务面临着诸多挑战。

1. 海外市场波动的不确定性

2008 年国际金融危机加剧了全球经济的不稳定性，“黑天鹅”事件层出不穷。希腊债务危机、英国脱欧等事件余波难平，以石油和黄金为代表的商品价格剧烈动荡，主要货币汇率变动频繁而超常。地缘政治的局势紧张、宗教冲突、民族分裂运动等事件性危机也危及贸易和资本的安全。无论是产业投资并购还是金融产品的设计开发，都面临前所未有的不确定性。

2. 政策法律及监管体系差异

尽管各国市场交易规则不断向国际化演进，但区域性政策法律以及监管规则仍存在较大差异。由于政党更迭或议案修订导致投资所在地投资政策法律的变化，更会令海外投资面临风险。据《企业国际化报告》统计，在我国“走出去”的失败案例中，



25%是由于东道国政策变化引发的。许多东道国采用普通法的法律体系，立法理念、执法程序和诉讼规则均与我国大陆法体系有较大差别，法律冲突风险不可小觑。

3. 资本外流加剧外管政策趋严

中国与全球化智库（CCG）对外发布《中国企业全球化报告（2016）》企业国际化蓝皮书》显示，2015 年中国对外直接投资达到 1456.7 亿美元，投资流量跃居全球第二；中国对美直接投资超过 150 亿美元，历史上首次超过美国对华投资。同时，2016 年 10 月以来，人民币兑美元连续刷新 6 年新低，一度逼近 6.9。在人民币快速贬值和资本外流的情况下，国家外汇管理局 11 月 28 日推出新规，要求资本账户下超过 500 万美元的海外支付，包括组合投资或海外并购等直接投资，必须上报市外汇局批准。外汇管理政策进一步收紧，资金出境相对困难。

（三）相较于境内业务，信托公司开展海外业务成本分析

1. 人力资源成本

目前信托公司开展国际化业务的经验和人才储备不足。信托公司以往主要以境内投融资业务为主，对于资本市场业务涉足较少，自主管理能力不强。开展海外信托业务。信托公司需加大人才引进，建立一支覆盖国际化客户营销、产品设计开发、运营维护和风控保障的高素质的专业队伍。

2. 系统建设成本

国际业务多为资本市场业务，对于交易估值等方面的要求较高，进而对系统建设要求较高，目前信托公司的业务系统一般满足要求。要发展国际业务，必须加大投研和信息系统的支持，需做好系统对接，以便及时和完整地针对客户特征、产品风险收益、宏观和行业动态等进行分析，并对产品服务操作运行提供信息化支持。

3. 风险成本

国际金融投资业务涉及信用风险、汇率风险、市场风险等更为复杂的风险管理。市场风险。金融资产价格持续剧烈波动，既增加了金融机构风险管理的难度，也给海外并购整合、资产管理等业务造成困难。另一方面，随着人民币汇率形成机制改革的加快推进，汇率波动幅度逐步放大导致汇率风险逐步凸显。

4. 合规成本

金融危机后，各国监管机构对金融机构的监管日趋规范和严格。在宏观审慎监管方面，全球更加注重防范系统性风险，逐步建立起全球、国家、行业等多个层面的宏



观审慎监管制度，并不断强化系统重要性金融机构监管。信托公司需通过自身和合作团队对产品发行主体、交易对手、资产标的的市场标准和相关法律监管等数据资源的整合，度量投资个案或类型的合规与风险特征。

（四）信托公司开展海外业务的建议

1. 找准政策红利，完善信托公司自身建设

信托公司应依靠“一带一路”、区域开放红利等政策导向，积极把握人民币国际化的业务机会，主动探索以本外币一体化融资解决方案为核心的国际投行业务。“打铁还需自身硬”，要从人才布局、团队建设、经营机制、客户培育、机构合作等多个方面，提升自身国际业务经营的综合实力，培养通晓各类投资标的的相关法律规则、产业特征和金融市场的复合型人才，满足企业海外投融资和客户资产配置的需求。

2. 寻找投资标的，实施适合的资产配置方案

资产配置的产品结构包括合理的产品形式和交易策略。信托公司应依据全球资本市场研究视角和市场上差异化的设计，采用特有的交易结构，建立一流的股票、宏观经济和固定收益的研究能力，打造从股票到 FICC 的全产业的研究产品链条，从而保障产品可以有效的适应经济周期调整。交易结构包括：货币基金、ETF、结构化基金、生命周期基金、FoF、MoM 等；交易策略包括被动指数型基金、对冲基金和事件驱动型基金等。如近几年海外创设的策略型指数，采用被动管理策略，依据系统性投资因素决定持仓比例，从而提高回报，降低风险。以高盛的一款封闭基金为例：该基金是在伦敦交易所上市交易的封闭式基金 GSDO；采用主题策略进行投资，包括相对价格型、事件驱动型、战术性交易、股权长短期策略以及其他特殊策略等；提供多个领域的配套投资私募产品，包括资本合伙人、夹层合伙人、基础实施投资组、房地产直接投资组、房地产另类投资组、科技直接投资组、城市投资组等。

3. 打造业务品牌，拓展海外业务产业链

海外业务的产业链需要从产品做起，然后向上拓展客户群体，向下拓展服务种类，形成产业链闭环。其中主要包括产品线，客户群，配置能力。金融机构和客户联系的纽带是产品，强大的产品库要求进行海外资产配置的信托公司自身要拥有高质量的产品库，这就包括丰富的自身产品和第三方产品。产品主要涉及股票、债券、商品以及外汇投资等的传统投资和不动产、艺术品、对冲基金等的另类投资；同时还要实现全球化配置，及拥有贯穿整个经济周期的良好表现。以高盛为例。高盛拥有 700 多



只基金，其中包括传统投资和另类投资的全产品类型，覆盖范围包括欧洲、美洲和亚洲共 40 多个国家和地区，在业务类型上也包括直销投顾和私人理财等。

八、结语

人民币汇率改革十几年来稳步推进，显示了中国对发展人民币成为国际货币的意愿和决心。人民币国际化的关键在于人民币走出去和汇率机制的市场化。而人民币汇率改革的大背景，为信托行业的转型升级发展提供了非常难得的时代机遇和非常广阔的想象空间。

首先，信托行业应该在充分理解人民币汇改意义的基础上，用灵敏的嗅觉去发掘对信托行业产品和服务产生的新需求。这种需求，既可能来自于寻求财富的全球性配置的高净值个人客户，也可能来自于需要对海外直接投资或者战略投资的机构和企业，还可能来自于有意愿投资中国市场的跨境客户。理解这种需求产生的深层次原因，能够帮助信托行业不断进行产品创新和服务创新，从而大力拓展海外业务。

其次，信托行业海外业务创新应该放眼全球市场，努力寻找国内没有的投资标的和投资模式来匹配人民币汇率改革和政策松绑带来了的新需求。除了传统的资产大类如权益类和固定收益类资产，要特别注意挖掘另类投资项目，如对冲基金、私募股权投资基金、能源和大宗商品、海外房地产、保险产品以及 ETF 等所特有的风险分散化特性和高收益潜质。

同时，信托行业应该充分利用汇率改革所带来的政策红利，大胆启用海外投资的新渠道。在继续拓宽已有的 QDII、QDLP、QDIE、人民币国际投贷基金等成熟渠道进行海外投资的同时，勇于尝试比如内保外贷、沪港通、基金互认、跨境直投、境外放款等新型业务渠道。

最后，信托行业应该对在海外业务领域自己和竞争对手各自具有的比较优势有清醒的认识。要用好本行业在发展过程中所沉淀下来的优质资源，比如客户资源、产品资源和渠道资源。同时要下大力气及时补足海外业务的短板，如海外资本市场投资经验不足和系统建设相对滞后。争取早日打造出能够有机整合客户、产品和渠道的完整产业链和生态链，塑造行业品牌，创出特色服务，让信托行业的海外业务创新成为信托业整体转型升级这个宏大主题中的新亮点。



信托产品登记及信托受益权流转问题研究

课题牵头单位： 北京国际信托有限公司

课题组成员： 周瑞明

何晓峰

韩 波

杨凯育

尤丽梅

任 萌



摘要

信托产品登记是信托业规范发展的要求，是金融市场重要的基础设施建设，也是信托受益权流转的前提。信托产品登记有助于解决信托产品流动性的问题，但信托产品登记只是信托登记的第一步，开展此课题的真正意义是在信托产品登记的基础上实现信托财产登记及信托受益权流转，进一步确定财产的归属和性质，实现信托财产破产隔离，保证信托交易本身的安全，保护受益人的利益，降低投融资成本，服务实体经济，盘活存量资产和建立定价机制，增强产品竞争力，进一步缓解市场“资产荒”压力、化解刚性兑付，提升监管部门的有效监管。

课题组组织了多次业务研讨会，并在此基础上征求了中国信托业协会、银行业信贷资产登记流转中心、中信信托、中诚信托、中粮信托、外贸信托、英大信托、国投泰康信托、国民信托、华能贵诚信托、金谷信托等多家机构专业人士的意见，访谈了信托公司中具有扎实的理论基础和丰富的金融实践的高层管理人员，在业务前沿打拼、熟悉市场的中层管理人员及业务骨干，以及具备丰富行业及产品研究经验的研发人员，他们针对信托产品登记及信托受益权流转的各种问题积极献言献策，全方位、多角度地提出了信托产品登记及信托受益权的相关理解、意见建议及设计思路，有效地提升了整个研究报告的实操性。

本报告首先介绍目前信托产品登记及信托受益权流转的相关研究，阐述信托产品登记与信托受益权流转的内涵、外延及相关性，分析信托产品登记与信托受益权流转的重要意义，为整个课题的开篇奠定基础。其次，在借鉴信托产品登记及信托受益权流转国际经验的基础上详细介绍了我国的信托产品登记及信托受益权流转的发展进程及现状。再次，对我国信托产品登记及信托受益权流转过程中所存在的问题进行诊断分析，从而设计包括信托登记、信托受益权流转、信托产品标准化，以及信托受益权定价及评级机制在内的相关架构。最后，针对设计方案提出完善信托产品登记体系建设、建立多层次交易转让市场、建立大数据电子平台加强信托产品登记及信息披露、借鉴互联网的优势提升产品登记及受益权流转效率、设立信托行业评级制度等可行性建议。

关键词：信托产品登记 信托财产登记 受益权流转 产品标准化



目 录

一、绪论	95
(一) 研究背景	95
(二) 文献综述	95
二、信托产品登记及信托受益权流转的相关性与必要性	98
(一) 信托产品登记与信托受益权流转的内涵及相关性	98
(二) 信托产品登记及信托受益权流转的必要性分析	99
三、信托产品登记与信托受益权流动性国际经验借鉴及现状分析	100
(一) 信托登记的国际经验	100
(二) 信托受益权流转的国际经验	102
(三) 中国信托产品登记及信托受益权流转的现状	104
四、中国信托产品登记及信托受益权流转的缺失原因分析	110
(一) 中国信托产品登记的障碍及缺失原因分析	110
(二) 中国信托产品流动性缺失问题诊断	111
五、信托登记及信托受益权流转架构设计	112
(一) 信托登记体系设计	112
(二) 信托受益权流转机制设计	114
(三) 信托产品标准化	122
(四) 信托受益权的定价与评级机制	131
六、信托产品登记及信托受益权流转体系设计思路与建议	136
(一) 完善信托登记体系建设	136
(二) 优化信托受益权流转制度，建立多层次交易转让市场	138
(三) 建立大数据电子平台加强信托产品登记及信息披露	139
(四) 借鉴互联网的优势提升产品登记及受益权流转效率	139
(五) 推动设立信托行业评级制度	140
参考文献	141



一、绪论

（一）研究背景

中国信托业协会数据显示，截至2016年6月底，中国信托资产规模已经超过17万亿元，从规模上仍稳居第二大金融子行业的地位。行业快速发展，迫切需要建立一个统一的产品登记和信托受益权流转平台，从而进一步规范产品登记、公示、信息披露、受益权流转、质押、兑付、清算，提高市场透明度，有效厘清信托产品的投资人、受托人和受益人各方责任，进一步发挥信托市场的资源配置作用，增强信托行业活跃度；同时也有利于监管部门有针对性地对监管套利等违法违规行为采取监管措施。

2013年中国银监会主席助理杨家才曾提出要建立涵盖产品公示、信息披露、确权及交易等功能的信托产品登记信息系统。2016年12月26日中国信托登记有限责任公司（以下简称“中信登”）正式成立，中信登的成立标志着信托登记体系建设向前迈进一大步。多年来，信托行业不断尝试信托产品登记及交易流转途径，但截至目前尚未形成全国性的“大一统”平台。建立统一、规范的信托登记制度体系及信托受益权流通市场是监管部门、信托业协会和各信托公司较为关注、亟待解决的问题。

本课题旨在梳理信托产品登记及受益权流转的理论研究及国际经验借鉴，立足信托行业发展和业务实践需要，紧紧围绕信托产品属性，尝试探索设计信托登记体系及信托受益权交易流转体系，反映信托行业声音和诉求，并提出可行性建议。

（二）文献综述

1. 信托产品登记的相关研究

国内关于信托产品登记的理论研究文献不在少数。张玉娇（2014）提出统一信托登记制度使信托受益权的物质基础得以保障，保护市场交易安全^①。魏域涛（2014）提到建立产品登记系统是打破信托刚性兑付第一步^②。但学者们也指出，建立全国统一登记制度不是一蹴而就的。王萌（2014）认为，等待统一登记模式的实现，势必耗费许多时日，导致信托实践的发展停滞不前。姜丰森（2014）提出，现

^① 张玉娇. 信托受益权保障机制研究 [D]. 华东政法大学学位论文, 2014.

^② 魏域涛. 中国经济时报. 2014-02-13.



阶段可以先采取由信托登记机构向权属登记部门报备的形式，将财产已经设计信托的效果体现在权属登记簿上，以后逐步的实现权属登记与信托登记的联网，二者的变动情况可以及时相互承认^①。李文兵（2012）建议，利用现有产权交易中心和财产登记制度分别办理，等条件成熟以后再实现信托的完全登记^②。钱诚（2016）认为，已成立的自贸区信托登记中心目前应当着力于发挥信托产品登记的功能，并赋予信托登记中心信托产品转让的全国统一信息平台的法律地位^③。多位专家建议宜先推进信托产品登记制度，再择机启动信托财产登记制度^④。

目前我国不动产登记的相关机构较为分散，各种财产权分散登记产生重复登记、查询不易的弊端^⑤。周颖博（2015）建议依托已经完成数据蓝本编制的中央国债登记结算有限责任公司建立统一的登记结算系统。中国银监会表示，2016年将设立中国信托登记有限责任公司，建立信托产品统一登记制度。中国银监会非银部副主任许文（2014）表示，设立全国性信托登记公司可实现四个功能：便于行业监管、规范信息披露、有助于公式信托财产和信托产品交易^⑥。

2. 信托产品流动性与受益权流转的相关研究

目前，国内对信托受益权的研究主要停留在其法律性质与流转性问题上。就信托受益权的法律性质而言，学者们并未达成一致共识。张淳（2009）认为，受益人的信托受益权在性质上为单纯的、并不具有物权因素的债权^⑦；李燕（2011）、周晓敏（2013）等认为，将信托受益权定位于他物权有利于贯彻受益人本位的信托法理念^⑧；赵廉慧（2015）尝试运用“剩余索取权理论”来帮助解释信托受益权以及其他的非债权性权利^⑨。

我国受益权流转业务主要集中于买入返售业务和质押业务。闫兆军、贺兆

① 姜丰森. 完善信托制度面临的困境及解决思路 [J]. 经营管理者, 2014 (4).

② 李文兵. 中国信托登记制度初探 [D]. 吉林大学硕士学位论文, 2012.

③ 钱诚. 自贸区信托登记中心的法律性质与功能分析——以信托受益权流转为中心 [J]. 财经政法资讯, 2016 (1).

④ 陈植. 信托登记平台筹备追踪：财产登记缓行，整合难题待解. 21 世纪经济报道, 2015 - 02 - 06.

刘雁. 银监会启动筹建信托产品登记系统由信托业协会负责协调统筹，该系统对信托产品转让有破冰意义. 证券时报, 2014 - 02 - 12.

⑤ 王萌. 中国信托登记制度研究 [D]. 中国社会科学院研究生院硕士学位论文, 2014.

⑥ 时磊. 设立信托登记公司有助于信托业规范发展——专访银监会非银部副主任许文. 2014.

⑦ 张淳. 关于信托受益权的性质——对有关国家法学界的有关研究的审视与检讨 [A]. 湖南大学学报, 2009 (5).

⑧ 李燕. 论信托收受益权的法律性质 [D]. 中国政法大学硕士学位论文, 2013.

周晓敏. 论信托受益权的法律性质 [A]. 法治与社会, 2009 (12) 下.

刘振芳. 信托受益权的法律性质——以狭义信托受益权为角度 [A]. 经济与法, 2013 (4).

⑨ 赵廉慧. 信托受益权法律性质新解——“剩余索取权理论”的引入 [A]. 中国政法大学学报, 2015 (5).



(2015)对商业银行买入返售类业务进行了分析,认为商业银行开展信托受益权类业务的具有高收益,低风险资本耗用以及同业资产的优势与作用,但容易加剧银行体系的结构性流动性紧张^①。陈月红(2008)对信托受益权的质押进行了可行性分析,并指出确立信托受益权的可质押性,有利于解决信托产品流动性难题、创造新的金融衍生产品、加速资金流转、提高资本利用率,创造信托公司、商业银行和客户之间的多赢局面^②。陈磊(2015)指出信托受益权质押中会出现重复、连环担保风险,信托计划兑付、违约风险^③。

对比国外信托市场,我国信托受益权流转仍受到诸多因素制约。明朗朗(2016)指出,现行制度环境下以典型质押模式进行的信托受益权质押担保存在质权未有效设立的问题,信托受益权质押担保之类质押模式也存在明显的法律风险,不可寄望于以此为发挥信托受益权债权担保效能的普遍形式^④。刘然(2014)分析认为,制约着信托受益权流转的原因主要有法律法规的缺失,监管制度的缺失以及流通市场的缺失这三个方面^⑤。吴昕琦(2014)认为当前信托受益权交易领域主要存在信托受益权基础法律性质界定,财产权信托受益权转让增信,结构化分拆,证券化和监管定义等五个方面的法律问题^⑥。学者们提出的解决信托流转性问题的路径大多集中于:通过传统的物权法定解释原则^⑦,明确受托人违反信托责任的归责原则^⑧,建立公平的评级平台^⑨,利用交易所的技术平台系统来进行信托产品受益权的转让^⑩以及建立完善信托登记制度^⑪。

通过对国内相关文献的梳理,发现在信托产品登记框架及信托受益权流转的具体操作上的研究还有很大空白,因此本课题试图在信托产品登记机制设计及受益权流转的交易模式两个方面进行深入研究。

① 闫照军 贺兆. 商业银行信托受益权——买入返售类业务发展调查. 甘肃金融, 2015 (5).

② 陈月红. 论信托受益权的可质押性 [A]. 惠州学院学报 (社会科学版), 2008 (4).

③ 陈磊. 商事信托视角下信托受益权质押法律问题研究 [D]. 华东政法大学硕士学位论文, 2015.

④ 明朗朗. 金融创新视角下的信托受益权质押担保探析 [A]. 黑龙江生态工程职业学院学报, 2016 (3).

⑤ 刘然. 信托受益权流转问题研究 [D]. 西安财经大学硕士学位论文, 2014.

⑥ 吴昕琦. 信托受益权的资产配置功能及其当前法律问题 [A]. 东北财经大学学报, 2014 (1).

⑦ 刘光祥. 论信托受益权质押的法律问题及出路——以物权法定原则为视角 [J]. 金融法苑, 2015.

⑧ 张南. 信托受益权研究 [D]. 华东政法大学硕士学位论文, 2012.

⑨ 夏韵秋. 信托产品流动性问题研究 [D]. 华东师范大学硕士学位论文, 2013.

⑩ 王晓明. 我国信托产品流通机制研究 [D]. 华中科技大学硕士学位论文, 2006.

⑪ 张南. 信托受益权研究 [D]. 华东政法大学硕士学位论文, 2012.



二、信托产品登记及信托受益权流转的相关性与必要性

(一) 信托产品登记与信托受益权流转的内涵及相关性

1. 基于信托产品特有属性分析

鉴于信托产品具有破产隔离、财产保密、财产权的分拆及保全等特殊属性，实现真正意义上的破产隔离是信托受益权流转的重要基础，平衡信托私募性及信息披露透明度是重要课题，信托财产权的拆分转让是实现信托受益权流转的前提。

2. 信托产品登记的内涵及与外延

从狭义来看，信托产品登记应体现为记录产品成立时的初始登记、存续管理期间的变更登记及信托产品到期时的注销登记等，涵盖项目成立到清算的全过程。登记要素应包括产品基本信息、产品发行信息、产品管理信息及产品托管信息等。

根据中国银监会主席助理杨家才提出信托产品登记包括产品公式、信息披露、确权和交易四个功能，可以定义信托产品登记的外延。从广义来看，信托产品登记不能简单理解为对信托产品要素登记，还应扩展到对每个委托人及受益人之间的信托关系的登记，为每个受益人持有的受益权份额进行确权登记，以及为受益人提供受益权份额的查询乃至交易过户等相关服务。另外，信托产品登记与该产品相关的投融资项目、交易对手信息以及监管部门需要的各类监测信息，以及持续跟踪该项目在存续期内的动态变化，以实现对于项目的信息披露与风险控制，属于中台概念。

信托财产登记是基于委托人合法的信托财产和财产权利的登记，包括两层含义：一是作为财产所有权转让的对抗要件，实现对抗与委托人有关的第三人；二是确立被转移财产是信托财产对抗要件，实现对抗与受托人有关的第三人。虽然根据中国《信托法》第十条，对于信托财产登记采取的是严格的“登记生效主义”，但由于种种原因信托财产登记制度仍在探索中。信托登记制度缺失，导致登记才能生效的财产权设立信托无效的严重问题，直接制约了信托功能发挥，不利于信托交易安全。

需要注意的是，在本报告中提及的信托登记是广义概念，指的是信托产品登记、信托受益权登记及信托财产登记。

信托产品登记是信托财产登记的基础，两者结合构成完整的登记体系。统一完整的信托登记体系旨在保证信托交易本身的安全、保护受益人的利益，其最终目的，一



是通过信托产品登记解决信托受益权流转、风险控制、增加信托财产的保障等问题；二是通过信托财产登记解决信托财产是否独立，确定财产的归属和性质，实现信托财产破产隔离。

3. 信托受益权及信托受益权流转的内涵

关于信托受益权。对于英美法上受益人享有的“衡平法上的所有权”，大陆法使用了“信托受益权”这个概念用以取代。我国《信托法》当中并没对信托受益权下明确的定义。一般认为，信托受益权是指受益人请求受托人支付信托利益的权利，广义的信托受益权除了请求支付信托利益的权利外，还有保证信托利益得以实现的其他权利，如知情权、调整信托财产管理方法权、信托财产的追及权利、受托人的解任权、撤销权。

关于信托受益权流转。信托受益权的流转是指在信托合同允许，且不改变信托受益权的性质和内容的前提下，受益人根据自己的意愿，以各种形式将受益权转让给他人或使其在市场中流动的行为；包括信托受益权的转让、继承，信托受益权的质押，信托产品的初次销售，存续信托产品的流通转让等，属于前台概念。

4. 信托产品登记与信托受益权流转的相关性

信托产品登记是金融市场重要的基础设施建设。信托产品登记是信托受益权流转和信托财产登记的前提和基础，只有实现了完备的信托登记，信托受益权才能够在一个安全、稳定的法律框架与市场环境中实现流通。

（二）信托产品登记及信托受益权流转的必要性分析

1. 信托产品登记的必要性分析

首先，信托产品登记是信托行业规范发展的现实要求。信托产品登记有利于加强行业信息披露，强化行业发展透明性，提升信托产品的公信力；通过信托产品登记，建立统一、全面的信托产品数据库，也便于监管部门加强行业监管分析，实时掌握行业动态，强化风险预警与风险防范，确保信托行业健康可持续发展。

另外，信托产品登记是提升信托产品流动性的迫切需要。信托产品登记对于信托产品非标转标、提升流动性、降低信托流动成本，以及引进更多的信托产品投资人，活跃市场有重要的意义。同时，在信托产品登记的基础上，建立统一的信托产品流通市场，利于形成风险分担机制，助推行业健康发展。

其次，信托产品登记是保障信托当事人权益的重要举措。信托产品登记业务以受



益人为单位，开立信托登记账户、对受益权份额确权、提供账务记载和实时账务查询等相关服务，将从源头上保障信托受益人的合法权益，使其持有的信托受益权具有第三方机构的权威认证，更有利于广大受益人对信托公司进行监督。从长远来看，信托产品登记业务或将逐步扩大到收益分配、质押冻结、受益权份额非交易过户等其他方面，最大限度地满足受益人需求。

最后，信托产品登记有利于信托行业整体发展。对信托公司而言，可以提高信托公司产品报数的效率，解放信托公司的后台维护人员，且信托产品标准化后，交易的需求将得到有效提升；对整个行业而言，由于数据是集中且公开的，市场的定价、评级机制就有了抓手，能够有效缓解行业内期限错配和刚性兑付的难题。

2. 信托受益权流转的必要性分析

首先，信托受益权流转是降低投融资成本、服务实体经济的客观需要。根据流动性溢价（liquidity premium）理论，流动性低的资产其预期收益较高，而流动性高的资产其预期收益较低。信托产品流动性的增加可以降低投融资成本，有效释放投融资风险，降低转让方所需的流动性补偿，从而减轻实体企业的融资压力。

其次，信托受益权流转是盘活存量和建立定价机制的现实需要。相对于银行、证券、基金等各金融子行业，信托产品缺乏流通转让的公共交易平台，搭建完善的信托产品流通场所，有利于盘活投资者手中的持有的信托产品，解决投资者流动性需求，也有利于提升信托产品竞争力。而信托产品流动性的提升，也会大大改善信托产品定价机制，打破目前仅仅依靠交易对手之间的议价的局面。

再次，信托受益权流转是提升发行效率、优化资源配置的需要。信托受益权流转将有望实现“非标转标”，进而盘活信托资产，满足投资者实现更优的资源配置；集中的信托受益权流转平台，能够解决交易信息不对称，实现价格发现功能，提升流转与发行效率。

最后，推动信托受益权流转，将有助于完善信托行业的运行机制，降低信托行业的潜在风险，提升监管部门的监管效率。

三、信托产品登记与信托受益权流动性国际经验借鉴及现状分析

（一）信托登记的国际经验

世界各主要资本市场在开展信托登记实践中以衡平法系和大陆法系国家（地区）



各为代表，相似的是将信托产品登记与信托财产登记统一到信托登记层面进行考虑，所以我们这里主要讨论的是信托登记的国际经验。

1. 衡平法系国家（地区）信托登记的相关规定与实践

世界主要的资本市场在涉及信托登记制度的建立问题上有一个共同特点，即是以立法为基础。在英美法系中的信托法案，尤其以英国为主要代表。截至目前英国仍无专门的信托法，但在其土地登记制度中有明确的与信托责任相关的登记义务。《土地登记法》中，土地权利被基本划分为三类，即“可独立登记权益”、“优先权益”和“次要权益”，信托权益属于可独立登记权益的范围。信托的受益人若想保护其自身的权利有两种方式：一种是将受益权作次级登记，即采用限制性登记，确保信托的受托人在交易时均能按其所要求的相关条件进行，该限制性登记的主张人也可以是受托人或主管登记单位，这样可以既保护了受益人的利益，同时也可帮助他人以最全面快捷的方式获得信托财产全部权利；第二种是将受益权作优先级来保护，即受益人若想享有第三人的权益，必须事先征得实际占有权人的允许，从而获得法律上无瑕疵的权益。可以看出，英国的不动产登记体系是相对完善的，其他资产的登记也比较完善。

美国《统一信托法》中“可实行性的限度内”为标准，若该标的财产有登记的可能，并设有对应的信托登记体系的情况下，受托人应当履行登记手续；若该标的财产并没有对应的登记体系制度，或者虽然可登记但现实意义不大的情况下，则不必履行登记手续。简言之，在美国信托制度中，仅仅要求受托人“尽力而为”地履行登记义务。

综上，在数多的英美法系的信托规则中，信托成立后，信托财产具有的破产隔离、抵销的禁止、混同的禁止、添附的特别规定、强制执行的禁止等性能赋予信托财产特殊的保护机制，财产一旦设立信托，便独成一体，并具有对抗第三人的效力；在受托人未尽到合理谨慎的义务不当处理信托财产时，除非交易对手为善意的第三人，否则，受益人可追索信托财产。因此，以英国为代表的适用衡平法的国家对信托的规定是委托人把自己的财产转移给受托人，可实现双重产权，但信托登记并不作为信托生效的要件，也不是信托财产转移的要件。

2. 大陆法系国家（地区）的相关规定与实践

日本的《信托法》和《不动产登记法》中对登记的主体进行了严格规定，受托人是权益所有人，委托人是登记的义务人，而不动产所在地的登记机关为该业务



的主管部门。同时对于信托登记具体细项、变更及注销等都有明文规定。在其信托登记制度中，信托登记对抗主义模式的运用较好的平衡了当事人在信托制度中意思自治与交易安全的保护。一方面是信托当事人设立信托之后不必对信托财产进行信托登记也能使信托关系产生法律上的效力，但此种效力仅限于当事人之间，尚不能对抗善意第三人。另一方面，在经过信托登记之后信托财产取得对抗不特定第三人的法律效力。在信托登记对抗主义的模式下，财产办理信托登记只是信托的公示方式，而非信托的生效要件，信托财产经登记之后才能取得对抗效力，交易第三人可以通过信托财产登记状况的查询而知道受托人名下的该笔财产为信托财产而非其自有财产。

中国台湾地区的信托管理办法，在信托登记的主体上，并未设统一的登记记录机构，而是将信托登记这一任务交予财产转移的登记机构完成。台湾“《信托法》”并没有明确规定信托登记的申请义务人是谁，实践中一般由委托人和受托人双方约定。但在台湾“《信托法》”中，明确规定信托受托人有登记的义务，如受托人未履行义务，并且使信托失去对抗善意第三人的效力，造成权益相关方利益损失的，可以依照该法案明确该责任的承担者，为权益各方申请主张损害赔偿提供法律依据。

综上，可以看出，日本采用的是信托登记对抗主义，并制定相关司法行使登记职能，在登记形式上区别传统财产登记，采用独立登记的方式。台湾地区的信托登记制度沿用大陆法系信托登记的通行做法，在登记形式上，信托登记与财产登记不分离，信托登记有强制要求，可以对抗善意第三人。

（二）信托受益权流转的国际经验

国外信托金融产品的流通表现为转让、抵押融资、赎回三种模式，具体采取哪类模式与信托品种本身的设计紧密相关，也与信托机构本身所在国或地区的市场发展程度与流通市场建设紧密相关。

1. 衡平法国家（地区）的信托受益权流转的实践

场外市场。欧美场外市场十分发达，且交易成本低廉，是信托产品（包括资产证券化产品）的重要交易场所。在新兴市场国家（地区），场外柜台市场是网络欠发达的信托机构交易信托产品的重要场所，特别是随着科技的发展，欧美市场出现了许多固定收益证券类电子交易系统，进行各类固定收益类金融品种的交易。

交易所市场。美国房地产投资信托基金（REITs）的探索与发展，使信托受益权



实现了场外市场向场内市场的跨越。截至 2015 年底，美国上市 REITs 共有 233 家，总市值达 9388.5 亿美元，其市场份额占全球市场超过 40%。美国的 REITs 划分为权益型、抵押型和混合型，其中权益型 REITs 占总量的 90% 以上。权益型 REITs 组合经营收益性房地产，主要收入来自租金，或买卖房地产的交易利润。抵押型 REITs 的资金用于以住宅或商业物业为抵押发放的各种抵押贷款，以利息收入为其主要收益来源。混合型 REITs 是权益型和抵押型的综合。

表 1 2005—2015 年美国房地产投资信托基金规模一览表 单位：百万美元、个

年份	所有 Reits 产品		权益型		抵押型		混合型	
	产品数量	市场资本总额	产品数量	市场资本总额	产品数量	市场资本总额	产品数量	市场资本总额
2005	197	330691.30	152	301491.00	37	23393.70	8	5806.60
2006	183	438071.10	138	400741.40	38	29195.30	7	8134.30
2007	152	312009.00	118	288694.60	29	19054.10	5	4260.30
2008	136	191651.00	113	176237.70	20	14280.50	3	1132.90
2009	142	271199.20	115	248355.20	23	22103.20	4	740.8
2010	153	389295.40	126	358908.20	27	30387.20	—	—
2011	160	450500.60	130	407528.90	30	42971.70	—	—
2012	172	603415.30	139	544414.90	33	59000.30	—	—
2013	202	670334.10	161	608276.60	41	62057.40	—	—
2014	216	907425.50	177	846410.30	39	61017.20	—	—
2015	233	938852.00	182	886487.50	41	52364.60	—	—

数据来源：美国房地产投资信托协会（the National Association of Real Estate Investment Trusts）。

2. 大陆法系国家（地区）的信托受益权实践

信托机构自身提供流通服务。日本的金钱信托、贷款信托等信托品种主要采取信托机构自身提供流通服务模式。由于信托财产非常集中，大部分信托机构通常利用自有网络为其自身的信托产品提供申购赎回或转让服务，或通过有业务关系的银行网络、证券公司网络提供此类服务。绝大多数开放式证券投资信托品种采取这一模式，这一模式对信托品种的主要要求使信托财产的价值易于计算。

交易所上市。在日本、新加坡、中国香港，REITs 是交易所上市流转的主要信托产品。日本的 REITs 可像其他股票一样在 TSE 市场进行交易，购买地点、交易方式、税收等方面与普通股票一样，并拥有相对较为稳定的收益率。韩国、泰国等国



家（地区）在发展资产证券化产品时，考虑到场外市场欠发达，也会选择证券交易所挂牌交易。

（三）中国信托产品登记及信托受益权流转的现状

1. 信托产品登记现状

2006 年经中国银监会批准成立上海信托登记中心，主要提供信托基本信息登记、信托财产登记、信息披露等服务，实行会员制，据不完全统计，经历 10 年发展，现拥有会员仅为 41 家。从实践看，尚未实现建立统一数据信息库、建立统一信托产品标准的功能。

2013 年底，由中央国债登记结算有限责任公司（以下简称“中债登”）、中国银监会非银部及中国信托业协会共同组织建立的登记系统，并接入信托行业 68 家信托公司，实现了全覆盖。该系统从监管和登记两个角度对信托产品涉及 470 多个要素进行了采集，有统计表明，截至 2015 年底，累计登记信托项目 52000 个，登记规模 14.16 万亿元。经调研，截至 2016 年 9 月末，有 49 家信托公司在银行业信贷资产登记流转中心登记，20 家信托公司参与了信贷资产登记流转业务交易。

机构间私募产品报价与服务系统，该系统吸纳了来自中国证券业协会、中国期货业协会、中国证券投资基金业协会、中国上市公司协会或中国证券业协会认可的其他自律组织会员，并于 2014 年 8 月 18 日发行第一只产品。目前有 38 信托公司参与此系统，但由于此系统参与机构过于分散，信托产品集中度过低等原因，登记的信托产品寥寥无几，对于推进信托产品登记及受益权流转作用甚微。

对于建立信托产品统一登记制度，开发信托产品登记平台，中国银监会高度重视，并于 2016 年初批准在上海自贸区设立中国信托登记有限责任公司，2016 年 12 月 26 日中信登正式成立。按照规定，中信登主要业务范围包含：一是信托产品、受益权信息及其变动情况登记；二是信托受益权账户设立和管理；三是信托产品发行、交易、清算、结算、估值、信息披露等服务；四是与信托登记、发行、交易等业务相关的信息查询、咨询和培训服务；五是提供其他不需要办理法定权属登记的信托财产的公示服务等。中信登的成立将有利于推动信托产品登记体系建设、探索建立统一完善的信托产品流通与受益权转让市场，规范信息披露，构建常态化的价格发现与风险揭示机制。



表 2 信托登记系统建设情况一览表

时间	负责部门/单位	登记中心名称	涉及内容
2006 年 6 月	上海浦东新区	上海信托登记中心	明确了信托登记中心的业务范围、登记内容、登记形式等问题
2012 年 7 月	中国银监会	中央国债登记结算有限公司	建立全国信托数据库
2012 年 11 月	中国银监会	中央国债登记结算有限公司	建立信托合同登记系统
2013 年底 ~ 2014 年初	中债登和中国银监会非银部及信托业协会	中央国债登记结算有限公司	从监管和登记两个角度对信托产品涉及的各类要素进行全要素集数据蓝本的制定，对 470 多个要素进行准确的定义
2014 年	上海市政府	全国性信托登记服务机构	推进组建全国性信托登记服务机构列入重点工作
2014 年初	深圳市金融办	信托受益权转让平台	下发金融改革的纲领性文件“一号文”，提出要“探索建立信托受益权转让市场”
2014 年 2 月	中国银监会、信托业协会	中央国债登记结算有限公司	对信托产品规模、期限等要素进行登记
2014 年	上海自贸区管委会	—	正式下发《信托登记试行办法》，将在自贸试验区建立完善信托登记平台、探索信托受益权流转机制。
2016 年 1 月	中国银监会	中国信托登记有限责任公司	落户上海自贸区，制定发布《中国信托登记有限责任公司监督管理办法》，建立信托产品统一登记制度
2016 年 12 月	中国银监会	中国信托登记有限责任公司	正式揭牌成立，主要承担信托产品及其受益权的集中登记、统一发行交易、信息披露与行业监测等职能

2. 信托受益权流转现状

(1) 信托产品转让渠道。目前的信托产品转让渠道，主要包括区域性交易所、证券交易所、银行间交易市场、信托公司内部或者自身搭建平台转让、互联网金融平台和第三方财富管理公司等六大类型。

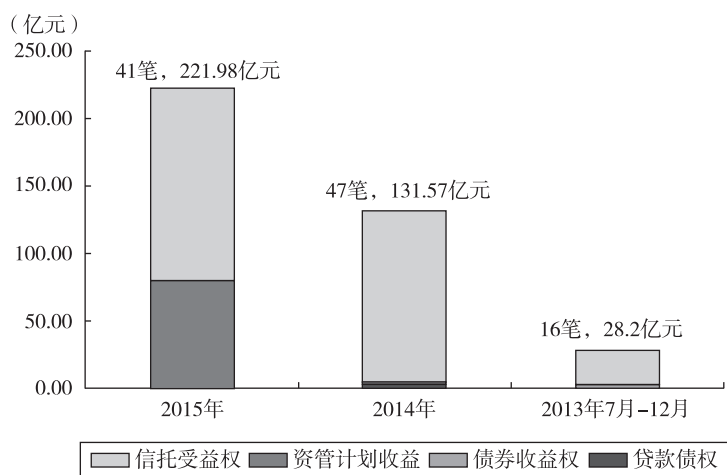
①区域性交易所。区域性交易所主要包括北京金融资产交易所、天津金融资产交易所、上海信托登记中心。三大平台充当信息中介，转让方依然需要与接盘方面谈，并到信托公司完成受益权变更登记，但是受地域、准入门槛等因素影响，区域性交易所中信托产品转让比例并不高。以北金所为例，北金所在信托受益权流转方面，主要推出了 10 年期、资金池类、商业 ABS 三种类型产品进行尝试，但交易量尚未形成一定规模。

②证券交易所。总体来看，上交所资产管理转让平台成交相对活跃，涉及交易额一般较大。由于信托产品的标准化程度较低，如果需要在此市场上进行转让，往往是



以信托受益权为基础资产转换成标准化产品上市流通，证券交易所市场为信托产品交易流转提供的平台，为基于买卖双方的拍卖报价进行撮合的交易机制。

③银行间交易市场。2015 年中国银监会发布了《银行业信贷资产流转集中登记规则》，对银行间市场信贷资产流转登记的内容、流程、IT 要求做了详细的规范，进一步推动了信贷资产的有序规范流转。《2015 年信贷资产登记流转业务统计分析报告》显示，2015 年信贷资产流转业务的流转标的以信托受益权为主，银行理财计划是信贷资产的主要受让方，非银行金融机构积极参与。

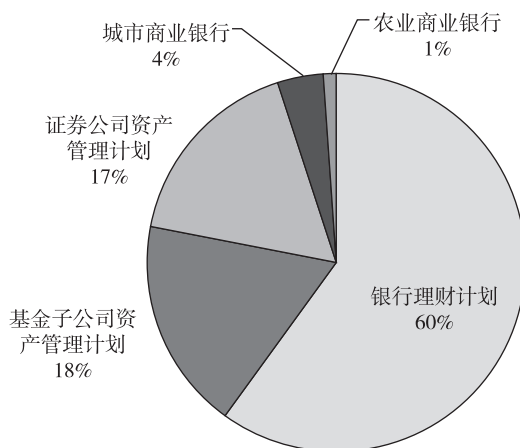


数据来源：中国银行业信贷资产登记流转中心。

图 1 信贷资产流转业务发生额（按流转标的类型统计）

④信托公司内部转让或信托公司自身搭建平台转让。信托公司与有需求的客户沟通，或者设立产品集中转让期实现内部转让，是目前各信托公司普遍采取的转让方式。一般是信托公司在其官网上设置转让入口，需要转让的客户到其网站或销售部门登记申报，由信托公司撮合成交，然后由信托公司再办理登记转让手续。这种“点对点”的转让服务方式，弊端是无法实现各信托公司之间信托产品的转让，效率较低。从长远来看，如果有一个集中转让的平台，将大大提升转让效率，增强流动性。

信托公司自身搭建平台转让通常以信托受益权质押业务为核心。尽管法律上对于信托受益权质押的规定存在不明朗之处，在风险处置时无法对抗不特定第三人。但基于信托受益权流动性的需要，实践中仍有相关金融机构尝试开展此业务。金融机构开



数据来源：中国银行业信贷资产登记流转中心。

图2 2015年信贷资产流转业务发生额（按受让方统计）

展信托受益权质押业务时，多采取“买入返售”的“类质押融资”业务作为变通方式，以解决信托受益权持有方的质押融资需求。据不完全统计，在68家信托公司中近半数信托公司在官网上设置了转让平台或栏目。信托公司自搭平台转让所提供的转让服务不尽相同，转让手续费也有差异。以平安信托和华宝信托为例，这两家信托公司都是采用“买入返售”模式。平安信托2013年底推出信托受益权融资项目，是针对购买平安信托产品的客户，以其持有的本公司信托受益权作为质押标的，通过信托受益权转让登记的模式，申请融资服务，以盘活其信托产品资产，提供3个月、6个月、1年及2年多种融资期限选择。华宝信托流通宝平台2013年7月正式设立，既包括信托受益权转让服务，也开展信托受益权融通服务，投资者可以将自己持有的信托份额受益权质押给华宝信托进行融资，到期偿还融资本金利息并“回购”这部分信托受益权。2014年流通宝累计完成的信托受益权转让融通业务量，累计超过1亿元。

⑤互联网金融平台。通过互联网金融平台实现转让主要有两种方式。一是具有集团背景的信托公司利用资源优势建立互联网金融平台实现转让。如借助平安集团的资源优势，平安信托与陆金所合作，借助互联网技术建立行业性质的信托计划登记与转让平台。二是各类P2P机构加入信托受益权流转的行列。其模式主要是将信托受益权进行大拆小，但这并不符合有关合格投资者等监管规定。互联网金融平台的野蛮生



长易产生违规问题，隐含金融风险。

⑥第三方财富管理公司。第三方财富管理公司也在积极参与信托受益权转让，如用益信托网、展恒理财等机构也开辟了专区发布产品转让信息。第三方财富平台推出了类似的信托受益权类质押融资产品，以2015年1月中天嘉华集团优财富平台与光大控股合作推出的“信易贷”较为典型。但目前第三方平台仅停留于信息服务平台层面，为信托产品的转、受让提供信息，最终的法律关系变更还需要信托公司和转、受让方线下完成，在受益权转让方面没有起到实际作用。

表3 信托受益权流转平台对比一览表

转让渠道	产品登记	信息披露程度	定位客户	产品标准化程度	拆分转让程度	风险控制措施
区域性交易所	有，不完善	较高	机构投资者	一般	较低	流动性支持、质押
证券交易所	基础资产登记	最高	机构投资者	最高	最高	保证金或保证证券、仓位限制等
银行间市场	中债登	较高	机构投资者	较高	较高	买断式回购、保证金或保证证券、仓位限制等
信托公司平台转让/内部撮合	信托记簿	较低	机构投资者/个人投资者	较低	一般	较全面
互联网金融平台	无	最低	个人投资者	较高	较高	回购质押（法律界定不明）
第三方财富管理公司	无	最低	机构投资者/个人投资者	较高	较高	回购质押（法律界定不明）

(2) 信托计划与各类私募投资机构的产品开放性及合格投资者门槛对比。在开放性上，《信托公司集合资金信托计划管理办法》规定信托集合资金信托计划期限不少于一年，信托公司“非标资金池业务”受到严格的监管指导。相比之下，对于券商与基金资管计划开放期的监管要求相对宽松，可以按照合同约定在一年内设定开放次数、时间等。

为了提高投资者对投资私募投资基金风险的财务承受能力，将不具备风险承受能力的投资者拒之门外，中国银监会、中国证监会、中国保监会分别对各类私募投资基金制定了“合格投资者”制度，只有满足合格投资者条件的投资者才有资格认购、受让私募投资基金份额。表4为各类私募投资基金“合格投资者”的具体要求，通过对比可以看出，信托计划的合格投资者门槛比其他的私募资产计划要求更加严格。



表 4 各类私募投资产品的“合格投资者”门槛对比

	资产产品类别	投资者主体类型	投资者人数限制	投资起点
信托	单一信托		1 人	没有明确规定，实践中远高于集合资金信托计划中单个投资者的投资起点
	集合资金信托计划	自然人、法人或者其他依法成立的其他组织	2 人以上，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	不少于 100 万元人民币
证券公司资产管理计划	集合资产管理计划	自然人、法人或者其他依法成立的其他组织	2 人以上，200 人以下	个人或者家庭金融资产合计不低于 100 万元人民币；公司、企业等机构净资产不低于 1000 万元人民币
	定向资产管理计划		1 人	资产净值不低于 100 万元人民币
	专项资产管理计划		200 人以下	《证券公司定向资产管理业务实施细则》未明确规定，则应符合《私募投资基金监督管理暂行办法》的规定，即不得低于 100 万元人民币
基金子公司资产管理计划	单一客户资产管理计划	自然人、法人、依法成立的其他组织或中国证监会认可的其他特定客户	1 人	不得低于 3000 万元人民币
	特定多个客户资产管理计划		2 人以上，自然人人数不得超过 200 人，但单笔委托金额在 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	不得低于 100 万元人民币
保险子公司资产管理计划	定向资产管理计划	自然人、法人或者其他依法成立的其他组织	1 人	不得低于 3000 万元人民币
	集合资产管理计划		2 人以上，200 人以下	不得低于 100 万元人民币
期货公司资产管理计划	单一客户资产管理计划	自然人、法人或者其他依法成立的其他组织	1 人	不得低于 100 万元人民币
	特定多个客户资产管理计划		2 人以上，《期货公司资产管理业务试点办法》未明确规定累计最高人数限额，则应符合《私募投资基金监督管理暂行办法》的规定，即 200 人以下	
其他私募投资基金	合伙企业制		2 人以上，50 人以下	不得低于 100 万元人民币
	有限责任公司制		50 人以下	
	股份有限公司制		2 人以上，200 人以下	
	契约型		200 人以下	
	其他类型		应符合相关法律法规的规定	

资料来源：根据相关法律法规整理。



四、中国信托产品登记及信托受益权流转的缺失原因分析

（一）中国信托产品登记的障碍及缺失原因分析

1. 中国信托产品登记的问题

信托公司正处于“新常态”业务转型期，但是目前信托产品登记仍存在一些实际问题。《信托法》要求对信托进行登记主要指的是信托财产登记，对产品登记并没有通过法律文件的形式加以界定，所以目前信托产品登记尚无法律效力；针对涉及信托受益权相关的信托产品登记相的效力、信托产品登记的具体范畴尚不明确。在这种情形下，不论从外部的交易第三人角度，还是从信托关系内部受托人及受益人的角度，都造成各方权利难以得到有效保障；虽然中国信托登记有限责任公司已经成立，但是中信登的业务范围并不包含《信托法》第十条规定的信托财产登记，也就是说，中信登的成立尚不能解决以不动产等作为信托财产设立信托的登记问题。

2. 中国信托产品登记缺失的原因

（1）缺乏统一的产品登记结算系统。目前，信托产品的登记结算工作多由信托公司自身承担，中信登刚刚成立尚未发挥作用。信托产品主要通过面签的交易方式进行线下交易，没有电子化的统一的登记结算系统，即使信托产品实现了线上交易，交易双方还需要通过线下合同的签订来确认信托交易的法律效力，不利于交易的便捷和效率的提升。由于缺乏统一的信托产品登记结算系统，各信托公司之间系统无法对接，全国性的信托产品登记和转让市场无法实现。

（2）信托产品非标准化特性的制约。信托产品无论在信托资产的来源、资金的运用方式还是资金投向上都非常多元化，且交易机构非常灵活，各类信托的监管方式也不尽相同，使其难以按照统一的标准进行信息登记和估值定价，信托产品特有的非标准化特征是目前阻碍信托产品信息的统一登记关键因素之一。

（3）信托公司目前对信托产品登记工作的积极性不高。信托产品登记目的是为了信托受益权的流转，以实现信托受益人利益最大化，对信托公司当期收益影响不明显，因此信托公司对此缺乏主动性和积极性。



（二）中国信托产品流动性缺失问题诊断

1. 缺乏统一明确的信托登记制度

目前,《信托法》对信托财产登记做了原则性规范,但是法律并没有规定具体的登记规则。在信托登记制度不完备的条件下,现行财产登记机构一般以没有相关规定为由,导致许多需要登记才能设立信托的财产和财产权被排除在信托活动之外,严重抑制了信托功能的发挥和信托活动的开展,上层及下层登记体系的缺失是整个行业亟待解决的问题。没有统一的登记制度,不利于信托受益权流转交易的公示,使得交易行为难以为第三人所知,不利于交易安全,也不利于衍生层次的信托受益权流通转让的实现。

2. 法制层面的障碍

首先,信托受益权分拆转让受到限制。《信托公司集合资金信托计划管理办法》第二十九条规定的限制,使得目前现有的信托受益权拆分转让仅限于机构投资者,自然人无法参与,这严重制约了转让平台的活力,增加了转让配对成本。从整个信托产品转让机制来看,增大了信托产品流动性风险,较难形成一个稳定的二级转让市场参与群体与流转市场。

其次,受益权的性质不明导致了流转程序的缺位。受益权的内容既有要求受托人为或不为特定行为的债权性质的,但也有类似于物权的优先效力,追及效力,还有对第三人的返还请求权,赔偿请求权等物权性质。权利属性的不明确,导致了流转过程中相关程序的缺位。因为债权的转让,需要通知债务人,否则对债务人不发生效力。而物权的转让,除了交付,有的还要求进行登记公示,所以,受益权权属的不明,导致了信托受益权流转程序的模糊。

最后,法律规定的信托受益权质押权能不明。《物权法》第二百二十三条规定的可以用作权利质押的权利范围不包括信托受益权,因此信托受益权是否可以出质在理论上有很大争议。这直接导致了实务中信托受益权质押流转的交易被登记机关或是法院所否认。由于法律上的空白,无法通过信托受益权质押登记的方式设立担保物权,但为了使得流转得以顺利进行,只好变向使用受益权转让附带回购协议的方式,但是这种操作无法对抗善意第三人。

3. 配套制度存在缺失

信托受益权流转缺乏统一的风险评级制度和信息披露制度,因此信托受益权流转



交易中容易造成转让双方之间的信息不对称以及产生道德风险。信托受益权流转没有相应的市场管理办法，缺乏关于其流转方式、流转平台、流转的操作程序等的管理法规。管理法规的缺失使得信托受益权流转难以进入程序化操作。

4. 缺乏产品流通的交易市场

目前信托受益权流转主要是通过个别的小范围平台展开，尚缺乏公开、透明和有效率的统一交易市场。目前有一些产权交易所、信托公司以及部分的券商尝试建立了一些信托受益权流转交易市场，但是这些尝试还只是处于提供交易信息的初级阶段，均没有形成规模。这些交易市场当中欠缺专业的中介，导致信托受益权流转的交易双方为了获取交易信息而浪费了大量交易成本。

5. 缺乏产品定价评级体系

目前市场上的信托产品没有统一的风险评级制度，无法通过专业的一整套科学的综合分析和评价方法对影响金融工具的风险因素通过定量和定性的分析进行综合考察，容易造成转让双方之间的信息不对称以及产生道德风险。当前有部分信托公司的部分信托产品也处于“刚性兑付”的多事之秋，信托行业急需引入信用评级制度对产品提供综合的判断，提高信托产品流动性，缓释风险。

五、信托登记及信托受益权流转架构设计

（一）信托登记体系设计

信托登记体系设计需要建立在信托产品登记的基础上，对信托登记产品进行产品要素、受益权要素和信托财产要素在内的全要素产品登记，以此实现保护投资人、支持有效监管和推进信托财产登记的目标。信托行业在监管部门的引导下通过确立信托产品登记制度的方式，间接推动信托财产登记制度的发展，从而建立完整的信托登记体系。

1. 信托产品登记体系建设

信托产品登记体系的建设需要关注以下几个方面：①信托产品登记是信托财产登记的重要基础，完善信托产品登记体系将有助于推动信托财产登记；②建立统一电子化的产品登记结算系统，登记之初明确产品标准化性质、登记系统的条线管理、账户设立、托管与查询等要求；③构建信托行业标准化体系，制定过程中应采取“宜粗不宜细”的原则；④产品登记平台直接与信托公司的产品系统对接。这四个方面将在第



六部分进行详细介绍。在信托产品登记体系建设中，中信登是非常重要的一环，但由于中信登刚刚成立，其具体运作模式、产品登记规则、产品登记要素等情况尚未明确，从目前来看其主要职能包括信托产品及其受益权的集中登记、统一发行交易、信息披露与行业监测等。

2. 信托财产登记机制建设方案

目前依托于现有的财产权登记机构已经能够实现信托财产登记，专门建立一个全国性信托财产登记机构时间成本、资金成本都很大。结合目前的实际情况，建议建立我国的信托财产登记制度遵循以下基本原则。

(1) 尽量减少与现行制度的冲突。目前我国已经在财产登记方面形成了一定的体系。在不动产登记方面，《不动产登记条例》规定国家实行不动产统一登记制度，集体土地所有权和地役权等不动产由国务院国土资源主管部门统一登记。应登记的动产主要是价值较大的交通工具及其他财产权的登记，登记机构为海事局、国务院相关主管部门和交通管理部门等。在有价证券方面，有限责任公司的股权转让应由工商行政管理部门作相应的变更登记以对抗第三人；股份有限公司的股票能够通过直接标注实现信托登记；上市公司的股票由证券登记结算机构进行电子登记；公开发行的各类债券需要到债券登记结算机构办理登记。对于知识产权、专利权，由专利行政部门登记，商标权由商标局登记。

信托财产登记制度虽然有其特殊性，但不应与现行登记制度产生冲突，反而应当借用现有的登记制度，将财产权转移登记与信托产品登记合二为一。这样既可以提升效率，降低成本，也可以避免财产转移登记与信托登记的不一致。

(2) 反映信托财产的性质。建议信托登记时明示信托财产性质。当登记发生权属变动的不动产或财产权利时，采取信托设立登记生效主义；对于采取交付即发生权属变动的财产，则应依据交付生效的原则，采取登记公示主义，告知第三人。

(3) 不违背信托隐名的特性。由于信托具有为委托人、受益人隐名的特性，信托财产登记不应破坏其隐名特性，而应当仅在相关的权利凭证及登记簿上显示该财产在受托人名下，该财产为信托财产即可。

建议信托登记制度的具体实施框架如下：

①信托财产登记的范围：主要包括房地产、股权、专利等知识产权等需要通过登记来作为物权权利生效或对抗要件的权利类型。



②信托财产登记的主管机构：由信托财产的本身性质决定信托登记的主管机构。例如，非上市公司股权的信托登记由工商局主管；房地产的信托登记由房地产登记机构主管等。

③信托财产登记主要包括信托设立时、信托终止时、信托期间以及受托人变更四种登记类型。

④信托财产登记的形式主要包括：1) 财产权转移至受托人名下。2) 权利凭证及登记簿上注明“信托财产”的字样，以表明变更后的受托人名下的财产为信托财产。

⑤信托财产登记的必备文件主要包括：1) 申请书（受托人制作）；2) 信托文件（包括信托合同等一系列与信托有关的文件）；3) 原权利人的权利凭证；4) 申请人（一般指受托人）身份证明；5) 委托人身份证明；6) 受益人身份证明（分配信托财产时需要）；7) 受让人身份证明（转让信托财产时需要）等。

⑥登记机关设立信托专簿，包括信托合同在内的相关材料复印留档仅供司法调查用。

3. 信托登记系统设计方案

以现行的信托产品登记制度为基础设计信托财产登记制度框架。信托产品登记系统主要提供信托产品及信托受益权的登记和结算功能，信托产品登记及受益权登记在中信登平台上实现，同时登记但相互独立。

信托财产登记依托于现有的财产登记机构建立信息共享机制。为了避免目前财产权登记状况中的弊端，在各个登记机构增设信托登记业务时，应当从两个方面着手做出改进：一是明确划分各类信托财产的登记机构，避免出现目前土地权利和房屋权利登记交叉的情况；二是同步推进信托产品登记、信托受益权登记与信托财产登记系统的电子化互联互通，实现各个登记机构的登记系统之间的资源共享，解决公众查询难的问题。信托登记系统可以借鉴目前在财产权登记系统电子化建设上较为先进的应收账款质押登记公示系统进行设计和建设。

（二）信托受益权流转机制设计

虽然信托公司、投资人对产品转让需求迫切，但目前信托产品尚未形成规模化的交易市场，成为影响信托产品流动性、安全性与盈利性的制约因素。根据信托产品的性质设计三类信托受益权流转机制。

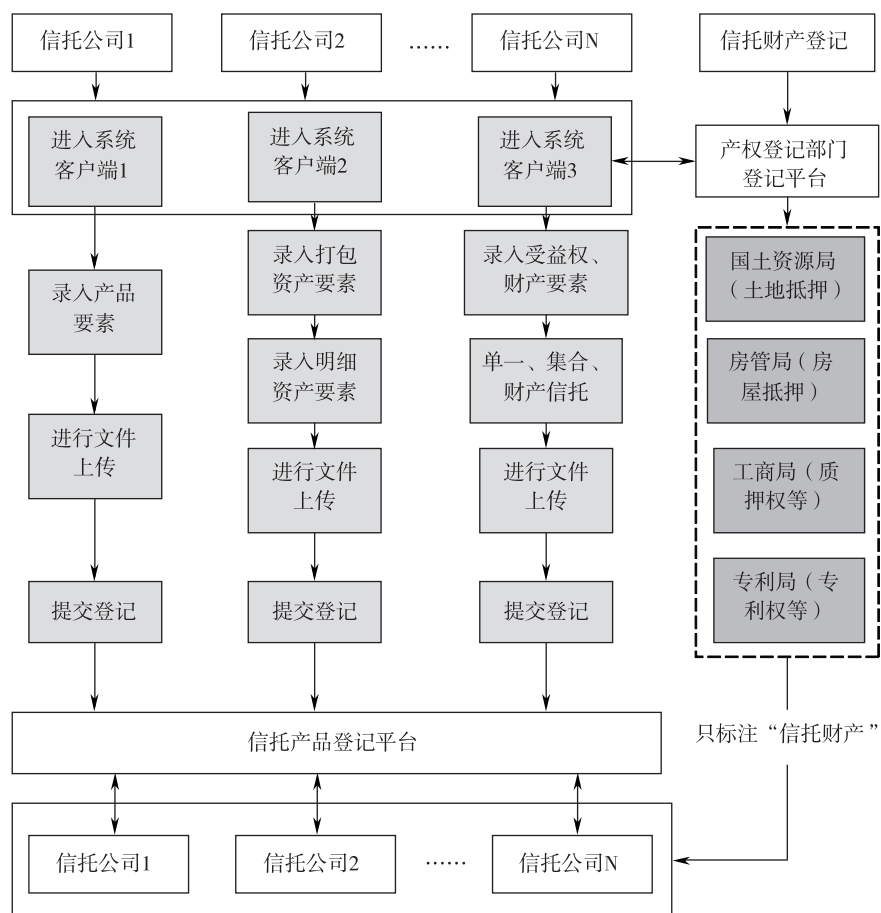


图3 信托登记系统设计图

1. 建立基于证券交易所机制下的公募流转市场

(1) 交易所市场对标准化产品的要求及产品发行情况。交易所流通机制主要适用于将信托受益权作为基础资产实现标准化的产品或者已经具备标准化属性的信托产品，通过基金子公司的资产管理计划与券商集合资产管理计划，在证券交易所提供的平台实现挂牌转让。目前，信托公司还不能作为发行人，发行在交易所挂牌转让的标准化产品，所以暂时无法设计标准化属性的信托产品。

目前在交易所存续的企业资产证券化（企业ABS）产品多以私募类资管计划的形式流通。截至2016年7月底，在交易所存续的企业ABS项目413只。券商与基金子公司作为发行人，基础资产主要以基础设施收费、应收账款及租赁租金为主。据不完全统计，信托受益权为基础资产在交易所流通发行的专项资产管理产品共计12只，总规模约176亿元，初期较为常见的基础资产为单一信托受益权。



表 5 交易所上市发行的企业 ABS 产品及主要基础资产分布情况（2015.7 ~ 2016.6）

截止日期	新发行企业 ABS		租赁租金		基础设施收费		应收账款	
	总数合计	发行总额合计	总数	发行总额	总数	发行总额	总数	发行总额
2016.06	36	5731257.11	9	1566154.40	3	119500.00	9	1420795.87
2016.05	28	3173256.00	10	942740.00	6	329800.00	2	68900.00
2016.04	25	2420719.00	9	498619.00	2	168600.00	5	641500.00
2016.03	28	2372511.26	15	865932.94	1	45000.00	6	690211.00
2016.02	9	972851.99	4	324100.00	0	0.00	1	110000.00
2016.01	25	1787840.62	10	342222.62	8	727500.00	3	544450.00
2015.12	48	4148662.47	15	1057180.00	11	886200.00	11	1017952.47
2015.11	29	3084042.27	9	1127038.73	5	518100.00	6	454900.00
2015.10	19	2097175.40	6	481700.00	4	853000.00	4	427000.00
2015.09	23	2414512.11	6	469212.11	4	293500.00	6	531500.00
2015.08	31	2677377.48	9	1036930.07	8	724150.00	4	452400.00
2015.07	10	896500.00	4	244700.00	1	96300.00	1	121000.00

来源：WIND 资讯。

（2）交易模式设计。场内交易在价格形成上，主要采取集中竞价制度。市场参与主体可通过电子竞价系统进行报价。交易所电子交易平台系统遵循价格优先、时间优先的原则撮合成交。信托产品的高净值个人客户缺乏报价能力，因而可由经纪商给出参考报价范围。在市场参与者较少的初期，以挂牌交易为主，随着市场运行趋于成熟，可以逐步引入集中竞价制度；电子交易平台系统对外发布成交信息；在结算端完成信托受益权的过户转让。

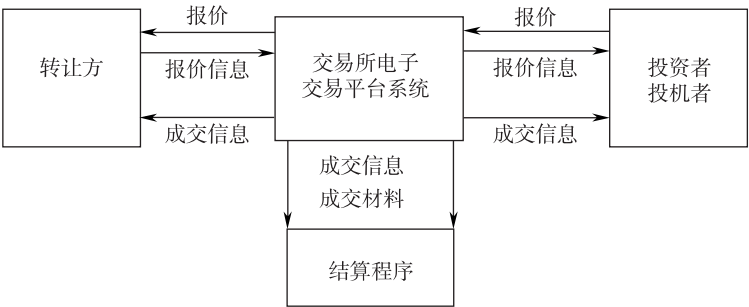


图 4 基于证券交易所机制下的公募流转市场交易模式图

（3）功能定位。将信托公司定位于交易所的发行人与交易所基础资产的提供方双重角色，更有利于信托资产在交易所市场的流通转让。如果信托公司成为发行人，则可以创设并发行在证券市场流通的证券化权利凭证，直接实现信托产品的标准化，扩大信托受益权作为基础资产的产品流通转让范围，有助于推动整个信托公募流转市



场的建设。根据信托产品的分类及流通转让需求，将信托产品划分为非资金信托及资金信托。对非资金类信托而言，其信托财产可为财产或财产权利，信托公司可以作为经纪商在交易所市场发行信托受益权，此为市场的融资功能。对资金信托而言，交易所市场能够引导资金类信托由非标转标，从而发挥更多融通功能。

(4) 交易要素。

①准入要求。由交易所统一制定准入产品在评级、信息披露上的规则。由于场内转让产生额外成本（评级费用、履行信息披露义务的费用），建议对拟在交易平台转让的产品需要设置一定的规模门槛。

②主要中介机构。参与场内交易的中介机构主要包括交易所、经纪商、登记结算机构。信托公司可作为客户的经纪商，接受客户委托，协助客户在交易所挂牌转让产品并报价。登记结算服务应由第三方登记结算机构来提供，例如中国信托登记有限责任公司。

③挂牌的硬性要求。信托产品要实现在交易所市场上的流转，前期市场的培育非常关键，应该做强制性挂牌要求，并需要有政策的推动与制度的完善。可借鉴陆金所模式：为推动陆金所作为标杆性互联网金融平台，平安集团强制性要求所有在陆金所平台上交易的产品都必须挂牌，为后来陆金所的壮大与发展奠定了坚实的基础。

2. 建立信托行业联盟机制下的私募流转市场

(1) 交易模式设计。柜台交易是信托受益权转让方式中最基本的一种。在柜台交易中，信托产品的交易价格由买卖双方协商确定。相比于传统的柜台交易，设计信托行业联盟机制下的私募市场，更符合信托受益权转让要求。这种模式可以通过中信登受益权流转平台实现。

参照机构间私募产品报价系统结构，借鉴银行间债券市场的运作模式，基于各信托公司各自的产品转让平台发起行业联盟，通过统一的电子交易平台系统，如中信登受益权流转平台，将各家信托公司及其客户联系起来。信托公司的客户可以直接在这个市场上将拟转让产品在信托行业联盟平台进行挂牌，通过此平台直接与交易对手以进行询价交易，也可以委托行业联盟寻找潜在的交易对手，并确定多层次的报价方式、发行与转让方式。

(2) 功能定位。信托行业联盟机制下的私募市场定位为给机构投资者、个人合格投资者提供信托私募产品及以信托私募产品相关的产品报价、发行、转让及相关服务的专业化电子平台。以私募市场、机构间市场、互联互通市场、互联网市场为基础

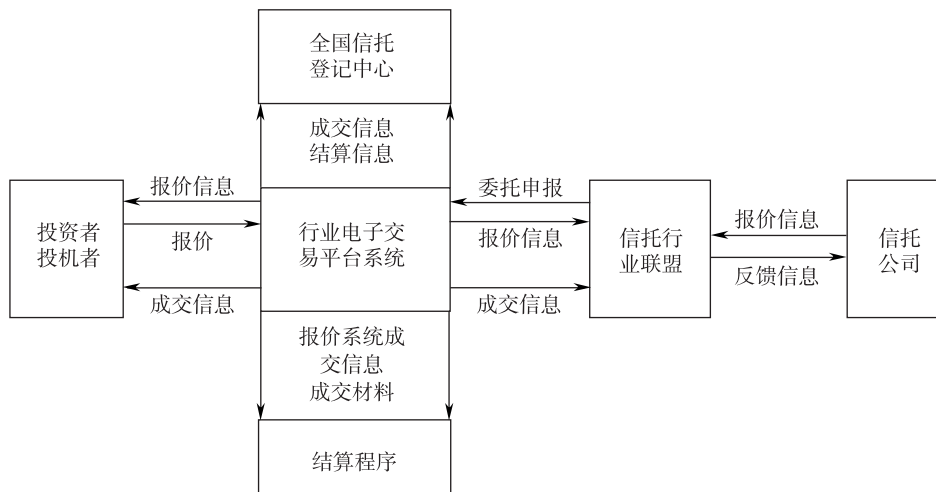


图5 基于信托行业联盟机制下的私募流转市场交易模式图

定位，以提供信托私募产品报价、发行、转让及互联互通、信息服务等为核心功能，以信托私募产品及相关产品的发行转让市场为主体架构。

①开放的市场互联互通功能。证券公司柜台市场、区域性股权交易市场等私募市场有相关信托受益权流转的资产均可以自愿与该平台对接，共享产品报价等数据信息，降低信息和交易的中间环节，提高市场效率；在信息汇集的基础上，该平台还提供联网市场间的“路由交易”服务。

②多样的私募产品报价、发行、转让功能。支持定价发行和针对特定对象的簿记建档、招标等多样化在线发行方式，支持包括协商成交、点击成交在内的协议交易方式，并辅之以做市、拍卖竞价、标购竞价等多样化的交易方式，同时配以在线即时沟通工具、在线签约功能，为参与者搭建了一个便捷、高效的私募产品的发行和报价转让平台。

③适应信托私募市场需要的登记结算功能。支持由中信登为产品发行人提供登记服务，同时支持私募基金管理公司等符合条件的参与者自行办理私募产品的登记业务，或委托中信登办理私募产品登记业务；采用分级结算原则，支持全额清算、净额清算等多种清算方式，支持日间实时交收、日间多批次交收、日终批次交收、自定交收期等多种交收期安排，支持参与者通过中国结算、商业银行、第三方支付机构通过该市场划转资金。

④分层次、多维度的信息展示功能。证券公司、私募投资基金等与信托产品相关的参与者可以通过信托行业联盟机制下的私募流转市场展示包括信托产品信息、经营状况、管理团队等相关信息；依托信托私募产品数据库，为参与者提供私募产品检索



信息服务。

⑤灵活的投融资项目对接功能，该交易平台以信息服务为抓手，推动投融资双方信息对称，提高谈判效；通过线下推介、融资对接等多种方式，为投融资双方服务，延伸信托行业联盟电子平台 OTC 功能；积极探索服务私募基金模式，整合场内场外资源，建设并购市场，搭建私募投资基金退出的服务平台。

(3) 交易结构特点。

①参与人制度，界定标准是与信托私募产品有关的机构投资者、个人合格投资者均可参与该交易市场。

②信息共享市场，发行交易与中信登的产品登记结算信息共享。

③移动互联市场，基于互联网、证联网、深证通，7×24 小时发行交易，日间多批次滚动结算。

④行业公共平台，提供各类证券机构场外证券业务后台外包服务。

⑤市场中的市场，与各类场外市场建立市场联盟。

⑥分层分类风险管理，双层风险防控机制，前中后台业务隔离，设立专项风险监控指标。

(4) 设置有效的信托私募产品报价、发行及转让方式。

表 6 信托私募产品报价方式

报价类型	成交义务	报价内容
意向报价	不具有成交义务	有交易意向的参与人可以与意向报价发布人进行在线协商
要约报价	具有成交义务	包含确定的私募产品名称或代码、价格、数量、买卖方向、交收方式等信托行业联盟电子平台规定的要素

表 7 信托私募产品发行方式

发行方式	流程	参与主体
定价发行	确定发行价格（利率）并向特定参与人披露发行方案	发行产品的参与人，认购产品的参与人
簿记建档发行	认购私募产品的参与人在信托行业联盟电子平台发出申购申报	发行产品的参与人，认购产品的参与人，簿记管理人的参与人
招标发行	明确招标标的、招标方式等发行要素并在信托行业联盟电子平台向特定参与人披露发行方案	发行产品的参与人，认购产品的参与人，信托行业联盟电子平台

表 8 信托私募产品转让方式

转让方式	转让方	交易对手	成交过程
协商成交	在信托行业联盟电子平台发布转让意向报价或要约报价	参与协商	经双方参与人协商一致后确认成交



续表

转让方式	转让方	交易对手	成交过程
点击成交	参与人一方在信托行业联盟电子平台发出要约报价	交易对手方点击要约报价后确认成交，可以选择全部或部分成交	存在多个参与人点击确认的，按照时间优先原则匹配成交。
拍卖竞价	转让方的参与人确定起拍价格、拍卖时间等要素	参与竞价	通过竞价的形式将私募产品转让给最优应价的参与人
报价系统进行做市	符合一定条件的参与人按照有关业务要求，同时以不同价格发出某一私募产品的买入和卖出的要约报价		并按其报价与其他参与人达成交易

3. 建立基于做市商制度下的私募流转市场

做市商是指由具备一定实力和信誉的经营法人作为特许交易商，不断地向公众投资者报出某些特定证券的买卖价格，双向报价并在该价位上接受公众投资者的买卖要求，以其自有资金和证券与投资者进行证券交易。做市商要有自己的定价策略，设置合理的买卖价差支付自己的交易成本、持仓头寸成本、资金成本、风险等。

(1) 交易模式设计。在信托受益权场外交易模式下引进做市商制度，由信托受益权转让方直接或者委托资信较好的第三方向做市商询价，做市商提供双边报价，转、受让方根据做市商的报价做出投资决策，并向做市商提出交易申请，做市商在其报价范围内履行成交义务，并反馈信息至交易中心，最终由中信登平台进行结算。图6是信托受益权做市商交易模式设计。

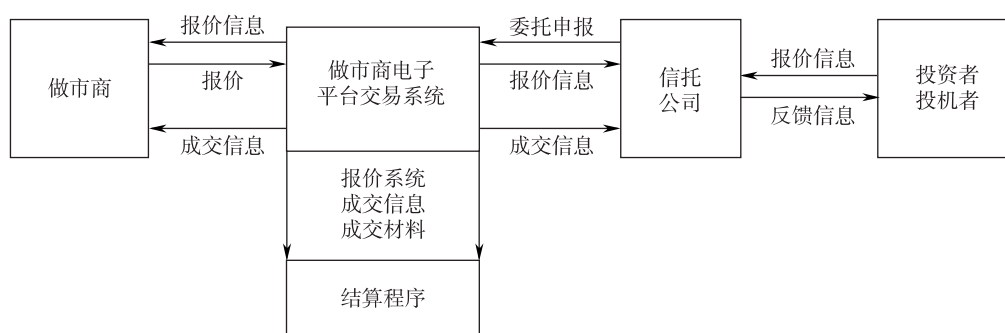


图6 基于做市商机制下的私募流转市场交易模式图

①做市商向信托产品登记体系内的流转平台（如中信登）提供报价信息。在做市商报价完成后，如没有对应买卖委托或委托价格与其报价差距过大，做市商可更新申报价格和数量。

②发布报价信息。以流转平台系统为媒介，做市商、投资者都能获取相关产品的报价信息，包括最佳买卖报价及全部做市商报价信息。



③投资者通过交易代理经纪机构提交报价委托。

④委托申报反馈。投资者委托交易代理经纪机构提交报价后，由系统返回委托信息，以此确认系统接受了委托。

⑤买卖双方报价匹配成交。如果投资者买卖委托处于做市商所报价格范围内，那么做市商就须立即下达成交指令。选择成交时，可按“时间优先、规模优先”的原则进行匹配。

⑥发布成交信息，进入清算程序。在买卖成交后，系统向做市商、投资者反馈相应的成交信息，随后根据流转信息进入清算、交收程序。

(2) 市场定位。为了保证市场交易的公平和避免交易产品信息披露可能引发的一系列问题，不应由信托公司承担市场的做市商角色而需引入第三方“做市商”，第三方机构随时受让信托受益权，为投资者提供受益权转让服务，建议由资金实力雄厚、社会声誉良好的第三方独立机构来承担做市商的角色。信托公司在此交易中作为投资者/投机者的经纪商，其目的在于当市场参与主体过多时，信托公司可以根据投资者提供的转让产品信息汇总报价区间，并上报至电子交易平台系统。同时，凭借信托公司的自身对产品了解程度为投资者/投机者提供一定的咨询建议，减少信息披露不对称，发挥风险隔离作用，有利于信托公司树立良好的品牌形象。

(3) 主要功能。

①价格发现功能。由于在定价中引入了做市商的参考报价，再加上交易双方的一对一议价，最终能够形成信托受益权交易的市场价格，从而对新发行信托产品的自身收益率形成定价参考，实现之前信托产品预期收益率中隐性因素的显性化，促进信托产品定价向合理方向发展。

②定价市场化。对于投资者而言，可以参照做市商的报价，通过一对一的议价方式，最终确定报价加议价的定价及交易方式，既解决流动性也可以提高风险控制能力。

③交易与产品的标准化。1) 交易标准化。按照市场定价法，根据交易标的的剩余期限和规模、收益率，计算出价格，参照同期同类理财产品价格，将信息在交易平台系统内发布，通过交易双方询价议价后形成最终交易价格；最终合同签署、资金交割、交易实现在相应的登记机构完成。2) 产品标准化。做市商按照标准化条件对信托受益权产品进行一定标准的筛选，如一定监管和市场评级的信托公司发行的信托产品、具备相似风险控制措施的一类固定收益信托产品。



(4) 做市商机构的自身建设问题。在做市商模式的流通机制下，机构内部必须有合理的分工、严格的工作规范。大致上，做市商机构应当具有市场交易、产品定价、市场研究、资金清算、账户托管、风险监管等职能部门。为了使制度具有可操作性，交易过程具有公平性，还应当对交易各方的权利义务等做出更明确的界定。

①市场准入和退出条件：由资金实力雄厚、社会声誉良好的第三方独立机构来担任比较合理。

②做市商所承担的义务：一是要持续向市场提供确定性的双向报价；二是做市商的报价必须有一个最小正常交易单位的规模，这个规模可以根据信托计划而调整。

③价差幅度：在做市商制度推行的初期，可以与国债的双边报价规定相近，将买卖收益率的上限定在 50 个到 100 个基点，并可以根据信托计划的不同而调整。

④整个市场风险及做市商自身的风险控制。

⑤提供成交报告：向公众披露成交信息、清算交割报告、横纵向对比研究报告。

(三) 信托产品标准化

1. 信托产品标准化的要求

信托受益权的流转需要信托产品标准化支持。信托产品标准化主要有两种途径：一是基于信托产品的特点与属性对现有形式进行标准化改造，包括信托业务分类标准化、信托合同标准化、信息披露标准化；二是信托产品投资标的标准化，即基础资产的标准化。信托产品的标准化特征有利于信托受益权流转市场的良性开发和可持续发展。目前部分信托公司的现金管理类产品初步具备了标准化的属性，例如上海信托的现金丰利、北京信托的现金聚利。

(1) 监管政策支持。监管部门出台了相关政策举措，推进标准化信托资产或产品向着合法合规、支持实体经济发展的方向发展。2015 年 6 月 25 日，中国银监会下发《关于银行业信贷资产流转集中登记的通知》（银监办发〔2015〕108 号），要求银行业金融机构开展信贷资产流转业务，即将所持有的信贷资产及对应的受益权进行转让，应实施集中登记。2014 年 4 月，中国银监会下发的《中国银监会办公厅关于信托公司风险监管的指导意见》，首次提出改造信贷类集合资金信托模式，研究推出债权型信托直接融资工具。另外，中国人民银行、中国银监会、中国证监会等多家监管部门对于信贷资产证券化、企业资产证券化、REITs 等业务出台了相关法规，以推动金融机构开展标准化业务。资产证券化业务的核心要求是实现信贷资产所有权和风险的彻底隔离，而信托则是在此过程中法律关系最为清晰和明确，风险隔离最为彻底



的业务模式。

表 9 关于推动信托产品标准化的相关监管政策

监管部门	发布时间	法律法规	主要内容
中国人民银行、中国银监会	2005. 04	信贷资产证券化试点管理办法	规范信贷资产证券化试点工作，明确了信托可以作为特定目的受托机构
中国银监会	2005. 11	金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法	我国信贷资产证券化试点进入最后实施阶段，明确信贷资产证券化的业务范围、准入条件、风控规则和监管要求
中国银监会	2008. 02	关于进一步加强信贷资产证券化业务管理工作的通知	强调资产质量、强调“经济实质”、确保“真实出售”；加强风险管理和内部控制、科学合理制定贷款服务考核机制、规范债权转移相关工作、严格信息披露
中国人民银行、中国银监会、财政部	2012. 05	关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知	促进金融机构审慎开展信贷资产证券化业务，有效管理和控制信贷资产证券化业务中的相关风险
中国银行间市场交易商协会	2012. 08	银行间债券市场非金融企业资产支持票据指引	为“盘活”国内非金融企业的低流动性资产，完善银行间交易市场的结构，在银行间债券市场推出非金融企业资产支持票据
中国证监会	2013. 03	证券公司资产证券化业务管理规定	分总则、专项计划、管理人及托管人、原始权益人、设立申请、信息披露、监督管理、附则八章四十六条对资产证券化业务进行规范
中国证监会	2014. 05	关于进一步推进证券经营机构创新发展的若干意见	研究建立房地产投资信托基金（REITs）的制度体系及相应的产品运作模式和方案
中国人民银行、中国银监会	2014. 09	关于进一步做好住房金融服务工作的通知	提出将积极稳妥地开展 REITs 试点工作
中国证监会	2014. 11	证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定	对原《管理规定》进行修订，进一步推进资产证券化发展，盘活存量资产，服务经济结构调整和转型升级
中国银监会	2015. 06	关于银行业信贷资产流转集中登记的通知	要求银行业金融机构开展信贷资产流转业务，并实施集中登记
中国银监会	2015. 09	关于信托公司开展铁路发展基金专项信托业务有关事项的通知	鼓励信托公司开展铁路专项信托业务创新，规范业务管理

资料来源：根据监管法律法规整理。

（2）标准化信托产品的特点及意义。在泛资管时代，信托公司正积极开拓标准化信托业务领域，以推动公司未来的业务创新转型，提升信托受益权转让效率，提升产品流动性。表 10 是针对标准化信托产品与传统信托计划间的区别开展了一系列对比分析。



表 10 标准化信托产品的要素

传统的信托计划	标准化信托产品的特点	标准化信托产品的意义
融资驱动、项目导向	投资驱动、产品导向	降低投资者对信托产品的认知成本，实现信托受益权的可流动性
期限较长、规模受限	突破规模限制、按照份额拆分转让	期限错配、规模扩大、流通性强，本着分散风险的投资原则进行组合投资，更易形成系列运作
单一投资、风险集中	组合投资、风险分散	匹配组合投资中不同项目间的期限分布及风险收益
流动性差、兑付刚性	开放期流动性支持、有效缓释兑付压力	对症信托产品流动性不足短板，形成稳定健康的增长机制

综合监管意见、业务实践和对比分析，标准化信托产品的要素标准，归纳总结为如下六点：

- ①以信托份额作为投资标的。
- ②以信托资产或信托受益权作为基础资产。
- ③实现市场定价、组合投资驱动、基础资产导向。
- ④风险可控、成本可算、信息披露充分。
- ⑤完善的组织运作机制与核实的投资管理团队。
- ⑥充分拆分转让、无固定期限要求。

2. 基于信托产品标准化改造途径

信托产品现有形式的标准化改造主要包含信托业务分类、信托合同文本及信息披露的标准化。标准化应从信托产品的开发、设计阶段进行考虑，不仅仅针对存量的信托产品。

(1) 信托业务分类的标准化。目前，信托公司的业务分类在大类上已经基本达成行业一致。按照受托资产的形态分为资金信托、财产信托以及财产权信托。资金信托按照委托人数量，又分为单一资金信托、集合资金信托。按照信托的功能，分为融资类信托、投资类信托和事务管理类信托。但是再往下细分，信托产品的分类就缺乏统一的标准，各种分类方式错综交织，造成信托产品的属性不清晰，不利于对产品进行标准化的定义和比较。

为了满足信托产品交易的标准化要求，首先应拟定明确的产品分类方法。例如，单一类资金信托包括一般的通道类及家族信托定制化较强的业务等；将集合资金信托分为融资类集合资金信托、投资类集合资金信托和组合类集合资金信托等。如果能够按照业务类别对信托产品进行层层分类，并采用不同的编码进行区分，就可以根据编码清楚地知道产品的属性，并方便地进行产品的分类、检索和比较分析。



(2) 信托合同文本的标准化。2011 年，由中国银监会非银部牵头，委托中国信托业协会制定了《信托业务分类标准》及《信托产品合同文本标准》。2012 年 5 月，中债登开始启动信托产品的合同登记业务工作，目前中债登通过 470 个要素的数据蓝本与 68 家信托公司对接，实现了对所有信托产品的标准化定义，把非标准化的信托产品转化成标准化的数据和信息，登记系统精确到每一个信托产品合同的各个要素。

表 11 中债登信托产品登记要素归类

类别	要素组成
基本信息	1. 信托公司（受托人）全称 2. 信托计划名称 3. 信托成立日 4. 预计终止日 5. 信托计划期限 6. 期限单位 7. 期限说明 8. 信托初始成立规模（元） 9. 信托初始成立份额（份） 10. 信托单位面值（元） 11. 每份认购价格（元/份） 12. 最低预期收益率（%） 13. 最高预期收益率（%）
信托发行信息	14. 信托功能 15. 信托结构属性 16. 计划募集资金上限（元） 17. 成立条件说明 18. 信托性质
管理运用及分配	19. 管理方式 20. 结算币种 21. 资金运用地区 22. 资金运用方式 23. 资金运用行业 24. 资金运用说明 25. 风控措施
信托托管信息	26. 信托计划托管人名称 27. 信托计划托管人金融许可证编号 28. 投资顾问名称 29. 投资顾问组织机构代码 30. 信托财产专户名称 31. 信托财产专户账号 32. 信托财产专户开户行名称 33. 备注 1 34. 备注
信托经理信息	35. 信托经理姓名 36. 证件类型 37. 证件号码，
计划受益权结构信息	38. 优先级受益权、次级受益权 39. 优先级受益权、次级受益权按投资规模分类
受益权类别信息	40. 受益权类别名称 41. 受益权类型 42. 受益权类别期限 43. 期限单位 44. 预计终止日 45. 运行方式 46. 开放频度 47. 预期收益率 48. 分红方式 49. 收益分配方式 50. 收益分配频度 51. 预期收益率说明 52. 备注

资料来源：根据中债登《信托合同登记示例》整理。

除了信托合同登记要素上实现标准化，在信托合同转让过程中，建议从法律上界定信托受益权为信托受益凭证，从而实现信托财产可份额化拆分，便于标准化交易与转让。中国银监会《信贷资产证券化试点管理办法》（中国人民银行 中国银行业监督管理委员会〔2005〕第 7 号）及《金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法》（中国银行业监督管理委员会令〔2005〕第 3 号）明确了只有信贷资产证券化可以叫做受益证券。如果能够实现信托受益权凭证化，则入市交易的信托受益凭证将能够实现标准化转让流通。当然，信托受益权作为受益凭证需要一系列顶层制度的支持。

(3) 信息披露的标准化。信托产品在二级市场上实现有效流转需要遵循更高的信息披露要求。根据市场有效性理论，证券价格对有关信息的反应速度越快、越全面，证券市场就越有效率，可见信息披露是市场有效性的基础。一个活跃的二级市场



需要有投资者、投机者等不同交易动机的参与主体，各类主体依据所获得的信息进行判断决策，并在此基础上形成市场价格。

《信托公司集合资金信托计划管理办法》对信托资金管理报告、信托资金运用及收益情况做了信息披露要求，但目前仍不够细化。与之相比，私募投资基金的性质与信托计划更类似，但是信息披露的要求更细致。参照2016年2月颁布的《私募投资基金信息披露管理办法》，相关信息披露要求如表12。

表 12 私募投资基金信息披露要点

产品阶段	信息披露要求
一般信息披露要素	(一) 基金合同 (二) 招募说明书等宣传推介文件 (三) 基金销售协议中的主要权利义务条款 (如有) (四) 基金的投资情况 (五) 基金的资产负债情况 (六) 基金的投资收益分配情况 (七) 基金承担的费用和业绩报酬安排 (八) 可能存在的利益冲突 (九) 涉及私募基金管理业务、基金财产、基金托管业务的重大诉讼、仲裁等
基金募集期间的信息披露	(一) 基金的基本信息 (二) 基金管理人基本信息 (三) 基金的投资信息 (四) 基金的募集期限：应载明基金首轮交割日以及最后交割日事项 (如有) (五) 基金估值政策、程序和定价模式 (六) 基金合同的主要条款：出资方式、收益分配和亏损分担方式、管理费标准及计提方式、基金费用承担方式、基金业务报告和财务报告提交制度等 (七) 基金的申购与赎回安排 (八) 基金管理人最近三年的诚信情况说明 (九) 其他事项
基金运作期间的信息披露	定期（按年）信息披露： (一) 报告期末基金净值和基金份额总额 (二) 基金的财务情况 (三) 基金投资运作情况和运用杠杆情况 (四) 投资者账户信息，包括实缴出资额、未缴出资额以及报告期末所持有基金份额总额等 (五) 投资收益分配和损失承担情况 (六) 基金管理人取得的管理费和业绩报酬，包括计提基准、计提方式和支付方式 (七) 基金合同约定的其他信息 重大事项的信息披露： (一) 基金名称、注册地址、组织形式发生变更的 (二) 投资范围和投资策略发生重大变化的 (三) 变更基金管理人或托管人的 (四) 管理人的法定代表人、执行事务合伙人（委派代表）、实际控制人发生变更的 (五) 触及基金止损线或预警线的 (六) 管理费率、托管费率发生变更的 (七) 基金收益分配事项发生变更的 (八) 基金触发巨额赎回的 (九) 基金存续期变更或展期的 (十) 基金发生清盘或清算的 (十一) 发生重大关联交易事项的 (十二) 基金管理人、实际控制人、高管人员涉嫌重大违法违规行为或正在接受监管部门或自律管理部门调查的 (十三) 涉及私募基金管理业务、基金财产、基金托管业务的重大诉讼、仲裁 (十四) 基金合同约定的影响投资者利益的其他重大事项

通过参照私募基金，建议进一步细化信托产品的信息披露规则。在信息披露的细节上，信托公司在发行产品时实行中国信托登记有限责任公司公示机制，并通过电子系统取得唯一的产品编码。同时，信托登记公司要在每一款产品入市前将信息录入到系统里面，形成统一全面的信托数据仓库。应对信托产品的基本信息、产品投向、风险收益特征等进行集中统一披露，更有利于投资者横向比较和选择，但是针对于比较敏感的受益人及受益权信息，应兼容信息披露与信托私募性，重新设计一个受益人及受益权系统，并针对不同信托产品属性进行定向信息披露。



3. 信托产品基础资产的标准化

(1) 债权型信托直接融资工具。“99 号文”首次提出“改造信贷类集合资金信托模式，研究推出债权型信托直接融资工具。”债权型信托直接融资工具的实质是信托投资标的从非标准债权资产变为监管认可的标准资产，信托非标准化产品可以转为标准产品。从产品功能上分析，与此前银行推出的理财直接融资工具本质上一致。

银行理财直接融资工具是由商业银行作为发起管理人，直接以单一企业的债权融资为资金投向，在指定的登记托管结算机构统一托管，由合格的投资者进行投资和转让，在指定渠道进行公开信息披露的标准化投资工具。参考银行理财直接融资工具，如果债权型信托直接融资工具能够实现，意味着未来信托公司可分别扮演两种相互独立的角色：一种是发起管理人，即发起设立以单一企业的直接融资为资金投向的债权型信托直接融资工具，并负责工具的发行、资金运作、信息披露等事务的管理；另一种是投资者，即设立信托计划向公众募集资金，用于在一级市场认购标准化的债权型信托直接融资工具份额，或在二级市场直接购买债权型信托直接融资工具份额，同时，可对单家信托公司持有其发行的单个债权型信托直接融资工具的份额比例进行限制。在形式上类似于企业债、中期票据之类的标准债券产品，并拥有交易平台，可进行双边报价，投资于此工具的信托产品可以每日进行估值报价，信托产品本身可成为类似于债券基金那样的标准金融产品。

(2) 企业资产证券化产品。目前在证券交易所发行的企业资产证券化产品属于标准化程度较高的产品。企业资产证券化产品主要以证券公司、基金公司发行的专项资产管理计划形式在证券交易所发行。根据在证券交易所发行的信托受益权流转产品的共性——基础资产多为单一信托受益权，设计信托受益权企业资产证券化产品模式。

交易所发行资产支持证券横跨银监会和证监会两套监管体系，由信托计划作为 SPV 的资产支持证券，不能直接在交易所发行，通过“双 SPV 结构”实现 ABS 产品在交易所上市。整个过程涉及融资方、信托公司、资管机构、私募机构、过桥资金方等不同角色主体，从不同的角度出发可衍生出不同的业务模式，主动管理介入的程度决定由谁来主导项目。此交易结构设计为投资顾问进行主动管理，参与了包括搭建交易结构，询价、承销等多个关键环节。信托受益权资产证券化的信托受益权可以是单一信托的信托受益权，可以是集合信托的信托受益权，也可以是众多不同信托产品的受益权形成的资产池。在上面的设计中，为了操作方便，信托公司多选择单一资金信

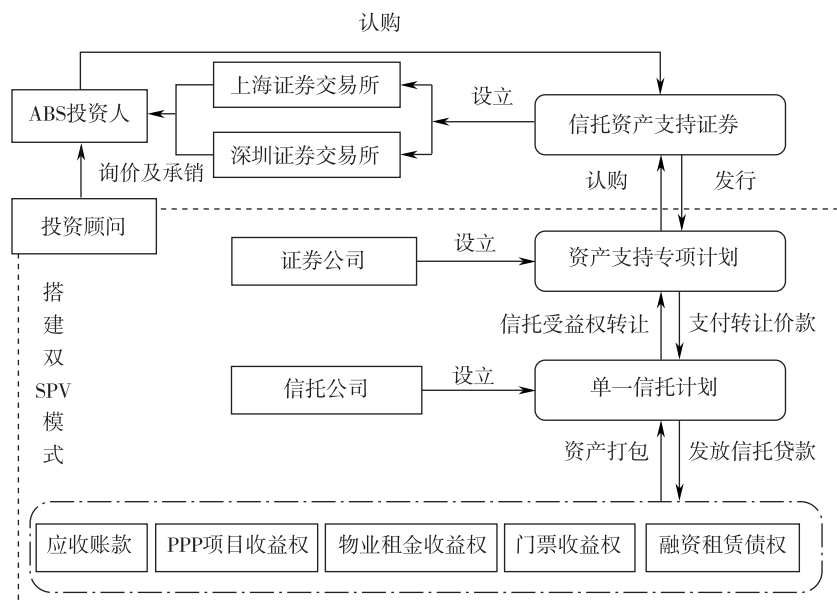


图7 信托受益权企业资产证券化产品模式图

托或者财产权信托形成的信托受益权进行资产证券化。信托受益权通过应收账款、PPP项目收益权、物业租金收益权等不同的形式形成多个集合资金信托计划，进而进行打包转让，由信托公司自有资金接盘形成信托受益权单一信托计划，通过证券公司设立资产支持专项计划，在交易所平台发行，从而实现以信托受益权为基础资产的企业资产证券化产品在交易所市场流通转让。

(3) 信贷资产证券化产品。在信托受益权信贷资产证券化项目中，项目可以由银行发起主导，对于合作银行来说，有利于风险从银行体系脱离出来，帮助银行实现非标转标。另外，商业银行在放出贷款的同时，将信贷资产进行资产证券化，可以提高资金利用率。信托公司也可以主导项目发行，利用银行闲置短期资金过桥。在此类业务合作过程中，还可以观察银行转型发展中的其他需求，展开其他合作。保险资金的特征是期限长、成本较低，同时安全性要求较高。在信托受益权资产证券化项目产品的发行端可以考虑合作。信贷资产证券化模式设计如图8。

①发起人自身的资质是决定资产证券化业务成败的关键。越是资质优良的发起人其发行的资产证券化证券成本就会越低，发起人对基础资产管理水平越高、基础资产情况披露越详细，资产证券化的成本也就越低。

②从发起人的角度而言，信托公司作为SPV是整个资产证券化业务中的中枢，其作用是要实现对基础资产的“完全占有”，从而使其与原始权益人的利益关系脱

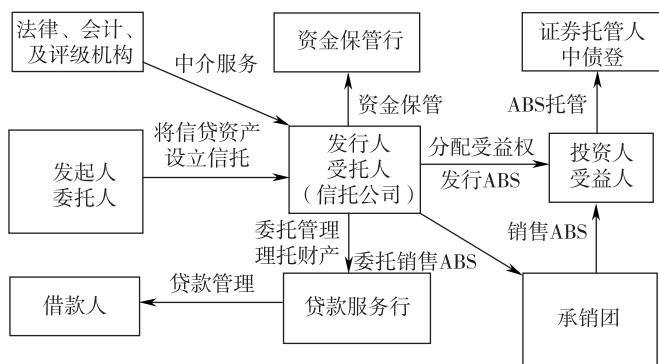


图8 信贷资产证券化产品设计模式图

离，帮助原始权益人实现资产的真实出售。所以 SPV 与原始权益人的关系越独立，这个目的就越容易实现，从而对于原始权益人来说其承担的风险就会越低。随着信托财产登记最终实现，信托公司破产隔离作用将在信贷资产证券化中充分发挥。

(4) 信托型 REITs。作为成熟资本市场的重要组成部分，REITs 具有长期收益率高、收益稳定、与其他投资产品关联性小、抵抗经济周期波动等优势，能够满足投资人的多元化需求。目前，我国有巨量的商业物业资产亟待盘活，但由于存在税收、法律、监管等方面的障碍，目前我国尚无真正意义的 REITs 产品发行。通过“股+债”创新模式的类 REITs 产品，信托公司作为嫁接商业物业和社会资金的媒介，联合持有商业物业的企业，通过信托受益权性形式持有其商业物业资产并以证券的形式拆分、标准化，大幅改善商业物业资产的流动性，对整个经济和金融体系都有重要意义。

基于 REITs 的特征，参考相关的信托产品，设计交易结构如下：

①信托公司代表信托计划作为原始权益人，发起设立该资产证券化产品，兼具原始权益人与受托人双重身份。

②信托公司与项目公司签订《信托贷款合同 A》《信托贷款合同 B》《应收账款质押合同》及《抵押合同》，通过有限合伙企业向项目公司发放信托贷款。项目公司利用获得的两笔贷款偿还原有股东借款。

③SPV 项目公司（仅为方便股权交易之目的设立）通过派生分立设立新项目公司，两笔债务（即信托贷款 A 和合伙企业贷款）一并剥离到新设项目公司。SPV 项目公司受让企业 A 在新设项目公司的 100% 股权。

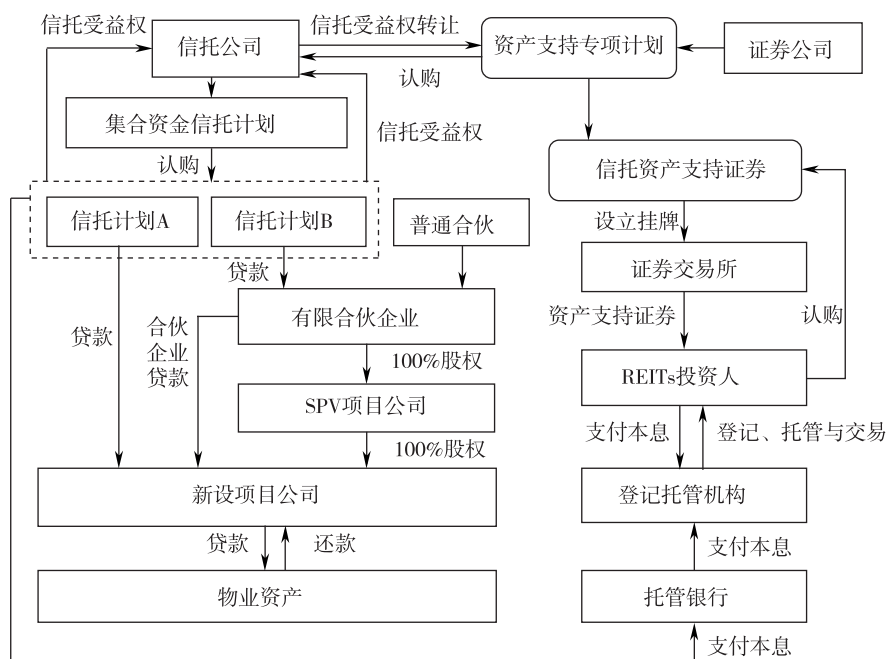


图9 信托型 REITs 产品设计模式图

④有限合伙企业向收购 SPV 项目公司的 100% 股权。

根据此设计方案，资产支持专项计划的基础资产为信托公司依据信托合同持有的信托受益权，信托公司通过“专项计划+合伙企业”实现对商业物业项目公司的债权投资和最终的股权收购，从而实现了商业物业的间接持有和最终控制；在保障优先级投资者利益方面，设置多层增信措施安排为优先级投资者利益提供了全面的保障。此外，产品成立的一定时期内（一般为三年），计划管理人拥有优先级资产支持证券的票面利率调整权，投资者拥有提前退出选择权，流动性支持机构为投资人的退出提供流动性支持。

（5）净值型信托产品。从产品的特性来看，净值型信托产品类似于基金，带有更为明显的“权益类产品”特性，以市场的方法定价真正体现“买者自负、卖者尽责”。净值型信托产品可以结合目前的阳光私募证券投资信托产品与现金管理型信托产品的特点，主要考察信托公司的主动管理能力与专业投研能力，流动性更强、投资范围广泛、针对于风险偏好较高的投资者，因此，其匹配的收益中枢水平将会提高。

①此产品模式中关键是需要信托公司具备较强的主动管理能力，建立与净值型产品相匹配的投研团队，投研团队在投资决策中的主要职责包括为投资决策提供研究支持、与投资经理就行业及个股的配置选择进行讨论和交流、对投资行为及结果进行分

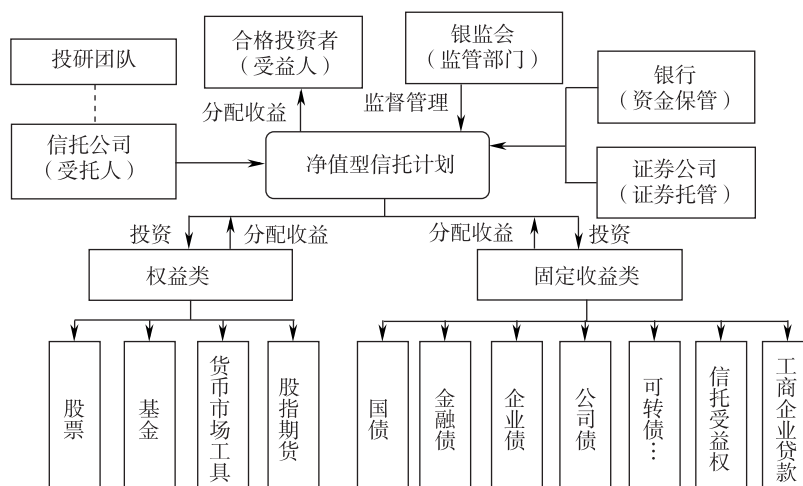


图 10 净值型信托计划设计模式图

析及评价等。信托公司定期（通常为周）估值，即当期在网站公布上一期的净值，非标准化的产品按成本法估值、标准化产品按公开市场价格核算收益。

②从产品的投资范围来看，产品主要投资于国内 A 股市场权益类品种和固定收益类投资品种。

③从产品特点来说，主要具备四个特点。一是产品设计为开放式常规发行产品；二是从资产配置上，开放期间隔越短，配置货币型资产的比例越高；三是产品管理上，当产品规模相对稳定后，信托公司可进行申购赎回量预判；四是针对特殊时点如季末、年末等，采取特殊措施提高定价，让一些资金能够在特殊时期内跨过时点。

④投资者参与交易的流程为：每个交易日都可以参与；首次购买需要现场签署信托合同、风险申明书、业务申请表，后续追加投资仅需填写业务申请表发传真申购，不用到现场；每日申购，随时预约登记转换为公司其他信托产品，随时可设立临时开放期；每定期设立一次赎回开放日，开放日可直接实现与其他产品之间的信托资金转换；定期的信托收益转为本金，有效提高资金收益。

（四）信托受益权的定价与评级机制

关于信托受益权定价，可以分成投资类及融资类两种定价模式，投资类信托受益权属于权益类产品，需要参考交易所市场定价，属于公开市场定价，在这里不再讨论。融资类信托受益权产品多属于非标准化产品，无法通过市场化的方式判断价格，所以这里主要考虑融资类信托受益权的定价。信托评级机制主要从信托公司评级及信托产品评级两方面具体说明。



1. 信托受益权的定价机制

信托受益权的定价主要受风险、期限、规模、资金运用领域等因素影响，其定价反映了信托产品的内在价值，直接表现为信托产品的收益率。信托受益权是一种财产收益权，信托受益人在未来一定期限内可以获取一定的收益。将受益人在未来可以获得的收益按照一定的贴现率折为现值，得到的就是信托产品的内在价值。信托产品未来收益的贴现值越大，交易定价就应当越高。

信托产品定价有两个核心要素：一个是信托产品的预期收益率（即发行利率），另一个是信托产品的到期转让价格。预期收益率是在信托产品发行时需要确定的，对应的是信托一级市场的定价问题；到期转让价格是在信托产品发行后交易时需要考虑的，对应信托二级市场的定价问题。

（1）预期收益率的定价。信托产品预期收益率的确定主要从产品投融资方向、发行人、发行期限、发行规模、信用评级、受托人等方面进行考察，在选定合适的基准利率基础之上加上一定的溢价，得到最终的预期收益率。通常可以选取与信托收益率相同或者相近的信用等级较高的债券票面利率为信托产品预期收益率的基准利率，主要考虑到其与信托产品在资金投向、期限结构等方面的相似性，另外，根据信托产品发行规模、产品期限、投融资方向等影响因素设定回归方程。

$$r = C_0 + C_1 S + C_2 T + C_3 U + C_4 I + \Delta r$$

r ——可转让信托受益权预期收益率；

C_0 ——选取与信托产品收益率相同或者期限相近的国债利率为无风险利率；

S ——信托产品的发行规模（亿元）；

T ——产品的期限（年）；

U ——信托资金的运用方式；

I ——信托资金的投向领域；

Δr ——风险溢价。

选取某一时间段的具有预期收益率的数据，通过最小二乘法获得拟合度高的线性回归方程。最终得到 r 的公式： $r = C_0 + aT + bS + c \ln I + \Delta r$ 。在这里不再赘述。

该方程式中，在信托计划成立的时候，投资者的投资金额、预计投资期限及相应选择的受益权类别，是已经确定的；信托计划的规模、预计存续期、以及该计划具体的投资领域都是可以确定的；因此，通过已知数据，可以推算出该方程式中 Δr 的值，即该信托计划信托受益权的风险溢价。



期限、发行规模、信托资金投向的风险是决定信托预期收益率的几个核心因素。其中，期限与预期收益率成正比，资金具有时间价值，期限越长，投资者要求的流动性溢价也就越高，因此 a 为正数，即资金运用期限越长，资金收益率要求越高。发行规模与收益率成反比，也就是说规模越大，预期收益率通常越低，所以 b 为负数。资金投资方向与风险有相关性，资金可以投向基础设施建设、房地产等多个行业领域，不同行业的风险回报特征各异，例如房地产属于投资回收期相对较短、高风险、高回报且运作方式非常市场化的行业，而基础设施建设则属于投资回收期长、风险和收益都偏低、主要依赖政府支持来融资的行业，所以 c 根据实际投资方向决定正负。

(2) 转让价格定价。参考固定利率债券定价模型，即

$$P = \frac{C_1}{(1+r_1)^{t_1}} + \frac{C_2}{(1+r_2)^{t_2}} + \cdots + \frac{C_n}{(1+r_n)^{t_n}}$$

其中： P ——债券理论全价；

C_i ——现金流；

t_i ——（现金流发生日至分息日）/365；

r_i ——所计算出的期限结构定价曲线，对应第 i 次现金流的即期利率；

n ——剩余的付息次数。

能够得出转让价格 P 应等于信托受益权已存续天数产生的利息与未来存续产生的现金流进行折现的价格，进而得到：

$$P_{\text{转让价格}} = x \cdot r \cdot \frac{n}{365} + \frac{x \cdot r \cdot \frac{(365 \cdot T - n)}{365}}{(1+r_n)^{\frac{(365 \cdot T - n)}{365}}} + x$$

其中， P 代表转让价格， x 代表转让规模， r 代表预期收益率， T 代表预期存续期限， n 代表已存续天数， r_n 代表信托受益权价值折现率。

其中 r_n 代表的信托受益权折现率可以通过以上预期收益率公式 $r = (C_0 + aT + bS + c \ln I + \Delta r) \times 100\%$ 得到。其中， S 代表信托计划成立规模， T 代表信托受益权预期存续期限， I 为信托计划的资金投向领域， Δr 代表该信托计划的风险溢价利率。

Δr 代表该信托计划的风险溢价利率，如前文所述可以通过计划成立时的相关因素求出，即

$$\Delta r = (r - C_0 - aT - bS - c \ln I) \times 100\%$$

综合后，求得 $P_{\text{转让价格}}$ 。

此模型的包括三个假定：一是假设信托计划约定信托受益权预期收益率固定，且



信托公司具有刚性兑付职责，并尽职完成信托利益分配；二是假设信托利益于信托计划终止时，一次性还本付息，信托计划存续期间不进行分配；三是假设转让过程中不产生费用，如产生费用直接加到转让价格中，由受让方承担。

应该说明的是信托受益权的定价模型，通过对未来现金流的折算，来测算出信托受益权的价格，理论上来说符合现实意义。但是在实际中交易价格的形成主要取决于市场的微观结构，即与市场相关的交易制度，包括价格发现机制、清算机制与信息披露机制等。基于有效的微观市场结构，产品价格往往围绕内在价值在一定的范围内上下波动，并能实现价值回归。因此，信托产品受益权交易市场的设计应着重研究流转交易机制的安排问题，只有建立一套适合信托产品特征的交易机制，才能发挥市场的价格发现功能，推动信托受益权流动性的提升。

2. 通过信托产品外部评级，建立产品公允定价体系

建立统一的信托产品外部评级是信托受益权流转定价的基础工程，是公允定价体系形成的关键。信托行业需要建立一个统一的信托受益权交易平台，针对各家信托公司的产品客观上需要引入统一的风险评价标准。

(1) 信托公司评级。信托产品的风险评级应建立在信托公司评级基础之上，由于目前信托公司对于信托产品承担隐性的刚性兑付义务，信托产品的评级需要考虑信托公司的综合实力。由于股东背景、资本实力的不同，各个公司对其产品进行刚性兑付的能力不一。《信托公司行业评级指引（试行）》规定信托公司行业评级体系涵盖资本实力（28分）、风险管理能力（36分）、增值能力（26分）、社会责任（10分）四大板块，包括11个分指标，总分设置为100分。信托业协会已经完成对68家信托公司首次行业评级，并根据各项评价内容的量化指标得分情况综合确定，划分为A（85〔含〕-100分）、B（70〔含〕-85分）、C（70分以下）三级，并相对应划分成长类、发展类和创新类，对信托公司进行综合评级。

(2) 信托产品评级。我国信托产品评级主要可以参照专业研究机构信托产品评价体系进行，在这里选取部分有代表性的信托产品评价实践进行探讨。

用益信托工作室主要对固定期限收益类信托产品以及证券投资类信托产品进行评级，不同性质的信托产品适用于不同评价体系。固定期限收益类信托产品主要从发行机构、收益性、安全性、流动性四大方面对信托产品进行综合评级，产品评级要素近52个，综合评分分布在0~100分，由高到低依次分别对应A、B、C、D、E五个等级，各等级内涵分别为“优质产品，放心购买”、“较好产品、建议购买”、“一般产



品、可以购买”、“较差产品、建议放弃”、“高风险产品、不建议购买”；证券投资类信托产品评价主要是针对成立期限在一年或一年以上的证券投资类信托产品，每月进行一次评价，对周频率公布净值的信托产品选取离上月月底最近的净值公布日净值，对月频率公布的信托产品选取最新净值公布日净值。最终由用益评级系统计算出评级区间内月度风险调整收益，采用类似于评价企业信用等级的评价方式，设置7个级别，采用星级评定法，根据其评价体系指标得分给出证券投资类信托产品级别，得分排名比例越靠前，产品级别就越高。

平安信托比较专注于证券投资类信托产品。平安信托评级对象为拥有3~36个月历史业绩的证券投资者类集合资金信托计划，评级主要考察投资经理的投资管理能力，包括选股能力、选时能力以及具体的资产配置权重等，对投资管理公司的投研团队、风控体制、薪酬结构、管理能力、公司治理等进行全面调研、考核并评分。其评级思路在于计算产品的绝对投资收益，然后计算产品的风险调整后的收益，最后根据定性和定量以及绩效归因分析的综合评分，将证券投资产品以及投资顾问分别评定为5个星级。证券投资类信托产品评级排名每月更新，对投资管理公司的评价每半年更新一次。

总体看，我国信托产品评级方法尚不健全，证券投资类信托产品评级可以借鉴基金或者其他证券评级，但是固定收益类信托产品评价可借鉴的不多，评价体系仍有较大创新空间，需要进一步探索更为成熟有效的评价体系，而且固定收益类信托产品评价持续性较弱，后续跟踪评价力度不足。另外，评价机构准入与监管、行业发展模式方面，并没有明确的方向，相关监管政策以及研究处于空白，不利于信托产品评级行业的成长和快速发展。

目前对固定收益类信托产品较为可行的评级方法是将融资主体信用（连同抵押、质押资产或担保）和债项评级作为评级主体，给出不同产品的风险评级标准。主体信用评级所考察的因素主要是影响企业未来长短期偿债能力的因素，主要包括宏观及区域经济环境、行业发展趋势、产业政策与监管措施等外部因素和企业自身的经营管理能力、财务状况（包括财务政策、现金流情况、流动性、盈利性、财务弹性）等企业内部因素。债项评级是对交易本身的特定风险进行计量和评价，反映客户违约后的债项损失大小，特定风险因素包括担保、抵质押、债务清偿优先顺序、产品类别等。债项评级既可以只反映债项本身的交易风险，也可以同时反映客户信用风险和债项交易风险。在刚性兑付仍然维系的环境下，信用风险大小差异可能无法成为信托受益权定



价的主要决定因素，但未来一旦刚性兑付被打破，这将成为价格波动的最核心依据。

六、信托产品登记及信托受益权流转体系设计思路与建议

信托产品登记及信托受益权流转体系的完善不仅为信托业健康发展提供重要的基础性制度平台，也有利于提升市场运营效率，保障信托各方当事人权益。建设信托产品登记及信托受益权流转体系需要监管部门的顶层设计、信托业协会的指导、信托机构的通力合作，以及信托当事人的积极参与。首先，需要从制度层面获得监管部门的支持，包括信托产品登记及信托受益权流转的相关立法、搭建信托财产登记体系过程中与各财产登记部门间的协调沟通、信托产品登记结算系统化服务的功能定位、确立信托受益权交易市场管理的管理制度、多层次信托受益权交易市场的架构创设，以及对信托行业评级机构的重点扶持等方面。其次，需要在行业规范层面获得行业协会的指导以及信托机构的通力合作，包括构建信托行业标准化体系、设置产品登记平台直接与信托公司的产品系统对接、积极参与多层次的信托受益权交易转让市场、建立大数据电子平台提升产品登记、强制推进信托受益权流转产品的信息披露等方面。最后，需要信托当事人的积极参与配合，包括认真学习信托产品登记及信托受益权流转相关法律法规、严格遵守信托财产登记及信托受益权质押相关法规要求、积极尝试信托产品登记及信托受益权流转平台的电子化应用与无纸化操作、树立“买者自负、卖者尽责”的信托产品投资理念，提升信托财产权益的保护意识等方面。

（一）完善信托登记体系建设

1. 完善信托登记制度

一是出台信托行业法律法规关于信托产品登记及信托财产登记的细则说明。一方面，明确中信登对于信托产品及信托受益权登记的法律效力，确定信托产品登记的效力，以解决长远问题中的信托产品风险隔离、对抗第三人以及信托受益权质押等矛盾，同时从立法层面建立《信托法》与其他财产登记制度协调机制；另一方面，根据财产性质不同，针对资金、债权、股权、不动产、专利权等财产及财产权，需明确信托登记是否确认生效且能够对抗委托人及受托人有关的第三人。

二是对目前财产权登记中存在的法律问题做出改进。明确信托财产权的登记机构、登记机构的职责范围、登记方式以及登记渠道，通过信托登记的统一立法，在法律层面统一协调信托财产相关登记机构，实现真正意义上的信托登记。建议当登记发生权属变动的不动产或财产权利，采取信托设立登记生效主义，对于采取交付即发生



权属变动的财产，则设立信托时应采取交付生效的原则，采取登记公示主义，告知第三人。

三是本着与现有登记制度相一致的原则进行立法。鉴于现实中存在着一定的阻碍和困难，可以选择在自贸区内先试先行，与各个行政部门之间进行协调和磋商，征得各个部门的同意和配合，由点及面，逐步推进，进而最终在法律与实操层面上实现信托产品登记。

2. 以信托财产登记为目的，真正提升信托公司登记产品的积极性

信托公司所面临的信托资产安全及法律保障等问题，需要实现信托财产登记才能解决。只有解决信托财产对抗第三人实现风险隔离、解决过户契税等问题，信托公司的产品登记才能从一种形式上升至内动力。而建立一套全新的信托登记制度，需要国务院相关部门先给予行政许可，然后再和各个部委协商制定具体的财产登记法规与操作流程，操作起来并非易事，目前可以考虑借用现有的登记制度，将财产权转移登记与信托产品登记合二为一。

3. 建立统一的产品登记结算系统

建立统一的信托登记结算系统，需要监管制度层面的顶层设计和资源资金投入。信托产品登记结算服务应当由统一的登记结算机构采用电子化形式来提供，如中债登，目前的资管计划转让平台所采取的结算方式也可以提供借鉴；产品登记结算之初有必要明确信托受益权的非标准化或标准化的性质，以便于未来对信托受益权的处置；信托产品的登记系统应该划分产品要素登记、受益人信息及受益权份额登记、监管信息登记等不同的登记系统。

4. 构建信托行业标准化体系

信托业标准化体系的构建应考虑到信托公司业务多样化的特点及各信托公司业务发展不均衡的实际情况，制定过程中应采取“宜粗不宜细”的原则，以避免因行业标准过于细化而制约行业创新发展与竞争优势。此外，在保证行业标准体系全面、系统化的同时，对于关系信托业发展的关键标准与重点业务领域标准，要重点保障、急用先行。与国际标准体系以及信托业、证券业和保险业等标准体系之间的协调是一项相对复杂的系统工程，需要在统一领导下，信托业各方应通力合作、协同作战、共同完成标准体系的构建。

5. 产品登记平台直接与信托公司的产品系统对接

信托产品登记平台的技术专业性要求高，所涉及的技术环节和专业环节十分复



杂，可以先易后难，先期直接和信托公司的系统对接。信托产品登记平台主要承担集中登记、清算等功能，将信托产品登记流程化、标准化、透明化，同时在一定程度上满足信托私募特点的要求。

（二）优化信托受益权流转制度，建立多层次交易转让市场

1. 建立信托受益权交易市场管理制度

交易市场的基本规则有交易市场管理制度所约定，鉴于目前市场并没有统一信托受益权交易管理制度，建议从三方面着手。

一是在规范标准上，对进入此市场的信托受益权产品设立统一的标准体系，包括信托业务分类、合同文本、信息披露及评价标准等。建议在信息发布上运用统一格式并及时发布与信托受益权相关的交易信息、即时行情，降低投资者因信息不对称造成的投资风险。同时，借助第三方机构根据信托产品的属性运用统一的标准对市场内的信托产品进行风险评估及监控。

二是在参与主体上，可参照目前交易所制度，将主体分为产品发行人、产品投资人、中间服务机构、自律性组织及产品监督机构并明确主体范围。

三是在交易方式上，交易市场定位于产品的公开或定向转让，建议设立无纸化电子系统，使市场参与主体可通过报价电子竞价系统进行申报，对竞价交易，电子竞价系统可根据“时间优先，价格优先”的原则自动交易，对外发布成交信息，并完成信托产品受益权的过户手续；对于信托行业联盟机制下的私募流转市场根据产品的属性采取意向定价及要约定价的方式，采用定价发行、簿记建档或招标等方式发行，选择协商、点击、报价系统做市或拍卖竞价的转让方式；对于做市商机制下的私募流转交易，对于撮合交易可以采取“时间优先，规模优先”的成交规则。

2. 制定信托产品转让管理办法

建议制定《信托产品转让管理办法》，在信托合同转让过程中，参照国外做法界定信托受益权为信托受益凭证，从而实现信托财产可进行份额化拆分，便于标准化交易与转让。通过制定《信托产品转让管理办法》作为信托受益权的监管配置制度，并对信托受益权作为基础资产及非资金信托的流转作详细说明，并对于机构信托受益权只能拆分转让给机构进行修改，以提高在私募市场间信托受益权在自然人合格投资者间流通的内在价值。由于集合资金信托的合格投资者门槛与其他资产管理计划的有所不同，在《信托产品转让管理办法》中应体现公平公正原则，建议修订对于信托受益权做基础资产在交易所流通的产品门槛要求、自然人人数规模及转让对象等



条款。

3. 建立多层次的信托受益权交易转让市场

由于信托产品的不同属性、发行规模及标准化程度的差异，以及产品融资转让需求及上市发行成本不同，建议建立分层次、多维度、全方位的信托受益权交易与市场。从市场功能看，对标准化程度相对较高的产品，选择场内市场，对接交易所流转平台；对于大规模的准标准化产品转让可以选择信托间市场，对接信托行业联盟机制下的私募流转市场；对非标型信托受益权转让，可以直接对接信托做市商机制下的私募流转市场，能较好地满足不同产品的初始融资功能，并具备后续流转的流动性要求。

另外，要充分调动信托受益权流转积极性。一是监管部门积极推动，通过监管政策引导提升市场参与积极性。二是积极培育前期市场，可以借鉴陆金所的模式，对于流转的信托产品做强制性挂牌要求，并需要有政策的推动与制度的完善。三是信托公司转变产品发展理念，向长期化、规模化、规范化方向发展，通过先试先行的办法，践行标准化信托产品体系建设；尝试在信托受益权登记基础上尝试信托受益权质押融资，盘活存量资产；促进信托受益权资产证券化，实现由非标向标的转化。四是加强投资者教育，激发投资人参与交易所市场的兴趣。

（三）建立大数据电子平台加强信托产品登记及信息披露

大数据平台具有信息量大、登记方便、查询便捷、容易保管等优势，有助于信托产品登记、缓解信息不对称和误导销售等问题。由登记平台而形成的统一、全面的信托数据库，能够满足监管分析需要，进而做好风险预警。

在信息共享机制上，将全国的信托公司登记网络平台与证券登记结算机构的网络平台联合起来，有利于提升产品公示力，降低信托受益权质押登记风险。

在信息披露的细节上，信托公司在发行产品时需在信托登记公司公示，并通过电子系统取得唯一的产品编码。同时，信托登记公司要在每一款产品入市前将信息录入到系统里面，形成统一全面的信托数据仓库。应对信托产品的基本信息、产品投向、风险收益特征等进行集中统一披露，针对于比较敏感的受益人及受益权信息，应兼容信息披露与信托私募性，重新设计一个受益人及受益权系统，并针对不同信托产品属性进行定向信息披露。

（四）借鉴互联网的优势提升产品登记及受益权流转效率

一是提速开放标准化业务。对于标准化业务，信托公司需进一步借助互联网推进



网上交易和转让的便捷性，提高透明度和效率，可以通过 APP 让投资者及时查询资产情况、了解项目进展，及时申购赎回，提升客户体验。

二是推动平台建设，加强信息共享。信托公司需转变为构建平台的思维，可以与互联网金融机构实现信息共享，及时了解交易对手和潜在客户的信息，在尽职调查、资金支付、后续管理等方面实现优化。

三是以客户为中心，推动个性化服务。未来信托公司可借助互联网，将资产管理、财富管理业务逐渐从“以项目（融资方）为中心”转向“以客户（投资客户）为中心”，根据客户需求提供个性化的资产配置服务。

四是建立线上综合金融服务平台。信托可以借助互联网技术，在一定流量、用户量、交易量和大数据的基础之上建立信托计划登记与转让平台，通过互联网平台的资源配置能力、所有者权利重构、收益权的分层设计为投资者提供综合服务，充分发挥信托功能优势。

（五）推动设立信托行业评级制度

一是建立公平公正的第三方独立评级机制。建议从风控要素、流程入手，推动信托产品评级标准化，为产品提供权威评级，为投资者的产品选择、定价提供客观依据，从而降低尽职调查成本，提高交易便利性。建议信托产品评级应该纳入信托行业发展的规划，监管层鼓励市场上针对信托行业的评价机构的发展，信托协会或者信托公司或者第三方专业研究机构可以共同发起和参与信托产品评价体系建设，重点扶持其中 2~3 家最专业和客观的专业机构持牌发展。

二是构建信托公司评级与信托产品评级相结合的行业评级机制。对信托公司的评级主要考察公司在资本实力、风险管理能力、增值能力、社会责任等方面的情况并作出客观评价。对信托产品的评级应该有一定准入限制和退出机制，诸如由信托业协会进行备案或者注册，提供从事信托产品评价相关资质和能力要求的证明材料，并定期向市场披露自身经营管理、信托产品评价技术方法等信息，对部分无法通过核查的评价机构实现行业退出机制，从而保证信托产品评价机构经营的透明性，提高信托评价市场公信力和影响力。

三是根据产品受益权流转的不同要求，设置一定的评级门槛。建议对满足一定规模门槛，并有公开流通需求的信托产品，信托产品评级应涉及新产品评价、评级跟踪以及数据累积，以及一些更为专业化的评价服务，所以需出具独立第三方评级参考；对不满足流通条件或无需流通的，可暂不予评级。参与评级的机构可以比照证券评级



机构进行构建，并且须严格遵循监管部门的监管。信托产品的评级水平可以成为对其定价的重要参照，通过风险等级给投资人市场化的溢价补偿，以此保证定价的公允。

信托产品登记是信托财产登记的基础，也是信托受益权流转的重要保障。从信托产品登记起步，以实现信托财产登记为目的，建设一个统一有效的信托市场，将从根本上化解诸多矛盾和问题，将有效地提升信托产品的公信力，为信托市场的发展注入新的活力和内动力。通过信托产品登记推进信托受益权流转不仅是信托行业所企盼的，更是监管机构力推的，是化解信托行业风险的重要工程项目。我们相信随着信托行业机制体制的不断完善，信托产品登记及信托受益权流转将有序不紊的向前推动，并最终得以实现。

参考文献

- [1] 张玉娇. 信托受益权保障机制研究. 华东政法大学硕士学位论文, 2014.
- [2] 魏域涛. 中国经济时报, 2014-02-13.
- [3] 姜丰森. 完善信托制度面临的困境及解决思路 [J]. 经营管理者, 2014 (4).
- [4] 李文兵. 中国信托登记制度初探, 吉林大学硕士学位论文, 2012.
- [5] 钱诚. 自贸区信托登记中心的法律性质与功能分析——以信托受益权流转为中心. 财经政法资讯, 2016 (1).
- [6] 陈植. 信托登记平台筹备追踪: 财产登记缓行, 整合难题待解. 21 世纪经济报道, 2015-02-06.
- [7] 刘雁. 银监会启动筹建信托产品登记系统由信托业协会负责协调统筹, 该系统对信托产品转让有破冰意义. 证券时报, 2014-02-12.
- [8] 周颖博. 建立全国性信托登记平台研究. 理财顾问, 2015 (11).
- [9] 王萌. 中国信托登记制度研究. 中国社会科学院研究生院硕士学位论文, 2014.
- [10] 时磊. 设立信托登记公司有助于信托业规范发展——专访银监会非银部副主任许文. 2014.
- [11] 张淳. 关于信托受益权的性质——对有关国家法学界的有关研究的审视与检讨. 湖南大学学报, 2009 (5).
- [12] 李燕. 论信托收受益权的法律性质. 中国政法大学硕士学位论文, 2014.



- [13] 周晓敏. 论信托受益权的法律性质. 法治与社会, 2009 (12) 下.
- [14] 刘振芳. 信托受益权的法律性质——以狭义信托受益权为角度 [A]. 经济与法, 2013 (4).
- [15] 赵廉慧. 信托受益权法律性质新解——“剩余索取权理论”的引入. 中国政法大学学报, 2015 (5).
- [16] 闫照军, 贺兆. 商业信托信托受益权——买入返售类业务发展调查. 甘肃金融, 2015 (5).
- [17] 陈月红. 论信托受益权的可质押性. 惠州学院学报 (社会科学版), 2008 (4).
- [18] 王晓明. 我国信托产品流通机制研究. 华中科技大学博士学位论文, 2006.
- [19] 邓超. 可转让信托受益权的价值评估研究. 云南大学硕士学位论文, 2015.
- [20] 明朗朗. 金融创新视角下的信托受益权质押担保探析. 黑龙江生态工程职业学院学报, 2016 (3).
- [21] 刘然. 信托受益权流转问题研究. 西安财经大学硕士学位论文, 2014.
- [22] 吴昕琦. 信托受益权的资产配置功能及其当前法律问题. 东北财经大学学报, 2014 (1).
- [23] 刘光祥. 论信托受益权质押的法律问题及出路——以物权法定原则为视角. 金融法苑, 2015.
- [24] 张南. 信托受益权研究. 华东政法大学硕士学位论文, 2012.
- [25] 夏韵秋. 信托产品流动性问题研究. 华东师范大学硕士学位论文, 2013.
- [26] 陈磊. 商事信托视角下信托受益权质押法律问题研究. 华东政法大学硕士学位论文, 2015.



信托公司上市制度研究

课题牵头单位：陕西省国际信托股份有限公司

课题组成员：

王维华 张 刚 王瑞君 王春艳

陕西省国际信托股份有限公司

王建东 包立杰 武石桥

北方国际信托股份有限公司

肖 华 吴 妍 黄志斌 矫德峰 张雅楠

昆仑信托有限责任公司

王 旭 陈 磊 李 玉

山东省国际信托股份有限公司



摘 要

从野蛮生长到深陷危机、从严厉整肃到迅猛发展，再到探寻业务转型，在中国银监会明确鼓励之后，信托公司对上市更加执着追求，热切期盼上市。信托公司上市是一次面向公众化的尝试，不仅能提升信托公司的内在价值，还能为信托公司塑造新的形象，提振公众信心。更为重要的是，上市信托公司可通过公开募集长期稳定的资金，增强资本实力支持业务创新与拓展。同时，信托公司的上市过程本身也是一个完善公司治理、健全公司制度的过程，这不但有助于提升信托公司的规范化经营水平，而且能有效提升行业经营监管的透明度和开放性。因此，如何更好地推动信托公司上市已经成为信托行业面临的一项重要课题。

本研究基于信托公司上市制度和上市经验不足的现状，对其上市制度进行深入研究。第一，从拓展场外资本补充渠道、诠释信托公司上市条件等方面，揭示信托公司上市的必要性和可行性。第二，系统阐述了制约信托公司上市的主要因素。第三，通过对我国信托公司上市模式以及上市经典案例的剖析，探索信托公司上市的最佳路径选择。第四，通过分析我国信托公司上市条件与经营现状，找出信托公司上市的短板，将对信托公司的经营活动和战略部署提供针对性的指导，补足短板，以满足上市要求，推动公司早日上市。第五，结合现阶段的发展实际，从公司内部和外部环境两个方面提出针对信托公司上市难的建议构想，为信托公司克服障碍成功上市提供参考与指导。

本课题的主要创新之处：（1）以信托公司上市条件和上市短板为切入点，从制度层面剖析了信托公司上市的要求，从公司经营层面探索了信托公司上市存在的短板，将外部因素和内部因素相结合，为信托公司上市提供参考。（2）深化了对制约信托公司上市的主要因素的研究。（3）梳理总结了信托公司上市的路径和模式。（4）深入探讨了符合信托公司特征的行业上市制度。

关键词：上市制度 信托公司制约因素 上市路径与模式



目 录

一、信托公司上市的背景	147
二、信托公司上市的必要性和可行性	147
(一) 必要性	147
(二) 可行性	149
三、信托公司上市的制约因素与适应性分析	152
(一) 上市制度演化差异影响信托公司上市进展	152
(二) 制约信托公司上市的现实因素	153
(三) 信托公司的上市条件	155
(四) 信托公司经营现状与上市制度要求存在差异	158
(五) 信托公司管理制度有待完善之处	159
四、上市信托公司案例分析比较	161
(一) 大陆信托公司上市案例解析	161
(二) 台湾地区信托公司上市案例解析	168
五、信托公司上市路径与模式选择探索	171
(一) 上市路径	171
(二) 上市模式	177
六、信托公司上市的建议与构想	179
(一) 信托公司层面	179
(二) 行业层面	183
(三) 监管层面	184
参考文献	186



一、信托公司上市的背景

纵观全国 68 家信托公司，目前仅有陕国投和安信信托两家公司上市，行业上市公司数量和市值仍有待进一步提升。近年来，随着信托公司监管政策的不断完善，以及信托公司主动管理能力与可持续发展能力的不断提升，信托行业涌现出一批优质的经营主体，具备了在主板上市的条件。假如优质的经营主体能实现上市，不但可以完善经营主体的场外资本补充渠道，而且能有效提升信托行业的形象。由于信托行业的特性、信托公司发展、市场环境，以及监管制度等因素，使得上市信托公司体量小，上市在目前还存在一定的障碍。

因此，推动信托公司上市是一件多方利好的大事，不但能解决信托公司资本补充渠道不畅的问题，而且能有效促进行业经营监管透明性和开放性，打破信托公司规模大体量、品牌很小众的局面。

二、信托公司上市的必要性和可行性

（一）必要性

1. 开拓市场化、规模化的资本补充渠道

金融企业的生存以信用为基础，而资本对信用具有重要的保障作用，资本实力的提升，意味着抗风险能力的增强，上市意味着信托公司的资本筹集渠道拓宽。上市后如果达到再融资条件，还可以依托资本市场平台，通过非公开发行、配股等市场化方式补充自有资金，避免非上市时资本补充渠道单一的尴尬。由于证券化的价格效应，可以以远高于净资产的价格发行证券，规模化募集资金。以陕国投信托 2011 年的非公开发行为例，当时公司每股净资产为 2.21 元/股，而发行价格为 9.65 元/股，溢价 4.37 倍，一次性募集资金 21.3 亿元。这还是在当时资本市场低迷的情况下，如果资本市场高涨，溢价将会更高，所以上市可以有效地实现规模化补充资本的目的。

2. 提升信托公司品牌效应，扩大影响力

在我国资本市场目前的发展阶段，上市公司的“壳资源”优势可以有效提升信托公司的公信力，“上市公司不会倒”的认识能有效提升信托产品的竞争力。近年来，随着信托公司管理资产规模的增加，社会公众对信托行业的认可度有所提高，但是仍有较多的人对信托行业没有基本的认知，信托行业的公众影响力还有待提高。如



信托公司能够上市，能改变行业内 68 家信托公司只有 2 家公司上市现状，从而能在资本市场形成一定的板块效应，扩大信托行业的品牌效应和市场影响力。同时，信托公司的上市意味着监管部门对行业发展的认可，能够进一步提升信托行业的影响力，并说明信托公司自身具有较好的发展潜力，是对公司自身实力和管理能力的认可，上市后能够较快的集聚品牌效应，从而为信托公司产品的营销以及同各机构的合作起到宣传作用，这对于信托公司未来的业务拓展、产品营销、客户资源积累等方面均具有极大的推动和促进作用。

3. 有利于信托公司规范化运营

对于上市信托公司来讲，信息披露更为全面、广泛，披露的内容不但包括年度报告、季度报告、重大资产重组、重大信托项目决策、风险项目处置等信息，而且包括内控自评报告、社会责任报告等，规范的信息披露提升了上市信托公司的规范运营程度，有效地减轻了监管压力。以陕国投信托为例，作为上市公司对外担保不论金额大小都必须上股东大会审议，独立董事必须发表独立意见。在其他信托公司很普遍的“抽屉协议”，公司绝对不敢签署。对于风险项目，也必须严格按照重大事项进行信息披露。通过市场监督强化约束，在一定程度减轻了监管压力。

4. 有利于信托公司建立有效的公司治理机制

第一，上市过程是一个完善公司治理、健全公司制度的过程。上市前，信托公司仅单方面受银监部门监管，上市后则要受中国证监会和中国银监会双重监管。第二，相对于非上市公司，上市公司的治理结构更为规范、更为完善，规范的治理机构有利于形成有效的激励约束机制，对于金融企业来说，有效的激励约束对防范风险必不可少，更有利于建成高效的风险管控体系。第三，通过上市，公司可以引进优质境内外机构投资者，优化股权结构，进一步完善公司治理机制。第四，上市之后，公司需要按上市公司的要求严格履行信息披露制度，公司的经营会受到较为严格的监管，加之来自资本市场的外部约束，公司的经营管理和决策机制会更加规范、透明。

5. 提升信托业整体竞争力

近年来，信托业尽管经历了快速发展，也涌现出一批优秀公司，但整个行业的影响力和竞争力还比较有限，行业公信力还有待提升。通过推动行业的优秀公司上市，不但能增加资本市场的优质上市主体，而且依托证券市场的资本平台和公众监督体系，推动上市的信托公司进一步做优做强，规范运营。通过资本市场的市场化选择机制，培育行业龙头，提升信托行业的整体市场竞争力。



6. 助推实体经济发展

信托公司是联结资本市场和实体经济的重要纽带，因信托行业决策机制灵活，业务范围较广，能够对实体经济提供较好的支持。从信托公司近年的发展实践看，信托总资产中有近 80% 投向了实体经济领域，为舒缓宏观经济调整的周期性波动，发挥了不可替代的重要作用。2015 年度信托行业规模达到 16 万亿元，其中 2.63 万亿元投资于基础产业，3.31 万亿元投资于工商企业，为实体经济的发展提供了有力支撑。同时，68 家信托公司中 27 家信托公司有地方政府背景，上市以及资本实力的扩充有助于信托公司做大做强，为信托业务发展提供支撑和保障，更好地发挥信托投融资结合的功能优势，服务实体经济发展。

（二）可行性

1. 信托行业拥有一大批优质的经营主体

第一，近年随着财富管理市场的快速发展和信托公司的规范运营，整个行业涌现了一批优秀公司。截至 2015 年 12 月底，整个行业 68 家公司的平均净资产为 56.05 亿元，资本实力得到了很大提升，部分公司净资产超过了百亿元。第二，经过 2007 年以来的快速发展，信托主业地位也进一步确立，全行业管理信托资产规模超过 16 万亿元，平均每家公司管理资产规模 2300 亿元，行业龙头中信信托管理资产规模超过了 1 万亿元。第三，随着信托主业地位的确立，各公司的盈利水平和盈利稳定性也得到了大幅提升，2010 ~ 2015 年整个行业的资本收益率分别为 12.03%、15.4%、18.9%、19.3%、18.18% 和 15.86%，其中，重庆信托和中海信托 2015 年的资本收益率分别达到 28.21% 和 27.2%。第四，从信托业发展历史看，目前核准保留的 68 家公司是经过 5 次清理整顿后保留下来的，它们经历了 1992 年的金融治理整顿、1998 年的亚洲金融危机和 2008 年的全球金融危机，经受宏观调控和金融风暴的多重考验，积累了应对风险和危机的经验，也培育了稳健、规范的经营风格。

2. 信托行业大部分公司满足上市运营条件

证券监管机构要求股份有限公司上市必须符合公司股本总额不少于人民币 5000 万元，开业时间在三年以上，最近三年连续盈利等条件。就信托行业 68 家公司的运营情况看，绝大部分公司都满足这些要求。中国证监会鼓励优质公司上市，发挥资本市场的资源配置功能，需要一批高增长、高潜力的公司加入到资本市场，信托公司完全能满足这一要求，无论从盈利能力、经营的稳健型和行业发展潜力，还是经营的规范程度，都能满足上市的要求。



3. 有效的监管为信托公司规范运营提供了保障

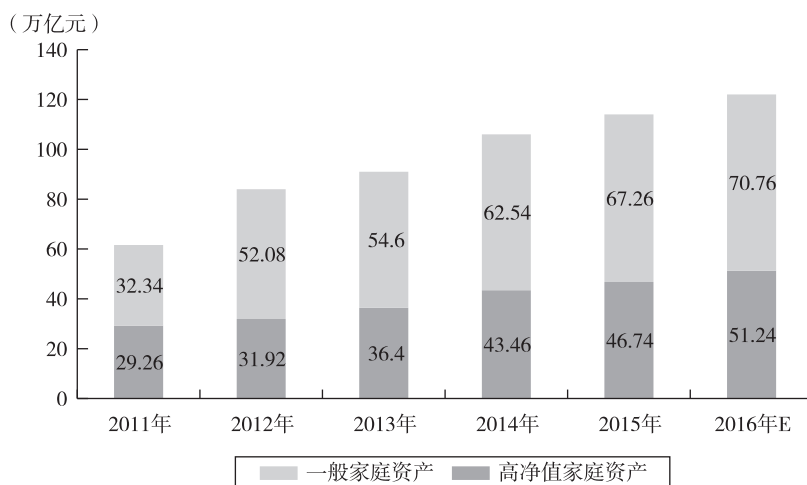
随着对信托业定位的逐步清晰，特别是 2007 年信托“新两规”（《信托法》和《信托公司集合资金信托管理办法》）的颁布实施，已经形成了完善的信托业监管体系。而且，在近年的监管实践中，一系列业务指导意见和规范发展意见伴随行业的发展陆续出台。目前，已形成以“一法两规”（“一法”指《信托法》，“两规”指《信托公司集合资金信托管理办法》和《信托公司净资本管理办法》）为核心，以风险防范和管控为主要目的的高效监管体系。同时，2015 年，中国银监会调整部门设置，正式成立信托部，标志着信托行业监管迈上了一个新的台阶。有效监管保证了信托行业各主体规范运营、合法经营，为上市运营提供了强力保障。

4. 信托行业步入稳步发展阶段有利于优秀公司上市

过去几年，信托行业保持了高速发展，随着整个经营的规范和盈利模式的清晰，整个行业回归到稳步发展阶段，同时财富管理行业发展潜力巨大，这些能保证各信托公司不但有坚实的盈利基础，而且能稳定经营，避免业绩大起大落。经营稳定，是保证上市公司健康运营的基础，信托行业所处的发展阶段为此提供了强力支撑。

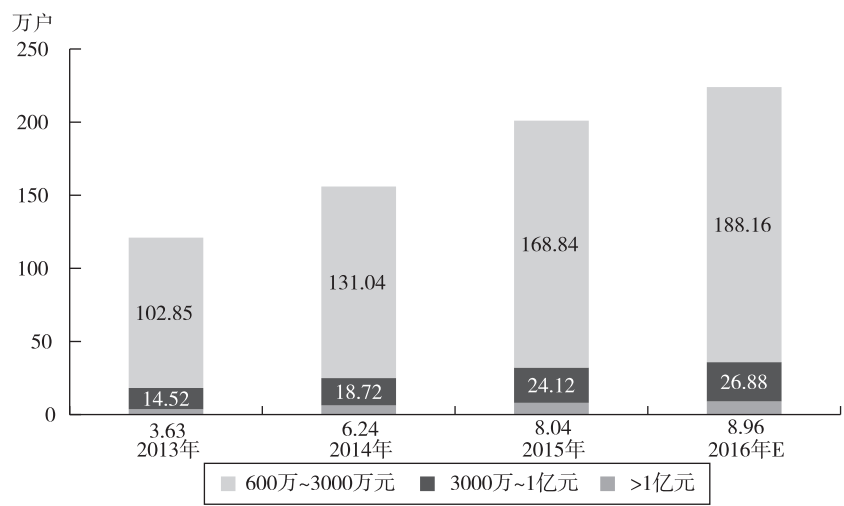
5. 财富管理市场进入快速发展阶段，信托行业发展潜力巨大

《中国私人银行 2016：逆势增长全球配置》报告显示：截至 2015 年底，中国个人可投资资产总额达到 114 万亿元，2016 年达到 122 万亿元，见图 1。其中，预期 2016 年高净值人群将突破 224 万（资产大于 600 万元），高净值家庭财富约占全部个人资产的 41%，全年高净值人群可投资总额达到 37 万亿元，见图 2。



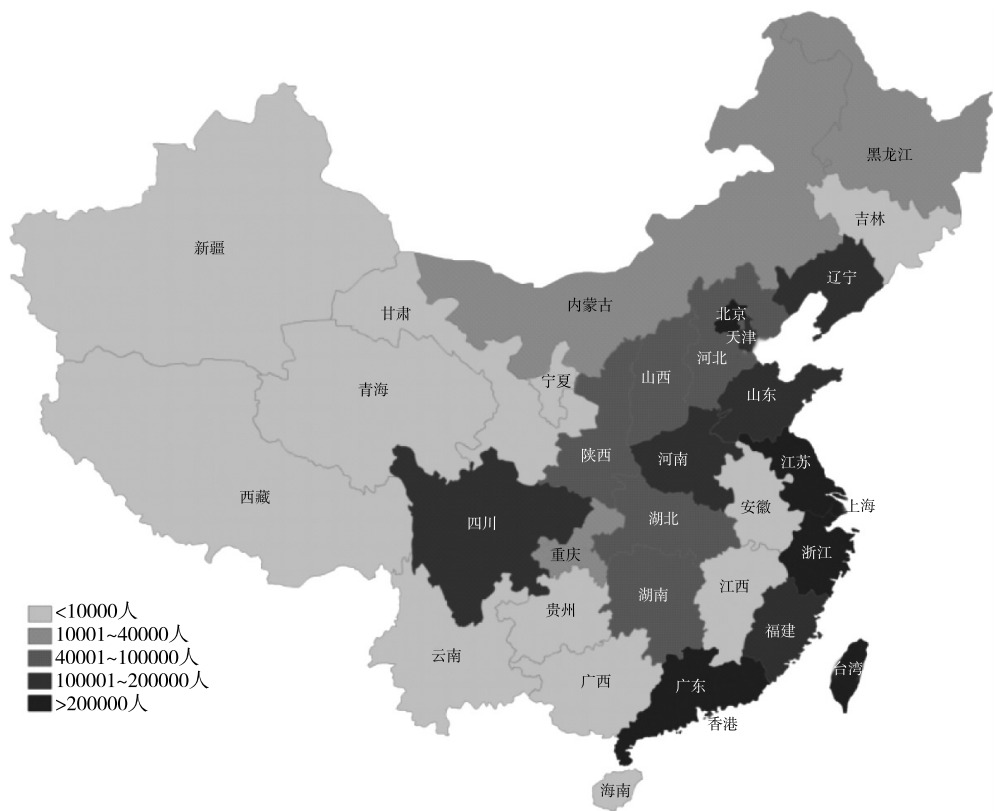
数据来源：福布斯中文网。

图 1 中国私人可投资资产总额



数据来源：福布斯中文网。

图2 中国高净值家庭数量



数据来源：Wind 数据库。

图3 中国高净值人群地域分布图



从图3来看，沿海代表“旧钱”，而中部（长江经济带、京广铁路沿线）财富人群正在崛起。中国经济增长的重心正在从沿海转移至内陆规模基础较好且受政策红利影响较大的省市，如四川、河南、内蒙古、重庆等地将会具有更大的发展潜力。

中国高净值人士数量迅猛增长，已成为全球仅次于美国的数量第二多的国家。素有“金融百货公司”之称的信托公司是目前国内唯一能同时涉足货币市场、资本市场和实体领域的金融机构，能够为客户有效规避单一市场风险。信托公司具有管理私人财富和全市场配置资产的先天优势，其发展潜力巨大。

三、信托公司上市的制约因素与适应性分析

（一）上市制度演化差异影响信托公司上市进展

自2006年5月18日，中国证监会发布实施《首次公开发行股票并上市管理办法》以来，该管理办法规范了首次公开发行股票并上市行为，保护了投资者合法权益和社会公共利益，对支持实体经济发展发挥了积极作用。然而，随着资本市场深化改革，部分发行条件的设置带有明显的历史烙印，亟须在推进股票发行注册制改革的进程中进行调整。正是在这样的背景下，中国证监会于2015年底对《首次公开发行股票并上市管理办法》进行了重新修订。

1. 《首次公开发行股票并上市管理办法》修订思路与总体框架

对比《首次公开发行股票并上市管理办法》的新旧办法，我们发现本次修订的总体思路是进一步落实以信息披露为中心的审核理念，简化发行条件，方便企业融资，强化信息披露监管，提高信息披露质量。修订后的管理办法总体架构不变，仍分为总则、发行条件、发行程序、信息披露、监管和处罚、附则六章，共五十七条。

2. 条款差异

条款差异主要表现在如下四个方面：一是删除第二章发行条件第二节独立性的第十四条、第十五条、第十六条、第十七条、第十八条、第十九条和第二十条。二是删除第二章发行条件第五节募集资金运用的第三十八条、第三十九条、第四十条、第四十一条、第四十二条和第四十三条。三是第四十九条改为第三十六条，修改为：“中国证监会在初审过程中，将征求发行人注册地省级人民政府是否同意发行人发行股票的意见。”四是增加一条，作为第四十二条：“发行人应当在招股说明书中披露已达到发行监管对公司独立性的基本要求。”



3. 内容差异

(1) 调整独立性条件为信息披露要求。为解决历史上国有企业部分改制上市带来的大股东通过关联交易和同业竞争损害上市公司利益问题，中国证监会原管理办法要求企业发行上市要做到“三分开”、“五独立”，不允许存在较多关联交易和同业竞争问题的企业发行上市。经过多年以来的实践，独立性带来的问题和矛盾已经基本解决，不需要再作为发行上市的门槛，拟采用披露方式对同业竞争和关联交易问题进行监管。

(2) 调整募集资金使用条件为信息披露要求。长期以来，中国证监会对募集资金使用问题进行严格监管，要求募集资金原则上用于主营业务，筹资额不能超过投资项目的资金需求额，投资项目应当符合国家产业政策、投资管理、环境保护、土地管理的规定，同时还要就募集资金投资项目是否符合国家产业政策和审批程序征求国家发改委意见。从实际运行效果看，事前把关的做法极大地增加了发行人的成本，降低了行政审批的效率。从境外成熟市场的做法看，募集资金使用是企业的财务安排，事前只需要进行充分的信息披露。为降低企业融资成本，提高行政许可效率，支持实体经济发展，中国证监会取消了募集资金使用方面的门槛，改为信息披露要求。

(二) 制约信托公司上市的现实因素

1. 信托公司盈利模式的稳定性面临挑战

(1) 营利模式。

营利模式是指企业在发展过程中形成的经营方式，与企业特点、所处行业环境等因素有关，体现了企业的具体经营业务流程。信托盈利模式分为两种：信托业务和自营业务。

①信托业务。信托业务盈利主要从单一类或者集合类信托项目中获取，所形成的资产就是信托资产。信托资产占总资产的比例很大，信托资产的管理和运用能够显示出一个信托公司特点，对信托资金来源、运用方式、投向的不同，才真正能够体现信托业务的营利模式。

按信托资金来源不同，信托项目分为三类：单一类信托项目、集合类信托项目、财产管理类信托项目。单一类信托，由于委托人是单独提供信托资金，因此在对信托资金的处理上往往具有话语权，在与信托公司的合作中处于强势地位，能够自主决定信托资金的管理和运用，因而信托公司仅仅被当做一个“平台”或者“通道”。信托公司在单一类信托业务中很难有自己的话语权，无法发挥自主理财的优势，因此获取



的报酬率也极低。集合类信托，由于委托人是多人共同提供信托资金，因此信托公司对信托资金的处理更加灵活，能够充分发挥自主优势，对信托资金进行管理和运用，彰显信托公司的自主管理能力。集合信托项目对信托公司的专业化、创新性、员工素质等要求较高，但同时也能带来比单一类信托更高的报酬率。财产管理类信托项目是指对财产信托的管理其，一般占比较小，对信托公司的盈利影响甚微。

②自营业务。在信托业务快速发展的同时，信托公司的自营业务也获得了长足的进步。信托公司固有资产的增加，一方面由于信托资产规模的快速扩大，许多公司通过增加注册资本以便跟上信托资产规模的增速。另一方面也得益于公司资产管理水平的提升，自营业务能力的提高，固有资产的收益能力不断增强。信托公司固有资产规模的提高，不但说明信托公司在资产管理水平方面的提升，而且在抵御风险，提高自身抗压能力方面也有着不小的进步。即便如此，信托公司的固有资产与其他一些金融机构相比还存在不小的差距，与信托资产规模的扩张速度相比，固有资产的增幅还不够高。

(2) 赢利模式的持续性面临的挑战。

①信托资产增长的压力。尽管近几年信托资产规模增速惊人，已经引起监管部门风险关注和其他金融机构的注意。银行、财富公司等其他金融机构也开展各种类信托理财产品，与信托公司共同竞争市场份额。信托公司的利润率与信托资产增长率相比，也显得较低。

②业务结构单一，人均利润逐年下降。单一类信托业务占总信托业务的比例在一半以上。一方面，这类信托业务不仅使信托公司在信托业务合作中处于不利的地位，难以发挥其自主管理资产的能力；另一方面，由于这类业务操作较简单，信托公司之间的竞争主要以压低价格为主，信托公司之间具有很强的替代性，营利模式具有不稳定性。

③信托公司产品创新能力不高。我国信托公司在信托产品创新方面一直做的不够好，由于单一类信托项目占比过大，而其中绝大多数为“通道型”业务。这种被动型业务造成信托公司的“惰性”，不愿投入更多资金在信托产品的创新领域，信托公司营利模式的不稳定性影响信托公司上市的步伐。

2. 上市公司管理规定与股东资源的业务协调引发的关联交易

上市公司管理规定中要求上市公司一定要做到产权清晰、权责明确。目前，国内68家信托公司大致可分为银行系信托公司、央企系信托公司及地方政府系信托公司，



名义上虽然股东结构灵活多变，实际上所有权由谁代表并没有明确，资本非人格化以及所有权和经营权难以分离，比如银行系信托公司就存在上市后其上市公司管理规定与股东资源的业务就存在关联交易的可能，导致权责不明，产权约束松弛，经营效率和效益低下，“道德风险”和“内部人控制”时有发生。因此，治理结构的变革是信托公司上市成功的关键，信托公司上市的根本目的在于通过产权结构的调整，促进治理结构的根本变革，并以此为基础改革信托公司经营管理机制，提高其经营管理体制的市场兼容能力。

3. 资产配置不合理导致的资源误配

资产配置体现了信托公司业务经营能力和专业性。资源误配置成为影响信托公司经营能力的重要因素，是信托公司盈利能力不足的关键性原因。在政府过大的资源配置能力和把 GDP 增长速度看作衡量政绩标准的背景下，信托公司发奋图强，靠自身努力成为金融行业里的重要组成部分，信托公司利用制度上的优势，几乎能够投资于各行各业，逐渐形成了以政信类业务和房地产业务为主，银信合作等通道类业务为辅的融资类赢利模式。虽然信托公司管理的资产规模已经达到一个比较高的规模，稳居金融第二大子行业，但仍是粗放式扩张为主，没有形成提升公司整体创新研发能力的良性循环，严重制约了信托公司的上市。

4. 上市与正在推进的恢复与处置计划存在一定的冲突

正在推进的恢复与处置计划提出的限制分红、红利回吐等与中国证监会的要求鼓励分红政策具有一定的冲突。提出的股东流动性支持（包括但不限于受让资产、注资等）、资本补充、红利回吐等，对于面对数量巨大公众投资者的上市信托公司，操作的难度很大。

（三）信托公司的上市条件

1. 信托公司上市的外部环境分析

我国信托业起步较晚，直到 2001 年《信托法》的颁布，才使得我国信托行业有了法律保障。2007 年“新政”的出台，对信托公司在公司管理和资金管理方面进行了规范。《信托法》和“新政”总称“一法两规”。2010 年《信托公司净资本管理办法》的出台，对信托公司资产规模的无限做大起到了抑制效果，对信托公司未来发展产生深远影响。“一法两规”也升级为“一法三规”。“一法三规”对信托公司目前的功能定位和业务方向产生了重大冲击，限制了传统信托业务范围中的同业拆放、贷



款、融资租赁业务，并明确了信托公司受人之托、代人理财的业务定位。至此以后，信托公司逐渐发展成为我国金融市场中不可或缺的重要组成部分，与银行、证券、保险并列成为金融业四大支柱之一的地位愈发牢固。“一法三规”的颁布实施不但使得信托公司的发展步入正轨，信托业全面复苏，而且规范了信托公司净资本，加强了信托公司的风险控制能力。

在经历中国经济的高速增长期后，中国进入经济增长速度换挡期、结构调整期和前期刺激政策消化期“三期叠加”的生存环境，伴随利率市场化的推进和资产管理业务的扩张，实体经济风险不断向金融领域传递，个别产业的风险呈上升趋势，但是，我们信托公司的资产管理规模仍呈增长态势。同时，伴随着我国经济金融体系日益完善，中国金融发展的动力源主导地位将由赤字方转化为盈余方，即金融产品的投资功能地位将越来越重要。在经济发展和金融市场的变革下，信托公司增长动力也在发生重要转变：信托业不再依靠垄断信托制度获利、传统的聚焦于融资端的通道业务和融资类业务难以有高速增长；而聚焦投资者需求，提升信托公司主动管理能力和专业性水平、积极创新将逐步成为信托业发展的新动力。

综上所述，从信托公司上市的外部环境分析，一法三规完善化、经济发展全球化及金融改革一体化的潮流，泛资管背景下各金融机构激烈竞争的必然趋势，国家对信托业的重视等都对国内信托业的发展提出了新的要求，信托公司突破瓶颈面对国际国内竞争最有效的途径之一便是上市，即上市对于目前的公司不失为一种理想的发展路径。

2. 信托公司上市内部能力分析

(1) 资本金要求。2010年8月，《信托公司净资本管理办法》颁布，要求信托公司净资本不得低于各项风险资本之和的100%，净资本不得低于净资产的40%，那么净资本的大小将决定着业务规模的大小。如果严格按照《信托公司净资本管理办法》的规定，信托公司如果想提高盈利能力，有效的办法就是扩大净资本，因为只有增加了净资本，才可能扩大业务规模，而业务规模是盈利的前提，没有业务就不可能有盈利。由此可见，信托公司的业务规模要与资本相互匹配，那么随着信托公司的发展，业务规模的不断扩大，其业务承保量超过与其最初资本相匹配的业务量时，就得追加净资本。

(2) 盈利能力。各国证券市场主板对公司都有要求，我国《公司法》规定，上市公司发行新股的条件之一为最近3个完整的会计年度净资产收益率平均在10%以



上，配股则要求最近3年连续盈利，任何一年净资产收益率不得低于6%。

(3) 股权结构。第一，通过公开上市引入社会股东，可以使信托公司的股权结构趋于合理化，使得公司真正成为产权明晰、权责明确、政企分开、管理科学的现代企业法人。第二，上市公司的股权结构影响着股市的稳定性。良好的股权结构易于形成相互制衡的有效的公司治理结构，有利于公司决策的有效性以及决策的理性；有利于实现公司股东价值最大化，从而影响公司投资者的目的及其在资本市场上的行为，最终表现为股票市场的稳定。

(4) 内部治理结构。信托公司要上市，必须符合上市公司对内部治理结构的要求，要建立现代信托企业法人治理结构，建立健全公司董事会、监事会和经理班子，主要有以下几点需要注意：一是在建立健全董事会时应该引入独立董事，健全内部的约束机制；健全董事会层面的专门委员会，适应市场专业化分工的原则；强化董事的信息披露制度；规范董事的义务和责任制度，董事要以公司利益的最大化为目标，平等对待各个股东；规定股东的集团诉讼和派生诉讼制度。二是发挥监事会职能实现权力制衡，构造适合中国国情的监督机关，监事会的监督重点应当是决策的正当性，监督手段是信息收集和行使重大决策权和否决建议权，监督基础是建立有效的评估机制。三是对经营者激励与约束。主要包括物质利益的激励、权利和地位的激励和企业文化的激励三个方面。

(5) 信息披露。信息披露制度是资本市场规范运行的有效保证，信托公司要上市必须规范信息披露，按照上市公司信息披露制度进行严格要求。上市公司的信息披露分为强制性信息披露和自愿性信息披露。强制性信息披露是指由相关法律、法规和章程所明确规定的必须披露的信息；自愿性信息披露是指在强制性信息披露要求之外，由公司管理层主动地提供有关公司财务和其他与投资者决策相关的信息。强制性披露能够确保投资者及时获取所需的财务预测信息，但在财务预测信息涉及商业秘密或财务预测信息对公司不利时，企业管理者就有可能操纵预测性财务信息。强制性信息披露的内容一般包括公司概况及主营业务信息、基本财务信息、重大关联交易信息、审计意见、股东及董事会人员信息等基本信息内容。自愿性信息披露一般包括公司的背景及战略信息，如战略规划信息、公司战略及影响、战略目标的步骤与行动、完成公司战略的障碍、宏观政策及对公司的影响等。

(6) 人才队伍。现代企业要生存和发展，无不“以人为本”。人才既可以通过引进的方式，也可以通过内部培养的方式来获取。为了更好地留住人才，还必须改革收



入分配制度，适当提高企业员工的收入水平，并引进新型的薪酬方式，如股票工资、股票期权工资等。

（四）信托公司经营现状与上市制度要求存在差异

1. 上市制度

《公司法》对公司上市的条件明确规定：一是股票已经国务院证券管理部门批准向社会公开发行；二是公司股本总额不少于 5000 万元；三是开业时间 3 年以上，最近 3 年连续盈利，原国有企业依法改建而设立的，或者《公司法》实施后新组建成立的，其主要发起人为国有大中型企业的，可连续计算；四是持股票面值达人民币 1000 元以上的股东人数不少于 1000 人，向社会公开发行股份达公司总股份 25% 以上，公司股份超过人民币 4 亿元，其向社会公开发行的股份比例在 15% 以上；五是公司最近 3 年无重大违纪行为，财务报表无虚假记载；六是国务院规定的其他条件。

2. 信托公司经营现状与上市制度要求存在差距

（1）信托公司经营现状分析。2016 年第三季度末，全国 68 家信托公司管理的信托资产规模为 18.17 万亿元，同比增长 16.33%，环比增长 5.09%。在宏观经济明显企稳和市场预期略有好转的积极影响下，已超越第二季度“个位数”增长低点。说明中国经济增长韧性强、经济面呈回暖趋势，另一方面则是信托公司紧紧抓住了实体经济部门资金需求的市场机遇。

信托经营发展趋势呈现两大特点：一是单一资金信托占比一直处于持续下降过程。二是集合资金类信托和财产管理类信托占比稳定上升，表明信托公司在信托业务中的主动管理能力逐步增强。尽管信托公司发展势头良好，但仍存在以下问题：①规模增，盈利减。信托业资产总规模在增速回落的情况下继续保持增长，但信托项目收益率、信托报酬率、资本利润率和人均利润指标等反映信托业为客户和自身赢利的能力总体呈下降态势。②创新多，盈利难。信托业有效供给不断增加、产品线日趋丰富多样，土地流转信托、互联网信托、家族信托、消费信托、慈善信托、海外信托等新兴业务纷纷取得重大突破，但新的服务模式、商业模式大多是“噱头”、只赚吆喝不赚钱，难免令人焦虑。③主业不清晰、赢利模式不稳定，主业充门面，副业管吃饭。传统融资型和通道型信托业务在规模上仍然举足轻重，但规模仍偏小的投资类、主动管理类业务在信托业务贡献收入比重却较高。

（2）信托公司发展现状仍与上市制度要求存在差距。随着信托业制度红利、增长红利、渠道红利的渐趋消退，曾经带来资产规模和利润快速增长的传统融资型信托



业务模式和营利模式逐渐变得难以维继，同质化竞争加剧，为竞夺市场份额竞相压低信托报酬，轮番增资扩股，行业资本利润率和人均利润不断走低。

分析发现，信托公司发展现状与上市制度要求不匹配主要原因为：

①缺乏真正具有竞争力的核心业务。信托业具有天然制度优势，但是由于业务没有技术含量，容易复制，导致信托公司业务同质化严重，恶性竞争突出，进而信托主营业务不突出、营利能力不强，而以获取垄断利润为主的通道营利和牌照手续费营利模式在客观上抑制了信托公司创新的积极性。

②营利模式面临严峻挑战。在整体金融行业中，信托公司研发能力和资本市场投资能力比不过证券公司，品牌知名度和营销能力比不过商业银行，资金募集成本比不过保险公司，随着泛资管时代的到来，信托公司必须直接应对市场的挑战，着力提升核心竞争力，建立可持续的营利模式。

③信托公司服务理念没有真正通过组织结构和制度体系的重构转变到位。信托公司必须转变服务理念，将以产品为中心的低端服务转变为以客户为中心的高端服务。产品同质化不能满足客户个性化、多样化的诉求；服务点对点，没有延伸服务，不能为客户提供全方位、一揽子周到服务；销售端与生产端无法实现双向互动，流程不顺畅。

④公司的风控合规仍待加强，个性化、跨市场、创新性的项目方案因为费时费力又难以识别风险点，在审批时不受待见，并且项目贷后管理松滞。信托产品隐形风险与实际收益失衡。

3. 信托公司经营现状与上市制度要求存在差异，上市道路艰难曲折

信托监管部门认为信托主营业务不够清晰，存在盈利不可持续的隐患，加上信托私募的性质，在信息披露上也存在一定问题。通过梳理信托公司上市的努力发现，2012年8月中航信托欲借壳S*ST北亚上市未果；2016年5月江苏信托、五矿信托分别曲线上市未果；2016年7月山东信托赴港IPO待审批。信托公司上市的道路艰难曲折，直到中国银监会主席助理杨家才在2014年中国信托业年会上表示，只有鼓励信托公司上市做大资本，才能让整个行业看到曙光。

（五）信托公司管理制度有待完善之处

1. 健全的信息披露综合协调体系

上市公司的信息披露监管是一项综合性的系统工程，信托公司由于存在私募性质，现在的信息披露体系尚有较大的改进空间。



第一，合理配置行政监管和自律监管的权限，行政监管要支持自律监管，信任自律监管。

第二，自律监管要与司法有限介入相结合，取得司法解释等的支持，发挥司法介入的威慑作用。信息披露的监管措施和纪律处分基本上以名誉罚、资格罚为主，刚性不足，如果能颁布司法机关有限介入的公示，将对信托公司的信息披露监管效果起到很好的补充和支持作用。同时，目前我国针对有关虚假信息披露等违规信息披露行为的司法救济途径还存在一些不足，这需要推动司法机关尽快修改相关司法解释，完善信息披露违规行为的民事赔偿制度。

第三，发挥中介服务机构如会计师、律师等在信息披露监管中的作用。中介服务机构是资本市场健康发展不可缺少的一员。上市公司很多的信息披露由他们提供专业意见，因此如果中介服务机构能严格依法督促其客户按规定履行信息披露义务，或者发现存在信息披露违规行为时能及时向监管机构报告，而不是消极对待，甚至一起串通瞒骗监管机构和投资者，那么市场上的信息披露违规行为将大为减少，信托公司的监管也将更轻松、更有针对性，违规行为的查处效率将得到有效提升。

2. 完善的内部控制制度

第一，构造良好的内部控制环境。内部控制环境的好坏主要体现在三个方面：管理决策层对内部控制是否重视；制度执行者的态度和素质如何；企业有没有建立与其规模相适应的组织结构、企业文化以及经营战略等。

第二，要有明确的、可操作的内控目标。任何组织的控制目标总是与其管理目标相一致的，它是管理目标的具体化和完善化。参照巴塞尔委员会的相关框架性文件，信托公司应当有以下三个目标：实现公司的协同效应，实现效率目标；提高公司的透明度，保证对内对外的信息是及时的、可靠的和恰当的；保证整个公司的经营活动符合监管要求和法律，符合公司制定的政策和程序。

第三，对风险的认识、检测及构建相关的具体措施。风险评估应当包括所有影响公司业绩和目标的内部因素和外部因素。风险评估应当区分哪些风险是公司可以控制的，哪些是公司不能控制的。对可以控制的风险，应当决定是接受还是以一定的代价转移给其他愿意接受的机构；对不能控制的风险，应当决定是接受、放弃、还是减少该种业务的规模。

第四，对内控缺陷的处理。再完美的内控体系也会存在这样或那样的缺陷，对内控系统的实时监测可以及时发现和纠正这些缺陷。尽管只能在事后发现内控系统的问



题，但却可以对其做出一个整体性的评估，使得我们进一步对内控体系进行整改与完善。

3. 整体的专业能力

与欧美发达国家的信托公司相比，中国的信托公司起步才 20 多年，早期信托公司的金融定位则较多地体现出了政府的意志。“一法三规”后的信托公司才得到了真正的发展。所以，信托公司资产配置能力和定制化服务能力都比较匮乏，使得信托公司在财富管理的过程中比较吃力。信托公司主要营利业务模式都被视作是抢夺其他金融机构的业务资源，经不起和其他金融机构的正面竞争。这也就不难理解监管部门认为缺乏核心业务模式及新的经济增长点、盈利不可持续是信托公司上市的软肋了。因此，信托公司需要不断地挖掘信托本能定位并加大人才队伍建设来进一步明确信托公司的业务模式，通过培训和学习，培养复合型人才来提高信托公司的整体专业能力。

四、上市信托公司案例分析比较

（一）大陆信托公司上市案例解析

1. 主板 IPO

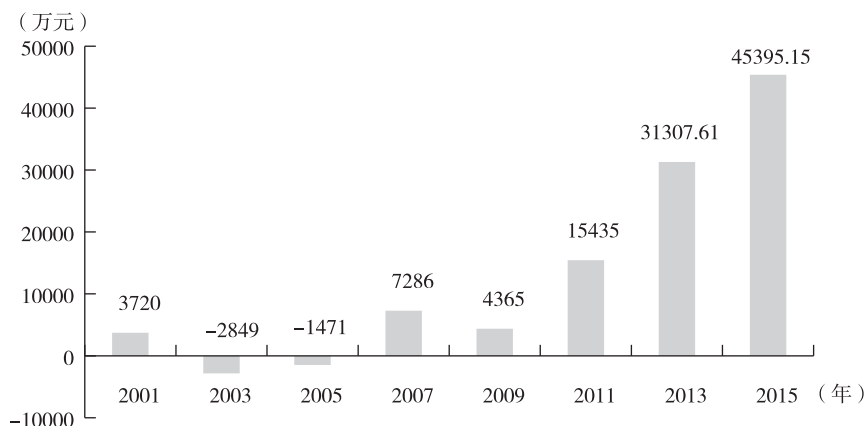
（1）陕国投案例解析。

①陕国投上市发展历程。陕国投前身为陕西省金融联合投资公司（简称陕金联）。1984 年陕金联的设立，标志着陕西现代信托业的诞生。1989 年底，公司总股本为 64608429.78 元。陕国投是陕西省首家股份制改造试点企业，于 1992 年 4 月开始进行了以增强资金实力和转变经营机制为目的的重建规范化股份有限公司工作，1992 年 6 月公开发行人民币普通股股票 5000 万股，增资扩股后，公司股本总额达 114608429.78 元。1994 年 1 月 10 日在深圳证券交易所挂牌交易，这是中国非银行金融机构上市的第一家，股票代码 000563。

②上市后的经营业绩。公司上市吸收资金 1 亿元，形成了以国有股为主体、法人和个人多方参股的股份构成，规范化的股份改造为公司注入了新的生机。1993 年，公司委托存款和信托存款比股份制改造前净增 2.8 亿元。1994 年全年利润总额 5326 万元，税后利润为 4996 万元，每股税后盈利 0.436 元。当时陕国投是集金融机构、上市公司和券商为一体的大型金融集团，在经营范围上有良好的金融行业优势，又兼备融资与投资的双重功能，在筹资能力上又具有扩股融资和经营融资的双重功效，



发展潜质优秀。公司雄厚的财力优势及投资的多元化，分散了投资风险，不会像一般的工商企业一旦所处的行业有重大的市场变化，就会危及全公司的经营利润甚至公司的生存和发展。



数据来源：巨潮资讯。

图4 陕国投净利润增长图

陕国投上市后经营业绩取得了明显的增长，截至2015年底已经完成了两次增资扩股，较好地补充了公司的资本金，为业务开展提供了充足的资本支撑。由于上市公司信息披露的透明化，公司及时披露了2013年裕丰项目的风险处置，以自有资金约5.98亿元受让裕丰信托项目的信托受益权，化解了该项目的兑付危机，并促进公司项目的贷后管理能力及风控合规建设能力的提升。图4显示，2001—2015年公司净利润从3720万元增长到45395.15万元，增长了12.2倍，年均增长率达到80.02%。截至2016年6月30日，陕国投市值169.67亿元，信托主业平稳增长，利润率大幅提升，2016年上半年公司实现营业收入5.61亿，归属于母公司股东净利润2.83亿，环比增长71.5%，业绩表现符合预期，信托主业平稳增长。

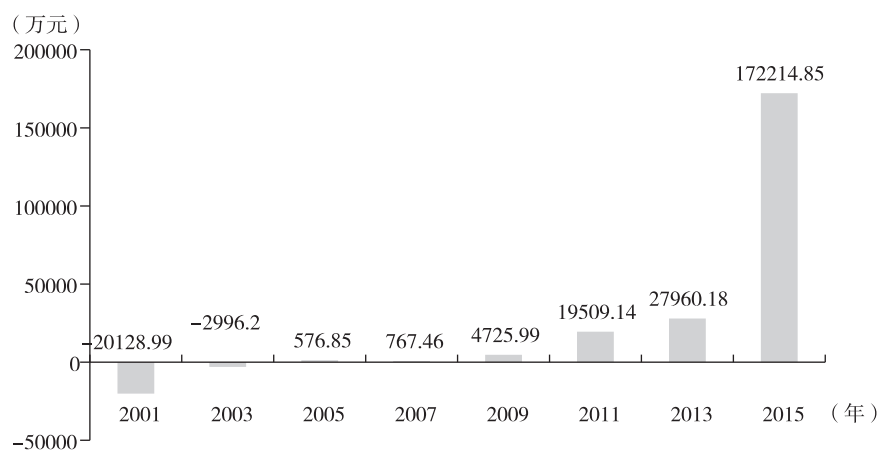
(2) 安信信托案例解析。

①安信信托上市发展历程。安信信托投资股份有限公司（简称“安信信托”）的前身是鞍山市信托投资公司，成立于1987年2月16日。随着金融体制改革步伐的加快，国家迫切需要建立银行体系以外的金融机构，广开融资渠道，推动改革开放和经济发展的步伐。由于当时正处于改革开放初期，资金缺口很大，筹措困难。经过反复研究，最后决定由多家出资，组建股份制形式的金融机构于是全国首家股份制性质的金融机构——鞍山市信托投资公司应运而生。



公司成立以后，立刻面临着三个难题：一是没有资金；二是业务方向不明；三是缺乏社会上的认同。为了解决这些问题，公司积极发行投资债券，扩大影响力，提高公司的声誉。同时加大了扩股、吸存力度，增大了公司资本金和资金的规模。1992年4月22日，经辽宁省体改委和辽宁省人民银行的批准，公司按照1:1的价格向社会公开发行了5000万股社会公众股，正式改制并更名为“鞍山市信托投资股份有限公司”。随后，公司又积极争取股票上市，化不利因素为有利因素，终于该公司股票于1994年1月28日在上海证券交易所挂牌上市，股票代码为600816。

②上市后的经营业绩。受1994年东南亚经济危机的影响，全国的信托机构从1000多家锐减到1996年的248家。在此期间信托公司的主营业务由银行业务向信托、证券、实业投资方向转移。1997年，原隶属工商银行鞍山分行管理的鞍山金钢信托投资公司解体。公司适时收购了其所属的鞍山、天津两个证券营业部，同时，对公司原有上海、天津证券业务进行了调整，形成了四个证券营业部的格局。同年6月10日，中国证监会下发了安信信托经营股票承销资格证书。8月14日，公司收购了香港新里程公司持有的全部玉佛苑股权，加上从市财政购买的股权，安信信托实现了对玉佛苑全额控股。同时，公司适时按照整顿的要求调整了资产结构和股本结构，具备了独立组建信托公司的资本金要求，1998年6月10日，人民银行总行下发了安信信托金融业务许可证。自1994年上市以来，通过四次送股和两次配股，总股本已经达到45410.98万股，扩大了29倍。



数据来源：巨潮资讯。

图5 安信信托净利润增长图

公司上市后，为扩充资本金于2015年7月完成了首次定向增发，增发后充裕的



资本金保障为其进行多元布局提供支撑本业稳健底。图5显示，2001—2015年公司净利润从-20128.99万元增长到172214.85万元，增长了9.56倍，年均增长率达到68.25%。公司自2013年将业务重心重新转移至信托主业后，信托业务规模和收入持续攀升，2012—2014年公司信托规模与净利润分别达到81%和216%（VS行业31%和21%）。安信信托的灵活性和快速反应力将帮助公司在业务创新和转型上掌握先机，目前公司业务布局已扩展至养老、物流、新能源等领域，综合化金融平台已初具雏形。公司信托主业独立于行业的高成长性以及金控平台的展业前景将为公司股价带来催化，每股收益从2012年的0.2371增加至2015年的1.0482元。2016年1~6月归属于上市公司股东的净利润与上年同期相比，增加65%左右。

（3）内地IPO上市的经验借鉴。1994年陕国投与安信信托是在推动国企脱困的大背景下，由地方政府推动上市的，当时的各种条件已经不能简单复制。目前，国内大部分信托公司在注册资金、盈利情况、净资产规模、保障基金、周转资金等各个方面都已经比较完善，已经符合上市的要求，但是就算在新三板，信托公司也不能顺利上市。对此，我们认为导致信托公司上市困难的主要原因可能是：（1）信托公司盈利的模式不明确，导致了部分信托业务不可持续性；（2）信托公司如果上市之后，资金规模肯定需要不断的扩大和扩容，监管部门也许是为了防止这种资金快速扩大的风险。总之，国内信托公司的盈利持续性还有待再观察，上市还需要一定时间的验证。

2. 香港IPO

（1）山东信托香港IPO。2016年，山东银监局批准了山东信托赴港IPO事宜。鲁银监准〔2016〕232号文件显示：山东银监局原则上同意山东信托首次公开发行H股股票，发行规模不超过6.47亿股，若行使超额配售权，则发行规模不超过7.44亿股；同时本次发行募集资金扣除费用后，应全部用于补充资本金。

山东信托成立于1987年，公司前三大股东分别为山东省鲁信投资控股集团有限公司、中油资产管理有限公司和山东省高新技术产业投资有限公司，分别持股63.02%、25%和6.25%。在鲁信集团占据核心地位的山东信托，则被视为金融业务的“孵化”主体，主要控股泰信基金，参股富国基金、民生证券、泰山财产保险、德州银行、邹平浦发村镇银行等金融机构和泰山文化艺术品交易所、金鼎租赁等类金融机构。2015年7月3日，山东信托完成股份制改造，公司名称由山东省国际信托有限公司变更为山东省国际信托股份有限公司，上市意图显现，上市将对其本身业务发



展带来较大的资金支持。

山东信托致力于打造金融、类金融综合服务平台，近年来取得较好的经营业绩。2015 年报显示，山东信托营业收入和利润增长均在 20% 左右，实现营业收入 16.16 亿元，信托业务收入占比 72.58% 以上，主营业务突出，净利润 9.23 亿元，管理的信托资产规模为 2463.59 亿元。山东信托拥有较强创新能力：一是积极围绕上市公司推出了上市公司员工持股信托计划、上市公司可交换债信托计划等；二是积极介入无风险银行不良资产信托业务；三是成立了专门的家族信托业务部，截至 2015 年末家族信托业务合同总金额达到 16.66 亿元。

（2）香港 IPO 上市经验借鉴。

①大股东的鼎力支持。山东信托赴港上市离不开大股东雄厚的实力与鼎力相助。

②程序简洁、周期短。绕道 H 股上市成为很多信托公司的选择，可以避开国内企业在 A 股上市的冗繁程序和较长周期的审批流程。

③与内地更为相似。与海外上市相比，中国香港在各方面都和内地更为接近，因此在很多时候成为了中国企业的最佳选择。

④估值市场化。港股对于上市公司的估值也更为市场化，如果上市公司业绩及未来发展不被市场看好，那么即使上市成功也可能会出现不能足额募集的情况。

3. 整体上市

（1）平安集团模式。

①平安集团简介及股权架构。中国平安保险（集团）股份有限公司于 1988 年诞生于深圳蛇口，是中国第一家股份制保险企业，至今已发展成为集保险、银行、投资三大主营业务为一体、核心金融与互联网金融业务并行发展的个人金融生活服务集团之一。公司为香港联合交易所主板及上海证券交易所两地上市公司，股票代码分别为 02318 和 601318。

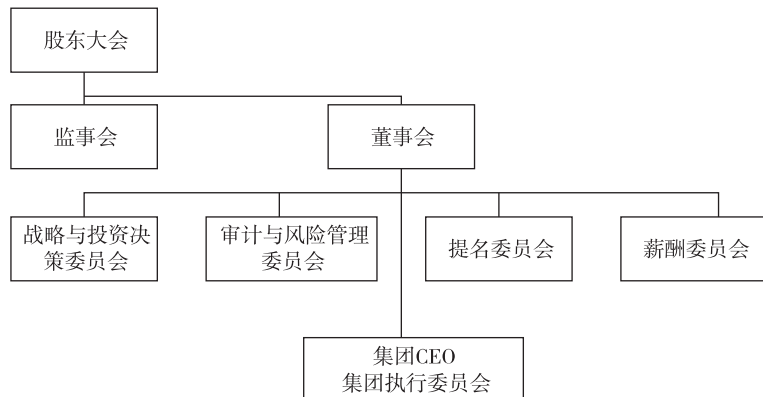
平安集团是国内金融牌照最齐全、业务范围最广泛、控股关系最紧密的个人综合金融服务集团。目前平安集团旗下共有 27 家子公司，涵盖了几乎所有金融业务，包括保险、银行、证券、信托、资产管理、基金等多家金融子公司。

②平安集团金融控股成长之路。平安集团通过直接设立、收购与战略联盟三种方式，成功走出一条内生增长与外部并购相结合的规模扩张道路。先是有产险业务，然后直接成立做大寿险，并分开独立经营；通过收购成立平安信托，通过平安信托控股平安证券，然后成立平安集团，再控股各家子公司，即先有了子公司再有母公司，最



后平安通过战略联盟汇丰的方式设立平安银行、平安资产、平安养老、平安健康险公司。

③平安集团管控模式。作为典型的金融控股集团，平安遵循“集团控股、分业经营、分业监管、整体上市”的管理模式，在管控模式上偏向于战略设计型。其对专业子公司均为高度控股、统一管理；总部负责集团发展战略、统一规划和重大投资决策



资料来源：平安集团官方网站。

图6 平安集团治理结构

等，各子公司独立经营。图6显示，在公司治理方面，平安集团建立了董事会、监事会和高管人员为一体的完整的公司治理机制。

④平安集团上市后的经营业绩。2004年平安集团境外上市后盈利强劲增长，净利润达31.16亿元，同比增长34.3%。各项业务保持稳定增长，2004年末公司市值突破100亿美元，成功跨入国际大型金融保险企业的行列。

2007年3月中国平安在上海A股上市后，其保险、银行及资产管理三大业务稳步发展，2007年度全年净利润比上年度增长105%以上，增长主要源于投资收益的提升、保险业务持续增长以及银行、证券和其他资产管理业务利润贡献的大幅增加，盈利结构持续优化。

⑤平安集团金控模式的经验借鉴。一是为推动上市，平安集团推行股权多元化并持续完善公司治理结构。建立了符合市场经济发展要求和国际规范的现代企业制度。二是通过科学合理、高效健全的管控模式、有效的“防火墙”机制及严密的风险监管体系，助推整体上市。三是集团化运作围绕综合金融核心创造价值，为上市夯实基础。整合金融业资源，通过共享保险、信托、银行、投资各板块的客户资源，降低成本，为客户提供高质、高效服务，发挥集团的协同效应，拉动集团利润快速增长。四



是国有金融企业改革与上市过程中品牌传承很重要。无论是设立新的金融机构如信托、证券等，还是并购现有金融机构如福建亚洲银行、深圳市商业银行和深圳发展银行等，取名中都含有“平安”字样。共享“中国平安”品牌名称，保证集团在发展过程中，通过品牌效应，为企业顺利转型提供坚实的认知、好感和基础，助力原本体量较小的平安在市场打拼中成功“逆袭”。

（2）借壳整体上市：中信集团。

①中信集团借壳整体上市。中国中信集团有限公司（原中国国际信托投资公司）创立于1979年，2002年进行体制改革，更名为中国中信集团公司，成为国家授权投资机构。2011年中国中信集团公司整体改制为国有独资公司，更名为中国中信集团有限公司，并发起设立了中国中信股份有限公司。2014年8月，中信集团将中信股份100%股权注入市值约为500亿港元的香港上市公司中信泰富（00267.HK），实现了境外整体上市。目前，中信集团已发展成为业务涉及金融、资源能源、制造、工程承包、房地产及基础设施等多个领域的国有大型综合性跨国企业集团。2009年以来连续七年入选美国《财富》杂志“世界500强”企业排行榜，2015年排名第186位。

②中信集团上市后的经营业绩。上市后，中信股份经营业绩取得较快增长，2015年实现净利润港币418亿元，较2014年增加了5%，利润的主要来源仍是金融业务，其中，中信银行占比最大。通过香港上市加强了海外布局，保持竞争优势，创造长期价值。

③中信集团借壳香港整体上市的经验借鉴。一是借壳上市相比重新申请上市手续流程要简略，所耗周期较短，香港上市有利于集团海外投资布局与国际化。二是中信集团“借壳上市”，为信托公司上市、走向国际市场，起到示范作用。三是整体上市有利于企业集团化、市场化运作。有助于破解央企母公司资本融资的困局，对央企深化改革和整体上市，都具有积极的借鉴意义。

4. 新三板 IPO 尝试：长安信托、渤海信托

2015年初，长安信托计划挂牌新三板的消息被曝光，至今未得到批复。渤海信托也在2015年公告中表示，拟在符合国家相关法律法规政策情况下，申请在新三板挂牌。然而，一度最有希望成为信托公司挂牌新三板第一家的长安信托，却在此后陷入“杳无音讯”的状态。长安信托挂牌新三板的筹备工作早已完成，但银监会始终没有松口公开表态，亦尚未作批复。渤海信托也已经完成股改，完善法人治理，筹划挂牌新三板，接受市场对公司经营活动的监督，加强规范运作与风险控制。但是监管



机构认为“信托公司作为稳健的金融机构，出于社会形象考虑，被认为“不合适”挂牌新三板”。

上市失败原因如下：①制度层面，监管机构态度多变。2014年12月底的中国信托业年会上，银监会主席助理杨家才表示，鼓励信托公司上市做大资本金。这给业界带来希望曙光。2015年4月10日，中国银监会下发《信托公司行政许可事项实施办法》（征求意见稿），首次明确信托公司股权再融资的条件，要求拟申请首次公开募股（IPO）的信托公司应具备：公司最近1个会计期末净资产不低于10亿元；最近3个会计年度连续盈利，且3年累计净利润不低于10亿元；公司业务在行业内具有一定规模和竞争力等。同年6月出台的《信托公司行政许可事项实施办法》中，有关信托公司再融资的内容被全部删除。这从侧面反映出监管层对信托公司上市的态度还是不明确。也就是说，目前信托公司IPO、挂牌新三板及借壳上市都没有明确条件。2015年10月，中国银监会信托监管部邓智毅主任表示，银监会支持符合条件的信托公司上市与并购重组，这是迄今来自监管部门的最新表态。②自身层面，信托公司上市应做好自身定位选好板块。盈利规模小，但拥有核心技术或核心竞争力，成长空间大，未来爆发力强，又迫切需要打通资金通道的企业，才适合在新三板上市。信托公司作为稳健的金融机构，出于社会形象的考虑，确实不太适合在新三板挂牌。服务高端群体的信托公司在主板上市，才是实至名归。

（二）台湾地区信托公司上市案例解析

如今台湾地区的信托公司全部都是上市公司，台湾独立的信托投资公司已经不复存在，昔日的信托投资公司大多并入了大型的金融控股集团，也有极少数的信托投资公司先是成功转型为独立的商业银行，随后又并入金融控股集团的，异曲同工的发展路径，源于台湾地区当地监管政策的外压推力与金控公司的资源共享、规模效应提升优势，目前台湾地区上市的金控公司有51家。本报告对台湾地区“中国信托公司”的历史沿革与上市经验进行深入分析研究。

1. “中国信托金融控股股份有限公司”（简称“中信金控”）

“中国信托金融控股（股）公司”成立于2002年5月17日，台湾地区上市代码TW2891，总部设于台北市，全球员工超过2.5万人，涉足银行、寿险、证券、创投、资产管理、投信、保全、彩券8大领域。目前其主要子公司“中信银行”在台湾共有149家分行，海外超过100个分支机构，分布于美国、加拿大、日本、中国香港、新加坡、澳大利亚及中国大陆等14个国家及地区，为台湾最国际化的金融机构。为了



给客户提供完整的金融服务，以及因加入世贸组织后金融体系迈进国际化、多元化的趋势，“中国信托商业银行股份有限公司（中信银）”于2002年5月17日转换成“中国信托金融控股有限公司”（“中信金控”），建构国际化、多角化的金融版图，并以“中国信托商业银行”为主体，第一阶段纳入“中国信托综合证券股份有限公司”及“中国信托保险经纪人（股）公司”，之后再陆续纳入“中国信托创业投资（股）公司”、“中国信托资产管理（股）公司”（以下简称“中国信托资产管理”）、“中国信托票券金融（股）公司”及“中信保安（股）公司”等子公司，同时根据客户类型将所属子公司划分为两大事业，包括个人金融事业、法人金融事业，旗下各事业部与各子公司组成矩阵型组织架构，以达成跨事业单位之资源共享与交互销售活动，为客户提供全面性的金融服务。“中国信托金融控股股份有限公司”的内部组织结构，如图7显示。

2. 核心子公司：“中国信托商业银行”

“中国信托商业银行（股）公司”前身为中华证券投资（股）公司，成立于1966年3月14日，营业项目包括存款、放款、保证、外汇、国际金融业务分行（OBU）、信托、信用卡、证券、债券、自营期货、衍生性金融产品、应收账款承购、保管箱、电子银行、公益彩券及保险代理业务等。

公司沿革：

1966年成立，名称为“中华证券投资公司”。

1971年改组，改名为“中国信托投资公司”。

1992年改制，改名为“中国信托商业银行”。

2002年5月17日转换成“中国信托金融控股有限公司”，在台湾上市。

2003年12月，与万通银行合并。

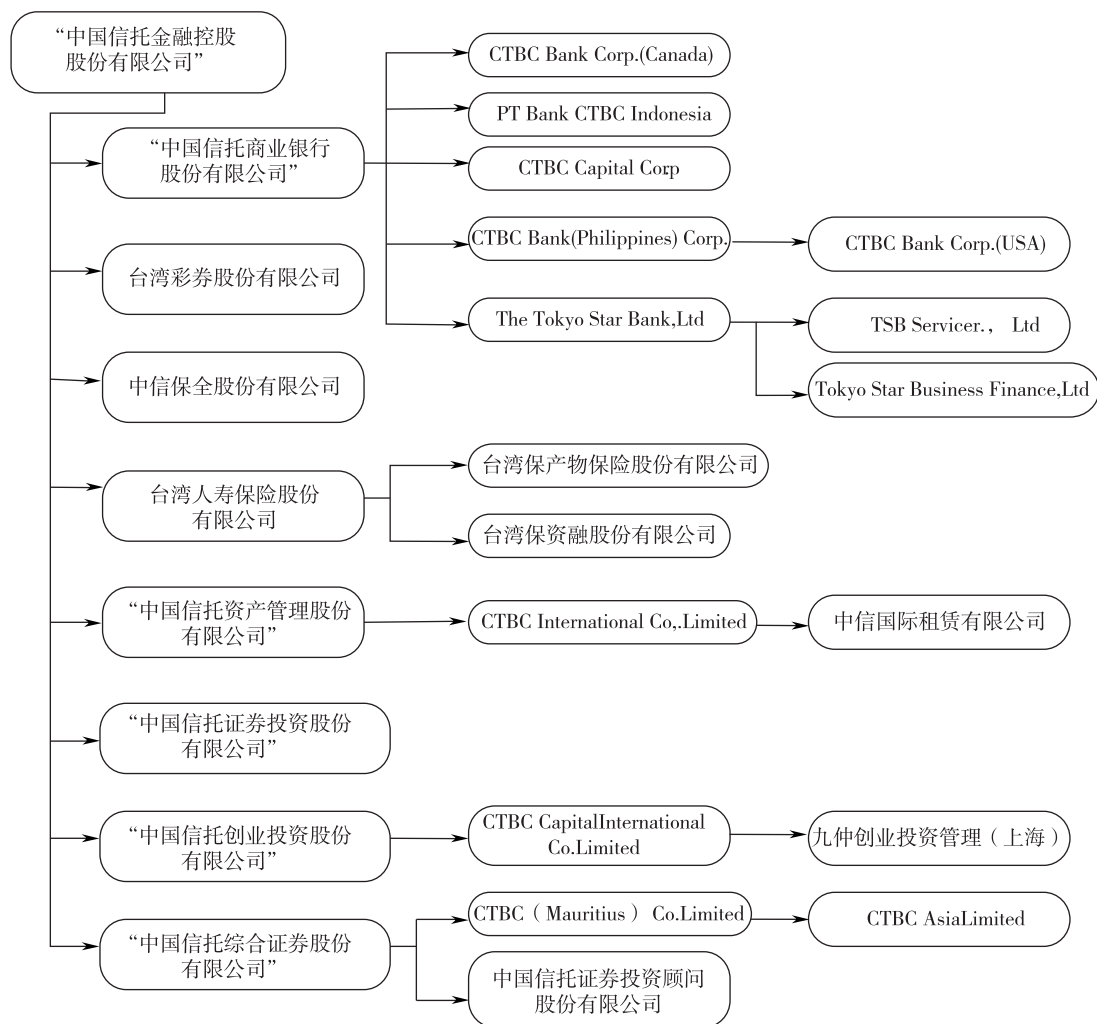
2004年7月，购并凤山信用合作社。

2007年5月顺利标得花莲区中小企业银行。

2008年4月正式合并“中国信托股票证券（股）公司”，使得团队运作发挥更大的效用。

2012年4月12日，在上海浦东设立上海分行，标志着“中国信托金融控股公司”正式进入中国大陆市场。

2015年5月26日，“中信银行”发布公告称，该行将认购台湾“中国信托金融控股股份有限公司”3.8%的股权；同时该行下属境外子公司将向“中信金控”之子



资料来源：“中国信托金融控股股份有限公司”年报。

图7 “中国信托金融控股股份有限公司”组织结构图

公司“中国信托商业银行”出售“中信银行国际（中国）有限公司”100%的股权。

2015年8月6日，广州分行挂牌成立。

“中信银行”于2015年10月获台湾地区主管机关核准，成为台湾地区业界首家获得保险代理业务核准函之银行，于2015年11月30日与“中国信托保险经纪人股份有限公司”（以下简称“中信保经”）合并，并以“中信银行”为存续公司，由“中信银行”持续为原“中信保经”保户提供服务。

3. 中信金控经营业绩及获利能力

中信金控专注投行业务与全球化一体化运营，业务模式独特，管控高效，深耕投行全产业链，业务条线清晰，集中协作、全员参与的风险管理模式，保障集团持续盈



利。凭借多年来在财金领域的丰富经验，持续稳健营运，晒出漂亮的成绩单，2015 年中信金控合并税后净利高达新台币 354.02 亿元，税后普通股股东权益报酬率达 13.97%。截至 2015 年底，净收益和税后净利分别为新台币 2156 亿元及新台币 354 亿元，双双创下新高，每股盈余为新台币 2.10 元，资产总额达到新台币 45962 亿元，资产总额较前一年成长新台币 9415 亿元，税后普通股净值报酬达 13.97%，在台湾所有上市金融控股公司中名列前茅。

4. 台湾地区信托公司上市的经验借鉴

台湾地区信托公司多是基于监管政策压力，被银行并购成为下属的业务机构，开启台湾银行业兼营信托业务的新时代，后期为获得更大的资源共享与股东集团组建或直接加入大型金控集团，由于大型金控集团都是上市公司，各信托公司因此成功转型上市。仅有两家信托公司自发成功转型为银行，随后扩张成为金控集团，凭借雄厚的实力成功上市。“中国信托商业银行”就是其中之一，该公司主动转型银行业务，通过并购金融同业，全产业链布局、全球展业，最后成功登陆台湾 A 股。通过上市，补充了资本，实现了多元化发展，创造了卓越业绩。大陆的信托公司因此也可以凭借自身雄厚的实力做强做大，凭借大股东优势资源把自身打造为金控集团实现上市，或者通过加入强大的金控集团，通过集团协作、优势共享加快上市的步伐。

五、信托公司上市路径与模式选择探索

（一）上市路径

1. 主板 IPO

（1）市场现状。对于信托机构而言，能够在主板上市，理应是公司的首选。但是，除《公司法》规定的中国企业的上市要求外，更多的监管准则和信托业务本身定位的不确定性，导致全行业只有两家早期在主板上市的信托公司。几年前也曾出现过信托公司拟上市的高潮，其中不乏中海信托等优秀信托公司欲尝试主板 IPO 上市，但均无果而终。在 2014 年中国信托业年会上，中国银监会主席助理杨家才表示，鼓励信托公司上市做大资本，《信托公司行政许可事项实施办法》（征求意见稿）中明确信托公司再融资，包括 IPO、挂牌新三板及借壳上市等；这再次燃起信托公司上市的热情，但目前看来，信托公司在主板 IPO 上市的难度依然较大，因此，此轮信托公司拟上市方案中并没有公司在主板 IPO 上市的计划。



(2) 信托公司在中国主板上市的优势分析。第一，本土化优势。信托公司对本土法律环境、监管环境相对熟悉，与监管部门沟通比较方便，也不存在语言或其他理解方面的障碍。第二，影响力优势。信托公司在主板上市，可以获得的影响力最大，更容易被投资者了解和熟悉，能够大幅提升公司整体形象，有利于公司未来业务的发展和公司信誉度的提升。

(3) 信托公司在主板上市的诸多局限。首先，漫长的审核过程。由于申请上市的企业众多，而中国证监会每年审核批准上市的公司又局限在一定的数量，因此企业上市必须经过漫长的等待审核批准的过程。根据统计，每年在中国大陆本土上市的企业不到 100 家，而已通过中国证监会核准并在排队的企业每年近 400 家，更多的企业则还处在向中国证监会申请的阶段。

其次，上市要求高。相对于其他上市路径而言，在中国大陆主板 IPO 上市的要求是最高的，除了《公司法》对于信托公司经营业绩本身的要求之外，中国证监会近年来一直未放行信托公司主板 IPO 之路，主要认为我国信托公司普遍缺乏明确的行业定位、公司治理尚需完善、缺乏稳定的营利模式、风控能力有待提升、团队专业能力上不均衡、创新研发能力较为匮乏、信息披露不够充分，这些要求信托公司短期内也很难满足。

最后，在主板 IPO 上市费用高。基于对已上市公司的统计，在我国主板上市的平均前期费用大约为 1500 万人民币（由于巨额隐形资本的存在），这几乎与在中国香港和美国等海外资本市场上市的费用没有太大区别。

(4) 信托公司在主板 IPO 上市的条件。《公司法》对企业上市要求的规定主要有以下几点：①公司的总股本达到 3000 万股，公开流通的部分不少于 25%。②公司在最近 3 年连续盈利。③公司有 3 年以上的营业记录。④公司无形资产占总资产的份额不能超过 20%。

2015 年 4 月，《中国银监会信托公司行政许可事项实施办法（征求意见稿）》对于拟申请首次公开发行股份的信托公司又提出更高的标准：要求公司最近 1 个会计期末净资产不低于 10 亿元；有较为清晰的盈利模式和持续盈利能力，不存在未弥补亏损；最近 3 个会计年度连续盈利，且 3 年累计净利润不低于 10 亿元；公司具有良好的成长性，业务在行业内具有一定规模和竞争力，有明确的市场定位，且在主营业务中至少有一项主要业务指标（包括但不限于信托资产规模、营业收入、净利润、净资产收益率等）最近 3 年在行业内排名前 15 名；连续 2 年监管评级为发展类以上；最



近3年内无重大违法违规经营记录；信托公司的主要股东有良好的社会声誉、诚信记录，资信良好，最近2年内无重大违法违规经营记录等。虽然上述要求在正式下发的文件中被删除，但基本体现了中国银监会对信托公司上市的更严格要求。

2. 香港 IPO

(1) 市场现状。中国香港是内地企业海外上市最先考虑的地方，也是内地信托公司拟上市地点主板以外最集中的地方。此轮信托公司上市高潮中已有信托公司有香港 IPO 意向：2016 年 6 月 30 日，山东银监局同意山东信托首次公开发行 H 股股票，最快于 2016 年第三季度在香港进行首次公开募股。2016 年 8 月 25 日，交通银行发布公告称，董事会已通过分拆交银国际在境外上市的议案，初步建议在中国香港上市，首次公开招股的 90% 股份为国际发售，其余 10% 在中国香港公开发售。

(2) 信托公司选择在香港上市的优势。首先，区位优势。香港的证券市场是世界十大市场之一，在亚洲乃至世界具有重要的地位。虽然香港经济在 1998 年金融危机后持续低靡，但其金融业在亚洲乃至世界都一直扮演重要角色。香港不仅是国际金融中心，也是主板以外市场中最近的一个，信托公司在交通和交流上将获得了不少的先机和优势。其次，香港与内地特殊的关系。香港虽然在 1997 年才回归中国，但港人无论在生活中习惯和社交礼节上都与内地居民差别不大。随着普通话在香港的普及，港人和内地居民在语言上的障碍也已经消除。因此，从心理情结来说，香港是最能为内地企业接受的海外市场。

最后，在香港实现上市融资的途径具有多样化。在香港上市，除了传统的首次公开发行之外，还可以采用反向收购（Reverse Merger）（俗称“买壳上市”）的方式获得上市资金。

(3) 信托公司在香港上市的不利因素。首先，香港证券市场的规模较小。它的股市总市值大约只有美国纽约证券交易所（NYSE）的三十分之一，纳斯达克（NASDAQ）的四分之一，股票年成交额也远远低于纽约证券交易所和纳斯达克，甚至比中国沪深两市加总之后的年成交额都要低。其次，香港证券市场的市盈率很低。大概只有 13 左右，而在纽约证券交易所，市盈率一般可以达到 30 以上，在 NASDAQ 也有 20 以上的市盈率。这意味着信托公司在香港上市，可以募集到的资金要少很多。最后，香港证券市场的换手率较低。香港证券市场的换手率大约只有 55% 左右，而 NASDAQ 则有 300% 以上的换手率，纽约所的换手率在 70% 以上。

(4) 香港上市的条件。



表 1 香港上市的条件

科目	香港主板	香港创业板
盈利要求	采用“盈利测试”标准：上市前3年合计盈利5000万港元（最近1年须达2000万港元，再之前2年合计3000万港元）	不设盈利要求
营业记录	具备不少于3个会计年度的营业记录	须显示公司有紧接递交上市申请前24个月的“活跃业务记录”，如营业额、总资产或上市时市值超过5亿港元，发行人可以申请将“活跃业务记录”减至12个月
有关营业纪录规定的弹性处理	联交所只对若干指定类别的公司（如基建公司或天然资源公司）放宽3年业务记录的要求，或在特殊情况下，具有最少两年业务记录的公司也可放宽处理	联交所只接受基建或天然资源公司或在特殊情况下公司的“活跃业务记录”少于2年
主营业务	并无有关具体规定，但实际上，主线业务的盈利必须符合最低盈利的要求	须主要经营一项业务而非两项或多项不相干的业务，不过，涉及主营业务的周边业务是容许的
附属公司经营的活跃业务	实际上联交所将要求发行人必须对其业务拥有控制权	申请人的活跃业务可由申请人本身或其一家或多家附属公司经营。若活跃业务由一家或多家附属公司经营，申请人必须控制有关附属公司的董事会，并持有有关附属公司不少于50%的权益
管理层、拥有权或控制权	至少前3个会计年度的管理层维持不变；至少经审计的最近1个会计年度的拥有权和控制权维持不变	除非在联交所接纳的特殊情况下，否则申请人必须于活跃记录期间在基本上相同的管理层及拥有权下运营
业务目标声明	并无有关规定，但申请人须列出一项有关未来计划及展望的概括说明	须载列申请人的整体业务目标，并解释公司如何计划于上市那一个财政年度的余下时间及其后2个财政年度内达至该目标
最低市值	新申请人预期在上市时市值不低于2亿港元；采“市值/收益/现金流量测试”标准的，上市时市值至少为20亿港元；采“市值/收益测试”标准的，上市时市值至少为40亿港元	股票无具体规定，但实际上在上市时不能少于4600万港元；期权、权证或类似权利，上市时市值须达600万港元
最低公众持股量	25%（如发行人市值超过40亿港元，则最低可降低为10%，如发行人预期市值超100亿港元的，可酌情降至15%~25%）	若公司在上市时的市值不超过40亿港元，则最低公众持股量须为25%，涉及金额至少须达3000万港元；若公司在上市时的市值超过40亿港元，则最低公众持股量须为20%或使公司在上市时由公众人士持有的股份的市值至少达10亿港元的较高百分比。上述的最低公众持股量规定在任何时候均须符合。期权、权证或类似权利（权证）已发行权证数量的25%
管理层股东及高持股量股东的最低持股量	无相关规定	在上市时管理层股东及高持股量股东必须合共持有不少于公司已发行股本的35%



续表

科目	香港主板	香港创业板
股东人数	于上市时最少须有 100 名股东，而每 100 万港元的发行额须由不少于 3 名股东持有	于上市时公众股东至少有 100 名。如公司只能符合 12 个月“活跃业务记录”的要求，于上市时公众股东至少有 300 名
主要股东的售股限制	上市后 6 个月内不得售股，其后 6 个月内仍要维持控股权	管理层股东必须接受为期 12 个月的售股限制期，在这一期间，各持股人的股份将由托管代理商代为托管。高持股量股东则有半年的售股限制期
竞争业务	公司的控股股东（持有公司股份 35% 或以上者）不能拥有可能与上市公司构成竞争的业务	只要于上市时并持续地作出全面披露，董事、控股股东、主要股东及管理层股东均可进行与申请人有竞争的业务（主要股东则不需要作持续全面披露）
信息披露	一年两度的财务报告	按季披露，中期报和年报中必须列示实际经营业绩与经营目标的比较

资料来源：境外上市网。

（5）香港上市的费用。在联交所香港上市成本包括支付给保荐人、法律顾问、会计师等中介的费用，总费用根据首次发行规模的大小会有很大差异，企业应准备将 5% ~ 30% 的募集资金作为发行成本。其中，标准的承销费用为募集资金的 1.5% ~ 4.0%。

3. 新三板 IPO

（1）市场现状与新三板特点。全国中小企业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，2012 年 9 月正式注册成立，是继上海证券交易所、深圳证券交易所之后第三家全国性证券交易场所。在场所性质和法律定位上，全国中小企业股份转让系统与证券交易所是相同的，都是多层次资本市场体系的重要组成部分。

从新三板挂牌和主板上市的区别看，全国中小企业股份转让系统的定位主要是为创新型、创业型、成长型中小微企业发展服务。这类企业普遍规模较小，尚未形成稳定的盈利模式。在准入条件上，不设财务门槛，申请挂牌的公司可以尚未盈利，只要股权结构清晰、经营合法规范、公司治理健全、业务明确并履行信息披露义务的股份公司均可以经主办券商推荐申请在全国中小企业股份转让系统挂牌。在投资者群体方面，我国交易所市场的投资者结构以中小投资者为主，而全国中小企业股份转让系统实行了较为严格的投资者适当性制度，未来的发展方向将是一个以机构投资者为主的市场，这类投资者普遍具有较强的风险识别与承受能力。在服务目的方面，全国中小企业股份转让系统是中小微企业与产业资本的服务媒介，主要是为企业发展、资本投



人与退出服务，不是以交易为主要目的。

2013—2014年，新三板第一波政策红利释放促使市场迅速成长起来。在短短两年的时间里，新三板挂牌企业数量和市值均增长了几十倍，挂牌总量已经超过A股。2016年8月3日股转公司召开《主办券商内核工作指引》培训会议，表示未来将加强提高挂牌企业质量。10月1日内核工作指引正式实施，后续新增挂牌企业均将按照内核新规执行。在此背景下，8月新三板挂牌企业数创出历史新高。截至2016年8月新三板挂牌企业数量为8895家，8月新增挂牌企业共983家，环比增长307.88%。相比于主板上市的难度，选择在新三板上市对信托公司而言会具有更多的可能性，目前长安信托、渤海信托等多家信托公司挂牌新三板的筹备工作已完成。

进入2015年之后，伴随规模的迅速扩大，新三板也逐渐暴露出一些问题，比如市场波动较大、企业抗风险能力较差和流动性不佳等。总体来看，新三板市场目前整体运行平稳，但仍处于初创期，近期第二波政策红利开始释放，在第一波政策红利的基础上更加注重优化新三板运行机制，新三板市场功能和运行质量即将得到进一步改善。

(2) 新三板企业挂牌条件。①存续满两年。有限责任公司按原账面净资产值折股整体变更为股份有限公司的，存续期间可以从有限责任公司成立之日起计算。②主营业务突出，有持续经营的记录。③公司治理结构合理，运作规范。有限责任公司须改制后才可挂牌，挂牌公司区域不再局限在四大园区，已经扩展到全国。④“新三板”主办券商，同时具有承销与保荐业务及经纪业务的证券公司。新三板市场的挂牌企业可以通过定向增资实现企业的融资需求。⑤其他要求。“新三板”委托的股份数量以“股”为单位。“新三板”的委托时间：报价券商接受投资者委托的时间为周一至周五，报价系统接受申报的时间为上午9:30至11:30，下午1:00至3:00。“新三板”企业挂牌后还须持续开展的工作：持续信息披露，包括临时公告和年报（经审计）；接受主办报价券商的监管，接受公众投资者的咨询。

2015年4月，在《中国银监会信托公司行政许可事项实施办法（征求意见稿）》中，对于拟申请借壳上市和新三板上市的信托公司，中国银监会要求最近3个会计年度至少两年盈利，且3年累计净利润不低于5亿元；在主营业务中至少有一项主要业务指标（包括但不限于信托资产规模、营业收入、净利润、净资产收益率等）最近3年期间有两年在行业内排名前30名。正式文件下发时，此条被删除。

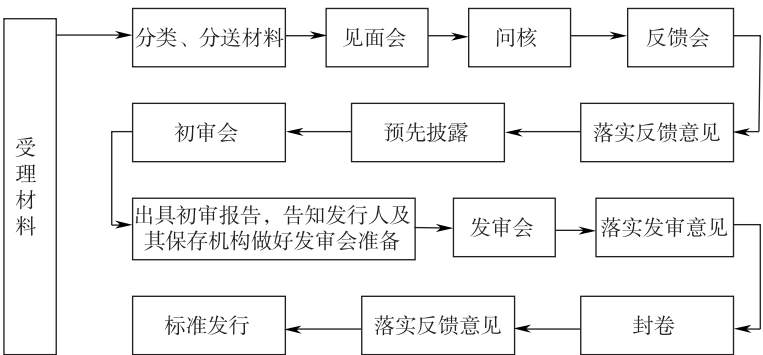


(二) 上市模式

1. 直接模式

(1) 首次公开发行的概念。首次公开发行，即 IPO 上市是指企业通过公开发行股票首次将股票卖给公众，实现直接上市。我国股份制公司要成为上市公司需要具备《公司法》对股票上市规定的条件。此外，中国证监会《首次公开发行股票并上市管理办法》规定，证券公司 IPO 上市不但要满足“最近 3 个会计年度净利润均为正数且累计超过 3000 万元”的要求，还要满足规范运行、财务情况等方面的规定。对证券公司的要求很高，适合公司各方面条件均处在领先地位的大券商。其优点在于由于上市条件高、审核严格，成为上市公司后除了可以获得持续稳定的融资渠道，打破企业融资瓶颈，还有利于提升企业形象，增加品牌忠实度，改善竞争环境，创造良好的竞争氛围，这对于提供金融服务的信托公司而言尤为重要。

(2) 首次公开发行的流程。IPO 的审核工作流程分为受理、见面会、问核、反馈会、预先披露、初审会、发审会、封卷、会后事项、核准发行等主要环节。具体流程如图 8 所示。



资料来源：中国经济网。

图 8 IPO 受理程序图

(3) 首次公开发行的关键因素。对信托公司而言，首次公开发行是一项十分复杂的系统性工程，也是关系到公司未来发展的重大事件，因此需要制定周密而科学的发行策略。包括上市时机的选择、股票的定价策略、战略投资者的选择，以及路演策划等方面。

第一，发行时机。信托公司首次公开发行的时间至关重要，也十分复杂，涉及国家宏观经济环境、政策环境、资本市场环境、货币及产业政策等诸多领域。任何一个



因素都可能影响到公开发行的成败。

第二，发行价格。发行价格应该根据信托公司的实际经营情况谨慎制定，还要参考相关企业的上市价格与市盈率情况。承销商在制定价格时往往以利润为中心，在其他条件既定时，利润越高则发行价格越高，但信托公司还要考虑到吸引投资者，以及股票未来表现等因素综合考虑制定发行价格。

第三，战略投资者。寻找战略投资者是一般企业首次公开发行普遍的选择，著名投资机构或实力强大的公司有助于提高信托公司的整体形象和招股成功率，好的战略投资者还会对信托公司未来经营发展起到支持作用。

第四，路演环节。路演也是信托公司 IPO 成功的重要环节，投资者购买公司的股票不仅要考虑公司的价值、股票的价格，还要考察公司的管理团队，通过他们的个人素质、管理能力来判断企业未来的成长潜力。承销商以巡回方式举行推介会，让投资者对企业有深入的了解和充分的认识。

2. 间接模式

(1) 借壳上市的概念。借壳上市属于企业并购的范围，是用以筹集资金的一种特殊方式。可以按照借壳公司的属性来划分。一类是针对母子公司之间进行的交易，上市公司的母公司（即集团公司）依靠自身对上市公司的控制权，采取资产重组等方式将集团公司的资产、业务注入到上市公司中，由此完成集团公司的整体上市，从而可以在资本市场上融资扩股、获得资本，来满足集团公司战略发展的需要。另一类，就不再局限于母子公司之间，一般来说只要是具有法人资格的非上市公司通过收购股权或资产等方式获得其目标上市公司的控制权，也被理解为借壳上市。非上市公司成为控股股东后，对目标上市公司进行改组，将目标上市公司的不良资产进行剥离，之后将自身的优质资产和业务注入到目标上市公司中，从而完成间接上市。对于其中所说的“壳”，本质上就是看重上市公司的上市资格。所以不管是母公司还是非上市公司来借壳，在看待借壳上市时，实际都是试图“借”上市公司的“壳”来获得上市地位。

(2) “壳公司”的概念。壳公司，是指已经取得并继续拥有上市资格的股份公司。由于上市资格在国内受到政府的管控，使得上市资格显得尤为珍贵。企业通常只有通过以公开募股发行的形式来向公众募集资金，而这需要满足中国证监会制定的相关标准并予以审核批准完成后，才有资格在证券市场来募集资金。当公司遇到难得的发展机遇需要充足的资金做支持时，就有了想成为上市公司来的想法，但短时间内又



达不到不上市标准和要求，而同时在已上市的公司里，有一批由于行业衰退或是自身管理不善，导致公司的经营表现不够理想，使得这些上市公司迫于形势的严峻走到转让和出卖的边缘，而这种状况正好给那些非上市公司促成上市的机会。正是双方各有所需，也就产生了一批非上市公司尝试通过借壳上市公司的方式来实现间接上市。借壳市场也由此逐渐形成。

（3）借壳上市的主要模式。

①股改与借壳相结合的模式，主要针对的是还未进行股改的壳公司，它们以公司资产、业务等全部出售给母公司的代价来回购控股股东所持上市公司的非流通股股份，并将回购的非流通股股份予以注销。之后上市公司以新增发股份的方式吸收合并借壳公司，同时借壳公司的资产和业务也全部并注入到上市公司。股权分置改革也一并完成。由于股改与借壳是同时进行，平衡好原流通股股东和其他非流通股股东的利益便是此类模式值得注意的重点。

②该模式是以借壳公司的控股股东为主导，先是控股股东以持有的借壳公司股权与壳公司的资产和负债进行置换，造出净壳，为之后吸收合并奠定基础。然后以这些资产和负债为支付对价，收购壳公司控股股东所持壳公司的股权，从而获得对壳公司的控股权。其次，再由壳公司吸收合并借壳公司完成其借壳上市。同时壳资源自身的不同特点也决定着借壳公司的能否一次性完成股权置入。

③对于已经股改完成的壳公司，以现金支付的方式向控股股东出售全部资产负债，腾出净壳。然后，壳公司以新增股份吸收合并证券公司完成借壳上市。但由于壳公司股改时签订的股权转让协议对借壳上市重组的实施会造成阻碍，因此，此模式是否能够顺利实施更多取决于地方政府的配合与推动。

六、信托公司上市的建议与构想

（一）信托公司层面

1. 建立科学合理的公司治理机制

我国信托业恢复设立至今已有 30 多年，其发展壮大可谓一波三折。“一法两规”的颁布实施带领中国信托业从探索发展阶段到了规模化发展阶段。对历经多次大的行业洗礼的信托业而言，公司治理机制至关重要。信托公司治理机制的科学合理与否决定着信托公司能否健康发展。

决策机制、监督机制和激励机制是公司内部治理的三个核心机制。其中，股东大



会是公司最高决策机构，董事会是股东大会的执行机构，监事会发挥其监督职能，总经理具有日常经营管理的决策权。从信托公司的角度来说，建设科学合理的信托公司治理机制，需做到以下几点：第一，实现股权结构多元化和分散化，克服产权结构单一、一股独大的现状，建立股权制衡机制。第二，建立独立董事制度，强化董事会在公司决策中的作用。第三，确立内部监管部门的独立性和权威性。第四，在信托公司经营激励机制建设中应以长期、动态激励为主，力求程序化、科学化。在此基础上，完善各项内部控制制度，建立有效的风险防范机制，构建公司内部研究、决策、操作实施相互联系又相互制约的现代化决策体系，确保信托公司稳健、规范发展。

2. 构建完善的股权结构

股权结构是公司治理结构的基础，公司治理结构则是股权结构的具体运行形式。不同的股权结构决定了不同的企业组织结构，从而决定了不同的企业治理结构，最终决定了企业的行为和绩效。信托公司初始的股权安排至关重要，它是最基本的显性契约，完备与否决定未来的治理格局。

与一般的企业公司的治理以股东利益最大化不同，信托公司的公司治理应当以受益人利益最大化为出发点。根据《信托公司治理指引》相关规定，信托公司治理体系的建立和运作，应当以受益人利益为根本出发点，当公司、股东以及公司员工的利益与受益人利益发生冲突时，应当优先保障受益人的利益。

股权结构分散化将帮助完善我国信托公司的股权结构。公司治理结构中的一个重要内容就是股东治理结构的安排，因为大股东与小股东相比，在利益享受与风险承担方面有很大的不同，在信息获取程度方面也有很大的不对称，在对企业经营影响上更有极大的差异。因此，从微观组织的资源配置和规范经营角度来讲：一个不健全或不完善的企业股东结构是很难建立起良好的法人治理结构的。所以，为避免大股东对公司行为的扭曲效应，采用股权分散化的股东治理结构已经被全球众多的股份制企业所认同。维护各股东对出资公司所履行权益的相对稳定性，同时也杜绝了个别大股东操纵公司决策层的行为发生，有助于公司竞争力和风险管理能力的提升。

除此之外，完善优化股权结构还可以通过增加机构投资者比重。美国证券市场发展经验表明，20世纪后20年机构投资者持有的上市公司资产比重迅速增大，不仅使证券市场的投资主体发生了根本性的变化，而且导致了机构投资者的投资策略从“保持距离”向“控制导向”的转变。这种转变深刻地变革了上市公司治理结构，使“内部人控制”有所改观，同时也在一定程度上提高了上市公司的经营业绩和对投资



者自身的保护。

3. 建立全面的风险管理体系

全面风险管理是一种以先进的风险管理理念为指导，以全球的风险管理体系、全面的风险管理范围、全程的风险管理过程、全新的风险管理办法、全员的风险管理文化、全部的风险管理概念为核心的崭新风险管理模式。中国银监会 2016 年 7 月 6 日发布《银行业金融机构全面风险管理指引（征求意见稿）》，要求银行建立全面风险管理体系，全面风险管理还要覆盖各项业务条线。还要求建立全面的风险管理体系，采取定性和定量相结合的办法，识别、计量、评估、监测、报告、控制或缓释所承担的各类风险。德勤调查数据显示，92% 的金融机构已经启动或者正在实施全面风险管理，这也凸显了全面风险管理体制的重要性。

具体来说，有三大因素促使信托公司加快建设全面风险管理体系。第一，监管要求。监管要求是金融机构推行全面风险管理的重要因素，根据风险和保险管理协会调查数据，外部监管要求是仅次于董事会要求、风险总监要求之外的第三大驱动因素。第二，信托公司风控体系不健全。按照现代公司治理和全面风险管理的基本要求，完善风险管理制度，构建以董事会为核心的覆盖公司整体的矩阵式风险管理体系，主要包括以下几个方面的工作：①公司董事会及下属的风险管理委员通过风险管理意图的逐级向下传递，实现对公司经营风险的前端控制和纵向风险信息的传递。②设立董事会领导下的具有高度独立性的风险管理部门。③在业务前端设置风险管理专员。第三，信托业转型发展的需要。

建议可以分为三个阶段进行建设。第一阶段，初步建立全面风险管理体系的框架。信托公司已建立了对主要风险的管理，缺少的是风险管理顶层设计，因此有必要以初步建立整体框架为首要任务。第二阶段，形成以资本为核心的风险管理体系。资本管理已是当前金融机构风险的核心环节和最终落脚点，诸如银行业的新巴塞尔协议、保险行业的偿付能力监管、证券公司的净资本监管等。因此，信托公司仍需要完善风险管理流程，实现风险识别、评估、控制和报告的有机衔接。第三阶段是实现全面风险管理与业务发展的有机结合。这也是全面风险管理建设最为困难的阶段，全球金融机构在这一阶段的进展都相对较慢。在此阶段，信托公司致力于全面风险管理与业务发展的有机融合，促进资本优化配置，建立基于风险的评价考核和评价体系；全面风险管理效果与业务部门薪酬绩效紧密联系，奖励发现风险的行为，惩罚失责和违规，从而形成良好的激励约束机制；积极推动全面风险管理在信托公司业务战略、新



业务拓展、流程优化等方面的应用，从而使全面风险管理真正服务于信托公司的稳健增长，提升为股东创造价值的能力。

4. 规范引进战略投资者

战略投资是并购术语，在 2005 年底出台的《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》中将其定义为“具有一定规模的中长期战略性并购投资”。战略投资者是相对于上市公司发起人而言的，是指以资本合作为基础，通过长期持股寻求战略合作关系的投资者。

在信托业谋求转型的时期，增资扩股引入战略投资者十分重要。信托行业是资本密集型行业，信托公司要成功实现转型升级，离不开资本的支持。而引入有实力、有经验、有资源的战略投资者可以使信托公司在转型升级过程中进展加快。规范引入战略投资者有助于提升公司形象，提高资本市场认可度；优化股权结构，健全公司法人治理；提高公司资源整合能力，增强公司的核心竞争力；达到阶段性的融资目标，加快公司上市融资的进程。在引进战略投资者的过程中，也应遵守相应的规章制度。曾任中国银监会副主席的唐双宁说，中国银行业引进的战略投资者只有坚持五项原则、符合五个标准，才是合格的战略投资者。

5. 建立科学的信托公司估值体系

信托公司价值评估的难点：①价值来源的多重性，信托公司的业务价值来源包括信托业务价值、自营业务价值、自营投资信托价值和其他业务收入，加大估值体量。②损益项目收支的当期性、不存在递延性特点，增大确定其现金流指标与损益指标差异过程的复杂性。③业务功能的多样性，信托公司的业务领域涉及证券投资、银行融资、实业投资等多个金融行业，加大了解信托公司的资产投资、管理优势，并进行价值估算和未来预测期收益测算的难度。④投资经营的自主性、投资策略和经营优势的因素繁多，使信托公司价值估算过程较为庞杂。

评估思路：①方法选取，基于信托行业特点与牌照稀缺性，且信托公司经营依托于人力资本优势，因此采用收益法对其股东全部权益价值进行估算较为适合。②确定收益口径、收益期和预测期。对于损益项目的当期收支性宜采用净利润作为收益口径；考虑信托行业发展前景良好，评估基准日为当期，预测期可以为未来 3~5 年，企业预测期的各项损益指标进行估算，涉及的指标包括营业收入、营业税金及附加和业务管理费等。

价值评估需要关注的事项和问题：①关注信托公司的经营优势和与股东的业务关



联性，评估过程需要详细、深入地了解信托公司的经营、投资优势，此项目的评价将影响预测期评估人员对信托公司资金配置和收益率的判断。②关注信托公司的人员配置与发展的匹配性，详细了解人力资本的配置情况，以及预测期信托公司发展与人力资本的匹配性。③关注信托行业的相关监管政策信息与风险，并在测算中予以考虑。④关注价值估算过程中的主要指标，包括自有资金规模、自有资金配置、自有资金分类收益率、受托资产平均规模、信托资产报酬率等，同时关注信托行业的产品创新对信托公司发展的重要性，并在估算过程中予以适当考虑。

（二）行业层面

1. 建立科学的行业评级制度

信用评级机构是信托管理行业中重要的中介机构，应该以真实性、一致性、独立性、稳健性为基本原则，向投资者提供信托公司的基本信息和附加信息，旨在履行信用管理的职能。信托业协会应集中组织专业的力量收集、整理、分析信托公司的财务、资信、风险管理等情况，以逐渐促成对信托公司的信用约束与监督机制的形成。

信托业协会在 2015 年底制定颁布了《信托公司行业评级指引（试行）》，这是中国信托业协会首次推出对信托公司经营情况进行全面综合评价的具体办法。行业评级以坚持定量、客观、公正、透明为原则，从资本实力、风险管理能力、增值能力、社会责任四个角度，涵盖十一个指标内容对信托公司进行评价。

行业评级侧重于向信托公司的投资者和社会大众提供信托公司的综合实力评级，目的是增强信托公司的社会公信力，巩固强化信托公司在经济发展中的重要地位，进一步扩大信托公司在社会的影响力，充分展示信托公司在社会公众中的品牌形象，为信托公司的上市奠定良好的社会基础。

同时，也督促信托公司根据评级标准不断改进自身不足，吸取先进的专业知识，提升核心竞争力，提高公司的综合实力。《指引》发布后评级公布以后，在一定程度上会对信托公司形成新的激励机制，为了获取更高评级，信托公司会按照评级思路，在增资扩股的道路上继续前行，强化财富管理能力，这有利于促进信托公司转型发展，形成有效的行业竞争秩序，促进行业优胜劣汰。因此，当该评级结果向社会公众公布，并为社会公众所接受，信托公司的业务开展将受到较大正向激励，并会根据评级办法不断调整自己的管理和市场拓展策略，为公司上市完善自身条件。

但是，信托公司评级制度刚开始实行试行，市场还不太成熟，影响力也不高，协会应该在实践中，根据我国的具体经济发展形势和信托公司具体情况不断完善评级体



系，不断贴近信托公司实际情况，体现行业特征，树立评级的权威性，最终实现行业评级的正向引导激励作用，为信托公司的上市保驾护航。

2. 完善行业内部监管机制

中国信托业协会应充分发挥积极作用，监督信托公司的经营管理行为，敦促其健康发展。面对整体下行的经济形势，信托公司盈利模式受到了更大的挑战，为上市增加了难度。因此，中国信托业协会应该倡议监管机构建立信托公司上市的相关规章制度，引导信托公司的上市行为。与此同时，中国信托业协会应不断完善规范的行业自律规章，从制度上规范信托公司的行为，提升信托公司整体竞争力。最后，信托业作为促进行业健康发展的重要组成部分，在监管层面不可能覆盖到的所有层面，无法及时有效地监管所有行为，行业协会应全力承担监督职责，及时发现行业问题，督促信托公司增强行业自律性，采取自律惩戒措施，维护公平竞争的市场环境，促进信托行业健康有序的发展，为信托公司上市打下坚实的基础。

3. 搭建行业内部交流平台

中国信托业协会作为信托行业内最具影响力的自律组织，应该肩负起促进行业内部交流的责任。充分发挥其在行业的影响力，组织协调信托公司、同业机构、研究机构之间的沟通交流，形成多元化的力量，共同推进信托公司上市的步伐：与此同时，建议中国信托业协会开展关于信托公司上市的相关培训，为信托公司提供学习国内外信托公司上市的优秀经验的机会。

同时，信托业也不能忽视互联网在行业交流中的重要作用。互联网技术的发展让数据信息之间的交流变得简单易行，信托业协会可以通过对接信托公司和评级机构的数据库分享信息，实现云平台管理。通过动态的形式整合信息和数据，促进行业间的交流、优化资源。非标准化是信托行业的重要特征之一，中国信托业协会可以通过搭建运输云数据平台，构建整个信托行业内部的信息一体化，最终实现行业内部无障碍的信息共享。用数据化的思维对信托行业的交流机制进行改造，可以有力的促进信托公司的服务水平以及业务模式创新。

（三）监管层面

1. 健全信托公司上市制度与法律法规

在我国市场化改革的进程中，制度供给不足是我国信托业发展缓慢、滞后的主要原因。面对新常态下信托行业进一步发展的客观需要和转型背景下信托公司谋求上市



发展的主观诉求，应尽快建立、健全信托公司上市制度及相关的法律法规。

目前，涉及信托公司上市的制度及法律法规仅有 2015 年 6 月中国银监会颁布实施的《中国银监会信托公司行政许可事项实施办法》，其中第二十五条规定了信托公司公开募集股份和上市交易股份。规定如下：信托公司公开募集股份和上市交易股份的，应当符合国务院及监管部门有关规定，向中国证监会申请之前，应当向银监会申请并获得批准。信托公司公开募集股份和上市交易股份的，由银监分局或所在城市银监局受理并初步审查，银监局审查并决定。银监局自受理之日或收到完整申请材料之日起 3 个月内作出批准或不批准的书面决定，并抄报银监会。这无疑反映了目前作为信托业主管部门的中国银监会对于信托公司上市的积极态度。

鉴于目前信托公司行业主流业务模式的性质，建议监管层应不断健全我国信托公司上市的法律制度及相关法律法规，促进上市公司及信托行业的规范运用与可持续发展。

2. 优化信托公司上市条件

一直以来，监管部门谨慎对待信托公司的上市申请，同时对于信托公司的上市条件也未清晰划定。鉴于近年来信托行业的快速增长以及业内信托公司的规范化运营，为进一步引导信托行业的未来发展，建议监管部门应明确设置、不断优化信托公司的上市条件，结合信托行业的行业特点和业务模式，贴近信托的发展规律和阶段性需求，设置差异化的上市条件，以适应和促进信托行业持续发展。

3. 建立良好的金融生态环境

作为能够同时服务货币、资本和实业三大市场的信托行业，信托公司的生存与发展严重依赖外部的金融生态环境。外部金融生态环境包含了诸多的组成因素，例如经济、法制、金融市场化、金融中介等因素，这些因素对于金融生态主体的行为表现和功能发挥具有独特的影响。

信托公司应从切实服务实体经济、真正做到以客户为中心、运用互联网思维改造三个方面入手，全面打造金融生态系统。建立最具活力的泛金融生态系统，不断巩固生态壁垒。运用互联网思维和技术推进全行业务流程再造，打造以客户为中心，提供更好体验、更低成本、满足不同客户全方位金融服务生态系统环境。通过信息流、商流、资金流、物流进行连接，构成一个完整的金融流通过程。而这一系统的核心是客户，紧密围绕客户这一节点，通过整合金融资源、优质服务，打造客户、信托机构、金融同业、第三方之间“多维一体”的共存共荣、实时互动金融生态系统。



建议监管机构强化日常监管，强化金融行业风险预警，强化服务举措，针对信托公司上市难的困境，应科学应对、抱团取暖、共渡难关，助力信托业创新发展，助推信托公司上市抢滩。

参考文献

- [1] 代激扬. 中国上市企业公司治理制度研究. 西南大学博士学位论文, 2007.
- [2] 傅苏颖. 银监会信托监管部负责人发声支持信托公司上市. 证券日报, 2015 - 10 - 10.
- [3] 关景欣. 中国信托法律操作实务. 北京: 法律出版社, 2008.
- [4] 李茜. 信托公司上市门槛确定. 上海金融报, 2015 - 04 - 14.
- [5] 李茜. 信托公司上市需先练“内功”. 上海金融报, 2015 - 10 - 16.
- [6] 李亦欣. 信托公司多模式探索国际化业务——中信信托参与企业跨境上市. 证券日报, 2016 - 04 - 15.
- [7] 刘纪鹏, 刘妍. 加快中小金融机构上市步伐. 中国金融, 2012 (2).
- [8] 刘夏村. 银监会首次提出信托公司上市条件. 中国证券报, 2015 - 04 - 13.
- [9] 刘泽先, 程维妙. 信托公司密集增资谋上市. 北京商报, 2015 - 10 - 26.
- [10] 彭友. 信托公司“赶集”借壳上市. 上海证券报, 2008 - 06 - 10.
- [11] 王韶辉. 信托上市有门儿?. 新财经, 2012 (3).
- [12] 王淑慧, 马秀玉. 我国信托公司信息披露测度与影响因素实证研究. 中国海洋大学学报 (社会科学版), 2014 (1).
- [13] 王衍胜. A - H 股溢价问题研究——基于上市制度差异角度分析. 北京大学硕士学位论文, 2013.
- [14] 谢心庆, 许英. 信托行业的风险价值研究. 金融教学与研究, 2015 (1).
- [15] 许均华, 王玉国. 信托公司上市正当其时. 金融时报, 2007 - 12 - 24.
- [16] 杨卓卿. 多家信托公司剑指 A 股新三板监管态度成关键. 证券时报, 2015 - 08 - 12.
- [17] 杨卓卿, 胡飞军. 四家信托谋曲线上市热情高涨前途难料. 证券时报, 2016 - 06 - 15.
- [18] 袁吉伟. 我国信托公司操作风险管理问题与对策研究. 金融理论与实践, 2014 (3).



- [19] 张家林. 我国新股发行上市制度规范的缺陷及其改善. 上海经济研究, 2010 (12).
- [20] 赵明月. 盈利下滑倒逼信托业加速转型. 中国经济周刊, 2013 (43).
- [21] 钟源. 多家信托公司谋求重组上市. 金融世界, 2016 (7).
- [22] Liu Yang, Zhu haiying, Peng shaobing. Reserch on Dividend Policy of the Listed Company in China: An Empirical Research Based on the Firm's Life - cycle Characteristic, Economic Issues in China, 2013 (3).
- [23] Liu T, Yang S, Shi Q. Research on the Relationship Among Large Shareholders and its Economic Consequences of Listed Companies in China [C] //Proceedings of 2014 1st International Conference on Industrial Economics and Industrial Security. Springer Berlin Heidelberg, 2015.
- [24] Chelsea Ng, Benny Liu. Company List on the Stock Exchange of Hong Kong, state street global press release, [http: //www. thefullwiki. org](http://www.thefullwiki.org). 2008 - 07 - 24.
- [25] Marcela Kunova. Trust companies listed on the stock exchange do very well. Jones Publishing Limited registered company, [https: //www. citywealthmag. com/news](https://www.citywealthmag.com/news). 2016 - 06 - 17.



《慈善法》背景下的公益信托研究

课题牵头单位：百瑞信托有限责任公司

课题组成员：

高志杰 张 永

百瑞信托有限责任公司

周 萍 张笑滔 胡可嘉

中信信托有限责任公司

郭哲宇 邓 婷 邓晰尹

长安国际信托有限公司

薛小峰 戴其丽 吴明晰

紫金信托有限责任公司

陈 娴 邱贤丽 许国键

广东粤财信托有限公司



摘要

公益信托具有目的公益性、监管严格性、税收优惠性、变更及终止特殊性等特点，其设立须经监管部门审批或备案。境外公益信托已形成了成熟的设立、监管、信息披露、税收优惠等制度，对我国具有借鉴意义。现阶段的（准）公益信托规模整体偏低，多采取“公益信托+慈善组织”模式，涵盖了救灾、扶贫、教育等多个领域，而标准公益信托则受到“93号文”规定的投资范围的限制。目前存在的问题在于公益信托设立审批难、资金来源有限、资金管理运营受限、管理费率偏低、缺乏税收激励。《慈善法》实现重大立法突破，改事前审批制为事后备案制、明确备案的慈善信托享受税收优惠、信托监察人由强制设置改为任意设置。但仍有不少问题亟待解决，如慈善信托的清算、公益信托受托人的变更权、监察人对信息披露的认可权、监察人缺位的填补、情事变更情形变更信托文件条款权利的归属、受托人辞任的批准权配置、公募问题。信托公司和基金会在慈善信托业务上有着天然互补性，通过“慈善信托+基金会”“基金会+信托公司”“基金会+财富管理信托”“私益信托+公益信托”“家族信托+家族基金会”等多种交易模式必能更好地实现互利双赢。但税收优惠政策的不明确、信托公司无法开具公益性捐赠票据、重复征税的风险、信托公司设立公益信托无法享受与慈善组织同等的税收优惠严重阻碍公益信托的发展。应尽快为信托公司开展的公益信托提供与慈善捐赠同等的税收优惠，扩大税收优惠的适用范围，非货币资产以“成本原则”制定税收标准，尝试设立分离利益信托。

关键词：公益信托 慈善信托 税收优惠 近似原则 事后备案



目 录

一、公益信托基础研究	194
(一) 公益信托的概念、特征	194
(二) 公益信托的实质要件	195
(三) 公益信托的形式要件	196
(四) 公益信托与慈善信托	196
(五) 小结	198
二、其他国家和地区公益信托发展与借鉴	199
(一) 英国公益信托	199
(二) 日本公益信托	200
(三) 中国台湾地区公益信托	202
(四) 小结	203
三、我国公益信托的实践现状与问题	204
(一) 公益信托实践现状	204
(二) 公益信托实践中存在的问题	212
(三) 小结	213
四、《慈善法》与《信托法》之比较：进步与不足	214
(一) 《慈善法》关于慈善信托的立法突破	214
(二) 仍然亟待解决的重要问题	214
(三) 小结	221
五、《慈善法》背景下公益信托的业务模式	222
(一) 基金会慈善捐赠、公益信托与准公益信托	222
(二) 《慈善法》背景下基金会与信托公司合作方案	223
(三) 小结	229
六、公益信托的税收问题	230
(一) 公益信托税收问题的立法情况与现状	230



(二) 税收优惠对公益信托开展的影响 231

(三) 若干国家的成熟做法 232

(四) 意见与建议 233

七、结论 234

参考文献 236



一、公益信托基础研究

(一) 公益信托的概念、特征

《信托法》并没有给公益信托的概念予以制定法上的定义，而《慈善法》第四十四条则规定：“本法所称慈善信托属于公益信托，是指委托人基于慈善目的，依法将其财产委托给受托人，由受托人按照委托人意愿以受托人名义进行管理和处分，开展慈善活动的行为。”

结合两部法律的规定，可以认为只要委托人把自己的财产转移给受托人，受托人管理和运用信托财产，遵循委托人确定的公益目的，把信托财产用于该公益目的的信托，即为公益信托。

总的来说，公益信托有五个特征。

1. 信托目的的公益性

公益信托必须以公益为目的，所有的信托财产都要用于此公益目的，满足完全公益性的要求。根据公益目的明确程度，理论上可以将公益信托划分为特定目的的公益信托和一般目的的公益信托。对于后者来说，公益目的往往是不确定或者不明确的，即有关公益目的表述往往是笼统的、概括性的，但不能由此认为其无效。英国法也不要求公益目的必须要明确确定，只需要确定是为了公益目的即可，大大放松了信托“目的明确性”的要求。^①我国《信托法》第六十条、《慈善法》第三条、《北京市慈善信托管理办法》第二条等也均对公益目的进行了开放式列举。

2. 设立条件严格，由专门机构监管

私益信托的设立，遵循受益人利益最大化原则，因此受益人必须特定或者可特定，^②不能确定受益人的私益信托被认为是无效的（《信托法》第十一条第五项）。而我国《信托法》第六十四条、六十五条规定信托监察人为公益信托必设机构，作为不特定受益人的利益代表，信托监察人担负起强制执行信托和监督信托实施的功能。此外，《信托法》第六十二条明确要求公益信托的设立、确定受托人等应当经公益事业管理机构的批准。与私益信托相比，公益信托更广泛地服从主管机关的监督，不仅在设立阶段需要主管机关的审批，在其后期运作阶段也同样需要主管机关的监督。不

^① 张军建：《信托法基础理论研究》，中国财政经济出版社2009年版，第239页。

^② J. E. Penner, *The Law of Trusts*, fourth edition, Oxford University Press, 2005, p492.



过，值得注意的是《慈善法》在很多方面放松了对慈善信托从设立到管理整个过程的监管，似乎体现了不同的立法逻辑。

3. 公益信托的变更和终止有其特殊性

私益信托因情事变更而需要做出的调整，被限定在信托财产管理方法的变更（《信托法》第二十一条），而在公益信托，则允许“信托条款的变更”，变更的范围更广，不仅仅限于管理方法的变更。在公益信托终止的时候，信托财产有剩余时，能够“以类似的目的使信托继续存在”，即公益信托终止时的信托财产有适用近似原则的可能。其法律逻辑是尽量使公益信托得以继续存在对社会公益是有利的，这样可以不考虑私益信托中通常要考虑的“反永久原则”，即原则上公益信托是可以永久存续的。^①

4. 公益信托享受税收优惠

公益信托与私益信托的一个重要不同在于两者有不同的税收地位。《信托法》第六十一条规定国家鼓励公益信托的发展，《慈善法》第四十五条规定慈善信托在民政部门备案的，享受税收优惠。

5. 公益信托的受托人受到较多监管

与私益信托不同，公益信托的受托人受到更加严格的监管。《信托法》第六十二条规定确定公益信托的受托人应经过公益事业管理机构批准，受托人辞职也要经过公益事业管理机构批准（第六十六条），信息披露需要经过公益事业管理机构核准（第六十七条），公益事业管理机构有权变更受托人（第六十八条），受托人的清算报告要经过公益事业管理机构核准（第七十一条）等。《北京市慈善信托管理办法》第十四条则从反面规定了受托人不得从事的行为。^②

（二）公益信托的实质要件

公益信托的公益性是公益信托的实质要件。整体上看，《慈善法》与《信托法》在公益目的、公益活动方面的规定是大体一致的，其中《信托法》第六十条第（七）款和《慈善法》第三条第（六）款作为兜底条款，目的是适应社会的发展而将未来可能出现的新型公益事业纳入其中，从而保持制定法和社会发展同步。

^① Jill E. Martin, *Modern Equity*, 17th edition, Sweet & Maxwell Ltd, 2005, pp402-403.

^② 《北京市慈善信托管理办法》第十四条：受托人不得利用信托财产从事以下活动：（一）提供担保；（二）借款给非金融机构；（三）可能使本慈善信托承担无限责任的投资；（四）违背慈善信托目的的投资；（五）国家法律、行政法规和信托文件禁止的其他行为。



但至于某信托目的是否属于“其他社会公益事业”或者“符合本法规定的其他公益活动”，还需要公益信托管理机构进行个案判断。这是对公益性的第一个方面的理解，即目的公益性。

除了目的公益性以外，公益信托还要满足效果公益性，即该信托应该能产生有利于公共利益的效果。在信托实践中，某些信托可能仅仅具有“公益性”的外观，但实际上并不能产生有利于公益性的效果。一般来说，可以从实质和形式两个方面来判断一个信托是否满足“效果公益性”。

从实质层面来说，就是从实质上判断某具体的公益行为是否会给社会带来实在的利益。事实上，不少信托仅仅在外观上具有公益性，其具体实施并不会产生社会利益，此时该信托不能认定为公益信托。形式方面的判断则是审查公益信托的受益人是否特定。公益信托的目的既然是为了实现公共利益，即为了使整个社会从中受益，那么公益信托的受益人就不应该是特定的个别人或者某些人，而只能是不特定的社会全体或者不特定的社会公众。

对公益性的第三个要求是完全公益性，即公益信托的每个信托目的都必须具有公益性。《信托法》第六十三条事实上也确立了“完全公益性”的要求，其规定“公益信托的信托财产及其收益，不得用于非公益目的。”

（三）公益信托的形式要件

《信托法》第六十二条明确规定，公益信托的设立和确定其受托人，应当经有关公益事业的管理机构批准。未经公益事业管理机构批准，不得以公益信托的名义进行活动。因此，经过特定的公益事业管理机构批准是我国设立公益信托必备的形式要件，不经过公益机构的审批，不能设立公益信托。但值得注意的是《慈善法》第四十五条对慈善信托的设立采取了不同于“事前审批制”的“事后备案制”。

（四）公益信托与慈善信托

《慈善法》生效后出现了《慈善法》中的慈善信托与《信托法》的公益信托并行的局面，两者的关系如何值得关注。

根据《慈善法》第四十四条，慈善信托属于公益信托，这是因为两者具有根本属性的一致性，即慈善信托的慈善目的与公益信托的公益目的在立法表述基本相同，即《信托法》第六十条和《慈善法》第三条虽然表述上不尽相同，但是由于这两个条文都存在最后的兜底条款，所以说慈善目的和公益目的本质上并无区别。民发



[2016] 151 号文的相关表述也反映出监管部门基本也采取等同的态度。^①

但慈善信托和公益信托在立法上也有明显不同：第一，慈善信托的监管部门是受托人所在地县级以上政府的民政部门，^②而公益信托的监管部门是有关公益事业管理机构；第二，慈善信托可以设置信托监察人，也可以不设置，选择权在于委托人。而公益信托则必须设置信托监察人；第三，公益信托的设立须事先经过公益事业管理机构批准，而慈善信托设立只需事后经过民政部门备案；第四，慈善信托的受托人只能是慈善组织或信托公司，而公益信托的受托人没有如此限制^③；第五，慈善信托的受托人由委托人确定，公益信托确定受托人应有关公益事业管理机构批准；第六，公益信托受托人违反信托义务或无能力履行职责的，由公益事业管理机构变更受托人，慈善信托中则由委托人变更受托人；第七，公益信托受托人应至少每年一次作出信托事务处理情况及财产状况报告，经信托监察人认可后，报公益事业管理机构核准，并由受托人公告，而慈善信托的受托人只需每年至少一次将信托事务处理情况及财务状况向其备案的民政部门报告即可向社会公开。

在法律适用上，正是由于两者的本旨一致性，《慈善法》第五十条规定慈善信托的设立、信托财产的管理、信托当事人、信托的终止和清算等事项，《慈善法》第五章未规定的，适用该法其他有关规定；《慈善法》未规定的，适用《信托法》的相关规定。对此可做如下理解：第一，慈善信托首先适用《慈善法》来调整，如果《慈善法》没有规定的可适用《信托法》的有关规定，即两部法律规定不一致时，当然应优先适用《慈善法》。第二，《慈善法》生效前已成立并存续的公益信托，根据“法不溯及既往”的基本原则，应继续适用《信托法》第六章来调整，而不应适用《慈善法》第五章；第三，《慈善法》生效以后是否依旧可选择根据《信托法》设立公益信托，而不根据《慈善法》来设立慈善信托？考虑到《慈善法》的立法目的在于进一步给公益、慈善活动松绑，鼓励慈善信托的发展，促进慈善事业，如依旧可选择根据《信托法》设立公益信托，则《慈善法》第五章将沦为具文，从解释论上应认为不得继续根据《信托法》来设立公益信托；第四，在适用《信托法》来调整慈善信托时，会出现两部法律由于衔接不当而形成的法律漏洞（详见下文分析），对此

^① 民发〔2016〕151号文第三、（四）：除依法设立的信托公司或依法登记（认定）的慈善组织外，其他单位和个人不得以“慈善信托”“公益信托”等名义开展活动。

^② 按照民发〔2016〕151号的表述，信托公司担任慈善信托受托人的，由其登记注册地设区市的民政部门履行备案管理职责。

^③ 虽然《信托法》没有对公益信托的受托人予以限制，但是民发〔2016〕151号文第三、（四）却规定只有依法设立的信托公司或依法登记（认定）的慈善组织才可以“公益信托”名义开展活动。



从解释论上应采用文义解释、体系解释、历史解释、目的解释等法律解释手段和类推适用、目的性限缩、目的性扩张、整体类推等漏洞填补工具来最小化由此带来的法律适用困难。从立法论上应尽快在立法中明确这些问题的处理依据，从源头上解决法律适用的困难。

值得注意的是，从《慈善法》第四十四条表述来看，慈善信托属于公益信托，即公益信托的范围大于慈善信托，慈善信托都是公益信托，而公益信托未必都是慈善信托。据此推理应当存在特定的领域，在这些领域只能设立公益信托，不能成立慈善信托，不过从《慈善法》第三条和《信托法》第六十条的表述来看如此推论能否成立应当存疑，但总的来看该疑点应当不影响法律适用。

（五）小结

慈善信托属于公益信托，是指委托人基于慈善目的，依法将其财产委托人受托人，由受托人按照委托人意愿以受托人名义进行管理和处分，开展慈善活动的行为。公益信托具有信托目的的公益性、设立条件严格、由专门机构监管、公益信托的变更和终止有其特殊性、公益信托享受税收优惠、公益信托的受托人受到较多监管等特点。公益信托的公益性包括目的公益性、效果公益性和完全公益性三个层面。从形式上《信托法》第六十二条要求公益信托的设立和确定其受托人应当经有关公益事业的主管机构批准。未经公益事业管理机构批准，不得以公益信托的名义进行活动，需要注意的是《慈善法》第四十五条已改变为事后备案制，且慈善信托的受托人只能是由委托人确定的其信赖的慈善组织或者信托公司担任。《信托法》第六十四条要求公益信托必须设置信托监察人，而《慈善法》四十九条则授权委托人决定是否设置监察人。根据《慈善法》第四十四条，慈善信托属于公益信托，两者在信托目的上具有根本的一致性。但也有明显不同，如监管部门不同，是否必须设置信托监察人也不同，公益信托设立需经事前批准，而慈善信托设立只需事后备案，慈善信托受托人只能是慈善组织或信托公司，而公益信托没有如此限制，慈善信托受托人由委托人确定，公益信托则由有关公益事业管理机构批准，公益信托受托人违反信托义务或无能力履行职责的，由公益事业管理机构变更受托人，慈善信托中则由委托人变更，公益信托受托人应至少每年一次作出信托事务处理情况及财产状况报告，经信托监察人认可后，报公益事业管理机构核准，并由受托人公告，而慈善信托的受托人只需每年至少一次将信托事务处理情况及财务状况向其备案的民政部门报告即可向社会公开。在法律适用上，慈善信托首先适用《慈善法》来调整，如《慈善法》没有规定可适用



《信托法》的规定，两部法律规定不一致时，应优先适用《慈善法》。《慈善法》生效前已成立并存续的公益信托，根据“法不溯及既往”的原则，应继续适用《信托法》来调整。《慈善法》生效以后从解释论上应认为不得继续根据《信托法》来设立公益信托。在两部法律因衔接不当而形成法律漏洞时，应通过法律解释、漏洞填补等来最小化法律适用的困难，从立法论上应尽快在立法中明确这些问题的处理依据。

二、其他国家和地区公益信托发展与借鉴

（一）英国公益信托

1. 英国公益信托概况

从英国公益信托起源和发展历程来看，英国在13世纪颁布了《没收法》，虔诚的教徒采取信托方式取代捐赠，委托他人经营管理土地，并将取得的收益全部交给教会用于宗教事业，从而形成了公益信托的早期雏形。20世纪，英国在现有法律体系基础上，进一步完善公益信托制度，于1925年颁布了新的《受托人法》，该法主要针对受托人如何处分转移信托财产的技术细节加以规范。就信托中的基本法律关系作了比较全面的规定。1954年《公益信托确认法》中将既可能用于慈善目的的赠与以及也可能被用于私益目的的信托条款称之为“非完美信托条款”，同时该法规定在1952年12月16日之前依据非完美条款成立的信托，如果该信托财产被用于慈善目的，那么该信托在本法生效之前被认为具有“绝对的慈善性质”，而在该法生效之后信托财产只有为了法律意义上的慈善目的才能成为一个有效的慈善信托。随后1960年《慈善法》的颁布和多次修改，明确了慈善委员会为公益信托的监督机关地位，同时设立了公营公益受托保管人，明确规定了作为慈善组织的公益信托的登记制度和公益信托受托人的权利义务等问题。2006年《慈善法》在总结判例法规则的基础上，以成文法的形式进一步确认了该原则的适用方法，将公共利益的要求扩大至所有慈善信托的形式。该法的第3条和第4条中强调了所有慈善信托的存在必须满足公共利益的要求。

2. 英国公益信托借鉴

（1）监管体系。《慈善用途法》最早提出了建立5名慈善专员组成的地方性慈善委员会，在1853年《慈善法》中正式成立全国性的慈善委员会，并逐渐赋予其公益信托的核心监管法律地位。根据《慈善法》规定，慈善委员会经费全额由英国财政拨款，属于公务员体制，其主席由英女王任命，相当政府阁僚，但其运作管理独立于



政府机构和议会治外，是一个依法设立、依法行使职能的独立机构。其主要职能包括登记注册、咨询监督、财务监督、调查执法、与法院共同行使监督权。

(2) 公益信托成立。英国公益信托的成立方式较为简便，准入门槛也比较低。2006年《慈善法》的条文对慈善目的的范围有所扩展，认可了以前一些判例中不被认为是慈善性的目的。该法规定“慈善目的”必须符合两个要求：其一，限于1960年《慈善法》中所列举的目的之一；其二，必须符合公共利益的要求。凡是与所列举的目的相近似的目的，或者与该法的立法意旨相通的目，均可以被视为慈善目的。

(3) 近似原则。在英美法中，慈善信托法中规定近似原则的目的，就是为了防止因初始公益目的不能实现而导致信托的不能实现。由于在英美法中慈善信托本身并未被视为无效或终止，因此，即便存在信托财产的权利归属人，信托财产也会被适用于另一近似的慈善目的，而不是移交给权利归属人。

(4) 激励机制。公益信托的激励主要体现在税收的优惠上。在英国，公益信托的经营所得收入一般情况下都会免征公司所得税和个人所得税，公益信托牵涉的土地继承税减半征收，公益信托出卖捐赠物免缴增值税，单位或个人向公益组织捐出的财物免征继承税。公益信托设立之后，信托财产所产生的收益，不论什么来源，只要运用于公益目的，全额免征任何税费。

(5) 信息披露。对于公益信托的监管，还应该对公益信托的内部运行加以了解。英国强化了对公益信托相关的信息披露制度，这样社会大众对信托有充分的理解、认知和信任，感觉到公益信托就在我们身边，对我们的生活、我们的社会都有很大的帮助。公益信托管理机构应定期公布一些公益组织的信息以及公益信托的内部运行机制，以确保委托人、监管机构、不特定社会公众、税务部门等利害关系人的知情权得到切实保障。

(二) 日本公益信托

1. 日本公益信托概况

日本1923年《信托法》自颁布以来，被多次修改。日本《信托法》第六十六条对公益信托的定义为以“祭祀、宗教、慈善事业、学术、技艺以及其他公益为目的设立的信托”，可见该定义仍然以体现“公益目的”为核心。日本2004年《信托法》对公益信托的监管制度也有明确规定。日本政府的相关部门负责对公益信托的监管，2006年修订后的《信托法》规定特定的政府机构有权对公益信托进行监督管理，并且负责公益信托的登记。该机构有权对公益信托受托人的信托行为进行检查，在发现



受托人违规处置信托财产时可以予以纠正。当出现不可抗力或难以预计的情况时，该机构可以在原公益信托宗旨下适当变更信托条款。当公益信托终止后又没有信托财产权利归属人的情况下，该机构可以将信托财产适用于与原信托目的最相近似的其他公益目的。可见，该政府机构的职权与英国慈善委员会相似，虽然该机构可以适用近似原则，但近似原则却并未明确写入《信托法》中。在1998年实施了《特定非营利活动促进法》以后，与公益信托制度设立初期相比，日本以社会福利、城市环保等为目的的公益信托在逐步增加。个人及企业对于公益活动的意识发生了转变，企业的宏观经营战略中对公益性的考虑和追求也变得越来越重要。特别是1993年以后，日本银行的信托子公司及地方金融机构也开始承办公益信托业务，日本公益信托制度显现出很强的生命力。

2. 日本公益信托借鉴

(1) 公益信托审查基准。2007年9月《总务大臣管理所属之公益信托许可及监督事务处理纲要（总务省第49号令）》第三条第（二）款开始实行关于公益信托许可审查基准。首先要求公益信托目的必须符合《公益法》第二条所规定的学术、祭祀、宗教等公益目的，且该目的必须属于总务省所掌管事务范围；第二，该信托须参考《信托法》第二百五十八条第（一）款规定，未规定受益者，必须是以积极实现不特定多数人的利益为目的。

(2) 监管。日本公益信托的受托人以信托银行居多，若由信托银行担任受托人，则由信托银行负责向主管政府部门申请批准。日本公益信托的主管机关因公益信托的公益目的的不同而有所不同。由于信托银行要受金融厅长官的监督，因此，在信托银行作为受托人的时候，由金融厅长官和该公益信托所属的主管机关两个机构进行监督。

(3) 公益信托延续原则。日本的一般私益信托，除《新信托法》九十一条后继遗赠型连续信托30年限制和第二百五十九条的信托20年限制外，虽无明文规定，但一般解释上认为私益信托禁止设为永久信托。但是公益信托如果期限过短则可能难以实现信托目的，因此有必要持续一定长的时期，日本认为基于公共利益功能的公益信托虽然长时间所有权的限制对于国民经济上有若干不利，仍然要承认永久信托的公益信托形态，这与承认财团法人基本财产的法理相同。所以在《信托法》第二条第（二）款中规定公益信托不受《信托法》第二百五十九条的20年时间限制。

(4) 公益信托监察人。公益信托由于受益人为不特定多数人，《新信托法》和



《公益信托法》中规定选任信托监察人需先于信托契约或遗嘱的制定，可以由主管机关选任。公益信托的监察人在旧《信托法》中虽不是必须项，但实操过程中，选任信托监察人成为主管机关许可申请的基准，设立时应指定监察人，因此目前日本公益信托必须设置信托监察人。

(5) 税收优惠。日本对公益信托的税法规范，对个人与法人采取不同的办法，且税法上的优惠措施仅适用于金钱捐赠，其他如物质财产或不动产捐赠尚未被纳入此优惠范围。日本公益信托享有的税收优惠政策包括：一是设立私人信托一般不征所得税。二是信托财产从委托人到受托人的转移本身不征消费税。三是信托终止时，信托各关系人均没有申报缴纳所得税的义务。

(6) 公益信托制度改良。日本公益信托制度的完善过程，是对英美法系制度的学习和再改进的进程。2015年初正式启动的公益信托改革，遵循先行改革的公益法人制度宗旨，将公益信托和公益法人制度进行整合，并对一些关键性的制度进行了修正。

(三) 中国台湾地区公益信托

1. 台湾地区公益信托概况

台湾地区“《信托法》”(1996年)以日本和韩国信托法为蓝本，间接参考了英美信托法相关理论，配合台湾地区社会实际需求，设专章阐明了公益信托相关法规条文，台湾地区“《信托法》”第八章第六十九条规定，“称公益信托者，谓以慈善、文化、学术、技艺、宗教、祭祀或其他以公共利益为目的之信托。”因此，台湾公益信托一般被定义为：可一贯地为不确定的人的利益而运用的一种赠与，籍此使该不确定人的心灵受到教育或宗教的感化，减轻他们的身体疾病、痛苦或拘束，帮助他们确定自己的人生，或者用以建造及维持公共建筑或工作物，或其他足以减轻政府负担的目的。且公益信托必须是为公众或相当多数人的利益而创设，受托人创设信托时有无个人动机并非关键，只要信托目的具有公益效果即可，但不得为委托人、受托人、或其他个人的利益为目的。公益性判断标准包括：①必须有具体的利益存在。②该利益必须合法。③需满足“重大公共利益”。④对象为不确定多数。

2. 台湾地区公益信托借鉴

(1) 较为全面的监管体系。台湾地区公益信托体系主要借鉴于日本法规体系，公益信托的设立也采取目的事业主管机关的审批许可制，目前“政府内设”九个部会依其主管业务订定不同公益目的之公益信托设立监督办法。台湾监管强调了主管机关的主动监管权力，并且要求公益信托必须设置监察人。



(2) 监管权立法。台湾地区“《信托法》”对监管权力进行了细致描述。在检查权方面，目的事业主管机关得随时检查信托事务及财产状况，必要时并得命受托人提供相当之担保或为其他处置。

(3) 税收激励。台湾地区公益信托享受多重税收优惠，满足条件的公益信托受益人享有该信托利益的权利价值，免征所得税；个人和营利事业成立、捐赠或加入规定的公益信托财产，享受综合所得税扣除优惠，申报捐赠扣除享受最高抵扣额为总额的20%，但对政府的捐赠不受金额限制，除对各政府捐赠和经财政部专案核准的捐赠不受金额限制外，营利事业所得税的扣除上限为10%；除短期期票利息所得、政府举办的奖券中奖奖金外，公益信托信托财产发生的收入不需缴纳所得税。

(四) 小结

在公益信托准入设立来看，英美实行了准则主义，只要满足慈善信托设立的相关法规条件，前往登记机关登记，即可成立慈善信托，无须经过审批核准。相比英美国家，日本和台湾地区在公益信托设立上则要严格得多。日本、中国台湾地区在公益信托设立上都实行须获相关管理机关许可的事前审批制。此前，大陆《信托法》更多借鉴了日本制度实行事前审批制，但在实践中出现了公益信托落地难的尴尬处境，《慈善法》则更多借鉴了英国法，实行事后备案制，此举应可有效改变这一窘境。从日前《慈善法》实施后的备案情况来看，已有多家信托公司完成了慈善信托的备案。

从公益信托的监管来看，境外法规为了防范公益滥用，均制定了严格而细致的监管体系。其中，英国特殊慈善委员会制度获得了极大的成功，日本已经有意学习建立公益委员会体系，我们认为英国慈善委员会这种直接向议会负责的独立机关能更有效的监管公益信托，具有很强的借鉴价值。同时，境外公益信托的信息披露制度也值得我们学习，《慈善法》中虽规定了年报披露，但对报告具体要求不足，未形成统一的标准。我国公众不仅越来越关心公益善款的来源和去向，也开始关注公益慈善组织的具体运作情况，完善的信息披露不仅有利于规范公益慈善事业的运行，防范违规操作，也能增强公众对公益慈善事业的信心。此外，虽然中国《慈善法》不再强制要求公益信托设置监察人，但从日本和台湾地区的经验来看，主管机关仍以设置监察人为审查必要条件，这样也有利于增强公信力。

在税收方面，英国、日本以及我国台湾地区都给予了公益信托税收优惠政策，慈善信托享受的税收优惠一般是比照慈善捐赠，建立了较为完善的公益税收管理体系。



一般而言，慈善信托的税收优惠主要涉及慈善信托委托人及慈善信托本身，受益人获取的收益一般也可享有免税待遇，优惠的税种主要涉及个人及企业所得税、遗产税、资本利得税，部分国家还涉及增值税、房产税等。此外，境外地区都对税收优惠资格进行了细致审查，严格把关公益性目的和运作过程的合规性，确保信托财产真正被用于公益目的，中国《慈善法》中只提及未登记的慈善信托不能享受税收优惠，但对备案后的税收优惠方法仍未明确，从境外经验来看，我国公益信托税收地位也应比照公益慈善捐赠，同时应明确信托财产收入具有税收优惠。

三、我国公益信托的实践现状与问题

（一）公益信托实践现状

1. 公益信托立法现状

2001年《信托法》颁布，其中专设“公益信托”一章，对公益信托作出了框架性规定。2008年为帮助和支持地震灾区重建工作，中国银监会发布《中国银监会办公厅关于鼓励信托公司开展公益信托业务支持灾后重建工作的通知》（以下简称“93号文”），鼓励信托公司开展公益信托。“93号文”对《信托法》公益信托部分进行了补充性的规定，并明确指出了公益信托受托人和监察人的报酬标准^①、公益信托的投资范围^②以及公益信托可以进行公开宣传和公开募集^③。因此，在《慈善法》出台之前，“93号文”和《信托法》成为信托公司开展公益信托的主要法律依据。

2. 公益信托实践现状

通过收集、汇总公开资料，表1将20世纪90年代至今成立的公益信托和准公益信托进行了梳理和总结。

从公益事业管理机构来看，虽然《信托法》并未规定具体的公益事业管理机构，但在实践中各级民政部门成为主要的审批机构。在一些特定的公益领域，公安部门、卫生部门、教育部门也曾担任辖域内公益信托审批机构。如重庆信托发行的“金色盾

^① 受托人管理费和信托监察人报酬，每年度合计不得高于公益信托财产总额的千分之八。

^② 只能投资于流动性好、变现能力强的国债、政策性金融债及中国银监会允许投资的其他低风险金融产品。

^③ 信托公司设立公益信托，可以通过媒体等方式公开进行推介宣传。公益信托的委托人可以是自然人、机构或者依法成立的其他组织，其数量及交付信托的金额不受限制。信托公司应当在商业银行开立公益信托财产专户，并向社会公布该专户账号。



牌·重庆人民警察英烈救助基金公益信托”的审批机构为重庆市公安局；湖南信托发行的“湘信·善达农村医疗援助公益信托计划”的审批机构为湖南省卫生和计划生育委员会；国民信托发行的“爱心久久—贵州黔东南州贞丰‘四在小学’公益信托计划”的审批机构为贵州贞丰县民政局和教育局。

从信托规模来看，公益信托规模整体偏低，多数为几十万元至几百万元。公益信托普遍面临募资难的问题。准公益信托由于投资范围广、信托收益采取部分捐赠等原因一般规模大于标准公益信托。目前规模最大的标准公益信托为重庆信托发行的“金色盾牌·重庆人民警察英烈救助基金公益信托”，其规模达1亿元。

从信托期限来看，现有的公益信托期限跨度较大。有学者统计，近半数的公益信托期限为1~3年，有三分之一的公益信托期限为10年，还有个别为永续。也有一些公益信托采取分期成立、分期运作的方式。如紫金信托的“厚德系列公益信托”于2011年成立，每年成立一期，目前已延续到“厚德五号”。

从运作模式来看，现有的公益信托基本采取的是“公益信托+慈善组织”模式。即信托公司成立公益信托，并负责资金的筹集与管理，然后委托相关领域慈善组织负责筛选项目，公益项目实施，开具捐赠发票等事项。慈善组织在公益信托中充当执行顾问和项目管理人等角色。还有一部分准公益信托采取的是“公益目的信托+慈善组织”模式。信托公司成立公益目的信托，信托公司对于信托财产进行管理运作，最后将投资收益的全部或部分分配给慈善组织。

从资助领域来看，现有的公益信托已经涵盖了救灾、扶贫、教育、医疗、环保等多个领域。部分信托公司在救助领域上具有一定的延续性，如紫金信托设立的紫金厚德系列均以救助困难家庭中罹患大病儿童为目的。

从信托资金的投资和管理来看，标准公益信托的财产受到“93号文”的规定，只能投资于流动性好、变现能力强的国债、政策性金融债及中国银监会允许投资的其他低风险金融产品，再加上标准公益信托规模较小，信托公司在资金管理上的优势难以发挥。目前的标准公益信托基本无法通过投资管理实现可持续运作。而一些准公益信托，利用本金投资，取得的收益用于投资，且投资方向不受“93号文”的限制，其可持续性优于标准公益信托。如平安信托新疆助学公益信托项目，受深圳市政府委托，对财政拨付的1亿元资金进行经营管理，产生的收益用于资助新疆部分家庭困难的学生上学。自2002年成立至今，平均年收益率达到10%左右，截至2015年，累计回报收益超过9000万元，全部收益用于支持新疆教育事业。



表 1 (准) 公益信托计划汇总

产品名称	成立时间 (年)	受托人	初始规模 (万元)	公益运作模式	合作 公益机构	监察人	审批单位	性质
宝恒组合投资信托计划	1999	华宝信托	3500	捐赠信托收益用于发放教育奖学金和对贫困学生提供资助				公益信托
爱心成就未来——稳健收益型集合资金信托计划第一期	2004	云南信托	536	信托收益超过预期收益率部分捐赠给云南青少年发展基金，用于援建云南的石屏县和大姚县两座希望小学				公益信托
新疆助学公益信托	2005	平安信托	10000	信托收益全部捐赠给新疆教育厅资助当地贫困家庭				公益信托
爱心成就未来——稳健收益型集合资金信托计划第二期	2006	云南信托		所得超额收益部分捐赠给云南省青少年发展基金会，用于援建腾冲县五河乡老寨村公益信托希望小学				公益信托
爱心满中华集合资金信托计划	2007	重庆信托	100000	信托收益超过预期收益率部分捐赠给中国残疾人福利基金会				公益信托
同心慈善 1 号新股申购集合资金信托计划	2007	北京信托	4588	部分信托财产捐赠给中华慈善总会用于资助北京农民工子弟学校				准公益信托
5·12 抗震救灾公益信托计划	2008	长安信托	1000	全部资金定向捐赠给陕西省民政厅，并通过陕西省民政厅向四川地震灾区的 5 所援建学校捐款		西安希格玛有限责任公司 会计师事务所	陕西省民政厅 (陕西银监局备案)	标准公益信托
郑州慈善公益信托计划	2008	百瑞信托	159	全部资金用于四川灾区和其他贫困地区公益事业		郑州慈善总会	郑州市民政局	标准公益信托
中信开行爱心信托	2008	中信信托	1000000	信托收益超过预期收益部分全部捐赠给宋庆龄基金会用于援建四川省绵阳市平武坝子乡中心小学和在四川省 39 个县(市、区)的 50 个中小学和 50 个安置点，捐建 100 所“宋庆龄爱心图书室”及捐赠 2000 余万册图书				准公益信托
“衡平爱心系列”信托理财产品	2008	中铁信托						



续表

产品名称	成立时间 (年)	受托人	初始规模 (万元)	公益运作模式	合作 公益机构	监察人	审批单位	性质
金管家·爱心传递集合资金信托计划	2009	华润信托	不详	信托收益超过预期收益率部分的10%捐赠给“华润信托·爱心传递梦想中心”支持四川灾区重建				准公益信托
金色盾牌·重庆人民警察英烈救助基金公益信托	2009	重庆信托	10000	信托财产全部用于帮助重庆市范围内的特困、伤病、伤残、牺牲的公安干警及其家属和相关人员			重庆市公安局	标准公益信托
紫金·厚德系列公益信托计划	2011~2015	紫金信托	累计341.90	全部资金用于救助困难家庭中罹患大病儿童		立信会计师事务所江苏分所	南京市民政局	标准公益信托
安信·关爱系列“阳光二号·颐养”集合资金信托计划	2012	安信信托		信托财产的部分捐赠给上海市老年人基金会或受托人合理指定的其他对象	上海宋庆龄基金会			准公益信托
长安信托奖学金公益信托	2013	长安信托	16.35	信托资金全部用于奖励西安交通大学经济与金融学院优秀全日制在校研究生	西安交通大学教育基金会	陕西简能律师事务所	陕西省民间组织管理局	标准公益信托
百瑞仁爱天使基金1号集合资金信托计划	2013	百瑞信托	1100	用于河南金庚脑瘫儿童救助中心,专门用于对脑瘫实施康复治疗的医疗机构	北京市长江科技扶贫基金会			准公益信托
华宝爱心信托	2013	华宝信托	100	第一批项目计划将是雅安地震灾后重建工作和教育领域的公益项目,如地震灾区的孤残儿童康复救助、“双特”高中生(学业特优、家庭特困)资助项目等				准公益信托
“上善”系列云南地区教育助学信托计划	2014	上海信托	500	用于云南贫困地区教师培训项目,最终受益人为受项目资助而受益的不特定中小学教师。信托项目计划每年组织两批培训,每批50名教师,计划5年内共计输送500名云南贫困地区骨干教师到沪学习交流,深入沪上优秀中小学听课访问和挂职锻炼,将上海先进的基础教育理念带回云南。	上海师范大学教育发展基金会			准公益信托



续表

产品名称	成立时间 (年)	受托人	初始规模 (万元)	公益运作模式	合作 公益机构	监察人	审批单位	性质
“上善”系列 长江 C8 援建 桃树完小信 托计划	2014	上海信托	350	信托财产定向捐赠用于大理市太邑乡桃树完小希望小学重建项目, 支持云南省大理市政府改善贫困乡村办学条件, 发展基础教育事业。	云南省 青少年 发展 基金会			准公益 信托
紫金·厚德 4 号	2014	紫金信托	70	信托财产通过南京市慈善总会、南京市儿童医院用于捐助困难家庭中罹患大病的儿童	南京儿童 医院医学 发展医疗 救助基金 会、南京市 慈善总会	立信 会计师 事务所 江苏分所	南京市 民政局	标准公益 信托
国元爱心慈 善公益集合 资金信托 计划	2014	国元信托	34.5	信托财产首期资金用于金寨县斑竹园镇沙堰希望小学的援建项目, 主要用于该校的改水工程		安徽省 天恒律师 事务所	安徽省 民政厅	标准公益 信托
陕国投贫困 地区教育援 助公益信托	2014	陕国投		用于帮助陕西省内外贫困地区学校或在校学生				标准公益 信托
爱心久久贵 州黔西南州 贞丰“四在 小学”公益 信托计划	2014	国民信托	20.15	信托财产专项用于捐赠贵州省黔西南州贞丰县开展“四在小学”活动所需的软件和硬件设施建设, 支持当地教育事业的发展		北京 振兴联合 会计师 事务所	贵州省 贞丰县 民政局、 教育局	标准公益 信托
湘信·善达 农村医疗援 助公益信托 计划	2014	湖南信托	1000	信托财产全部用于捐助湖南省武陵山片区、罗霄山片区等贫困地区乡镇卫生院及村级卫生室的基础建设和设备		天职国际 会计师 事务所	湖南省 卫生和 计划生 育委员 会	标准公益 信托
万向信托— 中国自然保 护公益信托	2014	万向信托	34.72	信托财产全部用于无偿捐助受托人根据信托文件的规定筛选确定的、执行中国境内自然环境和生态保护公益项目的个人、组织或法人机构	大自然 保护协会	德勤华永 会计师 事务所 北京分所	杭州市 民政局	标准公益 信托
百瑞仁爱· 瑞祥基金集 合资金信托 计划	2014	百瑞信托		利用信托计划产生的收益分别在对外经济贸易大学、南开大学和北大汇丰商学院设立了可以持续 20 年的奖学金				准公益 信托

续表

产品名称	成立时间 (年)	受托人	初始规模 (万元)	公益运作模式	合作 公益机构	监察人	审批单位	性质
大爱长安· 陕西银行业 普惠金融扶 贫慈善信托	2015	长安信托		陕西省各大金融机构、其他机构、个人作为委托人,委托长安信托设立“大爱长安·陕西银行业普惠金融扶贫慈善信托”,旨在发挥金融机构优势,支持陕西省相对贫困落后地区特别是革命老区的发展建设	陕西省 慈善协会	北京 康达律 师事务 所		准公益 信托
乐善 1 期公 益信托计划	2015	中原信托	50.68	用于郑州慈善总会的社会公益慈善项目	郑州慈善 总会		郑州市 民政局	标准公益 信托
“乐善有恒” 公益信托	2015	厦门信托	100	用于厦门市慈善总会“雨露育青苗”等公益项目	厦门慈善 总会		厦门市 民政局	标准公益 信托
百瑞安鑫· 信托金融理 论研究创新 型公益信托 计划	2016	百瑞信托	3150	部分收益用于信托金融理论研究				准公益 信托
爱建信托— 大慈爱心 1 号集合资金 信托计划	2016	爱建信托	3000	信托资金 99% 用于补充冉娟装潢工程有限公司流动资金; 1% 用于上海大慈公益会, 向徐汇区 1600 户特困家庭儿童捐款。	大慈 公益会			准公益 信托

3. 公益信托的运作程序

(1) 设立形式。按照委托人来源,现阶段公益信托的设立形式可分为两种。一种是由一个或多个特定的委托人将拥有财产交付信托公司设立公益信托,信托公司按照委托人指定的公益目的及受益人范围,管理运用、处分信托财产。另一种则是由信托公司发起,通过募捐的方式向社会公众募集资金,成立公益信托。

(2) 外部审批机构。《信托法》规定,设立公益信托必须经有关公益事业管理机构的批准。因此若以公益信托名义活动,即设立标准公益信托须经过外部机构审批。但因《信托法》未规定具体的公益事业管理机构,信托公司在外部审批流程中受到诸多阻碍,很多公益信托项目因找不到审批机构而无法落地,或是放弃公益信托之名,作为准公益信托进行公益活动。

(3) 受益人选定的程序和方法。公益信托受益人选定与信托的公益目的直接相关。由于信托公司在特定公益领域开展公益活动的经验有限,资源不足,大部分信托公司寻求与基金会合作进行受益人的选定。



(4) 信托监察人的选定。《信托法》和“93号文”并未规定具体选定哪一类机构作为监察人，在已有的公益信托实践中一般选定律师事务所、会计师事务所作为监察人，也有将地方民政局、慈善组织作为监察人的例子。选定监察人的关键在于监察人具备社会公信力且不易与信托公司产生关联关系。

(5) 公益信托财产的管理。“93号文”规定，“信托公司管理的公益信托财产及其收益，只能投资于流动性好、变现能力强的国债、政策性金融债及中国银监会允许投资的其他低风险金融产品。”从目前可供参考的各项法规中，公益信托的投资范围都比较模糊，难以界定其他低风险金融产品具体包括哪些品种，公益信托是否可以投资其他类固定收益类信托产品等。值得注意的是民发〔2016〕151号文对这一问题已经有了重大突破。

(6) 信息披露。信息披露对于公益信托，尤其是信托公司公募设立的公益信托非常重要。这不仅体现了对捐赠者利益的维护，也体现了公益信托在发展公益事业方面的优势。目前公益信托的信息披露一般包括募集信息披露、定期信息披露和临时信息披露。信息披露内容须经过信托监察人的认可，此外公益信托财产每年还须经信托监察人审计并出具审计报告和监察报告，最大限度的保证了公益信托财产运作的透明性和使用的公正性。

(7) 受托人和监察人的报酬。公益信托的公益性质决定了其不能像营业信托那样由受托人、监察人自主决定或由市场自主决定报酬，而需要由国家或相关部门对其作出合理限定。“93号文”规定，“受托人管理费和信托监察人报酬，每年度合计不得高于公益信托财产总额的千分之八。”千分之八的合计报酬在公益信托普遍规模较小的情况下基本难以覆盖成本。《北京市慈善信托管理办法》第十五条则允许受托人收取合理报酬，但何谓“合理报酬”并不明晰。^① 现在普遍的做法是，信托公司和监察人不收取报酬。

4. 公益信托典型案例——“紫金信托·厚德”系列公益信托计划

紫金信托从2011年开始公益信托领域的探索，紫金信托·厚德系列公益信托计划每年成立一期，到2015年末，紫金信托·厚德系列已运作五期，累计募集资金368.90万元，救助困难家庭大病儿童283人次。紫金信托·厚德系列公益信托计划作为公益信托的典型具有较强的代表性。同时，由于现有的公益信托计划具体运作信息

^① 《北京市慈善信托管理办法》第十五条：信托文件应当约定慈善信托受托人和监察人的合理报酬，具体标准可以参照国家相关规定。

披露十分有限，故以紫金信托成立的“紫金信托·厚德”5号公益信托计划为例对现有的公益信托计划的交易结构、运行模式等进行说明。

经南京市民政局批准，厚德5号于2015年11月27日成立，为开放式信托，存续期间实时开放接受委托人交付信托资金，信托期限为1年（可根据项目实施情况提前结束或适当延长），委托人为自然人及机构。同时，“紫金信托·厚德5号公益信托计划”通过与时下流行的跑步活动结合，开展“你奔跑我捐赠”主题公益跑活动。活动结束后，紫金信托向该公益信托计划捐赠100万元。信托资金主要用于捐助、救助困难家庭中罹患大病的儿童。

信托管理委员会为公益信托最高权力机构，负责审议批准信托财产的年度使用计划，符合公益信托目的的公益项目、信托财产对外投资或对外捐赠的具体方案、信托财产闲置期间的投资策略、投资范围及投资方案等。

该信托计划由紫金信托作为受托人，与南京市慈善总会、南京儿童医院医学发展医疗救助基金会展开合作。南京市慈善总会负责指导公益信托开展，同时为公益信托委托人（捐赠人）开具免税发票，南京儿童医院医学发展医疗救助基金会则负责遴选受捐助对象。经公益信托委员会批准后，紫金信托根据信托的合同要求向受赠对象划付资金。

立信会计师事务所（特殊普通合伙）江苏分所作为该信托计划的监察人，对信托计划项下资金运用进行监督。

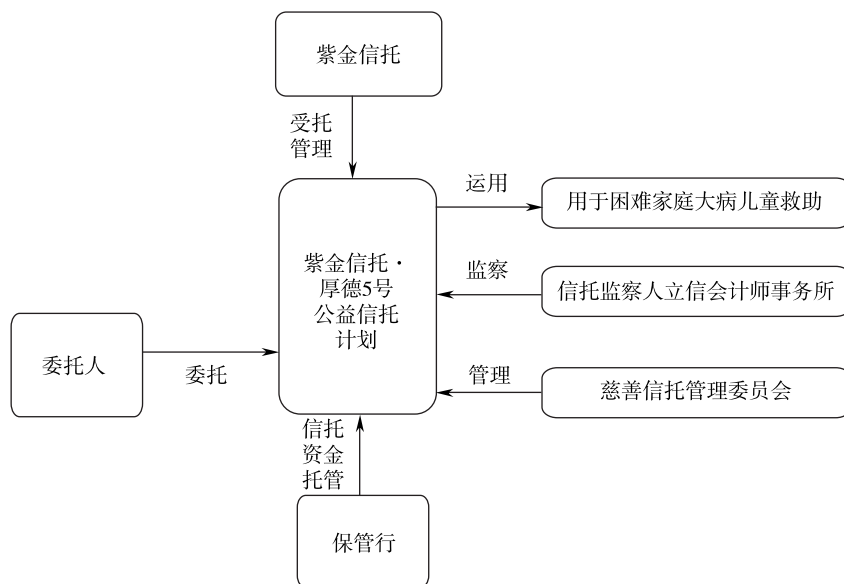


图1 紫金信托·厚德5号公益信托计划交易结构



（二）公益信托实践中存在的问题

实践中面临的重重障碍使得信托公司开展公益信托的潜力未得到充分释放，具体来说，主要存在设立、监管、经营与操作四个层面的问题。

1. 设立层面

《信托法》规定：“公益信托的设立和确定其受托人，应当经有关公益事业的管理机构批准。未经公益事业管理机构的批准，不得以公益信托的名义进行活动。”在《慈善法》出台之前，对于公益事业管理机构，在《信托法》及相关法律、法规中没有明确，导致审批环节遇阻，影响了信托公司开展公益信托的积极性，降低了公益信托的设立效率。

2. 监管层面

《信托法》认定公益事业管理机构为公益信托的监管者，赋予公益事业管理机构检查受托人处理公益事务的情况及财产状况、核准信托财产状况报告，清算报告以及特定情形下变更受托人和更改信托文件条款等职能。但由于信托法并未明确具体的公益事业管理机构，这使得在公益信托监管中扮演重要角色、行使主要监管职能的机构缺位，造成监管行为的随意性和不确定性。《信托法》还规定公益信托必须设置信托监察人，履行维护受益人利益，认可信托事务清算报告等职能。但同样，由于缺乏监察人的确定依据，现实中公益信托的监察人选定主要由信托公司自行确定。一方面如何选择信托监察人增加了公益信托的设立成本，另一方面监察人资格确定依据的缺乏给监察行为带来了随意性和不确定性。

3. 经营层面

在经营层面，公益信托主要存在公益信托资金来源有限、资金管理受限和管理费偏低，信托公司缺乏有效激励的问题。

（1）公益信托资金来源有限。目前公益信托的资金基本上来源于高净值客户、合作机构以及信托公司、公司员工的捐赠，资金来源渠道狭窄。公益信托与传统捐赠方式相比没有显著优势，社会公众对于公益信托的了解程度相较于基金会而言较低，信托公司又不能直接开具可抵税的捐赠票据，因此公益信托委托人的积极性不高。

（2）公益信托资金管理运用受限。“93号文”规定，公益信托财产只能投资于流动性好、变现能力强的国债、政策性金融债及中国银监会允许投资的其他低风险金融产品。公益信托财产管理运用方式单一，难以实现有效增值，也无法发挥信托公司资产管理的优势。民法〔2016〕151号文第三条、第（二）款第3项规定“除信托合同



另有约定之外，慈善信托财产及其收益应当运用于银行存款、政府债券、中央银行票据、金融债券和货币市场基金等”，由于有“除信托合同另有约定之外”的表述，似乎可以认为监管部门再这方面已经开了一个口子，允许信托合同对信托财产的投资范围进行自由约定，因此这一问题已得到较大程度的克服。

(3) 公益信托管理费率偏低，缺乏有效激励。根据“93号文”的规定，公益信托受托人管理费和信托监察人报酬，每年度合计不得高于公益信托财产总额的千分之八。而《北京市慈善信托管理办法》第十五条则规定信托文件应当约定慈善信托受托人和监察人的合理报酬。而实际操作大部分信托公司将开展公益信托当成企业履行社会责任的行为，基本不收取管理费。信托公司开展公益信托业务缺乏有效激励，与93号文提出的行业转型发展方向的要求有一定差距，从长远来看，这种免费做慈善信托的模式难以持久。

4. 操作层面

《信托法》要求，公益信托的受益人须具有不特定性，主要是为了避免委托人对特定的当事人进行利益输送，但这同时限制了一些具有善意目的的某些特定慈善行为通过公益信托的形式施行的可能。同时，由于《信托法》未对公益信托的委托人做出特别说明，有些信托公司按照信托公司合格投资者的统一标准对公益信托委托人的身份进行限定，从而将广大社会公众拒之门外，限制了公益信托财产的来源。

(三) 小结

《信托法》首次对公益信托作出了框架性规定，表明国家鼓励发展公益信托的政策导向，为信托公司开展公益信托提供了基本的法律依据。然而由于实践中缺乏配套细则的支持，中国的公益信托虽经多年发展，仍未成为开展慈善公益事业的主要形式。现阶段的（准）公益信托呈现出以下特征：从公益事业管理机构来看，各级民政部门成为主要的审批机构，在一些特定的公益领域，公安部门、卫生部门、教育部门也曾担任辖域内公益信托审批机构；从信托规模来看，公益信托规模整体偏低，多数为几十万元至几百万元；从信托期限来看，现有的公益信托期限跨度较大；从运作模式来看，现有的公益信托基本采取的是“公益信托+慈善组织”模式；从资助领域来看，现有的公益信托已经涵盖了救灾、扶贫、教育、医疗、环保等多个领域；从信托资金的投资和管理来看，标准公益信托的财产受到“93号文”规定的投资范围的限制，再加上标准公益信托规模较小，信托公司在资金投资管理上的优势难以发挥。目前公益信托实践中存在的主要问题在于公益信托设立审批难、资金来源有限、



资金管理运营受限、管理费率偏低，缺乏有效激励。

四、《慈善法》与《信托法》之比较：进步与不足

（一）《慈善法》关于慈善信托的立法突破

1. 改事前审批制为事后备案制

《信托法》第六十二条规定公益信托的设立和确定其受托人，应当经有关公益事业的管理机构批准，未经公益事业管理机构的批准，不得以公益信托的名义进行活动。但是什么机构属于公益事业管理机构，是民政部门、教育部门、医疗服务部门、文化部门，如何进行审批，由哪个级别的公益事业管理机构来审批，非常不明确。此次《慈善法》第四十五条明确废止了事先审批制，确立了事后备案制。

2. 明确备案的慈善信托享受税收优惠

《信托法》没有明确与公益信托相配套的税收制度，《慈善法》第四十五条则明确经过备案的慈善信托享受税收优惠，必将对慈善信托的投资人产生正向激励，刺激更多的机构投资于慈善信托项目。

3. 信托监察人由强制设置改为任意设置

《信托法》第六十四条规定公益信托应当设置信托监察人。《慈善法》第四十九条则规定慈善信托的委托人根据需要，可以确定信托监察人，是否设立由慈善信托当事人根据实际需要自由裁量。

（二）仍然亟待解决的重要问题

《慈善法》废除了审批制度，使得信托监察人设立自由化，明确赋予有关税收减免优惠，其颁布必将对慈善信托的开展注入强大动力。

表 2 《慈善法》生效日（2016.9.1）设立慈善信托一览

名称	信托项目情况
兴业信托·幸福一期慈善信托计划	2016年9月1日向福建省民政厅备案成功，不设存续期限，善款运用于养老、助学、扶贫领域，兴业信托作为受托人，立信会计师事务所作为监察人，兴业银行为保管行，受托人、监察人、保管行均不收取费用，采用信托+专业组织的架构。
中诚信托 2016 年度博爱助学慈善信托	2016年8月31日已向北京市银监局报备，中诚信托任受托人，北京市民政局备案，北京市中盛律师事务所任监察人，慈善信托财产的管理、监察及资金保管等均不收取费用，信托本金及收益全部用于促进贫困地区教育事业。采取信托+基金会的运作模式，中诚信托负责慈善信托的设立、管理等事项，北京市美疆助学基金会负责项目遴选，首期资助对象为新疆阿图什市格达良中心学校 40 名贫困学生。



续表

名称	信托项目情况
长安慈一山间书香儿童阅读慈善信托	2016年9月1日在西安市民政局备案，陕西省慈善协会为委托人，受托人为长安信托，为鼓励图书捐赠，使贫困地区儿童能够畅享阅读的快乐，北京康达（西安）律师事务所担任监察人，成立慈善信托决策委员会对项目策略、执行管理、检测评估等进行决策。
“蓝天至爱1号”慈善信托	2016年9月5日设立，由安信信托和上海市慈善基金会合作，为永续型慈善信托，为目前国内规模最大的慈善信托项目，预设筹款规模为1亿元，目前到位3200万元。上海市慈善基金会为委托人，也是慈善项目顾问，安信信托作为受托人，上海市联合律师事务所为信托监察人，该信托为开放式信托，每月有一个开放日，吸纳社会各界加入信托计划，后续将推出“蓝天至爱2号”、“蓝天至爱3号”等。
“慈心致远、善行未来”慈善信托	2016年9月1日北京银行与中航信托、华能信托宣布合作开展家族信托、慈善信托服务。在慈善信托备案成立之后，北京银行私人银行客户每设立一笔家族信托，部分信托收益、受托人及财务顾问佣金将注入慈善信托用于支持特定慈善项目，北京银行任信托监察人。
国投泰康信托国投慈善1号慈善信托	2016年9月1号设立，国投泰康1号慈善信托由国家开发投资公司出资3000万元，期限5年，首期信托资产1000万元，本金及收益全部用于改善贫困地区群众生活及发展贫困地区教育事业。上海锦天城律师事务所作为监察人，北京市民政局备案。
真爱梦想1号教育慈善信托	2016年9月1号设立，“真爱梦想1号教育慈善信托”采取信托公司+慈善组织模式，由自然人出资82万元，期限3年，信托目的是促进中小学素质教育。由上海真爱梦想基金会作为慈善项目的执行人，上海锦天城律师事务所为监察人，北京市民政局备案。
中国平安教育发展慈善信托计划	2016年9月1日设立，为国内首支永续性集合慈善信托，信托计划规模1000万元，资金全部来自于平安集团、下属子公司及员工捐赠，平安信托将投入自有资金200万元，专注于投向教育领域的慈善项目。该信托不设置预计存续期限，可永久存续。设立信托计划理事会，由受托人、委托人代表、社会公益知名人士组成，平安信托对该信托计划实行0.8%的管理费，其中0.3%作为风险准备金。
天启977号爱飞客公益慈善集合信托计划	2016年9月1日设立，中航通飞、中航资本、中航信托分别出资作为第一批委托人，本信托为开放式，最低认购资金起点为1元，广东省爱飞客公益基金会为合作公益机构，北京六明律师事务所为监察人，南昌市民政局负责备案。该信托旨在搭建航空科普、支持教育、精准扶贫、绿色环保、弘扬社会正义等方面的公益慈善事业平台。

但与此同时，仍然有几个问题需要在制定部门规章或司法解释时重点关注。

1. 慈善信托的清算难题

从形式看，按照《慈善法》第五十条适用《信托法》第七十一条来处理慈善信托的清算好像没有问题，但如果委托人考虑实际需要没有设置信托监察人，则实际上就无法满足《信托法》第七十一条必须经过监察人认可的要求，从而无法完成清算，慈善信托无法合法终止。其次，《信托法》第七十一条还要求公益信托的清算要经过公益事业管理机构核准，否则不能完成清算。可是目前的问题是《慈善法》第四十五条已经放弃了慈善信托设立需要公益事业管理机构事前审批的立场，新法的基本精神显然是要弱化公益事业管理机构对慈善信托从设立到终止整个过程的监管权力。那么在新设的慈善信托经过向民政部门备案运行一段时间后，是否仍然要经过民政部门



核准后才能完成清算就成为一个重要的问题。此外《信托法》第七十一条规定的核准主体是公益事业管理机构，其可能包括民政、环保、教育、体育、文物等各种部门，而《慈善法》规定的备案部门只有县级以上人民政府的民政部门，若原来依照《信托法》由环保部门审批了一个以环保为信托目的的公益信托，则该信托终止清算时的核准部门是环保部门还是民政部门也有进一步明确有必要。为了防止出现上述困难，委托人可能在信托设立阶段就必须设置一个信托监察人，以确保在清算时可以得到监察人的认可。但如此处理等于变相废止了《慈善法》第四十九条，从而使新法的立法精神不能实现。若遵守《慈善法》第四十九条不设置信托监察人则必然在清算环节出现困难。由此慈善信托的清算问题将处于首鼠两端、左右为难的尴尬境地。

在目前立法环境下，如何使慈善信托能够顺利清算、合法终止关系到慈善信托的生死存亡，必须在实操和立法方面尽快解决。在实操方面，作为委托人最好在慈善信托设立时就设置信托监察人，以防信托终止没有监察人认可而无法完成清算。在立法方面，作为民政部、银监会等主管部门，在出台后续部门规章时应当明确《慈善法》生效后设立的慈善信托若没有设置信托监察人，则无须监察人认可，若设置有信托监察人，则需经过监察人认可方能清算。《北京市慈善信托管理办法》第二十七条也基本沿用这个思路，即有监察人的需要监察人认可，没有监察人的需要由委托人认可。^①当然如果委托人数量众多的话，委托人的认可程序可能成为一个问题。

2. 谁有公益信托受托人的变更权

《慈善法》第四十七条明确地将相关的权利赋予给委托人，《北京市慈善信托管理办法》进一步明确了哪些情形委托人可以变更受托人。^②这样处理则至少在受托人变更的问题上《慈善法》中的慈善信托采取了与《信托法》的私益信托非常相似的处理方法，一定程度上模糊了私益信托与慈善信托的界限。首先，由于慈善信托的资金门槛原则上没有限制，即不需要合格投资者的资格准入，因此其委托人可能多且分散，其可能并不特别关注该慈善信托的事后管理及运作，将受托人变更权赋予该类委托人可能是一厢情愿。其次，在慈善信托为单一信托的情况下，由单一的委托人决定是否变更受托人具有可操作性，但是若该自然委托人去世或者机构委托人解散，就会出现由谁来承继这一变更权的问题。对此立法漏洞的可能解决方案是有限制地类推适

^① 《北京市慈善信托管理办法》第二十七条：受托人完成清算和剩余财产的处置后七日内，应当向原备案机关提交经委托人或监察人认可的终止报告和经会计事务所审计的清算报告。

^② 《北京市慈善信托管理办法》第十九条：受托人有下列情形之一的，委托人可以变更受托人：（一）违反信托文件义务或难以履行职责的；（二）依法解散、注销或法定资格丧失的；（三）被依法撤销或者被宣告破产的。



用《信托公司集合资金信托计划管理办法》第四十一条至四十六条的规定，但要注意的公益信托在本质属性上的不同。《慈善法》对委托人不愿、不能做出有效变更决定的情况下该如何变更受托人没有明确规定，可能的方案有两个：一是类推适用《信托公司集合资金信托计划管理办法》第四十五条、第四十六条；另一个方案是按人头数计算，即每一个委托人有一个投票权，而与其投入慈善信托的资金多少无关；最后，原来的《信托法》赋予公益事业管理机构以变更权，《慈善法》没有了“公益事业管理机构”这一概念，与其职能最接近的是“民政部门”。则在受托人变更的问题上民政部门应当充当什么角色？有没有权力来干涉受托人的变更事宜？尤其是委托人大会长时间不能召开，或者不能形成有效决议等情形民政部门有无发挥作用的余地，这些问题亟须明确。

3. 监察人对信息披露的认可权

《信托法》在受托人信息披露问题上，强调了信托监察人对披露报告的认可权，即必须经过监察人认可后，该报告才可能最终经过公益事业管理机构核准并予以公告，因此监察人认可是信息披露的必经环节。而《慈善法》第四十八条则忽略了这个问题，即受托人仅仅需要将信息披露报告向备案的民政部门报告后即可向社会公开。如何处理两者之间的冲突，可能的方案有几种。第一种情形是，如果慈善信托设置了监察人，并且监察协议中约定，受托人的信息披露报告必须经过监察人认可，则应当认定约定有效，监察人基于约定取得了对信息披露报告的认可权。第二种情形是，若慈善信托设置了监察人，但是却没有上述约定，则该监察人能否根据《信托法》第六十七条主张行使认可权成为重要问题，结合《慈善法》第四十八条、第五十条的规定，有理由认为《慈善法》第四十八条应当优先于《信托法》第六十七条适用，即此时的监察人不能基于《信托法》第六十七条主张认可权，否则《慈善法》第五十条的规定将流于具文。第三种情形，若根据《慈善法》第四十九条第（一）款慈善信托没有设置监察人，则监察人的认可权也无从谈起，适用《慈善法》第四十八条第（二）款处理完全没有障碍。第四种情形，若公益信托完全根据《信托法》中的规定设立，但一直存续到《慈善法》生效以后，则监察人能否主张后法优于先法，从而放弃行使认可权。由于原则上法律不溯及既往，因此已经设立的公益信托遵循《信托法》进行管理完全符合法理，且从方便管理的角度应当保持公益信托运营管理的持续性，认可权是监察人的重要权利，对于确保公益信托的规范、透明至关重要，从某种意义上这种权利也含有义务的属性，而义务具有不可放弃性。从实操层面



分析，为了杜绝法律关系的复杂化，最大程度避免争议，同时兼顾设置监察人的其他优势，建议在《慈善法》生效后于慈善信托成立生效之际设置监察人，并在监察协议中约定对于受托人的信息披露报告监察人有没有认可权。

4. 信托监察人监督权的缺位填补

根据《慈善法》第五十条，《慈善法》第四十九条第（一）款显然应当优先于《信托法》第六十四条适用，即委托人完全可以不设置监察人，从而慈善信托受益人的利益无人维护，因为即使受托人存在违反信托义务或者难以履行职责的情形，也没有适当的主题向人民法院起诉。如此处理与慈善信托的性质直接冲突，构成明显的法律漏洞。可能的解决方案有几种：第一种方案是，回到《信托法》第六十四条，在信托文件没有设置信托监察人时，由公益事业管理机构指定信托监察人。但如上所述，这样处理与《慈善法》第五十条直接矛盾，并使得《慈善法》第四十九条第（一）款规定的监察人任意设置主义形同虚设，且《慈善法》并没有“公益事业管理机构”的位置，也无从获得其批准，因此这种方案行不通。第二种方案是，借鉴上述日本、韩国的规定，在委托人没有设置信托监察人时，由法院指定或者选任监察人，但这样处理实质上又回到了《信托法》第六十四条，即仍然是监察人强制设立主义，与上述第一种方案存在相同的问题。第三种方案是由慈善信托的委托人代表受益人行使《慈善法》第四十九条第（二）款规定的监察人的权利。这样处理的障碍在于《慈善法》没有明确赋予委托人这样的权利，因为慈善信托中委托人往往十分众多、分散，且捐赠门槛很低，对监督受托人、切实维护慈善信托受益人权益的热情有限，在实际操作上存在困难。而根据《慈善法》第四十九条第（二）款监察人发现受托人违反信托义务或者难以履行职责的，应当向委托人报告。《慈善法》显然将监察人和委托人分列为不同的角色，充任不同的职能，若由委托人行使监察人的职权则显然与目前立法结构冲突。第四种方案是，由备案的民政部门行使《慈善法》第四十九条第（二）款规定的权利，但《慈善法》目前的立法政策基本上把民政部门作为慈善信托的业务主管机构，其对慈善信托的备案是代表国家行使公权力，而监察人的权利则产生于监察服务合同，二者具有不同的性质。此外，民政部门作为备案部门，并不实质介入慈善信托的运作、管理，作为非专业部门，民政部门能否准确判断受托人是否违反信托义务或者难以履行职责也存在质疑，考虑到我国民政部门实际工作的繁重程度，由民政部门行使监察人的权利至少在操作性上有待商榷。从实际操作层面分析，比较稳妥的办法是在慈善信托设立时就设置监察人，从而可以完全充分地落实



《慈善法》第四十九条规定的立法精神，避免事后再寻找合适的受益人利益代表以及由谁来监督受托人的问题。

5. 情事变更情形变更信托文件条款权利的归属

《信托法》第六十九条则规定：“公益信托成立后，发生设立信托时不能预见的情形，公益事业管理机构可以根据信托目的，变更信托文件中的有关条款。”但是《慈善法》对此问题没有明确的规定。可能的解决方案是依然根据《慈善法》第五十条的规定，《慈善法》未规定的，适用《信托法》的有关规定。如此问题又回到了《信托法》第六十九条，即《慈善法》生效后设立的慈善信托依然适用《信托法》第六十九条来处理情事变更问题，由公益事业管理机构根据信托目的，在发生设立信托时不能预见的情形时变更信托文件中的有关条款。但是《慈善法》将事前审批制改为事后备案制，而整个慈善信托运作过程中，任何变动事项也只需要事后在民政部门备案即可。如果依然根据《信托法》第六十九条处理，则可能在民政部门之外又出现了各种“公益事业管理机构”参与慈善信托的管理，甚至可以变更慈善信托的条款。如此处理显然与《慈善法》以“民政部门”取代《信托法》中的“公益事业管理机构”的立法设计相左。另外一个可能的方案是由民政部门来行使《信托法》第六十九条规定的变更信托文件条款的权利，这样与《慈善法》的整个立法架构是吻合的，民政部门作为《信托法》中的“公益事业管理机构”的替代机构来行使其相应权利也符合职能替代的原则，但是目前的困难在于民政部门并没有慈善信托条款调整的经验，甚至慈善信托对于民政部门来说也是全新的事物。此外，从立法论上讲应当尽快出台相关的司法解释或者部门规章，从立法层面尽快明确情事变更情形民政部门有变更慈善信托文件中有关条款的权利。目前《北京市慈善信托管理办法》第二十三条的做法是，这种情形经过原备案机关的同意，^① 信托当事人可以变更信托文件中的有关条款并重新备案。即将原备案机关和信托当事人都作为情事变更清晰变更信托条款的决策主体，是一个可行的策略，需要明确该信托当事人不应该包括信托受益人，但从慈善信托性质以及信托监察人只能来看似乎应当包括信托监察人（扩大解释）。而且如果委托人为多数人的话，如何有效决策依然是个操作上的难题。

6. 慈善信托受托人辞任的批准权配置

我国《信托法》第六十六条规定公益信托的受托人未经公益事业管理机构批准，

^① 《北京市慈善信托管理办法》第二十三条：慈善信托成立后，发生设立信托时不能预见的情形，经原备案机关同意，信托当事人可以变更信托文件中的有关条款并重新备案。



不得辞任。《慈善法》对慈善信托中受托人的辞任问题没有规定,《北京市慈善信托管理办法》第十二条则规定慈善信托的受托人不得任意辞任,^①对于辞任批准问题也不明确。大致的解决方案有三个。第一种方案是按照《慈善法》第五十条处理,针对慈善信托受托人辞任的批准问题,《慈善法》第五章没有规定,该法其他章节也没有规定,因此只能按照《信托法》的相应规定处理,事实上《信托法》的有关规定指的就是《信托法》第六十六条。若如此处理,则会出现确定受托人、变更受托人都由民政部门负责备案,而受托人辞任却需要有关的公益事业管理机构批准,逻辑上明显存在问题,且由于可能存在两个官方机构,在管理上会存在尺度不一的情况,也与《慈善法》以“民政部门”替代《信托法》中的“公益事业管理机构”的立法政策背道而驰。第二种方案是根据《慈善法》的立法精神,取消了“公益事业管理机构”的概念,而规定“民政部门”负责慈善信托的备案管理工作,则有关的权利应当由民政部门承继,这其中当然也包括批准慈善信托受托人辞任的权利,其基本逻辑是既然慈善信托设立时确定受托人由民政部门备案,运行中变更受托人也由民政部门重新备案,则受托人辞任当然也要经过民政部门批准。第三种方案是突出委托人的作用,这也是《慈善法》对《信托法》的一大改进,《慈善法》将确定受托人、变更受托人的权利都交给了委托人,改变了《信托法》的相应规定,那么遵循这一立法思路《信托法》第六十六条规定的由公益事业管理机构享有的批准受托人辞职的权利也应当由委托人享有。课题组以为,这样处理最符合《慈善法》的立法精神,为避免争议,最具可操作性的办法是在慈善信托合同中明确受托人若辞任必须经过委托人大会批准,并且规定比较明确的委托人大会的表决机制。

7. 公益信托的公募问题

尽管不少人认为慈善信托不应当公募,在信托公司作为受托人时尤其应当如此,课题组依然坚持认为应当允许慈善信托公募,严格限制慈善信托的募集没有道理。

第一,“93号文”第四条规定,“信托公司设立公益信托,可以通过媒体等方式公开进行推介宣传。公益信托的委托人可以是自然人、机构或者依法成立的其他组织,其数量及交付信托的金额不受限制”,明显说明,允许设立公益信托的时候可进行媒体宣传,而且募集不限制金额。^②

第二,《慈善法》对委托人没有做专门的规定,委托人可以是具有完全民事行为

^① 《北京市慈善信托管理办法》第二十条:慈善信托的受托人不得自行辞任。

^② 赵廉慧:《信托法解释论》,中国法制出版社2015年9月版,第525页。



能力的自然人、法人或者依法设立的其他组织，对于委托人人数并没有限制性规定，不能认定慈善信托不可以公开募集善款，更不能把慈善信托和营业信托的公募业务联系起来。

第三，《慈善法》第二十二条明确规定，慈善组织满足特定条件可以取得公开募捐资格，在慈善组织担任慈善信托受托人时按照该规定，慈善组织公开募集是完全没有障碍的，但既然该法第四十六条规定慈善组织和信托公司都可以担任慈善信托的受托人，若只允许慈善组织公开募集，却禁止信托公司公开募集，显然违反了相似事物相似处理的基本原则，并没有充分的说服力。

第四，从立法目的上讲，无论是《慈善法》还是《信托法》，其根本目的均在于在规范中促进慈善信托的发展，《慈善法》的各种简化的程序性规定目的也在于方便慈善信托的设立，实现人人皆可做慈善的目标追求，充分调动全社会做慈善的积极性，《信托法》第六十一条明确“国家鼓励发展公益信托”，《慈善法》第四十五条也明确经过备案的慈善信托享受税收优惠。若禁止慈善信托公募，则显然与此立法目的背道而驰。

（三）小结

《慈善法》关于慈善信托的立法有重大突破，如改事前审批制为事后备案制、明确备案的慈善信托享受税收优惠、信托监察人由强制设置改为任意设置，必将对慈善信托的开展注入强大动力，但仍有几个问题需要关注。第一，是慈善信托的清算难题，如委托人考虑实际需要没有设置信托监察人，则无法满足《信托法》第七十一条必须经过监察人认可的要求，从而无法完成清算。《慈善法》第四十五条已放弃了慈善信托设立需要公益事业管理机构事前审批的立场，新设的慈善信托经过向民政部门备案运行一段时间后，是否仍然要经过民政部门核准后才能完成清算也是一个重要的问题。若依照《信托法》由环保部门审批了一个以环保为信托目的的公益信托，则该信托终止清算时的核准部门是环保部门还是民政部门也有进一步明确的需要。第二，是谁有公益信托受托人的变更权，慈善信托的委托人可能多且分散，其可能并不特别关注该慈善信托的事后管理及运作，将受托人变更权赋予该类委托人可能是一厢情愿。若自然委托人去世或者机构委托人解散，还会出现由谁来承继这一变更权的问题。第三，是监察人对信息披露的认可权问题，《信托法》在受托人信息披露问题上，强调了信托监察人对披露报告的认可权，即必须经过监察人认可后，该报告才可能最终经过公益事业管理机构核准并予以公告，因此监察人认可是信息披露的必经环



节。而《慈善法》第四十八条则忽略了这个问题，即受托人仅仅需要将信息披露报告向备案的民政部门报告后即可向社会公开，两者之间存在立法冲突。第四，是信托监察人监督权的缺位填补问题，由于委托人完全可以不设置监察人，从而慈善信托受益人的利益无人维护，如此处理与慈善信托的性质直接冲突，构成明显的法律漏洞。第五，是情事变更情形变更信托文件条款权利的归属问题，《信托法》第六十九条则规定公益信托成立后，发生设立信托时不能预见的情形，公益事业管理机构可以根据信托目的，变更信托文件中的有关条款，但《慈善法》对此问题没有明确的规定，民政部门是否有权变更信托条款不明确。第六，是慈善信托受托人辞任的批准权配置问题，《信托法》第六十六条规定公益信托的受托人未经公益事业管理机构批准，不得辞任。《慈善法》对慈善信托中受托人的辞任问题没有规定，民政部门能否批准受托人辞职有待明确；第七，是公益信托的公募问题也亟待明确。

五、《慈善法》背景下公益信托的业务模式

（一）基金会慈善捐赠、公益信托与准公益信托

在税收方面，基金会具备开具公益性捐赠票据资格，可以直接为慈善捐赠的捐赠人开具公益性捐赠票据抵税以抵减所得税的应纳税所得额，而公益信托和准公益信托不具备这一资格，实践中后者多通过与基金会合作解决无法开具公益性捐赠票据的问题，详见下文分析。此外，公益信托和准公益信托属于契约性产品，而非法人主体，在捐赠财产管理过程中不需缴纳增值税和所得税，而基金会慈善捐赠需要就捐赠财产管理所得投资收益缴纳所得税。实践中由于基金会人力和投资经验有限，目前大部分基金会都不敢轻易涉足投资领域，基金会财产的保值增值现状不容乐观。可以发现信托公司和基金会慈善捐赠在较大程度上有着天然的互补性。基金会慈善捐赠在小额公众捐赠资金的募集和公益项目的实施上具有优势，而公益信托和准公益信托在面对诸如企业、高净值人群的大额捐赠和公益财产投资管理、信息披露等方面具备优势。

表3 现有法律法规下，基金会慈善捐赠、公益信托与准公益信托对比一览

	基金会慈善捐赠	公益信托（含慈善信托） ^①	准公益信托
组织形式	非营利性法人	非法人、契约型	非法人、契约型
设立难易	难	较难	较易

^① 《慈善法》第四十四条明确规定“本法所称慈善信托属于公益信托”，故本文中的公益信托包含了慈善信托。



续表

	基金会慈善捐赠	公益信托（含慈善信托） ^①	准公益信托
募资方式	公募/非公募，无资金门槛要求	公募，无资金门槛要求	私募，有合同份数要求；100 万元起
开具公益性捐赠票据资格	具备	不具备	不具备
捐赠财产保值增值	存款、债券股票等证券、委托金融机构对捐赠财产进行管理	民政部〔2016〕151 号文规定，除合同另有特别约定之外，慈善信托财产及其收益应当运用于银行存款、政府债券、中央银行票据、金融债券和货币市场基金等	投资范围最广泛，可突破“93 号文”和民政部〔2016〕151 号文规定，根据信托合同约定进行投资运作
捐赠财产类型与破产隔离	现金、实物、（股权）不能实现破产隔离	委托人合法持有的资金、财产权；捐赠财产作为信托财产具有破产隔离功能	
捐赠财产账户管理	基金会只有一个银行账户，须根据不同的公益项目手工进行资金区分	每个信托产品都有对应的信托专户（银行账户）运用，确保专款专用	
捐赠财产管理过程中的税收	取得投资收益和股权增值收益时须缴纳所得税	信托产品属于契约型，非法人主体无须缴纳增值税和所得税	
监督机制	受民政部门管理和监督，信息透明度一般，公信力受到一定质疑	需要向银监会、公益事业管理机构报告，定期信息披露，引入信托监察人进行监督，透明度高	需要向银监会报告，定期信息披露，可引入信托监察人进行监督，透明度很高
运营成本	较高，基金会通常会从捐赠资金中提出 5%~10% 作为运营、管理费用	很低，可以依托原有的业务部门和团队，不需增加额外的运营成本，“93 号文”规定不超过 0.8%，实践中一般不收取	可以依托原有的业务部门和团队，不需要增加额外的运营成本；受托人报酬由信托合同约定
每年最低捐赠额度	公募基金会不得低于上一年总收入的 70%；非公募基金会不得低于上一年基金余额的 8%	无要求，可灵活掌握，但有信托目的完全公益性要求；在股权等长期资产捐赠方面具有优势	无要求，可灵活掌握，在股权等长期资产捐赠方面具有优势

（二）《慈善法》背景下基金会与信托公司合作方案

1. “慈善信托 + 基金会”模式

（1）交易结构。在此模式下，慈善信托直接接受委托人捐赠款，并负责捐赠财产的保值增值；而信托财产在公益项目上的运用则由受托人、慈善基金会、监察人、委托人组成的信托委员会做决策，最后交由慈善基金会具体实施。慈善基金会则对所

^① 《慈善法》第四十四条明确规定“本法所称慈善信托属于公益信托”，故本文中的公益信托包含了慈善信托。



接收的捐赠款项为公益信托开具公益性捐赠票据，交易结构如图2所示。

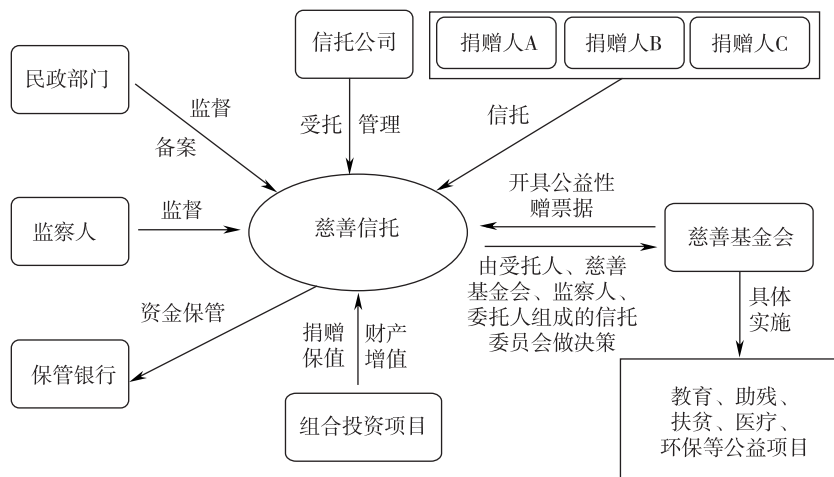


图2 “慈善信托+基金会”模式

这种模式将基金会具有开公益性捐赠票据的资质和公益信托财产运用管理上的优势，与信托公司在募集资金和公益信托财产保值增值方面的优势相结合。在现有信托法律框架下，这种模式可以较好的解决公益性捐赠票据开具和公益项目运作这两大问题，可行性较高，也是未来慈善信托展业的基本模式。

(2) 业务流程与关键点。①选择合作慈善组织，选择合作慈善基金会时需关注慈善基金会内部治理情况。②慈善信托成立与备案，民发〔2016〕151号上附的《慈善信托备案申请书》要求填报委托人姓名、身份证明号码等相关材料，这是否意味着信托公司在展业前要与相关民政部门充分沟通。③存续管理，信托相关文件中应约定公益项目运作、沉淀慈善信托财产投资管理、信息披露的期限等存续管理流程，接受委托人、信托监察人、监管部门和社会公众的监督，并及时对外披露慈善信托运作情况。④公益性捐赠票据开立，实际上存在将基金会嵌入资金募集最前端及资金募集后端两种模式。⑤清算终止，建议信托公司在成立慈善信托时在相关信托文件中约定将剩余慈善信托财产（若有）直接捐赠给某一确定的、具有近似目的的公益组织。

2. 基金会+信托公司的共同受托人模式

(1) 模式设计。《慈善法》第四十六条规定慈善信托的受托人，可以由委托人确定其信赖的慈善组织或者信托公司担任。信托公司和慈善基金会可作为共同受托人发起设立公益信托，委托人直接将财产捐赠至慈善信托。相关信托文件中明确界定委托

人、受益人和两位受托人的权责范围。

(2) 模式设计目标。已有“公益信托+基金会”模式中虽以信托公司负责沉淀公益资产保值增值、基金会负责具体公益项目运作的理念进行分工合作，但在法律关系上，基金会是以受托人代理人身份负责公益项目的具体运作，信托公司直接承担公益项目运作带来的法律责任。通过双受托人模式可以明确界定两位受托人的权责范围，实现权责对等，同时对双方起到双重增信的作用。

(3) 关键点与可能存在的问题。这一模式在实践中可能存在以下两个问题：一是信托公司和慈善基金会所处行政区域不一致时难以明确慈善信托备案登记部门。在共同受托人模式下备案登记是信托公司和慈善基金会双方均需向相应的民政部门办理还是选一方作为代表办理？如果是双方均需办理，慈善信托成功备案的标准是什么呢？若有一方未能成功备案，而一方成功备案了，是否视作慈善信托成功备案。二是慈善信托的受托人资格是否需要进一步界定。目前我国基金会多达 5000 多家，其资本实力、管理的资产规模等情况不一。若不进一步界定受托人门槛，可能导致慈善信托后续管理不当。

3. “基金会+财富管理信托”模式

(1) 交易结构。在此模式下，信托计划的委托人为基金会，其特点是为基金会理财，本金返还，信托收益分配至基金会用于公益项目，产品结构如图 3 所示。这种模式的一大优点是其资产规模和投资范围相较公益信托而言更大，可实现基金会财产的保值增值。

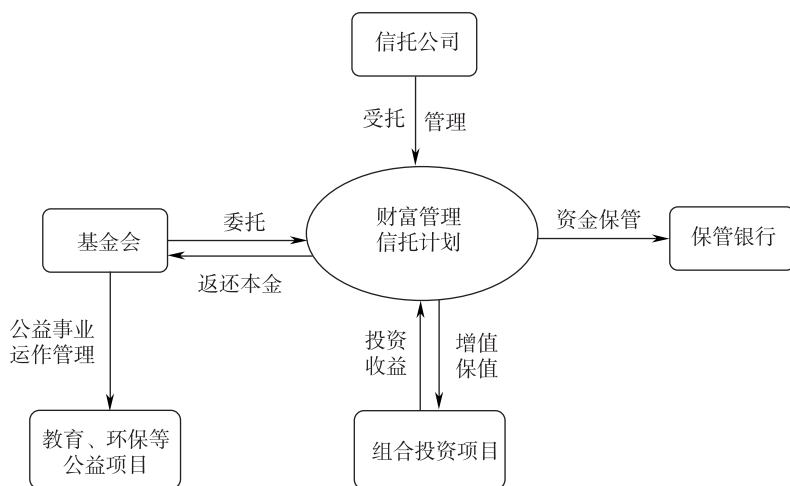


图3 “基金会+财富管理信托”模式



(2) 市场需求分析。据基金会中心网统计数据，截至2016年7月13日，中国共有5000家基金会，2014年末净资产总额达1056.58亿元。在收入来源方面，我国基金会主要依靠捐赠收入，其次为政府补助收入，投资收益较少。沉淀慈善资产总量庞大，但其保值增值现状不容乐观。另一方面，基金会理财意识不断增强，希望借助信托公司的专业理财能力，提高其收益率，使捐赠款具备“高效造血”功能。

表4 典型案例之宝恒组合投资信托计划要素

项目	内容
计划名称	宝恒组合投资信托计划
成立日期	1999年9月
规模	初始规模为3500万元，经委托人两次增资，在2007年时该信托计划的本金规模扩大至1亿元
受托人	华宝信托
委托人	宝钢教育基金会
公益事业管理机构	不适用
监察人	不适用
信托计划目标	委托人指定信托资金管理用途，由受托人根据资金的性质、规模和期限，进行投资管理，以信托收益每年按期发放“宝钢奖学金”或提供各项资助
其他	1999—2007年年均投资收益率为8%，2007年获最佳公益信托计划称号

(3) 模式开展要点与建议。

① 投资收益税收问题。“基金会+财富管理信托”模式下，本金返还，投资收益用于公益项目。若直接将投资收益返还给基金会，由基金会运用至公益项目，则基金会需就这一笔投资收益缴纳所得税。实践中最好在信托相关文件中事先约定好投资收益的受益人为相关公益项目的被救助者，并与基金会签订服务协议，将投资收益直接分配至相关公益项目的被救助者。

② 委托人财产权问题。《信托法》中明确信托是委托人基于对受托人的信任，将其财产权委托给受托人。另一方面，《基金会管理条例》第二十八条规定基金会应当按照合法、安全、有效的原则实现基金的保值、增值，表明基金会可以进行一定的资产管理，但应遵循合法、安全、有效原则。如此一来，“基金会+财富管理信托”模式下，基金会作为委托人，以基金会财产设立信托时在委托人财产权问题上存在一定不确定性。同时，虽说信托公司在财富管理领域经验丰富，也无法在展业中承诺保本保收益。对此，课题组建议信托公司在展业前与监管部门充分沟通，展业过程中审慎履行受托人职责，确保基金会资产以合法、安全、有效的原则实现保值增值。如可在相关信托合同文件中明确投资收益的受益人是事先约定的相关公益项目的被救助者。



受托人要审慎履行职责，严格按委托人风险偏好适合性进行投资管理。

③ 交易对手开发。信托公司开展“基金会 + 财富管理信托”模式业务的关键点在于交易对手——慈善组织的开发。课题组认为，信托公司在展业过程中应发动资源，主动出击，了解和积累相关慈善组织的信息和需求，如通过之前公益信托计划的开展切入合作的公益组织等。同时，也希望民政部门在慈善组织的信息披露上给予更多的支持。

4. 定制慈善信托——员工、企业及高净值客户税务筹划

(1) 模式设计一：员工税务筹划。为满足个人捐赠者税务筹划需求，推动慈善事业进一步发展，信托公司可与企业合作，为企业及其员工打造专属的公益信托产品。此模式若成熟并且成功操作之后，具有积极的推广意义，可以向各大集团企业推广。

慈善信托与员工税务筹划	
委托人	企业
信托计划目标	(1) 员工用其税前收入捐赠，省去索取公益性捐赠票据抵减所得随应纳税所得额的程序； (2) 企业履行社会责任，提高企业形象、员工和客户忠诚度； (3) 由信托公司这一独立第三方运作慈善信托计划，选择慈善组织和公益项目，员工和企业对捐赠款的使用更为放心。
关键点	每月发薪前员工向企业确认捐赠金额，公司扣减这部分金额后给员工发薪，并将员工累计捐赠的款项划付至慈善信托账户，取得对应的公益性捐赠票据，为员工抵扣个人所得税应纳税所得额。

(2) 模式设计二：私益信托 + 慈善信托。根据民政部公益时报社发布的第十三届（2016）中国慈善榜，2015 年度实际捐赠 100 万元以上的个人慈善家共 147 位，合计捐赠 52.63 亿元；慈善企业 349 家，合计捐赠 48.67 亿元，可见信托公司可开发的有捐赠需求的企业和高净值个人客户群体巨大。立足于促进慈善事业发展，课题组认为可以通过为客户定制“私益信托 + 慈善信托”的服务方案实现企业和高净值个人客户的捐赠需求，同时也能扩大慈善信托的资金来源。具体业务模式如图 4 所示。

在此模式下，两个信托计划的委托人均为企业或高净值个人客户，在实践业务操作中有以下几个关键点。一是两个信托计划成立的时间：慈善信托设置为开放式，在私益信托第一期投资收益到位时成立；在私益信托层面，信托公司根据委托人的风险偏好进行投资管理，将信托投资收益定期划至慈善信托，慈善信托将为委托人开具公益性捐赠票据。二是建议将两个信托计划设置为长期以促进公益项目可持续运作。在

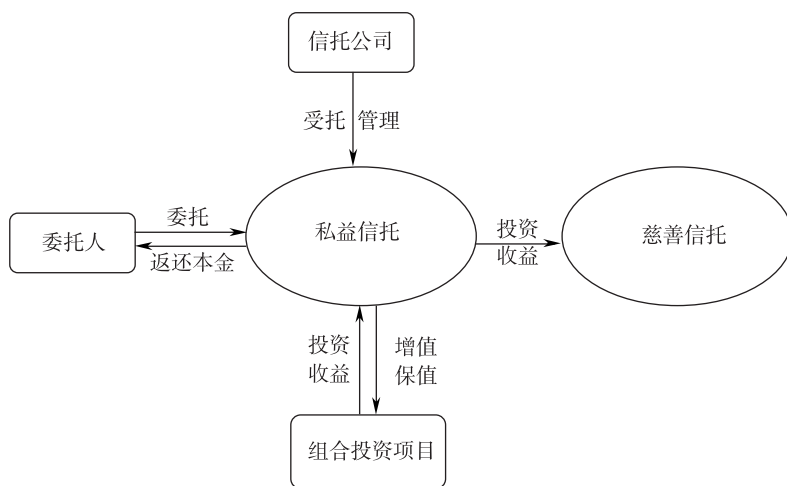


图4 “私益信托+慈善信托”模式

信托存续期间，信托公司也可以组织委托人参与回访等志愿活动。如紫金信托“厚德系列公益信托项目”在存续期间先后组织过“你奔跑我捐赠”公益跑活动和定期探访大病儿童活动。

5. 基金会委托成立慈善信托

(1) 交易结构。此交易模式最初的创设动因是满足委托人开具公益性捐赠票据的需求。委托人将资金捐赠给基金会，基金会在收到捐赠资金后给委托人开具公益性捐赠票据。基金会再作为委托人发起设立慈善信托，信托公司作为受托人管理信托财产，并将慈善信托的本金和收益用于公益事业。这种交易结构将基金会嵌入资金募集最前端，基金会在其中实质上起到了通道作用。具体交易结构如图5所示。

在《慈善法》背景下，这种合作模式还有以下两个优势：一方面，通过慈善信托进行公益事业运作，在账户管理、资金运用监管上更专业透明；另一方面，通过信托公司的专业管理实现慈善财产的保值增值。

(2) 模式开展要点与建议。对此模式的实际操作，课题组认为须注意以下几个关键点：

第一，慈善信托通过设立信托专户保证专款专用，基金会将募得的捐赠资金作为信托财产交付至慈善信托时已经完成了公益事业支出职责。第二，在慈善信托相关文件中明确约定慈善信托财产的投资运用方式。善民发〔2016〕“151号文”规定，除合同另有特别约定之外，慈善信托财产及其收益应当运用于银行存款、政府债券、中央银行票据、金融债券和货币市场基金等。

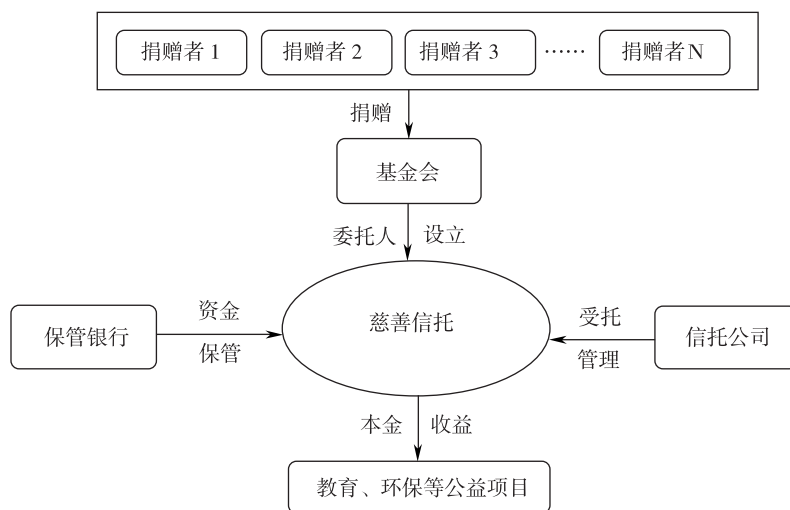


图5 基金会委托设立慈善信托模式

（三）小结

信托公司和基金会在从事慈善事业上有着天然的互补性。基金会在小额公众捐赠资金的募集和慈善项目的实施上具有优势，而慈善信托在面对诸如企业、高净值人群的大额捐赠和慈善财产投资管理、账户管理和信息披露等方面具备优势。“慈善信托+基金会”模式中可以较好地解决现有信托法律框架下捐赠发票开具和公益项目运作这两大问题，可行性较高，也是未来慈善信托展业的基本模式。“基金会+信托公司”的共同受托人模式有助于明确两位受托人的权责范围，各司所长，各担其责，为慈善信托作双重增信，但在实践中存在备案管理规定尚未清晰界定等问题。基于千亿元沉淀慈善财产保值增值的实际需求，“基金会+财富管理信托”模式通过为基金会理财，实现通过本金持续滚动将每年产生的投资收益用于公益项目支出，适用于本金规模大、期限较长或永续运行的信托计划。这一模式也可将委托人外延进一步扩大到有捐赠需求的企业和高净值客户。通过定制慈善信托，信托公司可与企业合作，为企业及其员工打造专属的公益信托产品，满足个人捐赠者税务筹划需求。通过“私益信托+公益信托”结合实现高净值客户群体对本金返还、收益捐赠型准公益信托产品的需求。通过“家族信托+家族基金会”模式将慈善信托业务嵌入信托公司的家族信托业务中，在满足了高净值群体的公益慈善需求的同时为慈善信托拓展新的资金来源，为信托公司维护客户忠诚度和自身品牌形象。



六、公益信托的税收问题

（一）公益信托税收问题的立法情况与现状

1. 开展情况

现阶段并没有明确的法律条文指出公益信托本身如何享受税收优惠政策：《慈善法》中享受税收优惠的主体是慈善组织以及慈善捐赠；《公益事业捐赠法》中关于享受税收优惠的捐赠主体中没有提到公益信托是否可以作为法人享受捐赠优惠；《暂行办法》中具有开具票据资格的主体是公益性单位和公益组织，公益信托项目下的信托公司是否属于公益性单位，信托公司是否有资格享受优惠并没有说明。由此可知，没有明确规定信托公司以及公益信托可享受的税收优惠，也无法享受其他慈善组织、基金会享有的税收优惠。

2. 亟待解决的问题

（1）公益信托的税收优惠政策不明确。在相关法律法规中，《信托法》中没有关于公益信托税收优惠的相关条款。《慈善法》中关于公益信托税收优惠的相关条款明确鼓励公益信托发展以及信托税收优惠政策，但是具体实施优惠的税种，税率的优惠幅度没有明确说明。

（2）信托公司无法开具公益性捐赠发票。《暂行办法》中关于票据的管理办法对于公益信托的实施带来了很多不便，公益信托公益性捐赠发票获取困难，信托公司作为非公益组织团体不具备开具公益性捐赠发票的合法性；捐赠票据实行凭证领购、分次限量、核旧购新的领购制度，一般政府部门和公益事业组织团体等接受捐款的单位在实践中也难以真正获取公益性捐赠发票；公益信托公益性捐赠发票获取的困难，造成了参与公益信托的委托人（单位和个人）无法取得税法中规定的公益性捐赠发票抵税优惠。

（3）以股权、不动产设立公益信托时存在重复征税风险。在已有的法律法规中，目前尚未对公益信托的信托关系、征税标的的征税标准进行区分，当以公益信托为目的的标的是否可以。当委托人以股权、不动产设立公益信托的时候，不能进行非交易过户，设立环节需要征税，造成了重复征税的问题。

在信托资产中，资金类信托资产不需要征税，但是在股权、不动产形式的信托资产在信托公司从委托人处取得和转让给受益人的过户过程中需要征两次税。这样就会



导致重复征税问题，限制了不动产作为公益信托资产的作用。

表 6 股权转让与不动产转让税种、税率

股权转让		不动产转让	
税种	税率	税种	税率
转入方		转出方	
印花税	0.05%	印花税	0.05%
		增值税	5.50%
		个人所得税	20%
转出方		转入方	
印花税	0.05%	印花税	0.05%
个人所得税（自然人）	20%	契税（普通住宅）	1.50%
个人所得税（法人）	25%	契税（商业住宅）	3.00%

资料来源：根据印花税、所得税、契税相关规定整理。

（4）信托公司设立公益信托无法享受与慈善组织同等的税收优惠。在《慈善法》中，目前没有明确规定信托公司在开展公益信托时各项资产标的遵从的税收原则。信托公司普遍缺乏动力为公益信托管理资产，原因主要是税收和管理成本较高。而目前关于基金会以及个人捐赠却有着明确的规定。

（二）税收优惠对公益信托开展的影响

1. 缺乏相关税收优惠，公益信托资产以货币为主

由于目前关于公益信托的税收优惠资产范围并不明确，关于房屋、股权以及汽车等资产的税收优惠并不明确，相关部门内部缺少资产评估方面人员，因此对于货币以外资产依然按照一般商业活动中的购买与流转征税，对慈善行为没有激励作用。在目前的税法优惠制度下，关于汽车、房屋、股权等财产权为资产的公益信托，没有合适的通道。目前国内已经开展的公益信托，基本都是货币信托。

2. 税收优惠缺失，抑制了高净值人群投身公益信托的积极性

目前，公益信托的优惠不够，委托人无法享受同等税收优惠。我国公益捐赠流向境外，境外成为中国个人大额捐赠资金主要接收方。据统计，2014 年度境外机构接收的中国大额个人捐赠，数额超过了 242 亿元，占年度总额 80%，主要捐赠方式为股权捐赠。这主要是因为上市前后，股权捐赠税额差距大。中国大陆将股权捐赠视为销售，因此，捐赠方与接收方都要纳税，并且对于有计划上市的企业来说，上市前后，善款税额的差距更大。企业在上市之前，以股权形式做出的捐赠，需缴的税额可能并不高，但公司若上市后股价翻倍，届时慈善机构倘若要变卖这部分股票，则要上缴股



票增值部分 25% 的所得税，这如此将使得用于公益信托的资金大幅缩水。

（三）若干国家的成熟做法

1. 公益信托享受税收优惠的税种

国家税务总局专门就该问题进行了较为详尽的调查研究，并得出如下结论：这些减免集中在遗产赠与税、个人所得税、公司所得税、资本利得税等主要税种上面；而在增值税、商品劳务税方面则少有减免税政策。

表 7 部分国家公益信托税收优惠基本情况

国家	英国	新西兰	印度	爱尔兰	日本	瑞士
减免税种	遗产税	赠与税 所得税	赠与资本 利得税	赠与资本利得税所得税	遗产赠与税所得税	赠与税所得 税净财富税

资料来源：国家税务总局信托税制研究课题组：关于我国信托税制的研究报告。

分析各国的税收情况，可以看出，税收对公益信托的优惠措施主要体现在以下几个税种上：所得税、遗产税、资本利得税等。通常情况下，慈善机构（不论是信托还是公司）可豁免所得税（除了股息收入）、资本利得税、公司税、遗产税和印花税。

2. 美国、英国、日本的具体做法

（1）美国的具体做法。①公益信托与慈善团体享受优惠最多，私人基金会享受优惠较少。②可捐赠物品种类多，按照市场价格对各类资产进行评估计算税率。美国税法将税前扣除的捐赠物分为三类：现金、带有长期资本增益或长期资本利得性质的财物和带有普通所得性质的财物。根据不同的捐赠实体，捐赠扣除时的限定条件也有所不同。③设立分离利益信托，财产出售时仍可享受税收优惠

（2）英国的具体做法。①慈善性质的收入都可以享有税收优惠。在英国，公益信托设立之后，信托财产所产生的收益，不论什么来源，只要运用于公益目的，全额免征任何税费。②货币捐赠可从应税所得直接扣除，货物捐赠已抵扣形式扣除。

（3）日本的具体做法。日本对公益信托的税法规范，对个人与法人采取不同的办法，且税法上的优惠措施仅适用于金钱捐赠，其他如物质财产或不动产捐赠尚未被纳入此优惠范围。日本公益信托享有的税收优惠政策包括：①按照对于公益性质的不同分级，税收优惠不同。②个人作为委托人比公司作为委托人享有的优惠更大，日本公益信托享有的税收优惠政策包括：设立私人信托一般不征所得税。如果委托人是公司，则其信托财产转移均被视为在公平市场销售，应就其资本利得缴纳所得税。如果委托人是个人，信托财产的转移可视为特定捐赠支出，依据税法规定的扣除限额税前



扣除。③信托财产从委托人到受托人的转移不征消费税。④不同性质法人的优惠不同。

(4) 从上述材料来看,国外的公益信托税收主要体现在以下几个方面:对于优先发展的事业,国外优惠政策倾斜力度大,而且给予了很大力度的支持。从事慈善的金融机构与慈善组织之间税收政策没有区别,主要区别在于私人还是由机构作为委托人来执行信托,主要以捐款的慈善属性为征税依据。国外的重遗产税以及赠与税是促使高净值人群转向慈善税收的重要因素。而我国遗产税与赠与税的发展不够全面,公益信托税收优惠的特点无法体现,一定程度上导致高净值人群缺乏开展公益信托的动力。

(四) 意见与建议

现阶段,我国公益信托的发展处于起步阶段,依然离不开与基金会的合作,各项税收优惠政策依然需要与基金会作为共同体的角度考虑落实。

1. 为开展公益信托的法人提供与慈善捐赠同等的税收优惠

目前可以获得税收优惠的是慈善组织,应当尝试在现有的“信托公司+基金会”的合作模式上,将信托项目项下的双方视为同样可以获得税收优惠的主体,税收凭证可以凭借民政部门备案的信托文件和受托人开具收据联,由信托公司自主申请税收优惠,在基金会背书下获得开具发票资格。同时,应当为慈善信托提供与慈善捐赠同等的税收优惠。在信托计划中,为委托人与受托人均提供明确的税收优惠。

2. 扩大优惠范围,非货币资产以“成本原则”制定税收标准

对资产在流转过程中适当减少流转税、所得税以及利得税征收。避免重复征税,增加资产在慈善事业上的应用。同时,对于该类非货币财产捐赠,不应以普通商业活动中的销售、转让活动进行征税。相关法规可参考2016年《关于公益股权捐赠企业所得税政策问题的通知》,将适用范围由企业捐赠股权扩大到非货币资产中,对于以动产、不动产等非货币资产设立的慈善信托均采取税收优惠,以历史成本为依据确认捐赠数额。

3. 尝试设立分离利益信托

分离利益信托不仅可以帮助捐赠人实现捐赠目的,同时可以获得所得税、赠与税、遗产税的抵扣,同时在财产出售时获得资本利得税减免以及补充收入流。信托公司通过开展分离利益信托,为客户定制适合自身条件的慈善安排与税收筹划,为捐赠



人提供记账和会计处理、取得收益，分配和支付本金和收益；接收捐赠人的监督，定期进行季度报告，以及投资回顾。

4. 设计公益信托税收制度

确定税收原则。公益信托作为一种信托行为，关系各个行为人之间财产的增减变化，有财产变化，就会有纳税义务发生。在税制起草时，公益信托税制建立适用的原则需要予以说明：首先，税收中性原则，税收中性原则的目的是减少税收对经济活动的干预，发挥市场机制的作用；公益信托需要发挥信托公司的市场机制作用，利用税收优惠，减少税收对该项行为的影响。其次，导管理论原则。这部分需要明确信托公司在公益信托中的作用，导管原则中，信托中增加的利益由受益人享有，受托人只是信托利益输送的媒介，并不享有利益获得以及税收缴纳的义务。最后，实质课税原则。针对在公益信托发展过程中出现的滥用税法而形成的避税以及虚假行为偷税现象，在课税时，应当加强对课税要件的认定，注重实质而不理会形式。

明确税种结构。由于我国今后的税制改革是完善所得税和财产税，而信托财产具有的财产性和赠与性的性质，尝试将信托活动的税种包括进所得税、增值税、房地产税、契税、印花税、土地增值税、以及遗产税和赠与税。公益信托按照不同标的物的不同，具体的优惠税种、优惠幅度需要明确说明。

构建税制框架。由于信托税制几乎涉及所有的税种和信托业务的各个环节，从国外经验来看，一般无法单独设立信托税税种，信托税种的规定分散与各个税种的法律规定中。公益信托在设立之初可以考虑对资本利得税进行优惠，信托项目存续期间内对信托财产征收的流转税、所得税进行减免，信托终止时的所得税、遗产税按照受益人纳税原则进行征收，用于公益的部分进行减免，剩余部分按照正常所得予以征收，若不形成销售，则免收增值税以及附加。公益信托设立时遇到的不动产抵押时，若信托财产为不动产，应对于需要缴纳的房产税、城镇土地使用税等财产税予以适当减免，若涉及土地经营，则须缴纳土地增值税，若发生以经营为目的的财产转移行为，应补缴印花税。

七、结论

慈善信托属于公益信托，是指委托人基于慈善目的，依法将其财产委托人受托人，由受托人按照委托人意愿以受托人名义进行管理和处分，开展慈善活动的行为。公益信托具有信托目的的公益性、设立条件严格、由专门机构监管、公益信托的变更



和终止有其特殊性、公益信托享受税收优惠、公益信托的受托人受到较多监管等特点。公益信托的公益性包括目的公益性、效果公益性和完全公益性三个层面。在法律适用上,慈善信托首先适用《慈善法》来调整,如《慈善法》没有规定可适用《信托法》的规定,两部法律规定不一致时,应优先适用《慈善法》。《慈善法》生效前已成立并存续的公益信托,根据“法不溯及既往”的原则,应继续适用《信托法》来调整。《慈善法》生效以后从解释论上应认为不得继续根据《信托法》来设立公益信托。在两部法律因衔接不当而形成法律漏洞时,应通过法律解释、漏洞填补等来最小化法律适用的困难,从立法论上应尽快在立法中明确这些问题的处理依据。境外公益信托发展时间长,形成了稳定的监管与税收优惠制度。从监管体制来看,英国实行准则主义,慈善信托委托人和捐赠人的慈善愿望得到充分尊重,有助于调动社会开展慈善信托的积极性。日本和中国台湾地区在公益信托设立上较为严格,都实行目的事业管理机关许可的事前审批制。此外,两地公益信托都在实操过程中强制要求设置信托监察人,以保证其运行不会偏离慈善目的。此外,英国、日本和中国台湾地区均给予公益信托税收优惠地位,一般是比照慈善捐赠,优惠的税种主要涉及个人及企业所得税、遗产税、资本利得税、增值税、房产税等。现阶段的(准)公益信托呈现出以下特征:从公益事业管理机构来看,各级民政部门成为主要的审批机构,在一些特定的公益领域,公安部门、卫生部门、教育部门也曾担任辖域内公益信托审批机构;从信托规模来看,公益信托规模整体偏低;从信托期限来看,现有的公益信托期限跨度较大;从运作模式来看,现有的公益信托基本采取的是“公益信托+慈善组织”模式;从资助领域来看,现有的公益信托已经涵盖了救灾、扶贫、教育、医疗、环保等多个领域。公益信托实践中存在的主要问题在于公益信托设立审批难、资金来源有限、资金管理运营受限、管理费率偏低,缺乏有效激励。《慈善法》关于慈善信托的立法有重大突破,但仍有几个问题需要关注:慈善信托的清算、谁有公益信托受托人的变更权、监察人对信息披露的认可权、信托监察人监督权的缺位填补、情事变更情形变更信托文件条款权利的归属、慈善信托受托人辞任的批准权配置、公益信托的公募等。信托公司和基金会在从事慈善事业上有着天然的互补性。基金会在小额公众捐赠资金的募集和慈善项目的实施上具有优势,而慈善信托在面对诸如企业、高净值人群的大额捐赠和慈善财产投资管理、账户管理和信息披露等方面具备优势。“慈善信托+基金会”“基金会+信托公司”“基金会+财富管理信托”“私益信托+公益信托”“家族信托+家族基金会”等模式有利于双方扬长避短、形成合力。目前关于信



托公司的税收优惠在以下几个方面得到了实现：监管机构明确，监察人明确；捐款抵扣税费可三年叠加；境外捐赠减免关税、增值税；大额捐赠税额在计算之后扣除；公益股权捐赠的税收成本降低。但存在有以下问题：公益信托的税收优惠政策不明确、信托公司无法开具捐赠发票、存在重复征税风险、信托公司无法享受与慈善组织同等的税收优惠。

建议为开展公益信托的法人提供与慈善捐赠同等的税收优惠、扩大税收优惠的适用范围、非货币资产以“成本原则”制定税收标准、尝试设立分离利益信托。

参考文献

- [1] 赵磊. 公益信托法律制度研究, 北京: 法律出版社, 2008.
- [2] 解锟. 英国慈善信托制度研究, 北京: 法律出版社, 2011.
- [3] 周小明. 信托制度: 法理与实务, 北京: 中国法制出版社, 2012.
- [4] 周小明. 信托制度与比较法研究, 北京: 法律出版社, 1997.
- [5] 何宝玉. 信托法原理与判例, 北京: 中国法制出版社, 2013.
- [6] 何宝玉. 英国信托法原理与判例, 北京: 法律出版社, 2001.
- [7] 施天涛、余文然. 信托法, 北京: 人民法院出版社, 1999.
- [8] 谢哲胜. 信托法总论, 元照出版公司, 2003.
- [9] 何宝玉. 信托法原理研究, 北京: 中国政法大学出版社, 2004.
- [10] 张淳. 中国信托法特色论, 北京: 法律出版社, 2013.
- [11] 张淳. 信托法原论, 南京: 南京大学出版社, 1994.
- [12] 张淳. 信托法哲学初论, 北京: 法律出版社 2014.
- [13] 张天民: 失去衡平法的信托——信托观念的扩张与中国信托法的机遇和挑战, 北京: 中信出版社, 2004.
- [14] 中野正俊、张军建. 信托法, 中国方正出版社, 2004.
- [15] 张军建. 信托法基础理论研究, 北京: 中国财政经济出版社, 2009.
- [16] 余辉. 英国信托法: 起源、发展及其影响, 北京: 清华大学出版社, 2007.
- [17] 徐孟洲主编. 信托法, 北京: 法律出版社, 2004.
- [18] 吴宏、贾希波、程胜. 信托法论, 立信会计出版社, 2003.
- [19] 朱少平、葛毅主编. 中国信托法——起草资料汇编, 中国检察出版社, 2002.



- [20] 霍玉芬. 信托法要论, 北京: 中国政法大学出版社, 2003.
- [21] 沈达明. 衡平法初论, 北京: 对外经济贸易大学出版社, 1997.
- [22] 陈向聪. 信托法法律制度研究, 中国检察出版社, 2007.
- [23] 高凌云. 被误读的信托——信托法原论, 上海: 复旦大学出版社, 2010.
- [24] 许冬琳. 环境公益信托制度的构建, 人民论坛, 2016 (14).
- [25] 李喜燕. 慈善信托近似原则在美国立法中的发展及其启示, 比较法研究, 2016 (3).
- [26] 刘迎霜. 我国公益信托法律移植及其本土化——一种正本清源与直面当下的思考, 中外法学, 2015 (10).
- [27] 金锦萍. 论公益信托之界定及其规范意义, 华东政法大学学报, 2015 (6).
- [28] 王涛. 论公益信托受托人的忠实义务, 社会科学战线, 2015 (6).
- [29] 吴华、刘志刚、李晓玉. 中国减贫公益信托的实践发展, 武汉大学学报 (社科版), 2014 (4).
- [30] 倪受彬. 现代慈善信托的组织法特征及其功能优势——与慈善基金会法人的比较, 学术月刊, 2014 (7).
- [31] 赵俐. 论公益信托制度法律价值取向, 新疆社会科学 2013 (6).
- [32] 徐孟洲. 论我国公益信托的设立, 广东社会科学, 2012 (5).
- [33] 李政辉. 公益信托与基金会的关系: 基于融合的视角, 甘肃政法学院学报, 2012 (4).
- [34] 胡卫萍、杨海林. 我国公益信托法律制度的完善, 江西社会科学, 2012 (7).
- [35] J. E. Penner. The Law of Trusts. fourth edition, Oxford University Press, 2005.
- [36] Lusina Ho. Trust Law in China. Sweet & Maxwell Asia, 2003.
- [37] Philip H. Petti. Equity and the Law of Trusts, 11th ed., Oxford University Press, 2009.
- [38] Sarah Wilson. Todd & Wilson's textbook on trusts, 8th ed., Oxford, New York: Oxford University Press, 2007.
- [39] George G. Bogert. Cases and Text on the Law of Trusts. 8th ed. Foundation Press, 2008.
- [40] Scott A. W. Abridgement of the law of Trust. Boston: Little Brown and Company, 1960.



[41] Gorge G. Bogert, Dalin H. Oaks, H. Reese Hansen, Stanley D. Neeleman. Cases and Text on the Law of Trusts, 9th ed. , Foundation Press, 2012.

[42] HenryHansmann, Reinier Kraakman. The Essential Role of Organizational Law. The Yale Law Journal, Dec. , 2000, Vol. 110 (3).

[43] HenryHansmann, Reineier Kraakman and Richard Squire. Law and the Rise of the Firm. Harvard Law Review, 2006, vol. 119 (5).

[44] HenryHansmann. The Role of Trust in Nonprofit Enterprise. Chapter 6 in Helmut Anheier and Avner Ben – Ner, eds. , The Study of Nonprofit Enterprise: Theories and Approaches. Kuwer Academic Publisher, 2003.

[45] Hansmann &Mattei. The Functiong of Trust Law: A Comparative Legal and Economic Analysis, 1998, 73 N. Y. U. L. Rev.

[46] Langhein. The Secret Life of the Trust: The Trust as an Instrument of Commerce, 1997, 107 Yale L. J. 165.



老龄化背景下 养老信托运行机理与制度保障研究

课题牵头单位：国民信托有限公司

课题组成员：

石俊志	李晓龙	田 圆	彭晓娟	国民信托有限公司
王 琛				中诚信托有限责任公司
李元龙	谭 蕾			万向信托有限公司
刘天启	邢 尧			华能贵诚信托有限公司



摘 要

老龄化速度快、人口预期寿命增长快、家庭人口老龄化与少子化并存等是中国当前人口结构的主要特征。家庭规模小型化、独生子女政策的长期实施使得家庭养老功能迅速退化。中国总体上仍然处于发展中的较低收入水平，社会贫困人口多，再加上我国社会保障制度建设晚，社会保障资金存在亏欠，国家难以提供高水平的养老保障。家庭和个人仍然是养老保障的主要承担主体。

养老信托是指委托人利用信托制度为自己或他人的养老服务，委托一部分资产由受托人（国内主要是信托公司）进行管理或处理，以实现其特定的养老服务需求。因此，养老信托兼具养老服务和信托的双重特征，即长期性、保障性、特定目的性、消费性、社会性和养老保障确定性等特征。

中国一些信托公司在养老信托领域进行了大量的研究和探索，开发了少数几款养老信托产品，但与养老信托的理论分析和市场需求存在巨大的反差。中国政府出台了一系列支持养老服务业和包括养老信托在内的养老金融产品发展的规划和政策，但养老信托的发展仍然存在一些明显的障碍，如信托财产登记和税收的缺失等，现有信托公司的监管规定也与养老信托业务的特征不相符合，如合格投资人门槛太高、信托受益权缺乏市场等。

本课题主要采用走访调研和比较研究等方法，通过实地走访考察英国的养老金信托制度、中国香港的强积金计划、中国台湾的安养信托计划、中国香港的养老按揭贷款等养老信托业务的做法，梳理相关内容，分析这些养老制度和养老产品方案，以期对完善中国养老信托业务所需要的制度保障和发展养老信托业务有借鉴意义。

通过分析养老信托产业的运行机理，进行横向实践经验的比较研究，本课题发现在老龄化背景下，中国当前发展养老信托业务，需要完善养老信托各方当事人权益安排的相关法律制度，降低委托人的准入标准，拓宽信托财产的来源，严格信托运营中受托人的分类遴选机制，建立较为完善的信托监察人制度，建立符合养老保障功能的养老信托运营机制，建立统一的信托登记制度，夯实养老信托的法律基础，完善和细化针对养老信托产业的税费优惠政策，及时建立养老信托监管机制和监管政策。

关键词：老龄化 养老信托 运行机理 制度保障



目 录

一、中国人口老龄化与养老资金安排的矛盾	243
(一) 中国正加速进入人口老龄化社会	243
(二) 中国家庭结构变化及其对养老问题的影响	245
(三) 中国社保养老存在着巨大的资金压力	246
(四) 小结	248
二、养老信托及其在解决养老问题中的重要作用	249
(一) 养老信托在养老金融体系中的地位和特点	249
(二) 养老信托在养老金融体系中的优势	252
三、中国养老信托的业务实践及其制度障碍	255
(一) 中国政府支持养老服务业和养老信托发展	255
(二) 中国信托公司养老信托的业务实践	257
(三) 制约养老信托发展的相关制度缺失与障碍	259
四、其他国家和地区的养老信托运行机理与制度保障	261
(一) 英国的养老基金信托	261
(二) 中国台湾地区的安养信托	265
(三) 中国香港地区的强积金计划与安老按揭贷款	269
五、完善中国养老信托运行机制与保障制度的建议	274
(一) 降低委托人的准入标准，拓宽信托财产的来源	275
(二) 建立信托运营中受托人的分类遴选机制	276
(三) 建立较为完善的信托监察人制度	276
(四) 建立符合养老保障功能的养老信托设计、管理和保障机制	276
(五) 建立统一的信托登记制度夯实养老信托的法律基础	277
(六) 完善和细化针对养老信托产业的税费优惠政策	278
参考文献	279



一、中国人口老龄化与养老资金安排的矛盾

当前,中国老龄化趋势不断加强,家庭结构从大到小的变化影响着传统家庭养老功能的发挥,同时老龄化问题的加重和社会养老资金的巨大缺口之间也存在着巨大的矛盾,这些构成了解决养老问题和制定相关经济政策的关键背景,也为信托公司发展养老产业提供了市场契机。

(一) 中国正加速进入人口老龄化社会

老龄化是指一个国家或地区老龄人口占总人口的比重大幅度提高,评价老龄化的指标是老龄化率,即65岁以上人口占总人口的比重,当这一指标达到7%,则标志着该国家或地区开始进入老龄化社会,当老龄化率为14%时,则说明这一社会已经是老龄化社会。中国社会正在快速进入老龄化并呈现出如下五个特点。

1. 第一波“婴儿潮”出生人口逐步成为老龄人群

新中国成立后中国人口基数只有4亿人,国家实行鼓励生育的政策,但由于1959—1962年的三年自然灾害的重大冲击,人口增长迅速下降。1962—1975年,中国人口迎来一波非常迅猛的“婴儿潮”,中国每年出生人口均超过2000万人,这一波“婴儿潮”出生的人口数量将近3亿人,目前这些人将逐渐进入老龄化阶段。据联合国经济与社会事务部人口组发布的,2015年修订的《世界人口展望报告》,按中位变差值预测,2030年中国总人口为14.15亿人,其中65岁以上人口为2.43亿人,占总人口的比重为17.17%,2040年中国总人口为13.94亿人,其中65岁以上人口为3.43亿人,占总人口的比重为24.61%。很明显,未来十年将是中国从准老龄社会逐渐向标准老龄化社会过渡的时期。

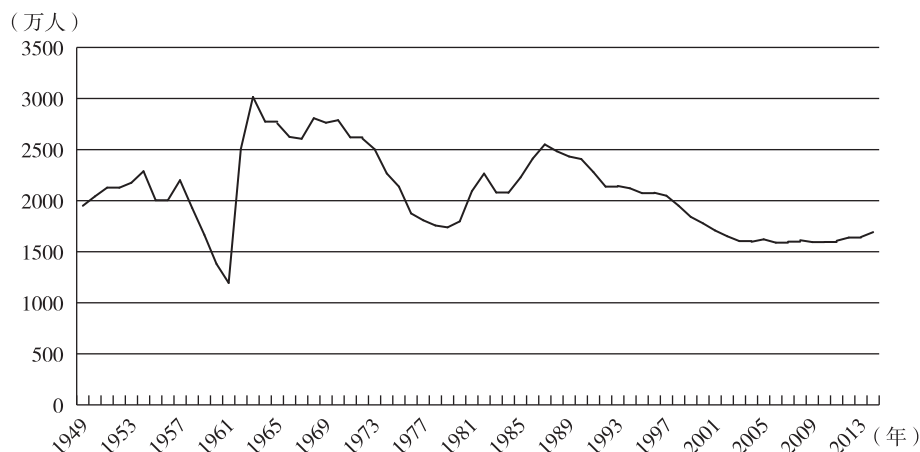
2. 第二波“婴儿潮”后中国人口替代率下降至自然替代率以下

1982—1997年,中国年均出生人口大幅低于第一波“婴儿潮”,作为人口大国,随着计划生育的实施,自20世纪90年代开始,中国人口替代率下降至2.1的人口自然增长替代率以下,尤其是1995年以后,中国人口替代率迅速下降至1.5左右,中国成为世界上少数低生育率国家,甚至低于人口负增长的日本^①。

3. 中国老龄化呈现顶部老龄化和底部少子化的双重特征

和1975年下宽上窄的人口金字塔结构相比,随着人口出生率的下降和人均寿命

^① 日本1975—1980年、1980—1985年、1985—1990年人口替代率分别为1.83、1.75和1.66。



数据来源：国家统计局。

图1 中国按年份统计的出生人口

的延长，中国人口金字塔形状随之发生了巨大变化。2015 年，中国 14 岁及以下人口占总人口的比例下降到 17.23%，而 65 岁及以上人口占总人口的比例增长至 9.55%。当前及未来，中国人口金字塔将长期呈现顶部老龄化和底部少子化的双重特征。

表 1

中国部分年份人口年龄结构

单位：千人，%

		1975 年	2000 年	2015 年	2030 年（预测）
总人口		905580	1269975	1376049	1415545
14 岁及以下人口	人口	363573	318321	237115	209746
	占比	40.15	25.07	17.23	14.82
15—64 岁人口	人口	505898	867191	1007504	962628
	占比	55.86	68.28	73.22	68.00
65 岁及以上人口	人口	36109	84463	131429	243171
	占比	3.99	6.65	9.55	17.18

数据来源：联合国 2015 年修订的《世界人口展望报告》。

4. 中国老龄化进展速度快

以 2000 年 12 月 31 日为基点，中国开展了第五次人口普查。此次普查数据统计显示，中国 65 岁及以上人口为 8825.6 万人，占总人口的比重为 7.09%，可以说，中国自 2000 年开始进入老龄化社会。以 2010 年 12 月 31 日为基点，中国开展了第六次人口普查，其中 65 岁及以上人口为 11883.1 万人，占 8.87%，同第五次人口普查数据相比，65 岁及以上人口的比重上升了 1.78%，截至 2015 年末，中国总人口为 13.74 亿人，65 岁及以上人口占比为 10.5%。国际社会通常将一个国家或地区 65 岁



及以上人口占总人口的比率从7%增加至14%所需要的年数定义为老龄化进展速度。分析欧美发达国家及日本等的老龄化进展速度可知,法国人口老龄化进展速度最慢,花费了115年,进展速度较快的是德国,用了40年,日本的人口老龄化率在1970年达到7%,到1994年即增加至14%,日本老龄化进展速度较快,仅用了24年^①。中国的人口老龄化在2000年达到7%,至2015年达到10.5%,预计将在2025年达到14%,用时与日本相当,为25年^②。

5. 中国人口平均预期寿命迅速增加

中国人口寿命自20世纪80年代以来增长非常迅速,1980—1985年到2010—2015年,对于出生人口的预期寿命,男性从66岁提高到了74岁,女性从69岁提高到了77岁。未来中国人口预期寿命仍将较快提高,2010—2015年,中国60岁人口的存活时间为19.43年,预期2030—2035年为22.26年,人口预期寿命的延长需要储备更多的资源用于养老安排。

(二) 中国家庭结构变化及其对养老问题的影响

1. 家庭规模小型化,3人及以下的家庭占主体

家庭规模小型化不仅是世界家庭发展的潮流,也是当前中国家庭变化的主要趋势。表2反映了在第五次人口普查和第六次人口普查数据中核心家庭户数的明显上升趋势和大家庭的明显下降趋势。2015年,国家卫计委发布的报告显示,家庭规模小型化,2人、3人家庭成为家庭类型主体。而在养老方面,老年人主要依靠自己和家庭成员照料,对社会服务需求较大。^③年轻人与老年人同居一个家庭的现象越来越少,作为家庭功能之一的赡养功能正在逐渐弱化。

表2 全国家庭结构户数分布数据 单位: %

时间	1人	2人	3人	4人	5人及以上	3人以下合计
2000年	8.31%	17.04%	29.95%	22.97%	21.73%	55.30%
2010年	14.53%	24.38%	26.87%	17.56%	16.66%	65.78%

数据来源:2000年数据根据第五次人口普查数据表5-1(计算)。2010年数据根据2010年人口普查资料“全部数据表”中的表5-1、5-1a、5-1b、5-1c计算。(张翼:中国家庭的小型化、核心化与老年空巢化[J].中国特色社会主义研究,2012(6).)

① 施锦芳.人口少子老龄化与经济社会可持续发展——以日本为例[M].北京:科学出版社,2014.

② 参见联合国2015年修订的《世界人口展望报告》, (<https://esa.un.org/unpd/wpp/Download/Standard/Population>).

③ 《中国家庭发展报告2015》: (<http://bj.bendibao.com/news/2015514/187754.shtml>).



2. 独生子女政策导致大量老年人“孤独终老”

《中国家庭发展报告 2015》指出，“空巢”老年人占老年人总数的一半，其中，独居老年人占老年人总数的近 10%，仅与配偶居住的老年人占老年人总数的 41.9%。农村老年人比城镇老年人面临更多困难，28.9% 的城镇老年人感觉养老没有困难，而农村则低于城镇 13 个百分点。^① 孤独终老是中国长期实施独生子女政策后老龄化的重要特征，老龄化与少子化、空巢化、残疾化和无偶化结合在一起，最后导致了一些老年人的老无所依、老难所养，特别是孩子夭折、配偶离世的孤寡“计划生育老人”，他们是最需要关注、关怀、关心的弱势群体。

3. 未富先老、未备而老给老龄化带来更大的挑战

发达国家人口老龄化伴随着城市化和工业化，呈渐进的步伐。当它们的 65 岁以上老年人口达到 7% 时，人均 GNP 一般在 1 万美元以上。中国进入老龄化国家时，人均 GNP 仅为 800 美元，发达国家的人口是先富后老，中国是未富先老，人口老龄化对经济的压力很大。面对人口老龄化的迅速出现，中国对老龄化问题在人力、物力、财力、认识和制度等方面准备不足，养老保障制度缺位严重，养老服务体系发展滞后，养老服务市场供给缺口巨大，中国的社会体系尚未做好应对人口老龄化的准备。

人口因素是经济、社会发展的基础，是制定各项政策的前提，也是影响和制约每个家庭和个人财富管理和规划的核心因素。中国人口结构正在发生剧烈的变化，随着人口老龄化程度的加深，20 世纪 60 年代、70 年代第一波“婴儿潮”出生的人口逐步加入老龄人群，中国人口红利消失阶段。随着第二波“婴儿潮”出生人口进入老龄化，即 2040—2050 年后，中国将进入重度老龄化阶段，人口老龄化将进入最严峻时期。再考虑家庭小型化趋势，与人口老龄化直接关联的养老问题将对中国经济社会管理和家庭财富管理带来深远的影响。

（三）中国社保养老存在着巨大的资金压力

1. 人口老龄化对中国储蓄率的影响

诺贝尔经济学奖获得者 F. 莫迪利安尼（Franco Modigliani）等提出了生命周期理论（Life - cycle Hypothesis），该理论也被称为消费与储蓄的生命周期假说，该理论推断，老龄化社会的国民储蓄率应该较低。经济学家 Loayza 等（2000）、Bosworth 和 Chodorow - Reich（2006）通过大量的计量分析研究证明，人口老龄化会显著降低国

^① 《中国家庭发展报告 2015》：<http://bj.bendibao.com/news/2015514/187754.shtm>。



民储蓄率。

中国具有较高的国民储蓄率，据世界银行数据库统计分析，2010年中国的国民储蓄率达52.1%，分别高于世界平均水平和OECD国家平均水平的32.4%和34.6%。高储蓄率是推动中国经济持续高速增长的重要因素，因为高储蓄率为高投资的形成提供了有利条件，而投资拉动是中国经济增长的重要推动力。陈彦斌（2014）在综合相关研究成果后，将推动我国高储蓄率的因素归纳如下：一是少儿抚养比大幅下降，养老的理念从“养儿防老”向“储蓄养老”转变。中国少儿抚养比（14岁及以下人口占总人口的比例）从1975年的40.15%下降至2015年的17.23%。二是经济高速增长，人民富裕程度提高，富裕的人民还未改变其节俭的生活习惯，故储蓄率会提高。三是由于社会保障、住房保障体制不健全，再加上房价快速上涨，居民预防性储蓄倾向普遍。陈彦斌（2014）研究预计2035年后，中国国民储蓄率将较2015年下降24.5%，跌至27.4%。

因此，随着中国老龄化进展的加速推进，加之老年抚养比的提高、长期经济增长速度的下降、住房保有率的提高等因素的影响，中国国民储蓄率将随着老龄化程度的加深逐步下降。

2. 人口老龄化对中国养老金体系的挑战

（1）中国的基本养老体系。1984年，中国开始对原有退休金制度进行探索改革。1997年，初步构建了社会统筹与个人账户相结合的社会基本养老保险制度框架。目前，中国基本建立了覆盖城乡所有居民和职工的社会保障体系。除此之外，还有大型企业自主开展的企业年金养老计划以及家庭储蓄养老。

（2）社会保险基金的缺口问题。中国基本养老保险金由基础养老保险金和个人账户养老保险金两部分构成。基础养老保险金就是社会统筹的部分。社会统筹部分实行现收现付制，即以同一时期正在工作的一代人的缴费来支付已经退休的一代人的养老金的财务模式，该模式的基本特征是根据养老金的需要从在职工作一代人的工资中提取一定比例的养老金，本期征收、本期使用，以后使用的储备不是该模式的重点。个人账户养老保险金来源于职工个人缴费形成的个人账户基金，该部分实行积累制。

人口老龄化是现收现付制的最大挑战。人口老龄化将会带来退休人员与在职缴费人员数量之比的大幅提高，从而导致养老金体系即期收入和支出之间存在缺口，这是现收现付制的最大弊端。因此，中国社会保障体制设计了全国社会保障基金，以应付人口老龄化来临时基本养老保障金的收付矛盾，而且还在基本养老保险制度设计时考



考虑到社会统筹部分的缴纳比例和基础养老金可以根据经济社会发展情况进行调整。由于全国社会保障基金规模的有限性，当人口老龄化进一步提高时，中国基本养老保险金存在缺口不可避免。李扬（2015）的研究指出，即使城镇职工养老保险替代率逐步下降，城镇职工养老保险金也将在 2023 年出现收支缺口（计入财政补贴和其他收入），到 2028 年累计结余将消耗殆尽，到 2050 年累计缺口将达到 849 万亿元，占当年 GDP 的 95.49%^①。

（四）小结

从中国老龄化问题的数据统计分析中可知，中国人口老龄化呈现老年人人口规模巨大、老龄化发展迅速、老龄化超前于现代化、经济上呈现未富先老、家庭规模小型化、空巢老人比例高等特征。2014 年全国老龄办发布的《中国人口老龄化发展趋势预测研究报告》还指出，中国老龄化还有地区发展不平衡、城乡倒置显著、女性老年人口数量多于男性等特征。

从国际经验来看，现代社会的养老保障主要由基本养老保险、企业年金、个人或家庭养老金融规划三部分组成，其中个人或家庭养老金融规划的产品包括养老商业保险、以房养老倒按揭、养老金融信托等。中国老龄化的基本特征决定了基本养老保险在中国居民养老保障中只能起“保基本”的功能，而且随着老龄化问题的日益严重，除延迟退休外，养老金替代率也将趋于下降，中国基本养老保险在“保基本”的保障程度方面将更低。

以 2015 年的数字为例，2015 年末全国有 7.55 万家企业建立了企业年金，比上年增长 3.0%；参加职工人数为 2316 万人，比上年增长 1.0%；年末企业年金基金累计结存 9526 亿元。参加企业年金的职工人数占基本养老保险人数的比例不到 3%，即使参加的职工人均结存企业年金余额也只有 4.1 万元左右。可以说，企业年金在中国居民养老保障中发挥的作用很小，近 97% 的退休人员不能享有企业的保障。

据中国家庭财产状况调查资料分析，中国大部分家庭财产中占比最大的是房地产，其中中等收入家庭中房地产占家庭财产的 77%，包括养老保险在内的金融资产占比不到 10%。

总体来看，中国养老金的基本情况是：基本养老金保障水平低，而且缺口很大，提高基本养老保障水平的空间很小；企业年金覆盖面小，保障水平同样低；商业养老

^① 李扬（2005）研究呼吁中国在增收、减支两方面改革养老保险制度，主要是逐步延长退休年龄增加养老保险收入，以及降低养老保险替代率减少养老保险基金支出，其他建议还包括养老金入市等，以提高养老保险投资收益。



保险参与率极低，在养老保障方面的作用很小。中国居民迫切需要加大养老保障安排中的金融资产规划，提高金融资产在养老保障安排中的比例，利用金融规划提前安排养老保障。在中国如此特有的人口老龄化背景下，家庭与个人养老保障必不可少，养老信托可以有所作为。

二、养老信托及其在解决养老问题中的重要作用

信托的本质是一种财产转移和财产管理制度。养老信托由于信托财产的独立性与受托人专业、连续的管理功能，既保证了养老财产的安全，又解决了老年人无力或不愿管理财产的问题，使财产能够充分被利用并增值，为老年人的养老生活提供资金和养老服务安排。

（一）养老信托在养老金融体系中的地位和特点

1. 养老金融及其种类

金融的核心在于风险管理和时间价值。在广义范畴上，养老金融是指将养老需求或养老产业发展与金融市场对接，通过养老资产在金融市场的投资，实现养老资产的保值增值。养老资产与金融市场对接后就形成了养老金融产业。金融的本质就在于资金的融通，养老金融的范畴可以从最广义上去理解。广义范畴的养老金融包括了所有参与商业运营的养老金融市场，市场对接对象包括有养老保障功能的政府社保机构的社保养老基金、有养老保障功能的企业年金、有养老金融需求或养老服务需求的公益或商业养老机构，以及有养老保障需求的个人或家庭。因此，对应金融市场的银行、保险、证券、信托等行业分类，养老金融也可以分为银行养老理财、商业养老保险、养老证券、养老基金、养老信托等。

2. 养老信托的概念和特点

养老信托属于养老金融中的一个子类，养老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，由受托人按委托人意愿以自己的名义，为受益人的养老目的而对养老财产进行管理或者处分，或为受益人提供全面养老服务的行为，以及将财产或财产权用于养老产业的开发和建设的行为或安排。

养老财产管理信托的发起方以委托人为主，受托人在中国一般是信托公司，在向客户提供养老咨询服务的过程中，为客户设计特定的养老保障规划，受托人接受委托人的财产信托，为委托人指定的受益人的养老保障履行信托财产的管理和处分等受托



职责。养老产业信托的发起方一般是受托人，即信托公司，信托公司基于养老服务产业发展的前景和老年人的养老需求，发起设立养老服务项目，向包括养老服务需求者在内的社会投资者进行推介，募集包括资金在内的财产或财产权，开发和建设养老服务产业，促进社会养老产业发展，投资者获得养老服务业的服务消费权益或养老产业的资产增值收益。

养老信托兼具养老服务和信托的双重特征，主要有如下特征。

(1) 长期性。长期性是所有养老规划所具有的特征，也是养老信托的特征之一。养老信托的长期性体现在以下几个方面：一是委托人可以而且必须在中年时期、劳动能力和财富创造能力强时就筹划养老安排和养老规划，而养老资金和养老消费的需求则需要等到老年，甚至暮年时才使用和消费，跨越时间短则十余年，长则四五十年；二是即使老年人安排的养老信托规划，跨越的期限也长达二十年，甚至三十余年，随着人均寿命的延长，养老信托跨越的期限将更长。

(2) 养老目的性。养老信托产品的目的是弥补社会基本养老保障在资金和养老设施方面的不足，使受益人获得更高保障水平的养老保障服务，因此，养老信托资产的使用和管理要以实现受益人特定的养老保障和特定的养老服务为目标。为了实现特定目的的养老服务，受托人需要提前与委托人进行充分的沟通，需要对受益人个性化的养老需求进行充分的调查和分析，以合理规划和设计养老信托的规模、资产类别、信托资产的使用和管理方案，确保委托人为受益人安排和规划的特定养老目的能够实现。养老信托资产的使用需要进行适当的限制和约束，以确保委托人为受益人安排的养老保障功能能够实现。

(3) 财产隔离功能。信托财产的隔离功能又叫信托财产的独立性，是指信托一旦设立，信托财产就既独立于委托人的财产，又独立于受托人的财产，仅仅服务于信托目的。无论是委托人还是受托人，死亡或者被依法撤销、解散、宣告破产，信托财产都不属于其遗产或清算财产，不承担民事责任。信托财产的独立性可以将受托人基于自己的利益而处理信托财产在法律上的可能性减少到最小限度，从而极大地提高信托财产的安全系数。这种财产隔离功能保证了受益人收益的稳定性和确定性，符合养老保障的实际情况。

(4) 信义和专业理财。所以信托，即“信+托”，信任之后才有托付。信托的设立一定要建立在信任的基础上，信托本身就是以受托人的忠诚履职为特色的，受托人至始至终都要以委托人的意愿按照信托协议的约定履行职责，同时也要受到监管机构



严格的监管。养老信托灵活稳妥、专业的理财能够较好地保障养老资产的稳妥管理。养老金融服务于老年人群的资产保障、投资需求和养老消费。一是通过完善包括保险、基金在内的各类契约型储蓄机构、以及金融产品创新，为老年人群的基本生活提供安全保障网；二是把促进当前消费与养老结合起来，基于商业信用进行养老金融创新；三是根据老人特点，开发出更多的银发投资产品，提供更综合全面的财富管理服务。因此，养老金融在整个金融链中涉及社保资金的运作和管理、年金及类年金的管理、私人养老的财富管理、养老融资服务，以及养老保险、信托、基金、证券、支付结算和专项服务等。

3. 养老信托与其他养老金融的比较

(1) 养老信托与社保养老金金融、企业年金金融的区别。社保养老金金融是指负有社保金管理和运营职责的政府社保机构为了避免基本社保养老金的缩水，将资金投资于金融渠道以实现保值增值的资金运营活动。企业年金金融是指企业年金管理部门将企业年金与金融市场对接，进行投资运营以实现企业年金保值增值的活动。这两类的共同点都在于资金的管理者是负有公共管理职责的部门或机构，出于对其下属成员的养老保障负责，对全体成员共同所有的养老保障基金履行管理运营职责，以此实现未来对所有成员的养老保障支付。养老信托与这两类相区别，它是指个人或家庭作为委托人将资金或资产委托给信托公司，建立养老信托法律关系，以此实现养老资产的保值增值或养老服务的满足。此概念立足于本课题的研究，是狭义范畴上的养老信托，特指私人养老信托，不包括养老金、企业年金等公共养老基金投资于信托产业运营的情形。

(2) 养老信托与银行养老理财、商业养老保险的区别。银行养老理财产品是利用储蓄业务实现对老年人财富的保值增值，从而达到保障养老的目的；商业养老保险是一种个人在商业保险领域的长期投资，其投资门槛低，缴费时间往往长达几十年，具有收益明确稳定、期限长的特点。但其缺点也比较明显，保险重在保障，其收益和保值增值效果比养老信托逊色，实践中往往旨在抵抗通胀。二者都是一种养老财产投资的个人理财行为，目的是实现资金的保值以满足养老需求，二者的特点都是稳定性较好，收益率明确，门槛相对较低。

首先，通过设立养老信托则不仅限于获得资金的收益以实现养老保障，还可以自由选择或灵活处理，获得资金保障之外的消费产品、服务等，这对于老年人来说无疑满足了其多样化的需求。其次，信托财产具有的破产隔离功能还能够一定情况下保



障养老资产免于债权追索，具有更好的安全性和保障性，而银行理财和养老保险的收益始终都是老年人债务的追索对象。最后，养老信托投资的门槛要高于银行养老理财，资产收益也要高于银行养老理财，在普及性上差于银行养老理财。这就决定了养老信托投资的人群一般是资产高净值人群。

4. 养老信托的分类

根据养老信托的不同标准，养老信托也可以分为很多类。比如按照委托人和受托人是否具有同一性，可分为自益养老信托和他益养老信托；按照受托人接受的养老信托是否营利，可分为民事养老信托与商事养老信托。随着未来资管行业发展的深入，无论民事还是商事养老信托，受托人都有可能包括自然人、政府机构或者公益组织等。根据养老信托设立是为了私人利益还是公共利益，分为私益信托和公益信托。根据养老委托人指定的信托管理方法的不同，分为管理信托和处分信托。根据养老信托财产是属于个别管理还是集团管理，分为个别信托和集团信托。根据养老信托设立的依据不同，分为合同信托和遗嘱信托。

（二）养老信托在养老金融体系中的优势

在中国目前的养老保障体系中，第一支柱的社会养老保险金的覆盖面虽然较广，但存在社会整体资金缺口大、压力大的问题，在保障水平上也处于较低的层次，无法满足高水准的养老保障需求；第二支柱的企业年金及职业年金保险制度还仅存在于极少数大中型国有企业中，其推广实践尚处于摸索阶段；家庭或者个人养老作为第三支柱的养老保障，无疑发挥着重要的补充和提高作用。利用信托来安排养老资产，还在于其具有信托制度在家庭财富管理上的独特优势。

1. 清晰的受托人信托责任

无论是《信托法》的原理还是《信托法》的法条，都对信托关系中的受托人信义义务作出了明确的规定，即恪尽职守，履行诚实、信用、谨慎、有效管理的义务，为受益人的最大利益处理信托事务；受托人应将信托财产与其固有财产和受托人管理的其他信托财产分别管理，分别记账，受托人不得将信托财产转为其固有财产，并不得利用信托财产为自己谋取合同约定权益以外的利益；受托人必须保存处理信托事务的完整记录；受托人应按照合同的约定向受益人支付信托利益，信托终止时以信托财产为限向信托受益人返还信托财产。信托责任要求信托受托人忠实于其受托人义务，不损害委托人和受益人利益。杜绝受托人违背其忠实义务，杜绝挪用或者侵占信托财产，损害受益人的利益。



养老之所以与信托模式结合，其中受托人的法律责任至关重要，信托架构的核心是受托人的诚信责任，养老信托的受益人是老年人，是社会中的弱势群体，如果养老机构不对其尽到最大诚信的信托义务，那么其基本的财产权可能受到侵害，其基本的人身权也会受到侵害。通过《信托法》的这些强制性规定，可以在法律框架下，最大限度地保护老年人的利益，使其安度晚年，实现社会和谐、正义的目的。

2. 安全的养老信托财产隔离制度

养老信托成立后，对于委托人而言，其一旦将信托财产转移给受托人，就丧失了对信托财产的所有权。信托财产独立于委托人的自有财产，不再是委托人的财产。信托财产不受委托人破产的影响，也不受委托人债权人的债权追及。委托人死亡或被依法解散、撤销、宣告破产时，信托财产不属于其遗产或清算财产，不承担民事责任。

对于受托人而言，其占有和管理信托财产，表面上看似乎拥有对信托财产的所有权，但它必须将信托财产与自有财产相分离，其对物的所有不能对抗受益人。特别是在投资活动中，信托财产明显独立于其他财产，受托人在管理信托财产时，必须将该财产与自有财产加以区分，并和其他信托财产分别管理。信托财产不受受托人破产的影响，也不受受托人债权人的债权追及。受托人被依法解散、撤销、宣告破产时，信托财产不属于其遗产或清算财产，不承担民事责任。除了依照信托条款的约定应支付给受益人的财产之外，受托人在处理信托事务过程中所产生的利益均属于信托财产。

对于受益人而言，虽然其对信托财产享有信托利益，但这种信托利益只有在其信托利益请求权实现以后才真正变现。其对信托财产的所有权只有在某种特定的情况下才能实现。因此，只有当受托人将信托财产利益支付给受益人，信托财产才能成为受益人的自有财产。在信托的有效运作中，信托财产也独立于受益人的自有财产。

3. 广泛的信托财产运用方式

信托具有较大的弹性空间，信托设立方式多样，如信托合同、其他书面形式、遗嘱等。信托财产来源既可以是资金，也可以是动产与不动产。信托目的只要在合法的前提下可以按委托人的意愿为受益人的利益自由设定，信托在实现受益人养老保障方面具有很大的灵活性。

基于信托较大的灵活性，信托能把老年人的财富或资源转化为其未来的养老资源，信托能将动产、不动产、物权、债权，以及股票、债券、专利权、商标权、著作权等，经过登记或公示变为信托财产，并通过信托产品的结合设计，综合使用，更好地发挥信托独特的价值，服务老年人群。



根据对国外情况和中国香港的各种养老措施的调研，信托介入养老中的主要优势在于，信托受托人在将各种资产巧妙汇集后，由专业投资机构运用于各种金融工具或实业投资，谋取资产的增值。这些投资专家具有丰富的行业投资经验，掌握先进的理财技术，善于捕捉市场机会，为信托财产的增值提供了重要保证。

4. 明确的养老目的

信托目的是指信托人通过信托行为所要达到的目的，一般要载明于信托合约之中。它是信托存续过程中受托人的行为指南，是衡量受托人是否忠实、谨慎、圆满地尽到了受托人义务的标准。没有信托目的的存在，或信托目的不明，就会令受托人在管理信托过程中不知所措，就会失去判断受托人是否违反信托的标准，因此各国的信托法规均视信托目的为信托设立的必备要件之一，没有明确的信托目的，信托就不会成立。

养老信托的目的性非常明确，就是财产用于养老，这不仅是养老信托合同的规定，也是《信托法》的强制性规定，老年人的财产转移到受托人名下，能否用于养老，能否用于老年人的生活安排，都会受到信托目的的制约，从国外和中国香港地区以及中国台湾地区的经验来看，养老金和养老财产之所以放在信托名下，固然有财产隔离的功能，但实际上也是确保养老财产为养老服务，防止财产被侵占或挪作它用。

5. 受托人专业的资产管理

受托人（信托公司）专业化的资产管理能够同时保障养老资产的安全性和收益性。

信托公司是专业的投资机构，其信托财产所有权与收益权分离的管理模式、强大的经济实力和专业的投资人员，能确保公司根据市场和企业的发展变化，及时确定投资方向，调整投资组合，分散市场风险，从而获得较高的投资回报，实现养老信托资产的保值增值。养老信托资产管理关系成立后，受托人必须履行忠实义务和谨慎投资义务，并负有将收益交付受益人的义务。受托人不仅可以按照委托人的要求制订出相应的财产运营计划，而且还可以设计出一系列的投资组合。

信托公司的专业理财能够防范运营风险，保障养老资产的安全。养老资产运营需要考虑的最重要的一个问题就是如何保障其安全性，信托公司具有专业的投资能力、有效的监督体系，能保障养老资产的安全运行。

6. 信托关系的持续性与养老金支付的周期相适应

信托是一种长期、稳定的财产管理制度。一方面，信托一旦设立，除保留撤销权



之外，委托人一般不得撤销，委托人可以依据自己的意愿对信托财产作长期规划。另一方面，信托关系具有独立性。受托人也可能由于以下几类事由而发生不能继续处理信托事务的情形：受托人死亡、辞任、破产、丧失行为能力，以及法人受托人解散、以具备特定资格为条件的受托人丧失该资格等。当受托人出现以上事由不能再处理信托事务时，信托关系并不是当然消灭，原则上可由信托文件指定的任命人任命或由利害关系人申请法院选任新的受托人，新的受托人一旦选定并上任，便取代原受托人而进入信托关系，从而使原信托事务继续下去，直到发生终止信托关系的事由时止。信托依法成立后，在信托关系存续期间，不因受托人的欠缺或更迭而受到影响。受益人的受益权原则上可以转让和继承。养老信托一般时间跨度长，期限往往长达几十年。由于信托运营的连续性，以及一旦设立委托人就不能随便撤销信托的特点，比较适合养老资产周期长的特点。

7. 养老信托运营的监察人保护机制

信托监察人不是营业信托的必设机制。中国《信托法》要求公益信托必须设立监察人制度。信托监察人有权以自己的名义，为维护受益人的利益，提起诉讼或者实施其他法律行为。

养老信托由于其受益人在年长或主张保护自我的能力衰减后，需要有一个机构为保障其养老服务需求的利益按照信托合同约定的方式得以实现，也需要建立监察人制度。在具体的养老项目实施过程中，为确保和监督养老信托受托人适当管理和处分信托财产，信托监察人可以行使受益人享有的监督权，监督受托人是否依照信托文件履行信托义务，但信托监察人独立于受益人，不能享有受益人享有的实质权利，如信托利益享有权。在老年人失去民事行为能力或不能行使自己的权利时，应由信托监察人以自己的名义依法提起诉讼，有效地对信托受托人进行法律监督。

三、中国养老信托的业务实践及其制度障碍

养老信托的特点和优势决定了其是解决目前养老困境的手段之一。近几年来，中国信托公司在养老信托领域进行了大量的研究和探索，部分信托公司也开发了几款养老信托产品。但是，目前养老信托产品呈现数量少、规模极小等尴尬局面，养老信托在理论上的作用与业务实践存在巨大的反差。

（一）中国政府支持养老服务业和养老信托发展

随着老龄化的来临，中央政府、地方政府和有关部委都出台了支持养老服务业发



展的规划和政策。核心的政策和规划如下。

1. 中国政府高度重视养老服务业发展

近年来，随着中国老龄化问题的日趋严重，中央政府高度重视养老服务业的发展，对养老服务业的发展进行了规划，并出台了一些基本政策，支持社会各界采取多种方式促进养老服务业的发展。

2011年12月，国务院办公厅发布《社会养老服务体系规划建设规划（2011—2015年）》，这是中国第一次将社会养老服务体系规划建设纳入专项规划范围，并提出“发挥市场在资源配置中的基础性作用，打破行业界限，开放社会养老服务市场”。

2013年9月，国务院发布《国务院关于加强发展养老服务业的若干意见》，明确提出发展养老服务业的主要任务、政策措施与组织领导。

2016年3月，《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》出台，其中第六十四章“改革完善社会保障制度”提出，“完善统账结合的城镇职工基本养老保险制度，构建包括职业年金、企业年金和商业保险的多层次养老保险体系，持续扩大覆盖面。实现职工基础养老金全国统筹。完善职工养老保险个人账户制度，健全参保缴费激励约束机制，建立基本养老金合理调整机制。推出税收递延型养老保险。”其中第六十五章“积极应对人口老龄化”提到，“建立以居家为基础、社区为依托、机构为补充的多层次养老服务体系”，“全面放开养老服务市场，通过购买服务、股权合作等方式支持各类市场主体增加养老服务和产品供给”。

2. 有关部委明确支持信托公司发展养老服务业和养老信托

2016年3月，人民银行、民政部、银监会、证监会、保监会联合印发《关于金融支持养老服务业加快发展的指导意见》，要求“到2025年，基本建成覆盖广泛、种类齐全、功能完备、服务高效、安全稳健，与我国人口老龄化进程相适应，符合小康社会要求的金融服务体系”。其中，特别提出，“鼓励信托公司利用信托制度优势，积极开发各类附带养老保障的信托产品，满足居民养老领域金融服务需求，支持养老服务业发展”，“加快老年医疗、健身、娱乐、旅游等领域消费信贷、信托产品创新。鼓励银行业金融机构探索住房反向抵押贷款业务。鼓励金融机构积极探索代际养老、预防式养老、第三方付费养老等养老模式和产品，提高居民养老财富储备和养老服务支付能力”。

2001年颁布实施的《信托法》规定，公益信托的范围包括救济贫困等社会公益事业。2016年3月颁布、9月起正式实施的《慈善法》，明确将“扶老、救孤、恤



病、助残、优抚”写入“慈善活动”范围中，并专章规定了慈善信托。

3. 地方政府支持养老服务业发展

各地方政府响应中央号召，纷纷出台了适合本地的养老事业发展规划和政策。如2016年8月，北京市政府常务会审议通过《北京市“十三五”时期老龄事业发展规划》，这也是北京市首次将老龄事业发展规划上升为重点专项规划。规划提出，支持建立担保托管中心，开展计划生育特殊困难家庭老年人入住养老机构担保、老年人以房反向抵押贷款担保、养老服务机构银行贷款担保、养老服务机构土地租赁托管等服务。“十三五”期间，北京市将制定全市统一的住房反向抵押养老保险房屋抵押登记合同范本，建立抵押登记专项绿色通道，试点开展老年人住房反向抵押。

（二）中国信托公司养老信托的业务实践

1. “现金回报+消费权益”的集合资金信托计划

某信托公司发起集合资金信托计划，信托资金以追求相对稳健的固定收益的金融产品投资为主，受托人与养老服务提供商签订养老服务集中采购合同，约定养老服务消费内容和服务采购方式；受益人获取的收益可以在现金和签约的养老消费服务中进行选择。委托人授权信托公司全权管理信托资金的使用和投资。信托公司通过考察、筛选符合客户需求特征的养老服务机构，以大客户或集团客户的角色与养老服务机构进行洽谈和协调，签订较市场价格优惠的养老服务合同，受益人基于养老服务需求选择以养老服务形式获得信托收益。

该信托计划每个标准信托单位为50万元，信托单位标准的设定参考了特定养老床位和相关养老服务需求所要求的服务价格。委托人认购的信托单位分为两类：A类为即刻入住型，委托人认购此类信托计划就可以根据认购的信托单位获得相应等级的养老床位和级别的养老服务，委托人指定的受益人可以随时入住签约的养老机构，获得相应的养老服务消费权益；B类为远期信托收益分配权，受益人可以在获取信托收益时在现金收益和养老消费权两者之间进行选择。

该产品无固定期限。投资人在信托文件约定期间试住体验消费产品后，若不认同，则投资人可提出提前终止信托单位，信托公司向投资人返还信托本金，试住发生的费用以对应信托收益为限由信托财产与养老机构结算；若自投资人申请实现消费权益之日起6个月仍未实现入住的，则可提前终止信托。同时，自信托成立日起每两个信托年度，委托人可提出终止信托，根据信托文件约定向受托人提交赎回申请。



2. 养老金融信托

基于中国传统文化的影响，绝大部分中国人都希望为子孙后代留下大笔财富，但是，受各种原因制约，一些年龄较高的高净值人士的个人养老却没有妥当地规划和安排。某信托公司基于这些客户的需求，设计和开发了兼具养老和家族财富传承双重特征的养老金融信托产品。

该产品是一款具有养老保障安排功能的家族信托，信托合同条款优先实现客户的养老保障，包括养老资金安排、医疗保障、紧急救助、法律服务，甚至将客户身故后的丧葬等事宜都进行了合理的安排；支付客户养老服务需求后的剩余资金再按照客户约定的方式实现财产传承功能。该产品将客户的养老保障和财富传承进行了通盘规划，通过信托机制安排妥善解决了家庭财富在养老和传承之间的合理分配，以法律方式和信托公司的管家式专业服务让高净值客户安享幸福晚年，满足了其对子孙后代的眷恋和关怀。

3. 养老产业发展投资信托

目前，信托公司养老产业发展投资信托的主要方式是为养老地产开发公司提供融资。信托公司甄选优质养老管理公司和养老产业投资机构，推动和促进养老产业健康快速发展，同时，也实现信托产品投资者的资产增值需求。

未来，信托公司还需要加大养老产业投资类业务的开发力度。投资者尤其是潜在的养老服务者加大对符合自己需求的行业和领域的资产配置，既可以实现投资者对养老产业发展前景的期待，分享养老产业发展的红利，也是养老需求者对冲资产风险的重要的方式。

4. 养老信托的未来需求

养老信托的未来需求趋势如图2所示。

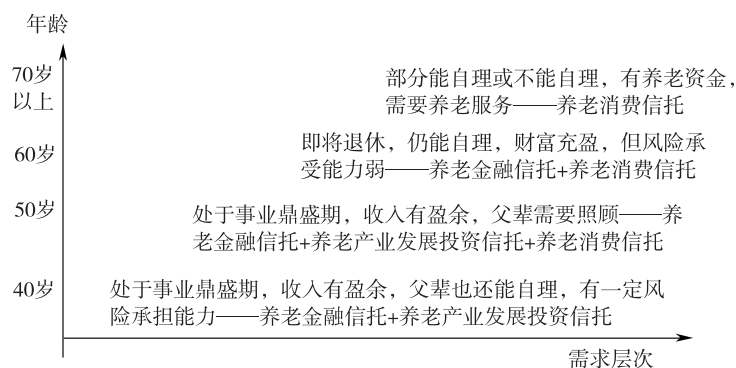


图2 各年龄阶段的养老信托安排



（三）制约养老信托发展的相关制度缺失与障碍

中国要发挥信托制度在解决老龄化面临的诸多问题方面的作用，还需要全面梳理信托公司运营的政策要求，调整一些不适合养老信托业务发展的制度障碍，其中以下几个方面比较重要。

1. 合格投资者门槛

2009年2月修订的《信托公司集合资金信托计划管理办法》规定，“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300万元以上的自然人投资者和合格的机构投资者数量不受限制”，其中“合格投资者，是指符合下列条件之一，能够识别、判断和承担信托计划相应风险的人：（一）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；（二）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；（三）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”。

实践中，信托公司在设计养老信托产品时，存在受限于该规定的情况。主要原因是大部分符合上述合格投资者标准的自然人，其自身已经具备了一定养老的规划、能力和安排，对于养老信托产品的需求并不高，而对于养老信托产品有较大购买意愿的潜在人群，往往是经济能力并没有达到一个较高的水平、需要通过信托产品的收益和安排来帮助他们实现养老的计划，这些自然人一般难以达到目前的合格投资者门槛，而且由于单人的认购金额较小、受众更为分散，也受制于单个信托计划不得超过50人的限定。现有的规定事实上造成了相当大比例的个人被挡在合格投资者的门槛之外。

2. 养老产业优惠政策

2014年4月，国土资源部印发《养老服务设施用地指导意见》，该指导意见规定：“专门为老年人提供生活照料、康复护理、托管等服务的房屋和场地设施占用土地，可确定为养老服务设施用地”，“养老服务设施用地在办理供地手续和土地登记时，土地用途应确定为医卫慈善用地”，“经养老主管部门认定的非营利性养老服务机构的，其养老服务设施用地可采取划拨方式供地”，“营利性养老服务设施用地，应当以租赁、出让等有偿方式供应，原则上以租赁方式为主”，“为降低营利性养老服务机构的建设成本，各地可制定养老服务设施用地以出租或先租后让供应的鼓励政



策和租金标准，明确相应的权利和义务，向社会公开后执行”，“民间资本举办的非营利性养老机构与政府举办的养老机构可以依法使用农民集体所有的土地”。

虽然在国家层面已经出台了上述针对养老地产方面的优惠政策，但是存在如下问题：首先，其中提到的具体优惠力度并不清晰，实际适用尚未有明确的标准；其次，该指导意见在各地的执行中存在不同的理解和尺度，难以达成政策出台的初衷；最后，各地也并没有结合当地的实际情况，跟进出台细化的执行办法。

养老产业并未从中收获实际的降成本效益，中国养老产业盈利模式和可持续发展模式仍在探索，信托资金投资养老产业面临较大的不确定性，制约了养老产业信托业务的发展。

3. 信托财产登记与税收政策

2001年，中国颁布实施《信托法》，但《信托法》对不动产财产的信托登记没有进行详细规定，致使不动产等财产难以纳入养老信托财产规划，信托税收优惠没有在本法律层面得到解决，致使开展养老信托没有税收优惠空间，老人和信托公司在开展相关业务时都缺乏足够的动力。

设立中国信托登记有限责任公司是中国信托登记制度建设的重要突破，但是仍不能解决信托财产登记和养老信托税收优惠等问题。对于养老信托而言，如果股权和不动产等财产难以作为信托财产，将大大影响养老信托的运营空间。

4. 其他

2016年3月18日，银监会向各银监局下发《进一步加强信托公司风险监管工作的意见》（以下简称“58号文”），这是继2014年4月银监会下发《关于信托公司风险监管的指导意见》（以下简称“99号文”）之后，又一次下发的系统性风险指导。“99号文”提出，信托公司不得开展非标理财资金池业务，在此基础上，“58号文”要求，加强信托业务的流动性风险监测，加大非标资金池信托排查清理力度，摸清底数，督促信托公司积极推进存量非标资金池清理，严禁新设非标资金池，按月报送非标资金池信托清理计划执行情况，直至达标为止。

关于信托公司资金池业务，主要特征是信托资金投资于资本市场、银行间市场以外没有公开市价、流动性较差的金融产品和工具，从而导致资金和资产“多对多”的对应关系、期限错配。而养老信托产品的长期性，要求其能够达到一定的收益率才能保证抗通胀、增值保值，因此在这一规定之下，信托资金的投资运用范围和领域大大受限，养老信托业务操作难度很大。



四、其他国家和地区的养老信托运行机理与制度保障

（一）英国的养老基金信托

1. 英国人口老龄化及其养老保障体系

自 20 世纪 70 年代以来，英国经济增长率放缓，人口老龄化问题加剧，政府财政负担严重。在此背景下，英国政府开始对养老保险制度进行改革。1986 年出台的《社会保险改革法案》开启了英国养老保险责任由公共部门向社会私人部门转变的进程，私人部门养老金计划得以发展。首先，该法案修改了国家收入关联养老金计划的计算方式，降低了养老金支付水平，为了更好地配合国家收入关联养老金计划的协议退出机制，政府降低了保险税，并对雇员、雇主纳税予以折扣优惠。其次，针对职业养老金计划增加了 DC 型（即缴费确定型）养老金计划，基金的投资风险由雇员承担，分担了 DB 型（即收益确定型）养老金计划的雇主风险，增加了雇员选择养老金投资运营方式的可能性，使其更具自主选择权。

该法案还首次提出个人养老金计划，这是英国 1986 年养老保险制度的一大创新。雇员可自愿选择个人养老金计划，雇主将根据雇员的选择结果，为其代扣应缴费用并向保险公司缴纳。英国养老金私有化改革是比较成功的，实现了养老责任从国家向私人部门转移的任务，基本上解决了国家财政负担过重的问题，使得英国政府养老金支付负担保持在较低水平，也促进了私人部门养老金计划的快速发展。

1995 年英国出台《养老金法案》，加强了政府对养老金运营的监管，设立了职业养老金计划监管局，延长了国家养老金计划的雇员退休年龄，鼓励私人部门养老金计划。随着人口老龄化的加剧，养老金支付压力进一步增大，养老金入不敷出。2013 年，英国再次大幅进行养老金改革，强制每个雇员加入职业养老金计划，并提高了缴费比例，调整了养老金的管理制度，养老金运营进一步市场化。

2. 英国的养老金计划

英国的养老金计划分为国家养老金计划、职业养老金计划和个人养老金计划三个层次，主要内容如下。

（1）国家养老金计划（State Pension）。国家养老金计划包括国家基本养老金计划及国家收入关联养老金计划，二者都是由政府承担相应责任。国家基本养老金计划的资金主要是政府税收，来源于依照法律规定和期数缴纳的国民保险税，规定雇主及达



到缴费年龄的雇员强制缴纳，达到缴费数额及年限的雇员在退休后每人领取的养老金数额相同，但养老金支付水平会随着经济发展作相应调整。国家收入关联养老金计划不同于国家基本养老金计划，雇员年收入达到一定条件后即自动加入该计划，该计划鼓励雇员额外缴费，并依据个人缴费金额及整体支付水平进行支付，实现对各阶层收入者养老金的合理配置。目前，国家养老金计划基本做到全民覆盖，养老金安全性高，投资选择相对保守，由于支付水平不高，仅能满足国民退休后的最基本生活标准，并不能作为养老保障体系的主要支柱。

(2) 职业养老金计划 (Occupational Pension)。英国职业养老金计划历史悠久，最早可以追溯到 1590 年覆盖皇家海军成员的查塔姆基金。在 1921 年英国政府立法对职业养老金计划予以税收优惠后得以全面发展，职业养老金计划是雇主发起设立的养老金计划，其资金来源于雇员按费率比例缴纳的养老金及雇主补充缴纳的养老金，职业养老金计划分为 DB 型（收益确定型）、DC 型（缴费确定型）及混合型三种形式。在 DB 型计划中，雇主提出一定数额的养老金待遇承诺，并承担投资风险。在 DC 型计划中，投资风险主要由雇员承担，但雇员可享有更多的投资选择权。DC 型计划目前已成为英国职业养老金计划的主流模式，2012 年之后的新参加者，只能参加 DC 型计划。职业养老金计划的设立可以进一步完善英国养老保险体系，也可视为对国家养老金计划的补充，减少了政府的财政补贴。职业养老金计划的参与人数不断增加，覆盖率较高，作为退休人员的主要收入来源，成为英国养老保障体系的重要支柱。

(3) 个人养老金计划 (Personal Pension)。1986 年英国社保法案提出了个人养老金计划，该计划由保险公司、银行及其他有资质的金融机构为个人提供养老金投资运营选择，由雇员自由选择，并与提供养老金计划的机构签订协议，约定缴费数额、缴费年限、投资方式及其他权利和义务关系。该计划并无强制性，但个人养老金计划在一定程度上可以分担政府养老金支付的压力，鼓励养老金投资市场化，目前个人养老金计划的投资范围广泛，涉及股票、不动产、私募股权等资产的投资。

3. 英国养老金信托的运作特点

在英国，养老金信托具有一般信托的全部特征。雇主是委托人，养老金计划的成员及受赡养人是受益人。但与私人信托相比，养老金信托的独特特征是，雇主与雇员之间同时存在信托关系和就业关系；雇员作为受益人也支付了对价，不像私人信托那样通常是无偿受让人。英国的养老金信托有着以下较为明显的特征。

(1) 信托关系与就业关系并存。雇主、雇员与受托人签订了信托契约，他们之



间存在一种信托关系和合同义务；在雇主与雇员之间签订了就业合同，他们之间又存在一种合同义务，雇主应当对雇员承担隐含的合同法上的诚信义务，它意味着，雇主不能以故意或者很可能破坏、损害雇主与雇员之间信赖关系的任何方式采取行动，因而，雇主行使其在养老金计划下的权利和权力，也必须承担这项诚信义务，就像其行使在养老金计划下的权利和权力一样。

(2) 受益人须满足退休等条件。养老金信托的受益人主要包括下面三类：一是养老金信托的成员，即目前缴纳养老金分摊款的养老金领取者，即已正常退休，正在从养老金计划领取养老金的前雇员。二是推迟的养老金领取者，即已经离开雇主企业的前雇员，他们曾经参加职业养老金计划，缴纳了分摊款，但在达到正常退休年龄之前离开雇主企业，他们离开时不能领取养老金，只能推迟到养老金计划规定的退休年龄时，才有权领取相应的养老金。三是部分养老金计划的受益人，包括上述人员的受赡养人，如他们的寡妇、鳏夫、未成年子女等其他受赡养人。

(3) 养老金信托具有准公益性。养老金信托的受益人范围较大，人数众多，具有准公益性质，其对受托人的资格要求严于一般私益信托的受托人，不同的受益人其受益的权限不同，养老金信托的准公益性要求受托人公平地对待不同的受益人。

4. 英国养老金信托的受托模式

在养老金信托的受托管理上，一般存在两种管理模式：一是内部受托模式，二是外部受托模式。英国采用的是内部受托模式，是指由企业内成立的养老金信托理事会担任受托人的管理模式。该模式的优点是能对养老金受益人提供最高程度的保护。这是因为受托人董事会通常由雇主、雇员和工会的代表组成，是一个独立的个体，并有能力真实代表养老金受益人的最佳利益。而且，大多数受托人是不收取费用的，这在很大程度上确保了他们作决定的独立性。但是受托人在该模式中的核心地位也使之存在诸多缺陷，如受托人自我决定空间过大，其能力水平直接影响养老金计划的效益等。

5. 英国养老金信托对中国的启示

(1) 信托运营和投资管理中引入市场竞争和遴选机制。第一，依据英国《信托法》24条的规定，法人和具有完全民事行为能力的自然人都是合格的受托人。由于养老金投资需要针对性极强的专业化机构并培养专业化团队进行多元化投资，以保证其稳定的回报和资金使用的效率。在中国现阶段，应该建立专业从事养老金管理的信托公司，以便目的性更加明确、针对性更强地管理并运用资金。



第二，在养老金信托政策设计时，应充分考虑养老金信托的特殊性，通过一定的税收减免政策促进养老金信托的发展。英国对养老金信托从税收上给予优惠，实行减税、免税政策。中国应当完善相关的税收政策以鼓励养老金信托事业的发展。

第三，投资运营坚持资产组合定量原则及审慎人原则，要求受托人和投资管理人在管理养老金时采取谨慎态度，进行多元化、分散投资，控制好各类投资比例，使养老金在承担适度风险的基础上获得较高的收益。

第四，养老金信托运营除保证流动性、安全性外，很重要的一点是收益性。养老金保障机制正是为了防止养老金信托管理的任一环节出现操作不当、欺诈行为，或者当遭遇市场风险未能实现保值增值目标时，确保养老金投资收益能够为受益人退休后的生活提供充足的保障而建立的相应的风险补偿机制。因此，中国在构建养老金信托模型的过程中，也可以尝试设计养老金风险防范和投资保障制度，例如对于委托的基金管理公司，严格规定其资格标准，并要求其建立相应的风险准备金，保障个人账户基金的最低收益标准，从而降低投资风险，保证资金安全。

(2) 选择正确的养老金信托监管模式。养老金信托的管理和运营涉及财政、税务、社会保障以及专业监管部门等多个监管主体。虽然相关部门联合出台了一些监管法规，但规定比较分散、统一性不够，还没有真正建立起协同监管的机制，不同监管部门间也需要进一步明晰责任，合理分工。国际上对养老金的运营监管模式主要有两种：一是审慎性监管，监管机构较少干预基金的日常活动，只是在当事人提出要求或基金出现问题时才介入，监管机构主要依靠审计、精算等中介机构对基金运营进行监管。二是严格的限量监管，监管机构独立性强，权力较大，除了要求基金达到最低的审慎性监管以外，还对基金的结构、运作和绩效等具体方面进行了限制性的规定，监管机构根据这些规定，通过现场和非现场监管的方式密切监控基金的日常运营。

(3) 对养老金信托投资监管立法。中国社会养老保障制度改革虽已取得了可喜的成绩，但基金监管仍很大程度依靠行政的干预，法律监督机制还没有形成。中国养老保险基金投资监管的法律制度的法律位阶过低，仅仅依靠国家行政管理远远不够，低层次的立法造成法律的规范性不强，随意性较大，约束力有限，难以为人们认可和遵守，也给相关人员自由操作创造了机会，不利于保护投保人的利益，而法律法规既是实施基金监管、保障基金安全的法律依据，也是基金监管法制化的根本保证。

(4) 健全审计监督与社会监督。为了使行政监管更加全面、深刻、公正，除一般行政监管之外，还必须辅之以专门的行政监管，如审计监管。审计监管是指由专门



从事审计业务的部门对养老金的财务收支、使用和投资的效益及违反财经法纪的行为所进行的经济监管。

依据英国的经验，养老金的社会监管应该包括工会、社会舆论、投保人及固定机构的监管。在中国，工会、社会舆论、投保人的监管力度相对较小，故可以考虑设立养老金监管委员会，该委员会的组成可按政府、用人单位和劳动者三方结合原则，由三方代表组成，对养老金投资管理机构执行养老金法律法规及基金收支等情况进行监管。

（二）中国台湾地区的安养信托

随着中国台湾地区第二次世界大战后的“婴儿潮”出生人口逐渐步入老年，台湾地区的老龄化程度快速加深。2014年末，65岁以上的老年人口约占总人口的12%，预计在2018年，65岁以上的人口将占总人口的14%以上，而到2025年65岁以上的人口将占总人口的20%以上，台湾地区步入超高龄社会。另外，由于生育率低，社会向少子化方向发展，家庭照顾老人的能力逐渐减弱，缺乏子女照顾的独居老人愈来愈多。台湾地区的老龄化加速让社会负担日益沉重。老年人除了在生活上面面临缺乏照顾的困境，在管理财产方面也存在诸多困难，包括未对财产作妥善的规划、老人本人的意见未受尊重以及失智的老人常常受到财产侵害等。如何使老年人过上尊严体面的退休生活，保障其财产安全，成为社会日益关注的焦点。

1987年台湾地区开放台湾民众赴大陆探亲，许多台湾地区老兵返乡探视或定居颐养天年，需要有人代为管理财产，并定期汇款到大陆以供其生活花费。因此，“中央信托局”于1991年率先规划设计出安养信托业务，以保障老年人的生活，并协助其管理财务事宜。2001年以后，配合“《信托业法》”和信托税制的修订，台湾地区许多银行也陆续开始开展安养信托业务。

1. 台湾地区安养信托的概念和基本结构

台湾地区的安养信托是指老年人（委托人）将财产所有权转移给银行（受托人），由银行就其信托财产予以管理运用或者处分，以其信托收益交付委托人所指定的受益人（即委托人），以实现养老保障的目的。安养信托的受托人为银行，由银行专业人员替老年人设计具有安全、稳定、保值、增值特征的投资组合，让老年人一方面不用烦恼日常的财产管理琐事，另一方面也可以避免财产遭诈骗或者盗用。如果发生丧失行为能力的现象，可以通过信托的制度优势确保自己享有一定水平的经济生活与医疗照顾。安养信托的目的有两个：一是照顾老年人的退休生活，二是保障老年人



的财产安全。

安养信托交易结构如图3所示，委托人指定将财产交付给受托人，由受托人依照其指示，将财产运用于本外币的存款或者其他经约定的用途上，受托人可按照委托人需要将运用收益或是本金汇至委托人或者指定受益人的账户。

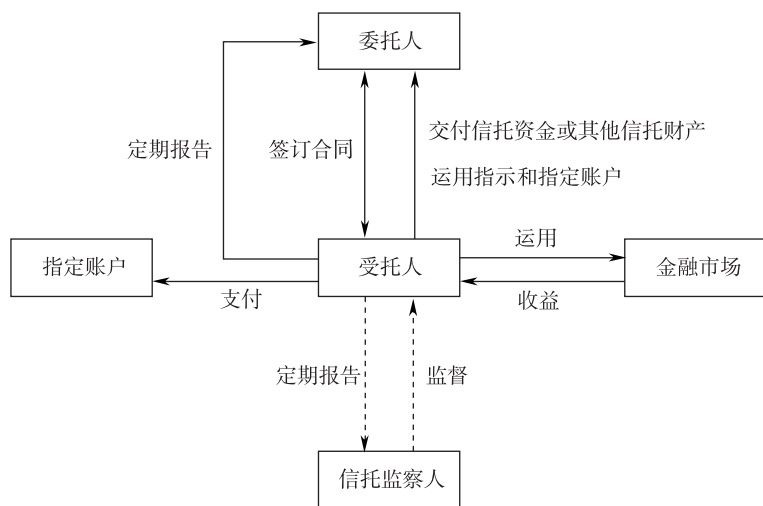


图3 安养信托交易结构

如图3所示，在安养信托交易结构下，相关当事人的权益安排如下：安养信托必须由委托人根据本身需求，指定受托人对其所交付财产完全按照信托合同的约定处理，其所获得的收益完全归于委托人，而所有费用及可能的损失风险也完全由委托人承担。安养信托的受托对象因其所设定的诉求对象是有管理财产能力的成年人，因此，目前安养信托的委托人限制为具有完全民事行为能力的成年人。安养信托的信托财产可以是动产，也可以是不动产。其中，动产包括现金、有价证券、定期存款和黄金等，不动产包括土地及房屋等。

安养信托的信托财产主要投向以下范围：（1）存款，包括活期及定期性存款、外汇活期及定期存款；（2）台湾地区公债、公司债、金融债券、上市公司股票或受益凭证；（3）指定用途投资的台湾地区外信托资金；（4）经售的黄金。由于老年人能承受的投资风险有限，对财产的运用大多采取保守的方式，以定期存款居多。

2. 安养信托的特点

台湾地区安养信托的主要特点如下。

（1）便利性。由于有专人替委托人服务，办理一切往来事宜，可以为委托人节



省很多时间和精力。

(2) 安全性。为了确实保障委托人的权益,规定下列事项必须由委托人亲自办理:①签约;②变更给付的指定;③提前或部分终止契约;④信托财产的提领;⑤印鉴挂失、变更;⑥继承系统表的变更。同时“中央信托局”还规定委托人于签订安养信托时,必须要以印指纹的方式办理,以保障委托人的权益。

(3) 多元性。委托人交付给“中央信托局”的信托财产可以是动产,也可以是不动产,而委托人对于信托资金的指示运用也多种多样,可以进行多元化的安排。

(4) 自主性。由于安养信托是依据委托人个人的需要所设定的信托契约,所以资金的所有运用和给付方式均由委托人自行根据需要决定。委托人对信托财产享有充分的自主性。

(5) 弹性。由于委托人在信托存续期间的信托财产可一次或分次交付,且受托的机构也可以按照委托人的需要定期或不定期地给付受益人,更可将信托收益或本金汇至受益人的台湾地区内外账户,所以在资金交付和给付上富有弹性。

3. 安养信托的主要法律要素

(1) 信托存续期限。安养信托的主要目的为照顾委托人的晚年生活,通常约定下列终止事由:①受益人死亡;②信托财产已全数给付受益人享有时;③当月最后一个营业日信托财产净资产价值低于一定规模时。

(2) 受托人的责任。受托人负有善良管理人注意义务、忠实义务、保密义务、分别管理及编制报表义务等。

①善良管理人注意义务。受托人是基于信赖关系管理信托财产,所以受托人应当以善良管理人的义务处理信托事务。

②忠实义务。受托人需悉心全力以受益人的利益或特定目的为限,遵循以下两个原则:一是受托人不得置信托财产利益与个人利益于可能冲突的立场;二是除契约另有规定外,不得为自己、其代理人、代表人、受雇人或其他第三人谋取利益。

③保密义务。除依法令或契约另有约定外,受托人因信托关系而且知悉委托人的秘密,应负保密责任,不得无故泄露给第三人。

④分别管理及编制报表的义务。受托人于信托期间内,应独立设账保管信托财产,并将运用情形每年至少一次编制报表送交委托人及信托监察人。

(3) 信托监察人。信托监察人是为保护受益人的利益而设置的,既可以由自然人担任,也可以由法人担任。目前信托监察人除委托人家属外,以社会团体居多,提



供如下服务：协助洽谈信托合约，并转介律师提供必要的法律咨询；监督受托人执行信托事务；定期访视委托人的生活状况，并对委托人或其指定的人提出报告；以信托监察人名义，为委托人提供诉讼上或诉讼外之行为。

(4) 受托人的报酬和费用等。除受托人报酬外，由信托财产承担的费用还有签约费、信托财产管理费、修约费、其他收费等。此外，受托人还有权根据管理需要与委托人对管理费用和受托人报酬的收取标准协商后进行调整。

(5) 信托关系消灭时，信托财产的归属和支付方式。信托关系消灭或终止时，将信托财产交付信托受益人或其继承人或信托财产归属权利人。通常除不可抗力因素外，受托人应于受理后一个月内处分完毕，扣除相关费用，做成结算书及报告书，经受益人（或其继承人）或信托财产归属权利人或信托监察人签章承认后再交付。

(6) 信托合同的变更。为达到照顾受益人的目的变更信托合同，可在信托合同中约定，当委托人无法清楚表达意思时，受托人要依照其利害关系人或信托监察人的申请，在有利于受益人且直接运用于受益人的前提下适当处置。

4. 安养信托的启示

(1) 准确把握老年人需求。台湾地区安养信托业务的基础是部分退伍老兵有非常强烈的意愿赴大陆地区探亲并长期居住在大陆地区，甚至期望在大陆地区叶落归根，他们无力管理台湾地区的资产，但是把财产转移到大陆地区又有许多顾虑。台湾地区一些银行和信托公司准确把握了这些退伍老兵的需求，设计了安养信托，契合了委托人的需求。因此，把握客户需求是发展养老信托业务最重要的基础。

(2) 信托监察人机制确保受益人利益。退伍老兵长期居住在大陆地区，甚至完全不能亲自处理可能产生的信托纠纷。安养信托交易结构设计了监察人，既可以辅助委托人洽谈信托合约、提供法律咨询，也可以为受益人利益督促受托人实现信托目的，为受益人利益向受托人提起诉讼等，确保在受益人不能处理有关信托纠纷时，受益人的养老目的仍然能够圆满实现。因此，尽管中国大陆地区的养老信托业务对监察人没有作要求，但是受托人在交易结构设计中安排监察人机制，可以消除老年人的后顾之忧，有利于增加委托人对受托人的信任而安排终生托付相关事宜。

(3) 明确养老信托的重点在养老。安养信托的信托财产来源广泛，涵盖了现金、有价证券、黄金、土地和房屋等，信托财产的投向主要是低风险的定期存款、高等级债券、优质上市公司股票等，信托资产的管理运用采取非常保守的风格，确保信托的目的重点在于实现养老。



（三）中国香港地区的强积金计划与安老按揭贷款

1. 强积金计划

（1）香港地区强积金计划产生的社会背景。香港地区正面临着急速老龄化的挑战，早在2011年，香港地区有关部门作过一次普查，据当时统计，香港地区65岁以上的老年人口已经超过了96万人，约占全港总人口的13.6%，也就是说，每8个人中就有1个老年人，这一数据是联合国老龄化社会标准的将近2倍。人们预计，20年后这个数字会上升到惊人的210万人，也就是每4个人中就有1个老年人。伴随着老年人口的增长，人的寿命也在不断地延长，同时出生率急剧下降，这给香港地区的养老问题带来极大的挑战。

由于历史原因，香港地区一直未能形成一个健全的退休保障机制。2000年，香港地区建立了强制性公积金制度，即强制雇主及雇员双方共同缴纳部分薪酬成立基金，在雇员退休时提取作为养老资金。然而，强制性公积金制度并非全民保障制度，一些非在职人士没有强制性公积金，且强制性公积金推行时间过短，很多老人在退休时拿到的退休金很少，有些则根本没有退休金。

（2）强积金计划的主要内容。强积金计划^①是香港强制性公积金计划的简称。强积金计划是世界银行倡导退休保障的第二支柱。为应对人口老龄化问题，协助就业人口为退休生活储蓄，香港地区于1995年制定了《强制性公积金计划条例》，经过几年准备后，于2000年12月开始推行强积金计划。

强积金计划由雇主或雇员按月供款，在一定额度内可以享有税收豁免^②。强积金计划分为三类，即集成信托计划、雇主营办计划和行业计划。根据香港强积金计划管理局2016年3月末发布的数据统计，强积金计划共有38个，以上三类的数目分别为35个、1个和2个，即集成信托计划是最主要的强积金计划；经强积金计划管理局核准的基金数目为462只，核准汇集投资基金数目为292只，2016年第一季度共收供款177.98亿港元，强积金计划资产余额^③为5925.78亿港元。2015年末香港地区380万就业人口中有72%的人获强积金计划保障。

① 在实施强积金计划之前，很多香港地区雇主尤其是大型企业的雇主自愿推行了退休计划，为雇员提供退休福利。由于自愿计划可能受雇主破产威胁、供款不稳定、资金被雇主挪用、雇主断供等影响，尽管自愿推行的退休计划仍在实施，但强积金计划已经成为香港地区最主要的养老保障制度。

② 香港地区强积金计划的供款由雇主和雇员供款两部分组成，双方的供款额均为工资薪金收入的5%，具体情况是：当雇员月工资薪金低于7100港元时，由雇主供款雇员月收入额的5%，雇员不供款；当雇员收入为7100~30000港元时，雇主和雇员双方供款各为月收入额的5%；当雇员收入高于30000港元时，雇主和雇员双方各供款1500港元。

③ 包括职业退休计划转移过来的资产。



强积金计划发起人可以同时向强积金计划管理局申请注册强积金计划和基金，由强积金计划管理局对强积金计划及基金进行详细审核，重点在于审核基金是否遵循强积金法例，以及强积金计划的成员权益是否能够在强积金计划和基金投资与管理方案中得到保障。商业银行与保险公司是强积金计划的主要发起人，其中汇丰银行和香港宏利（Manulife）分别占 29.20% 和 19.10% 的基金份额。雇主及雇员可以自由选择任一强积金计划和强积金计划拟投资的基金^①，并可以每个年度调整一次强积金计划和强积金计划拟投资基金的方案。

信托架构是强积金计划的主要管理方式^②。经强积金计划管理局核准，信托架构的强积金计划中，受托人对强积金承担重大的受信责任，同时也承担退休计划整体的管理工作。强积金的投资决策由基金经理决定，但受托人负有确保投资决策符合信托契约和相关的法律法规要求的重大责任。此外，强积金计划管理局核准受托人对强积金计划的营销人员负有监督和管理责任。

按照强积金管理条例的规定，公司或自然人都可以向强积金计划管理局申请，由其核准为强积金计划的受托人。实际上成为强积金计划受托人的要求十分严格。强积金计划管理局核准公司申请人考虑的因素包括资本充裕程度、财务稳健性、公司实际控制人是否具备适当的能力、董事会及行政总裁是否具备足够的知识和经验、公司是否认购了足够的保险、公司是否有良好的内控制度和内部管理措施等。由强积金计划管理局审核申请人的专门技能和资源管理能力，以判断申请人是否具备有效开展业务的能力。截至 2016 年 8 月，强积金计划管理局核准的受托人共计 19 家机构，均为强积金计划实施前就已经获准的公司受托人，如现任香港信托人公会会长单位银联信托有限公司等。受托人需要建立完善而强大的账户管理信息系统，并要求有缜密的账户管理能力，才能满足强积金的管理要求。

（3）强积金计划的启示。

①明确的税收优惠。强积金计划由于以明确的税收优惠作为配套制度，大大提高了雇主和雇员参与强积金计划的积极性，得到了社会各界的广泛认可。

②严格遴选受托人。强积金计划的受托人要求十分严格，只有在资本充裕程度、财务稳健性、公司实际控制人的能力、董事会及行政总裁的知识和经验、公司内控制

^① 对强积金计划和强积金计划投资基金的最好理解方式就是近年来金融市场经常表述的 FOF，即强积金计划是聚集雇主和雇员的供款形成的权益，强积金计划的受益人可以调整强积金计划和拟投资的经注册成立的强积金计划投资基金。

^② 另外一种方式是保险金模式。



度和内部管理方面卓越的公司才能获得强积金计划受托人评审委员会的认可。

③市场化的运营机制。强积金计划为每个雇员建立了强积金账户，每个雇员的强积金账户权益清晰明了。同时，每个雇员都可以选择所属账户的投资风格、备选投资基金，选择与自己需求特征相匹配的投资管理人管理自己的账户。强积金计划得益于香港地区发达的金融市场，拥有丰富的可投资金融产品、成熟的投资经理评价系统。

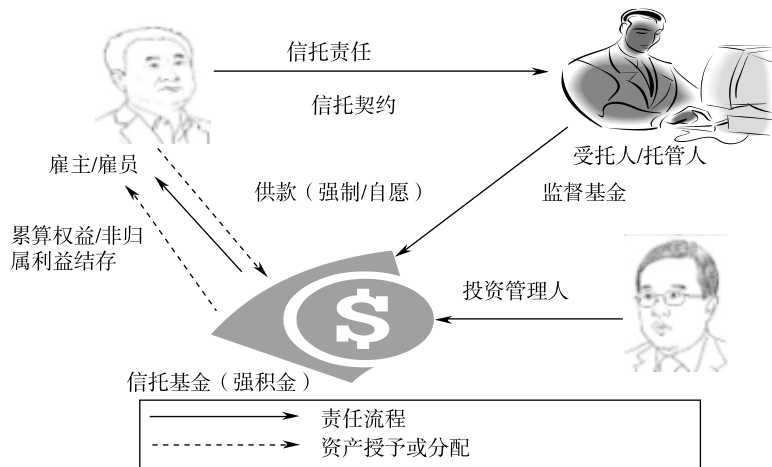


图4 香港强积金计划的基本信托架构

2. 安老按揭贷款

香港地区有这样一个群体，他们是住房富人、现金穷人，有着以房屋抵押贷款获得现金流的需求，安老按揭贷款就为他们提供了一种可能的解决办法。

香港按揭证券有限公司于2011年7月推出了“安老按揭计划”。目前，香港按揭证券有限公司已联合中国银行（香港）、交通银行、富邦银行等7家银行向香港市民提供安老按揭贷款业务。根据香港按揭证券有限公司披露的统计数据，自“安老按揭计划”推出以来，香港市民的累计申请宗数呈直线上升趋势（如图5所示）。

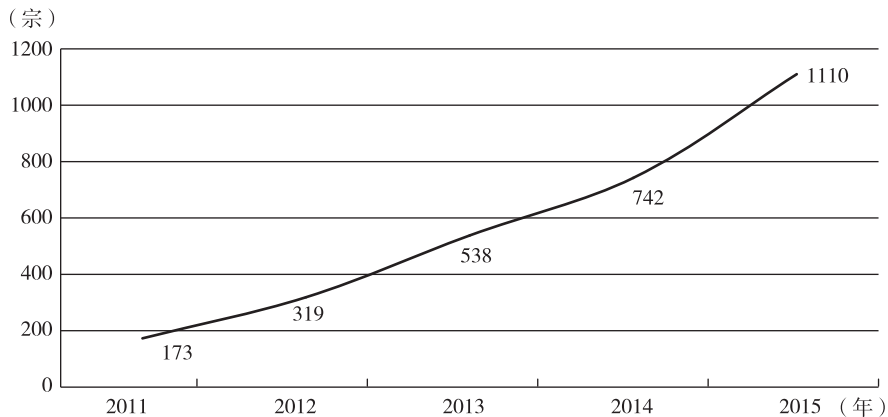


图5 安老按揭贷款累计申请宗数



(1) 安老按揭贷款概述。安老按揭贷款是一项贷款安排，让借款人可以利用在香港地区的住宅物业作为抵押品，同时，借款人可抵押超过一个物业，向参与银行申请安老按揭贷款。借款人将仍然是物业的业主，并可继续安居于该物业直至百年归老。借款人可于选定的年金年期内（10 年、15 年、20 年或终身）每月收取年金。如有需要，借款人也可以提取一笔过渡贷款，以应付特别情况。一般情况下，借款人终身无须还款，除非安老按揭贷款因特定情况而被终止。

(2) 安老按揭贷款的运作模式。如图 6 所示，在安老按揭贷款中，各方的权益关系如下：借款人利用香港地区的住宅物业作为抵押品，向银行申请安老按揭贷款，借款人在选定的年金年期内可每月收取年金，也可以申请一笔过渡贷款以应对特殊情况；安老按揭贷款结束时，借款人（或继承人）可优先全数清还安老按揭贷款以赎回物业，如果借款人（或继承人）选择不赎回物业，银行将出售该物业以偿还借款人的安老按揭贷款；如果银行出售物业所得款项超过安老按揭贷款的总结欠，银行会将全数清还安老按揭贷款后的余额归还给借款人（或继承人），如果款项不足以还清安老按揭贷款的总结欠，差额会根据香港按揭证券有限公司与银行之间的保险安排由香港按揭证券有限公司承担；安老按揭贷款需要偿还的费用包括贷款、利息、按揭保费、辅导费、法律费用、手续费、其他费用及开支。

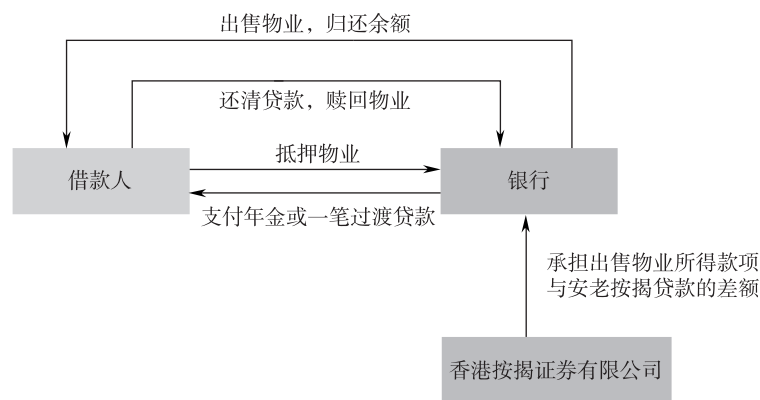


图 6 安老按揭贷款的运作模式

(3) 安老按揭贷款的主要特点。

第一，灵活的年金年期。借款人可根据个人需要，选择在 10 年、15 年、20 年的固定年期内或终身每月收取年金。为提高灵活性，借款人可在已选定的年金年期内随时更改年金年期。

第二，可申请一笔过渡贷款。除了每月年金外，借款人还可选择在申请安老按揭



贷款时或在已选定的年金年期内的任何时间，申请提取一笔过渡贷款以应付下列情况：①全数清还物业的原有按揭，在这种情况下，借款人只可在申请安老按揭贷款时借取一笔过渡贷款，且一笔过渡贷款的金额不得高于原先为购买该物业的按揭或转按揭的未偿还贷款金额；②支付物业的主要维修及保养开支；③支付医疗开支；④支付为办理持久授权书或根据《精神健康条例》第Ⅱ部向法院申请有关命令而须向有关律师及医生支付的费用。

第三，安居在原有物业。当借款人取得安老按揭贷款后，仍可继续居住在原有物业安享晚年，直至百年归老。但借款人仍须继续负责物业的维修保养，以及缴付物业费、政府地税及管理费等。

第四，终身无须还款。一般情况下，借款人可终身无须还款，除非该安老按揭贷款因特定情况而被终止。

第五，不设提前还清贷款的罚款。借款人可随时（例如因出售物业）全数清还安老按揭贷款及赎回物业而无须缴纳任何罚款。尽管如此，安老按揭贷款并不接受部分还款。

第六，六个月的解除合约期。在办理安老按揭贷款之后的六个月内，如果借款人通知银行决定终止安老按揭贷款，并于指定日期全数清还安老按揭贷款，相关的按揭保费将按借款人的要求获全数退还和豁免。然而，借款人仍须全数清还安老按揭贷款的总结欠，包括累算利息和其他已加借入总结欠的费用，以及承担解除安老按揭贷款的相关法律费用。

在一般情况下，借款人正式申请安老按揭贷款时的年龄越大，选择的年金年期越短，每月年金的金额便会越高。在相同的条件下，借款人越多，每月的年金越少。借款人多于一人时，每月年金金额按照最年轻的借款人的年龄计算。

（4）寿险保单转让作为安老按揭贷款抵押补充的情况。在安老按揭贷款下，除可利用借款人的物业作抵押外，还可以选择转让借款人的寿险保单给银行（须经批核后）作为附加抵押品，以提高每月年金和一笔过渡贷款的金额，而寿险保单的退保现金价值将用于偿还借款人的安老按揭贷款。

拟用作申请转让的寿险保单数目不设上限，但其退保现金价值总额不可超过安老按揭贷款下的指定物业价值。借款人可在申请安老按揭贷款时，或在安老按揭贷款仍然有效时，提出寿险保单转让申请。

在一般情况下，当安老按揭贷款终止，而出售物业所得的款项不足以全数清还贷



款时，银行会动用借款人寿险保单的款项以偿还该差额。如果仍有未偿还的差额，该差额将根据香港按揭证券有限公司与银行之间的保险安排，由香港按揭证券有限公司承担。在任何情况下，如有余额，该余额将会归还给借款人。

(5) 持久授权书安排。安老按揭贷款是一项终身的贷款安排，但随着年龄增长，老年人的体力和认知能力或有不同程度的退减。为避免老年人失去精神上的行为能力时对自己的安老按揭贷款造成影响，老年人可考虑采取一些预防措施，从而无须为日后的财务事宜而担忧。其中一个重要的安排是根据香港地区《持久授权书条例》订立持久授权书。老年人作为授权书的授权人，可以委托其他人作为被授权人，代为处理有关财务事宜，包括安老按揭贷款。但是持久授权书并不等同于遗嘱，即使老年人没有订立遗嘱，持久授权书也不会对无遗嘱的继承安排有任何影响。

(6) 香港地区安老按揭贷款对中国内地的启示。①拓宽信托财产的来源。信托公司需要与养老服务需求者进行充分的沟通，让老年人明确以住房作为信托财产的价值和意义。同时，还需要有关部门加快出台不动产信托的登记管理办法，明确不动产登记的操作细则，确认不动产信托登记与不动产产权转让的区别，豁免不动产产权信托登记在受托人名下时的有关税收征管。

②引入保险机制使老年人终生无忧。安老按揭贷款结束后，如果银行出售物业所得款项不足以还清安老按揭贷款的总结欠，差额会根据按揭证券有限公司与保险公司之间的保险安排由按揭证券有限公司承担。这一机制消除了老年人的后顾之忧，可以使其放心地将房屋进行抵押。内地信托公司开展类似养老信托业务时，也应当考虑与保险公司合作，引入此类机制，以便更好地获得委托人和受益人的信任，确保养老信托的顺利运行。

③确保安老按揭贷款始终有效运行。老年人随着年龄增大，可能会逐渐丧失精神上的行为能力，本身就是弱势群体的老年人会变得更加弱势，其财产和权利很容易受到侵害。持久授权书的订立则能够确保安老按揭贷款在老年人丧失精神上的行为能力之后仍然有效运行，使老年人无须为日后的财务事宜担忧。养老信托交易结构设计时也可以借鉴此机制，在信托文件中安排持久授权机制，并安排监察人监督受托人实现养老信托的特定目的，增加养老信托运行的有效性。

五、完善中国养老信托运行机制与保障制度的建议

随着中国老龄化问题的加重，社保养老金缺口问题愈加凸显，家庭储蓄养老和市



场化养老产业很有必要随之跟进，这也凸显出中国养老体系从政府主导的社保体系向养老服务市场转变的一种必然趋势。随着经济水平的大幅度提高，家庭财富规模在日渐增大，老年人对养老保障的水平和层次也比历史上的任何时期都要高，养老保障从单纯的政府一肩挑向私人养老产业市场的转变，也是对中国养老保障体系的一种必要和重要补充。因此，当前中国养老结构不仅要稳固政府体制下的社保金养老制度，还要将中国家庭养老的优良传统发扬光大，以提高个人养老保障水平为宗旨，将家庭储蓄养老与市场化养老产业结合起来。而英国早在 1986 年就明确将私人养老信托纳入社会整体养老保障系统来规划，提高了居民利用信托制度来整体安排养老规划的灵活性和自由度。因此，在当前社会背景下，随着中国资管行业的日益成熟，中国应积极构建和完善养老信托运营政策与制度，以促进养老信托产业市场的发展。

（一）降低委托人的准入标准，拓宽信托财产的来源

养老信托市场的开发对于弥补中国社会养老金的较大缺口有重要意义。借鉴英国或者中国台湾、香港地区的养老信托产品模式，中国需要从降低委托的准入标准和拓宽信托财产的来源两方面入手。

目前，受制于《信托公司集合资金信托计划管理办法》的约束，集合类的养老信托需要满足合格投资者的要求，即“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 万元以上的自然人投资者和合格的机构投资者数量不受限制”。实践中，由于每个集合资金信托计划在 300 万元以下的人数不能超过 50 人，一般都将最低认购规模设定为 100 万元以上。就目前养老产业市场庞大的老年人群体来说，人数限制无疑过于严苛，另外资金门槛也过高。信托公司要在养老金融产业市场上有所作为，需要适应养老信托市场的特殊情况，在界定清晰了养老信托产品的法律关系后，在风险可控的情况下，可适当放宽《信托公司集合资金信托计划管理办法》中对合格投资者的要求和委托人数的限制。

同时，拓宽养老信托财产的来源和缴付方式，引入期缴安排。中国内地目前的信托投资财产主要是资金，但是未来中国内地可以借鉴中国香港和台湾地区的做法，拓宽信托财产来源，如房屋、有价证券、黄金、土地、知识产权、各种收益权等。目前，在中国内地老年人财富结构中，财产形式多元化特征非常明显，而且就城镇老人的普遍情况来说，与香港居民具有很大的相似性，即不动产往往占据了财富的主体。除此之外，一些富人阶层的老年人还有黄金、有价证券等其他形式的资产。



（二）建立信托运营中受托人的分类遴选机制

从前述国家和地区的经验来看，不同资金来源渠道的信托运营中受托人的遴选要求是不同的。比如，由于英国在 1986 年就提出了鼓励和促进私人养老信托的做法，在私人养老信托产业中，英国对受托人的遴选引入较为自由和宽松的市场竞争机制。比如在英国受托人遴选制度中，依据英国《信托法》24 条的规定，法人和具有完全民事行为能力的自然人都是合格的受托人。另外，在企业职业年金和社会保障金的信托投资计划中，由于资金规模巨大和涉众数量较多的因素，对信托运营中受托人的遴选非常严苛。比如，尽管香港地区的受托人没有准入门槛，但强积金计划的受托人要求十分严格，只有在资本充裕程度、财务稳健性、公司实际控制人能力、董事会及行政总裁的知识和经验、公司内控制度和内部管理方面卓越的公司才能获得强积金计划受托人评审委员会的认可。

鉴于养老信托业务的长期性、养老安排的保障要求等，从事养老信托业务的受托人需要在资本充足率、内控制度、公司治理等方面确立更高的要求，如只允许行业评级和监管评级在良好以上的信托公司开展养老信托业务。对于养老信托资产的投资运营，建议信托公司注重培养专业化机构及专业化团队，围绕养老保障目的进行稳健经营，以保证信托财产运营的稳定回报。

（三）建立较为完善的信托监察人制度

在中国，信托监察人是公益信托的特有制度，对于私益信托并没有这方面的规定。在养老信托中，受益人一般是需要获得养老保障的老年人，由于老年人身体机能老化、精神状况下降、智力能力减退等，为了较好地保障老年人的养老信托权益，可以强制养老信托建立信托监察人制度。如中国台湾地区安养信托制度设立了信托监察人机制确保受益人利益，有效解决了委托人的后顾之忧。因此，尽管中国养老信托业务对监察人没有作要求，但是受托人在交易结构设计中安排监察人机制，可以消除老年人的后顾之忧，有利于增加委托人对受托人的信任而安排终生托付相关事宜。

（四）建立符合养老保障功能的养老信托设计、管理和保障机制

把握客户需求是发展养老信托业务最重要的基础，养老信托产品不同于普通的财产信托产品，其主要目标就是提供老年人的养老保障，故在产品设计上一定要注重老年人的需求，针对特定的需求开发市场。比如中国台湾地区的安养信托，就较好地迎合了当时台湾地区退伍老兵的养老保障和财产管理需求。



借鉴台湾地区的安养信托制度，注重个体的自主性，依个体所需设置产品或账户。为了充分尊重委托人、受益人的意志，根据单个委托人的个性需求特征的不同，使其可以选择所属账户的投资风格、备选投资基金、投资管理人等。相应地，应建立较为科学合理的投资管理人评价系统，使得养老信托委托人能够有效地参与到养老信托的投资运营选择中，最大程度地满足养老保障需求。

在养老信托管理中，针对不同资金来源的养老信托产品，信托财产的运营也应设置不同的运营机制。社会保险金、企业年金等养老信托的投资运营由于存在代理风险，应该比私人养老信托设置更为严格的运营标准和保障制度，防止出现道德风险和逆向选择问题，将投资对象限定在安全性较高的领域，如国债、安全级别较高的债券等。对于私人养老信托财产的运营，可借鉴香港地区强积金计划的经验，对受托人的资格条件严格审查。

在资金运用方式中，不得设立投资于非标资产的资金池是当前监管的重点对象，监管机构在对信托公司资金池业务进行清理的同时，可以对指向明确、操作合规的养老信托资金投向非标等产品的情况，通过提高信托公司净资本的计提比例以及赔偿准备金的计提比例，以及设置净值化、一对一、不设置赎回期等安排，满足银监会2014年“99号文”和2016年“58号文”的部分限制，限定养老信托的资金使用。

在运营保障方面，为了防止养老信托管理的任一环节出现操作不当、欺诈行为，或者遭遇市场风险而发生养老信托财产的保值增值目标落空，养老信托运营保障机制的设置很有必要。为此，应建立相应的风险补偿机制，以确保养老金投资的收益。中国在构建养老信托模型的过程中，可以尝试设计养老金风险防范和投资保障制度，例如，对于委托的基金管理公司，严格规定其资格标准，并要求其建立相应的风险准备金和赔偿准备金制度，保障个人账户基金的最低收益标准，从而降低投资风险，保证资金安全。建立委托人持久授权机制，确保养老信托始终有效运行。老年人随着年龄增大，可能会逐渐丧失精神上的行为能力，本身就是弱势群体的老年人会变得更加弱势，其财产和权利很容易受到侵害，持久授权书的订立则能够确保养老信托在老年人丧失精神上的行为能力之后仍然有效运行，使老年人无须为日后的财务事宜担忧。中国养老信托交易结构设计时可在信托文件中安排持久授权机制，并安排监察人监督受托人，这将极大地促进养老信托特定目的的实现，增加养老信托运行的有效性。

（五）建立统一的信托登记制度夯实养老信托的法律基础

在老年人的财富结构以不动产为主体和养老信托的准入条件跟随市场及产品设计



而灵活变化的条件下，不动产信托登记制度的建立无疑成为必备的配套制度。发展养老信托市场，丰富养老信托产品，需要有关部门加快出台不动产信托的登记管理办法，明确不动产登记的操作规则，确认不动产信托登记与不动产产权转让的区别，豁免不动产信托登记在受托人名下时的有关税收征管。

建立信托财产登记制度和信托受益权登记、流通制度，为以股权、不动产、收益权、知识产权等多类型的财产为标的的养老信托提供法律基础。如中国台湾地区的安养信托设立信托的财产涵盖了主要的不动产和动产，大大拓展了利用信托制度安排养老保障的人群范围。长期以来，中国由于信托登记配套制度的缺失，财产类信托难于开展，制约了信托业的发展。从反面来看，信托登记配套制度的缺失，使信托公司不约而同地选择了资金信托，客观上造成信托品种单一，没有充分发挥信托弹性设计空间的优越性。从正面来看，通过对信托财产的权属及性质的登记，可以明确信托委托人、受托人和受益人对信托财产的权利、义务，从而将信托财产同委托人的财产、受托人的固有财产区分开来，并保证交易的安全。登记所起的公示作用使第三方能充分了解交易客体的权属状况，了解交易客体状况的各种信息，防止交易欺诈行为。为了有效地实现公示效果，建议由信托财产的权属登记部门承担信托登记职能，防止信息隔离的弊端。关于信托登记，中国目前只有《信托法》第十条做了原则规定，相关配套法规也没有规定具体的登记制度^①。建立信托登记制度，最迫切的是制定具体的信托登记办法，对登记的机关、登记的申请人、登记的内容、登记的程序等作出明确规定，使信托的发展不因登记办法的缺失而受到阻碍。

（六）完善和细化针对养老信托产业的税费优惠政策

制约养老信托资产端的一个重要因素是养老产业的回报率、经济可行性，只有具备了可持续发展的养老服务内容供给，才能从源头上满足养老保障需求者的需求。由于信托特殊的财产权设置，信托财产的转移频繁，对于此项的税费如果等同于其他财产转让，则有过高之嫌。养老信托财产转移中的税费优惠需要相关部门的共同协调，形成政策合力。涉及房产免税过户到信托名下的，需要银监会和住建部之间的协调。根据现有的规定，以房产为例，若将房产纳入财产信托中，需先缴纳高额的税费将房产过户到信托公司名下，而对于在境外的财产信托资产，这类非交易性过户是被免除税费的。中国当前养老市场发展很不均衡，政府一肩挑的基本社养老基金缺口严

^① 汤淑梅. 信托登记制度的构建 [J]. 法学杂志, 2008 (6).



重，资金压力大，与此同时企业年金养老制度尚无法真正建立，疏解养老缺口的压力就放在了私人养老市场。在私人养老市场的发展中，目前银行、保险行业的市场挖掘较为靠前，养老信托较为落后的发展现状与信托在养老保障体系中的重要地位形成强烈对比。无论如何，政府从政策上积极扶持养老信托产业的发展都是正确的。在对养老保险基金信托政策进行设计时，应充分考虑养老保险基金信托的特殊性，通过一定的税收减免政策促进养老保险基金信托的发展。如前所述，英国对养老保险基金信托从税收上给予优惠政策，实行减税、免税政策；中国香港为了推行强积金计划，实施了明确的税收优惠政策，大大提高了雇主和雇员参与强积金计划的积极性，得到了社会各界的广泛认可。中国当前养老信托市场尚处于探索阶段，给予适当的税收优惠，完善相关的税收政策配套措施，对于促进养老信托产业的发展意义很大。对于养老信托产业发展应有必要的税费优惠政策，应积极加强论证使其完善后落地推行；对于当前已有的养老产业的优惠政策，需要从制度层面进一步予以细化和明确；信托税收立法应该明确地规定可享受税收优惠的信托种类及其税收优惠的标准、幅度。中国国土资源部的《养老服务设施用地指导意见》中要求降低营利性养老服务机构的建设成本，据此，各地政府部门在执行时，应就相关的土地划拨或者出让的具体环节以及租金的优惠标准，出具后续的意见和办法。比如，土地产权还可以通过入股分红等方式融资，避免出让方式给养老服务机构带来成本负担；对整体项目的公益性进行拆分处理，商业地产独立核算、管理，对专门用于养老的部分进行单独认定，享受土地优惠政策。

参考文献

- [1] 陈彦斌等. 人口老龄化对中国宏观经济的影响 [M]. 北京: 科学出版社, 2014.
- [2] 李扬等. 中国国家资产负债表 2015——杠杆调整与风险管理 [M]. 北京: 中国社会科学出版社, 2015.
- [3] 施锦芳. 人口少子老龄化与经济社会可持续发展——以日本为例 [M]. 北京: 科学出版社, 2014.
- [4] 穆光宗. 挑战孤独——空巢家庭 [M]. 石家庄: 河北人民出版社, 2002.
- [5] 哈瑞·丹特. 人口峭壁 [M]. 北京: 中信出版社, 2014.
- [6] 中国信托业协会. 中国信托业发展报告 [M]. 北京: 中国金融出版社, 2016.



- [7] 余卫明. 信托受托人研究 [M]. 北京: 法律出版社, 2007.
- [8] 刘金凤等. 海外信托发展史 [M]. 北京: 中国财经出版社, 2009.
- [9] 徐孟州. 信托法 [M]. 北京: 法律出版社, 2006.
- [10] 徐卫. 信托受益人利益保障机制研究 [M]. 上海: 上海交通大学出版社, 2011.
- [11] 文杰. 信托法专题研究 [M]. 北京: 中国社会科学出版社, 2012.
- [12] 赖源河等. 现代信托法论 [M]. 北京: 中国政法大学出版社, 2002.
- [13] 何宝玉. 信托法原理与判例 [M]. 北京: 中国法制出版社, 2013.
- [14] 尹隆. 养老地产开发和经营中的信托融资问题研究 [J]. 老龄科学研究, 2013 (4).
- [15] 游基政. 我国银行发展老年安养信托之研究 [D]. 台湾: 台湾大学, 2011.
- [16] “中华民国信托业商业同业公会”. 高龄者身心障碍者财产信托手册 [EB/OL]. <http://www.trust.org.tw/conteut/index.asp.pno=47>.
- [17] 潘秀菊, 曾雅伦, 李麒. 身心障碍者信托规划之相关议题 [EB/OL]. [2017-01-16]. <http://www.trust.org.tw/content/index.asp?pno=47>.
- [18] 宋慧中. 香港“倒按揭”业务实践 [J]. 中国金融, 2013 (17).
- [19] 李亚培, 占云生. 香港安老按揭计划及其启示 [J]. 海南金融, 2013 (11).
- [20] 香港按揭证券有限公司. 安老按揭计划 [EB/OL]. [2017-01-16]. http://www.hkmc.com.hk/chi/our_business/reverse_mortgage_programme.html.
- [21] 国家应对人口老龄化战略研究长期和照料服务制度研究课题组. 长期照料服务制度研究 [M]. 北京: 华龄出版社, 2014.
- [22] 党俊武. 长期照护服务体系是应对未来失能老年人危机的根本出路 [J]. 人口与发展, 2009.
- [23] Mckinsey Global Institute. The coming demographic deficit: How aging populations will reduce global saving [R]. Mckinsey Global Znstitute, 2004.
- [24] Modigliani F. Life cycle, individual thrift, and the wealth of nations [J]. American Economic Review, 1986, 76 (3).



并购信托研究

课题牵头单位：中融国际信托有限公司

课题组成员：

曲晓燕	陈星宇	中融国际信托有限公司
陈建超	刘发跃	中铁信托有限责任公司
孙李众	张路阳	兴业信托有限责任公司
马 勇	曾 诚	民生信托有限责任公司
杨伟明		外贸信托有限责任公司
雍莹雪	刘晓棠	云南国际信托有限公司
王和俊	孙 妙	



摘 要

近几年，在国内宏观经济疲软的态势下，中国资本市场却迎来了并购重组的大时代。作为推动产业发展的重要举措，并购重组不仅有助于化解产能过剩矛盾、提高产业集中度，而且能够优化资源配置、调整经济结构，因此被认为是当前推进供给侧结构性改革的重要手段。有数据表明，近年来国内的并购市场呈现强劲发展势头。普华永道统计了2015年全年公开披露的中国企业并购数量与金额，结果显示两者均创下历史纪录：并购交易数量上升37%，交易金额上升84%，达到了7340亿美元，其中，超114笔并购交易的单笔金额超过10亿美元。与此同时，在高速发展多年后，国内的信托公司也面临转型的考验。很多信托公司开始积极探索转型发展之路，将并购重组作为一大重要的方向，积极试水相关的业务模式，提高自身的主动管理能力，并初见成效。

在此背景下，本课题运用归纳总结的研究方法，并辅之以充分翔实的实践案例，系统梳理了信托公司当前探索的主要并购业务模式，包括最早的并购贷款信托模式、“PE+上市公司”模式、“入股+并购”模式、与国企成立并购基金模式，并分别详细了解了这四种模式的运作流程、交易结构以及各自的优劣势。针对并购业务涉及的风险管理，本课题也分别从四个层面概括了并购项目中主要的风险点，包括并购重组项目本身、合作上市公司层面、被收购标的层面、并购基金层面等。

不论是从短期还是长期来看，中国的并购市场都还有较大的发展空间，前景广阔。信托公司应抓住这一发展趋势，积极探索并购信托等相关业务。具体来说，信托公司在并购市场有以下几大机会：（1）在并购信托模式上，可试水与PE合作的方式，发展产业整合式并购；（2）在并购市场方向上，可利用自身优势，重点切入TMT、“一带一路”、新三板等领域的并购机会；（3）关注跨境并购，在人民币贬值的大背景下，通过并购方式，帮助国内企业抄底国外尚处于复苏期的优质公司。

关键词：并购信托 业务模式 风险控制



目 录

一、信托公司并购业务发展状况	285
(一) 宏观环境的变化历程	285
(二) 信托公司并购业务的发展历程	289
二、信托公司并购业务模式及案例分析	291
(一) 并购贷款模式	291
(二) “PE + 上市公司” 模式	295
(三) “入股 + 并购” 模式	302
(四) 与国企成立并购基金模式	307
三、信托公司并购业务风险控制	309
(一) 并购重组项目的风险关注要点	309
(二) 合作上市公司层面的风控措施	316
(三) 被收购标的层面的风控措施	317
(四) 并购基金层面的风控措施	318
四、信托公司并购业务发展趋势和建议	319
(一) 发展趋势	319
(二) 发展建议	320
参考文献	322



一、信托公司并购业务发展状况

（一）宏观环境的变化历程

1. 宏观经济环境的变化

2006—2016年，中国经济走过了复杂多变的十年。一方面，在“防经济增长过热”、“防结构性通胀”的“双防”形势下，经历了金融危机，通过及时调整宏观调控政策，成功应对了一系列挑战，成就了中国经济增长的相对平稳；另一方面，随着改革开放的不断推进，开放体系中中国与世界经济的关系更加增强，对全球经济的影响也日益重要，一些阶段性特征出现了明显变化，外贸、资本流动从“商品输出、资本输入”向“商品服务、资本双输出”转变等；与此同时，中国经济的驱动力、产业发展、区域发展等多方面都呈现出结构性跨越的变化。近年来，随着中国宏观经济增速转向中速增长，经济发展方式也从规模速度型粗放增长转向质量效率型集约增长。党的十八大之后，经济转型和结构调整逐渐成为经济新常态下的主题词，特别是2015年中央财经领导小组第十一次会议提出要推进供给侧结构性改革，进一步明确了未来经济体制改革的主攻方向、总体思路和工作重点。

在中国经济开启新常态之际，中国资本市场也迎来并购重组的大时代。并购重组作为推动产业发展的重要举措，能化解产能过剩矛盾、提高产业集中度、优化资源配置，同时也是转变发展方式和调整经济结构的内生需求，更是推进以“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”为重点任务的供给侧结构性改革的重要抓手。为适应近年来快速发展的市场化并购交易需求，近年来财政部、国资委、证监会及银监会等监管机构相继出台了许多支持和鼓励企业并购的政策，从行政审批、交易机制、金融支持、产业引导等方面实施改革，优化企业并购重组的市场环境，扫清企业实施并购的障碍。

在经济转型和诸多政策的推动鼓励下，近年来国内企业战略并购市场呈现强劲增长势头，根据普华永道的统计数据，2015年全年公开披露的中国企业并购数量与金额均创下历史纪录，并购交易总数上升37%，交易金额上升84%，达7340亿美元，其中，超114笔并购交易的单笔金额超过10亿美元。

与此同时，在中国经济增速放缓、国际局势日益复杂的多重考验下，信托公司也面临转型发展的考验。2014年4月，银监会下发的《关于信托公司风险监管的指导意见》提出六大转型方向，其中一条为“鼓励开展并购业务，积极参与企业并购重组，推动产业转型”。在此背景下，信托公司近年来积极探索转型发展之路，经受住市场波动的考



验，2015 年信托资产首次超过了 16 万亿元，行业整体的经营收入和净利润都有较大幅度的增长，同时转型发展成效也在显现，信托公司的资产主动管理能力不断增强。

2. 监管法律法规的变化

中国上市公司并购重组的监管可追溯到 1993 年，伴随着证券市场的成长，先后经历了萌芽、成长、发展、规范、规范与发展并重等几个阶段，随着规则体系的建立，监管体系的日益完善，上市公司并购重组的监管成效逐步显现。以倒卖壳资源、掏空上市公司、配合二级市场炒作为目的的投机性重组受到遏制；许多上市公司通过并购重组实现了良性扩张，不少上市公司通过并购重组摆脱了困境；以整合产业、发展壮大为目的的战略性重组案例不断涌现。

(1) 法律法规体系。上市公司重大资产重组受到诸多法律法规监管。在该监管体系中，《公司法》、《证券法》是该类监管的基础法规。上市公司并购重组业务涉及最重要的两个法规为《上市公司收购管理办法》和《上市公司重大资产重组管理办法》。其中，《上市公司收购管理办法》主要规范股东收购上市公司控制权的行为，《上市公司重大资产重组管理办法》主要规范上市公司通过并购或者重组（即收购或者出售资产）的行为。两个法规分别有相应的配套披露准则。

表 1 上市公司重大资产重组所涉法规

法律结构	相关监管法规	其他法规
基本法律	《公司法》、《证券法》	
行政法规	《股票发行与交易管理暂行条例》	《上市公司监管管理条例》（待发布）
部门规章	《上市公司重大资产重组管理办法》、《上市公司收购管理办法》、《上市公司回购社会公众股份管理办法（试行）》	外资、国资相关法规，以及特殊行业监管
自律制度	交易所业务规则、登记结算业务规则	

资料来源：根据公开资料整理。

自 2013 年以来，国务院、证监会、发改委等监管机构颁布了一系列重组新政，进一步释放了并购需求，激发了市场活力，从制度层面为市场的并购活动提供了更多便利，具体见表 2。

表 2 2013 年以来监管新规章的颁布情况

颁布机构	法规	时间	影响
国务院	《国务院关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》（新国九条）	2014 年 3 月	从制度的顶层设计层面鼓励上市公司开展并购重组，并鼓励上市公司进行市值管理
发改委等	《关于加快推进重点行业企业兼并重组的指导意见》	2013 年 1 月	
全国人大常委会	《证券法》（2015 年修订）	2015 年 4 月	



续表

颁布机构	法规	时间	影响
证监会	《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉公开征求意见的通知》	2016 年 6 月	为上市公司并购重组业务营造了良好的制度环境
	《关于修改〈上市公司收购管理办法〉的决定》	2014 年 10 月	
	《上市公司监管法律法规常见问题与解答修订汇编》	2015 年 9 月	明确了重点问题的审核要求
	《证券期货法律使用意见第 12 号》	—	
发改委	《境外投资项目核准和备案管理办法》	2014 年 4 月	跨境投资的总体趋势在政策上走向宽松，以备案为主、核准为辅的管理模式会进一步提升企业跨境并购效率，未来企业赴海外投资的规模将出现大幅上升
商务部	《境外投资管理办法》	2014 年 9 月	取消了战略投资者原则性批复的前置审批条件
	《商务部关于修订部分规章和规范性文件的决定》	2015 年 8 月	
财政部、国家税务总局	《关于促进企业重组有关企业所得税处理问题的通知》	2014 年 12 月	进一步完善重组税务相关制度，降低并购税收成本
	《关于个人非货币性资产投资有关个人所得税政策的通知》	2015 年 3 月	
国家税务总局	《关于企业所得税应纳税所得额若干问题的公告》	2014 年 5 月	
	《股权转让所得个人所得税管理办法（试行）》	2014 年 12 月	

资料来源：根据公开资料整理。

(2) 上市公司并购重组交易类型与相应监管制度。上市公司的并购重组主要包括收购、重组、股份回购、合并、分立五种业务。收购是指上市公司控制权的转让，具体是指上市公司的股东或者新晋股东来收购上市公司的股权；重组是指上市公司出售或者购买资产，使股权或者资产和负债发生重大的变化；股份回购是指上市公司在特定的情况下回购自身的股权。合并是指两个上市公司可以合并为一个公司，或者一个上市公司也可以去合并一个非上市的公众公司；分立是指一家上市公司可以分立为两个上市公司，这方面的案例比较少。下文就收购、重组及合并三种业务的监管作详细阐述说明。

①收购制度。收购业务是取得上市公司控制权的行为。操作上的途径包括取得上市公司的控制权、持有上市公司的股票、直接成为上市公司的控股股东、收购上市公司的母公司实现间接控制上市公司，上市公司的收购主要遵循的法规是《上市公司收购管理办法》。

②重组制度。借壳和发行股份购买资产（无论比例有多大，无论是否达到重大资产重组），需要提交至由来自证监会、交易所、证监局、证券公司等机构的专家组成



的并购重组委员会进行审核。

③合并制度。两个上市公司合并为一个公司，可以通过新设合并或吸收合并实现。目前监管部门尚无针对合并的专门法规，但该项业务需要满足《上市公司重大资产重组管理办法》的相关规定。

(3) 监管政策趋势。2016年6月，证监会就修订《上市公司重大资产重组管理办法》向社会公开征求意见。本次并购重组新规是贯彻落实国务院关于简政放权、促进企业兼并重组的要求，适应当前国民经济“转方式、调结构”战略调整的重要举措，对促进上市公司行业整合和产业升级，推动并购重组市场发展具有重要意义。结合新规相关内容及市场动态，目前并购监管政策趋势主要集中在以下几个方面。

①强化信息披露，弱化实质审核。这并不是放松要求，而是更加注重落实发行人、各中介机构独立的主体责任，全过程、多角度地提升信息披露质量。

②审批效率提升，交易提速。为适应快速发展的并购交易需求，近年来监管部门的政策管制逐步放松，许可事项逐步减少或取消，监管导向更趋市场化，审核效率大幅提高。

③支持并购重组创新，完善机制安排。监管层正研究并购重组支付方式创新，引入优先股和定向可转债等。同时，完善市场化定价机制，增加定价的弹性，拓宽融资渠道，支持财务顾问提供并购融资，支持并购基金发展，改善并购融资环境。

④分类审核，借壳上市趋严，已明确规定借壳上市与IPO“等同”审查。根据证监会颁布的《首次公开发行股票并上市管理办法》及2016年6月发布的《上市公司重大资产重组管理办法》征求意见稿，证监会计划进一步完善了借壳上市的认定标准，借壳的审核将等同IPO进一步市场化。

⑤提高并购重组审核透明度。证监会对上市公司申请并购重组审批事项，长期以来秉持规范、透明和高效的准则。自2012年10月起，证监会对外公开并购重组申请基本信息及审核进度，并每周更新；其后公开并购重组委审核意见，并完善上述表格，增加接收材料时间，反馈回复的时间，加强流程控制。

⑥完善业绩补偿相关规定，强化监管。伴随着并购重组交易数量不断上升，近年来并购相应的业绩承诺“未达标”问题也相应得到重视，针对这一问题，监管层正作相应研究，将完善业绩承诺问题业绩补偿的相关规定，进一步强化这方面的监管。

⑦加强中介机构责任。证监会将实施并购重组审核全流程优化工作方案，新方案



加强了中介机构监管，强化事中、事后监管及严格审核纪律。

（二）信托公司并购业务的发展历程

1. 信托公司并购业务的发展

信托公司涉及并购业务最早可以追溯到 2010 年，其发展大致经历了两个主要阶段，即以并购贷款模式为主的阶段与多种模式共同发展阶段。

（1）以并购贷款模式为主的阶段。此阶段开始于 2010 年左右，渤海信托于该年发行的“南岭华业并购贷款项目信托”应为中国首款并购类信托产品。之后，随着中国并购市场的不断发展，尤其是 2013 年的爆发式增长，加之 2014 年 4 月银监会下发的《关于信托公司风险监管的指导意见》中明确提出六大转型方向之一就是“鼓励开展并购业务，积极参与企业并购重组，推动产业转型”，并购信托数量迅速增加。根据 Wind 资讯的统计，2010 年至 2014 年 9 月，信托公司共发行了 45 款并购信托，如中信信托于 2012 年成立的“创达·广州第一染织厂并购贷款信托”、中航信托于 2013 年发行的“天顺 67 号天瑞集团并购融资单一资金信托”、中融信托于 2014 年发行的“众泰汽车并购集合资金信托计划”等。在此阶段，信托公司对于整个并购过程并没有太多介入，发行的信托产品本质基本都是并购贷款。

（2）多种模式共同发展阶段。近几年，信托公司参与企业并购的程度不断加深，产品开始由以并购贷款为主转向并购贷款、股债结合、并购基金等多种模式共同发展。例如，中融信托于 2015 年 2 月与硅谷天堂、凯乐科技、荆州科达联合设立了晨光基金和元樽基金两只并购基金，中建投信托于 2015 年 9 月成立的“并购 10 号（精工丰杉）集合信托计划”采用合伙制信托并购基金模式，杭州工商信托于 2015 年 12 月成立“瑞信 1 号医疗产业并购基金集合信托计划”等。目前，信托公司仍在不断探索新的并购业务模式。

2. 其他金融机构并购业务的发展

（1）PE 机构。与其他金融机构相比，PE 机构介入并购业务的时间相对较长，从 2003 年开始，经历了初步发展、缓慢发展、模式转型几个主要阶段。

①初步发展阶段。2003—2008 年是 PE 机构并购业务初步发展的一个阶段，此阶段 PE 机构通过成立并购基金参与企业并购。2003 年弘毅投资的成立标志着中国本土并购基金逐步崛起；2004 年 6 月，新桥投资以 12.53 亿元收购深圳发展银行 17.89% 的控股股权，成为并购基金在中国进行的第一起典型并购案例；2007 年 4 月，中信资本募集了 4.25 万美元专门用于进行国有企业收购；同年 12 月，厚朴基金募集成



立，定位于中国企业并购重组领域的收购，采用国际标准的合伙制模式，共募得 25 亿美元。

②缓慢发展阶段。2008 年国际金融危机爆发后，由于并购基金的海外资金来源受限，PE 机构的并购业务在国内市场发展势头有所放缓。根据相关统计，2009 年仅有 3 只并购基金完成募集，合计募资 22 亿美元，比上年锐减 85.9%。2009 年 12 月，中央经济工作会议将“调结构”作为 2010 年经济工作的重要目标，在各方政策支持下，并购基金在市场上选择的并购标的明显增加，但是由于控制权难以获得、融资渠道狭窄、退出机制不完善等原因，发展模式尚不清晰。

③模式转型阶段。由于之前的并购基金模式存在诸多不足，PE 机构也在不断寻求业务模式上的转型。2011 年，硅谷天堂与大康牧业联合发起成立并购基金标志着“上市公司 + PE”模式的正式开启，该模式逐渐成为 PE 机构介入企业并购的主流模式。在此阶段，“上市公司 + PE”的概念是指 PE 机构与上市公司联合设立并购基金。

2013 年，硅谷天堂入股长城集团使“上市公司 + PE”模式进一步发展成了“入股 + 并购”模式。PE 机构开始通过入股上市公司，以利益相关的小股东身份全面参与上市公司的产业整合并购过程。2014 年后，硅谷天堂均以此模式参与企业并购，同时中植系等其他 PE 机构也相继采用该种模式。

(2) 券商。券商最早是以担任并购财务顾问的方式参与企业并购，而从 2012 年开始，设立券商系并购基金成为主要的参与模式。

①并购财务顾问阶段。并购财务顾问业务作为券商的传统业务之一开始时间较早，并在 2000 年后逐渐受到重视，各家券商纷纷设立并购业务部门。在券商获得 PE 业务资质之前，开展并购财务顾问业务是参与并购的唯一方式。

②并购基金阶段。2007 年 6 月，证监会批准中金佳成投资管理有限公司（中金公司旗下的直投公司）进行募集基金的试点，中金公司成为首家获得 PE 业务资质的试点券商。2012 年 6 月，中信证券发布公告称，其全资直投子公司金石投资有限公司获得证监会核准，发起首只券商系并购基金。随后，多家券商直投子公司相继设立并购基金，如国金证券直投子公司国金鼎兴于 6 月宣布发起首期并购基金，采用结构化有限合伙形式；广发证券于 9 月与延安市政府签订战略合作协议，广发信德与延安鼎源投资公司合作设立并购基金，主要面向公共领域。

2012 年 11 月，中国证券业协会发布《证券公司直接投资业务规范》，为券商直投设立并购基金提供了直接的政策依据，券商系并购基金得到进一步发展，并逐



渐形成了直投子公司直接设立、与资本巨头联合设立以及与地方政府联合设立三种典型的并购基金设立模式。根据投中研究院的报告，截至2015年末，券商直投子公司累计设立了16只并购基金，募集金额为228亿元，占直投基金总规模的19%。

(3) 银行。银行从2009年开始正式以发放并购贷款的方式开展并购业务，在相关政策的推动下，经历了逐步兴起阶段与快速扩张阶段。

①逐步兴起阶段。2008年12月3日，国务院颁布的“金融国九条”中的第五条明确提出，通过并购贷款等多种形式，拓宽企业融资渠道。同年12月6日，银监会发布了《商业银行并购贷款风险管理指引》，允许符合条件的商业银行开展并购贷款业务。在相关政策的推动之下，银行的并购贷款业务开始兴起。2009年1月，国开行与中信国安、中信集团签署了中信集团战略投资白银集团的并购贷款合同，发起了中国首笔并购贷款，金额为16.3亿元；同年3月，中国银行等国内4家银行组成银团向中铝公司提供约210亿美元的并购贷款额度，为中国首笔境外并购贷款。

②快速扩张阶段。2010年初，商业银行并购贷款规模在200亿元左右，且参与者主要集中在五大国有银行。随后，并购贷款规模快速上升，参与主体也扩展到了股份制银行。2011年1月末，商业银行并购贷款余额达850亿元，而到2013年末已达3087亿元。2015年，银监会对《商业银行并购贷款风险管理指引》进行了修订，将并购贷款期限从5年延长至7年，并购贷款占并购交易价款的比例从50%提高到60%，并且取消了并购贷款担保的强制性要求。此次修订无疑进一步推动了并购贷款业务的发展。

二、信托公司并购业务模式及案例分析

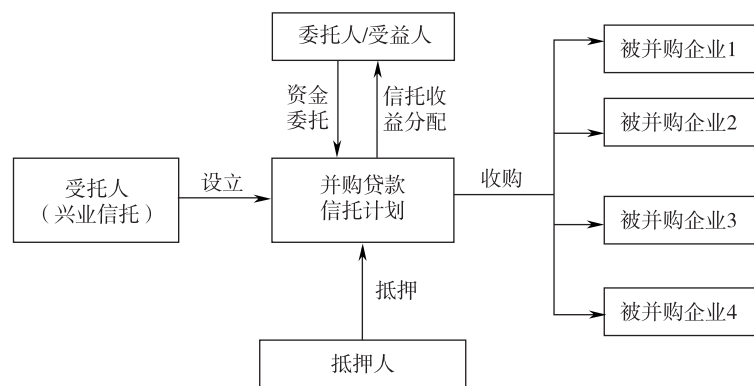
(一) 并购贷款模式

并购贷款模式是指信托计划募集资金以贷款方式投放资金实施并购。在不同的实施主体下，介入并购的资金信托主要表现为两种形式，即信托公司主导型和信托公司参与型。信托公司主导型，即信托公司设立信托计划，以信托公司自身为主体实施并购，并负责并购项目融资、投资、增值管理、退出以及收益分配的全过程。信托公司参与型，主要是指信托公司仅参与并购实施的某个过程，从具体的案例时间来看，主要是负责并购项目的前期融资，其提供方式主要是并购贷款等。



1. 信托公司主导型

(1) 交易结构。具体交易结构如图 1 所示。



资料来源：兴业信托。

图 1 信托公司主导型并购贷款交易结构

(2) 模式要点。

融资标的：不限制，上市公司与非上市公司均可。

收购方式：目标企业为上市公司，一般采取协议收购方式取得上市公司母公司/控股股东的控制权，达到间接收购上市公司的目的；目标企业为非上市公司，一般采取增资扩股、现金购买资产、现金购买股权等方式。

退出方式：目标企业为上市公司，一般采取公开出售上市公司股权、上市公司母公司/控股股东溢价回购等方式；目标企业为非上市公司，一般采取股权转让、原股东溢价回购、挂牌转让等方式。

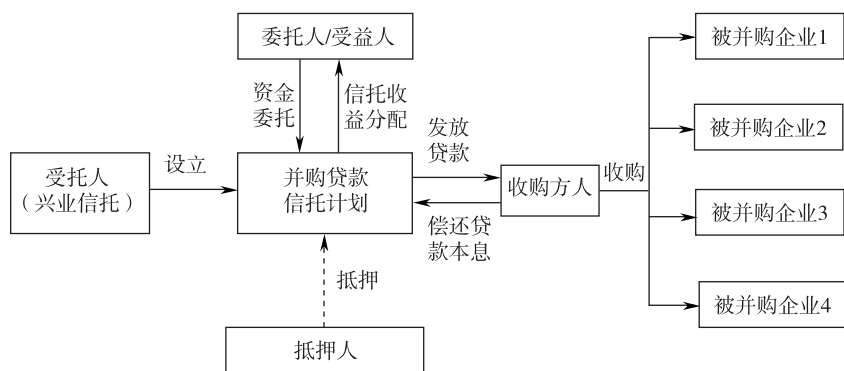
(3) 案例：爱建信托—杭州东田项目并购集合资金信托计划。

资金运用：受托人将信托资金加以集合运用，分别用于收购杭州东田巨城置业有限公司 49% 的股权，收购浙江龙盛集团股份有限公司对杭州东田巨城置业有限公司的债权和向杭州东田巨城置业有限公司发放信托贷款。

增信措施：一是以杭州东田巨城置业有限公司项目土地及在建工程抵押，以杭州东田巨城置业有限公司 51% 的股权质押；二是实际控制人钱益升及配偶提供无条件、不可撤销担保；三是办理强制执行公证。

2. 信托公司参与型

(1) 交易结构。具体交易结构如图 2 所示。



资料来源：兴业信托。

图2 信托公司参与型并购贷款交易结构

(2) 模式要点。

融资标的：大型国企、上市公司等。

提供资金方式：直接发放并购贷款等形式。

退出方式：收购方到期还本付息。

(3) 案例：中铁信托·铸信集团股权并购贷款项目集合资金信托计划。

资金运用：信托资金用于向成都铸信（集团）发放项目贷款，铸信集团将信托资金用于向成都聚锦商贸有限公司进行股权增资，信托到期由铸信集团偿还本金及利息，实现信托资金的安全退出，为加入本计划的信托受益人获取相应收益。

增信措施：铸信集团以所持有的成都铸信地产开发有限公司 100% 的股权为本次贷款提供质押担保，铸信集团法定代表人提供个人连带责任担保，确保信托项目的正常运行和及时偿还贷款本息。

3. 并购贷款模式的变通

目前，对于信托公司发放并购贷款的主要监管依据如下。

(1) 《贷款通则》〔中国人民银行令（1996 年 2 号）〕。

(2) 《信托法》〔中华人民共和国主席令第 50 号〕。

(3) 《信托公司管理办法》〔中国银行业监督管理委员会令（2007 年第 2 号）〕。

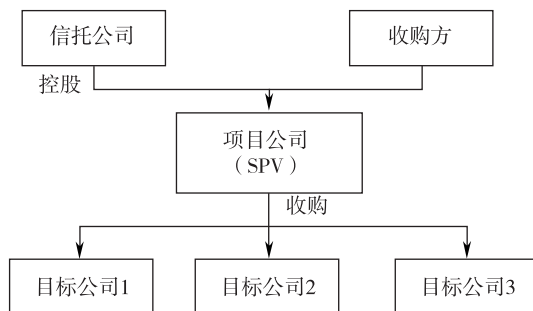
(4) 《信托公司集合资金信托计划管理办法》（2009 年修订）〔中国银行业监督管理委员会令（2009 年第 1 号）〕。

(5) 《上市公司收购管理办法》（2014 年修订）〔中国证券监督管理委员会令第 108 号〕。



(6)《商业银行并购贷款风险管理指引》〔银监发〔2015〕5号〕。

允许发放并购贷款的金融机构包括商业银行和信托公司，由于同为银监会所监管，因此对银行相关业务的监管规定对信托公司具有一定的指导意义。在以上相关监管法规条文中，监管方面对并购贷款持鼓励态度，同时对借款人等加以约束，以规避并购贷款业务的风险。但《贷款通则》第二十条第三项规定，“不得用贷款从事股本权益性投资，国家另有规定的除外”，即信托公司无法通过发放并购贷款用于股本权益性投资。在此情况下，可以通过设立 SPV，以杠杆收购模式加以变通。具体架构如图 3 所示。



资料来源：兴业信托。

图 3 通过设立 SPV 进行股权投资的架构

变通后的操作模式如下。

- (1) 由收购方确定目标企业，并初步确定价格及收购条件。
- (2) 收购方与信托公司协商确定需募集的信托资金的规模及资金成本。
- (3) 成立由信托公司控股、收购方参股的项目公司作为 SPV，收购方承诺到期回购信托公司所持项目公司股权，并提供相关的抵押/质押/担保。
- (4) 由项目公司以自有资金收购目标企业。
- (5) 在信托公司与收购方事先协定的时间，收购方向信托公司回购信托公司所持有的项目公司的股权，信托公司退出。

4. 并购贷款模式的优势

并购贷款模式具有灵活的交易结构和私密性较好等优势。具体来说，并购贷款能够采取发行信托计划、成立并购基金、与外部机构合作等多种方式来实现，并且可以采用股债结合以及结构化设计。信托公司可以通过放大杠杆的方式在短期内募集大量资金投入到了并购项目，在银行的并购贷款有额度限制时，信托公司可以形成



错位竞争。在某些特定的情形下，信托公司可以在不暴露委托人的前提下帮助并购方实施收购。

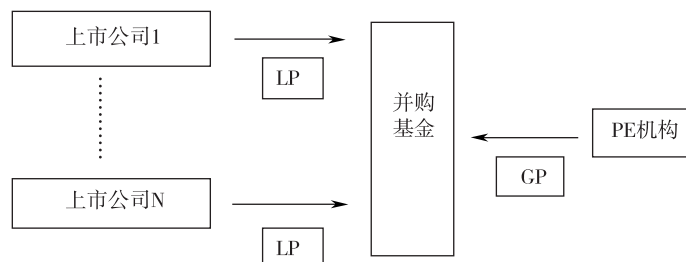
（二）“PE + 上市公司”模式

“PE + 上市公司”模式指的是由丰富的私募股权投资基金管理经验的机构充当 GP 与上市公司或上市公司大股东或其关联公司一同作为并购基金的发起人，成立有限合伙制并购基金。2011 年 9 月，天堂硅谷在国内首创了上市公司与 PE 机构“联姻”投资的并购合作模式，并广为流传。

从上市公司在并购基金中不同角色定位的角度，可将 A 股“PE + 上市公司”模式细分为三类：第一类，以 PE 机构为主导，上市公司仅作为资金提供方参与，不参与基金的投资管理，仅获取财务收益，此模式下多为“1 家 PE + N 家上市公司”型的基金结构，各出资人之间地位相同；第二类，上市公司仅作为 LP 参与设立，但基金是围绕上市公司产业布局而成立的，上市公司与 PE 机构共同参与投资决策，该模式一般可简化为“1 家 PE + 1 家上市公司”；第三类，上市公司既作为 LP 又作为 GP，与 PE 机构共同管理并购基金的各项事务。

1. 上市公司作为资金提供方参与并购基金

此模式下，PE 机构作为普通合伙人设立基金，多家上市公司共同参与，仅作为有限合伙人出资参与并购基金。在该模式下，并购基金的运作以 PE 机构为主导，上市公司仅提供并购融资，寻求投资收益，不参与基金的投资管理。基金结构可简化如下。



资料来源：外贸信托。

图4 上市公司作为资金提供方参与并购基金结构

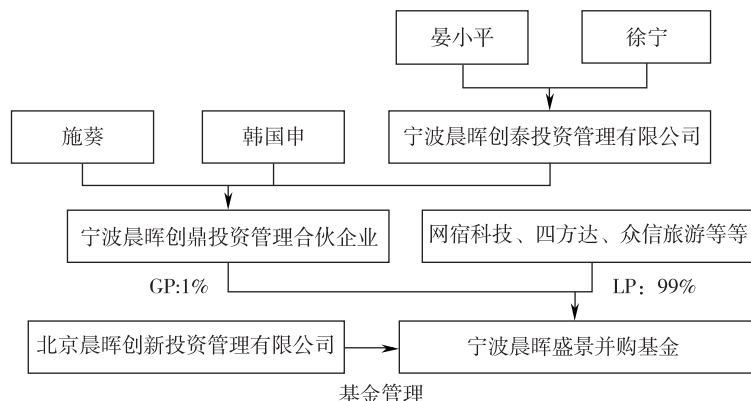
该模式的典型特点是“1 家 PE + N 家上市公司”。众多上市公司仅作为 LP，PE 机构作为独立的 GP，独立决定投资事宜。对于 PE 机构来说，在并购基金投资过程中，既能够独立判断投资方向，又能得到上市公司的支持；对于上市公司来说，主要



作用是提供并购融资，更多的目的是为了获得财务收益。

以晨晖盛景并购基金为例。晨晖盛景并购基金成立于 2015 年 5 月，晨晖资本为 GP，搭伙多家上市公司。1 期有 10 亿元的基金，作为 LP 出资人的相关上市公司超过 10 家。

第一，基金结构与规模。晨晖盛景并购基金目标募集规模为 10 亿元，其中，宁波晨晖创鼎投资管理合伙企业作为基金普通合伙人认缴基金规模的 1%，其他有限合伙人认缴剩余部分，根据相关上市公司公告，截至 2015 年 5 月 21 日，参与晨晖盛景并购基金的拓尔思、通光线缆等 5 家上市公司分别认缴 3000 万元，四方达公司认缴 7000 万元。晨晖盛景并购基金的基金管理人为北京晨晖创新投资管理有限公司，其交易结构如下。



资料来源：新华并购圈。

图 5 晨晖盛景并购基金交易结构

第二，资金募集。普通合伙人在合伙企业的总认缴出资额达到 3 亿元之后，或于其认为适当时间宣布首次交割。所有合伙人均应以人民币现金方式对合伙企业出资。合伙人认缴出资分两期实缴，每次实缴比例为 50%；首期实缴出资使用到四分之三时，合伙人缴纳第二期出资。

第三，基金投资。基金投资方向为 TMT、大消费及创新升级传统产业。

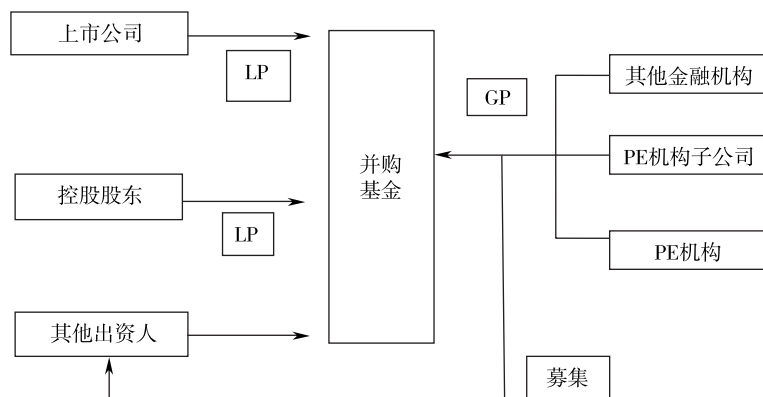
第四，决策机制。合伙企业的执行事务合伙人为宁波晨晖创鼎投资管理合伙企业。普通合伙人下设投资决策委员会，合伙企业所有对外投资、投后管理重大事项及投资退出等相关重大事宜，均需投资决策委员会审议通过后，方可实施。投资决策委员会由 3 名委员组成，包括 2 名关键人士及关键人士另行确定的 1 名委员。每名委员每人有一票表决权，每个提交表决的项目应经三分之二以上委员同意方可通过，晨晖



资本合伙人晏小平拥有一票否决权。

2. 上市公司作为 LP 参与设立与管理并购基金

此模式下，往往只有一家上市公司作为 LP 与 PE 机构合作设立并购基金，该并购基金的投资围绕上市公司产业布局而进行。在基金管理方面，上市公司虽然仅作为 LP，但也部分参与基金的投资管理。在出资方面，也有多种灵活安排，上市公司或控股股东可以提供全部或部分出资，部分资金也可由 GP 募集。GP 方面也可灵活安排，可以是 PE 机构、PE 机构子公司或其他金融机构，也可由其中任意机构组成 GP 联合体。其基金结构可简化如下。



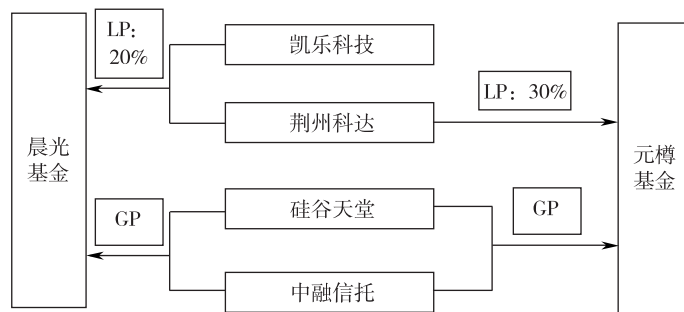
资料来源：外贸信托。

图6 上市公司作为 LP 参与设立与管理并购基金结构

该模式的特点是，上市公司参与并购基金的投资与管理。上市公司不仅寻求财务投资回报，其主要目的在于战略并购需要。PE 的加入可以扩大上市公司并购融资来源。除了上市公司及关联方的出资外，普遍由 GP 对外募集资金。在基金收益方面，披露的案例普遍使用优先/劣后结构的转型并购基金，如金石—乐普医疗产业投资并购基金。

以凯乐科技的并购基金为例。根据 2015 年 2 月 1 日凯乐科技发布的公告，其联合控股股东荆州科达及第三方投资机构硅谷天堂、中融信托共同发起专门为公司产业整合服务的两只并购基金，即晨光基金和元樽基金。

第一，基金结构与规模。成立的两只基金目标规模均是 5 亿元，并购基金设立的参与方包括上市公司凯乐科技、控股股东荆州科达、硅谷天堂、中融信托。并购基金成立后，由硅谷天堂与中融信托指定的关联企业共同担任基金普通合伙人和执行事务合伙人，对基金设立、投资、管理、退出等日常事务进行管理。其基金结构如图 7 所示。



资料来源：新华并购圈。

图7 凯乐科技的并购基金结构

第二，基金募集。此次拟设立的并购基金包括晨光基金和元樽基金。基金存续期为3年，其中投资期为1年，退出期为2年，经过投资决策委员会同意后，基金存续期可以延长1年。

晨光基金首期规模为不少于2亿元，其中凯乐科技或荆州科达作为基金的有限合伙人，出资比例不低于每期基金规模的20%，硅谷天堂和中融信托负责基金交易结构设计、发行，以及通过自筹资金或募集资金，认缴其余不高于80%的基金有限合伙人出资份额。

元樽基金一次募集到位，其中荆州科达作为基金的有限合伙人，出资总额不低于1.5亿元，出资比例不低于基金总规模的30%；硅谷天堂和中融信托负责基金交易结构设计、发行，以及通过自筹资金或募集资金，认缴其余不高于70%的基金有限合伙人出资份额。

第三，基金投资。晨光基金定位于通信产业链上下游优质企业的投资、并购，元樽基金定位于上市公司内部资产并购、剥离、重组。

第四，日常管理。在业绩报酬方面，收取管理费标准为并购基金净资产规模的2%，按年向GP支付。扣除基金管理费、税收等成本后，如果不进行下一轮投资，则首先分配优先级出资人的本金、优先收益，并提取并购基金普通合伙人20%的业绩报酬，剩余的超额收益在优先级出资人和劣后出资人之间按照约定的梯级比率进行分配。

第五，决策机制。在投资决策方面，投资决策委员会委员由荆州科达委派1名代表、硅谷天堂委派1名代表、中融信托委派1名代表，涉及并购基金的投资、退出、分配等重大事项均需委员一致同意才可生效。

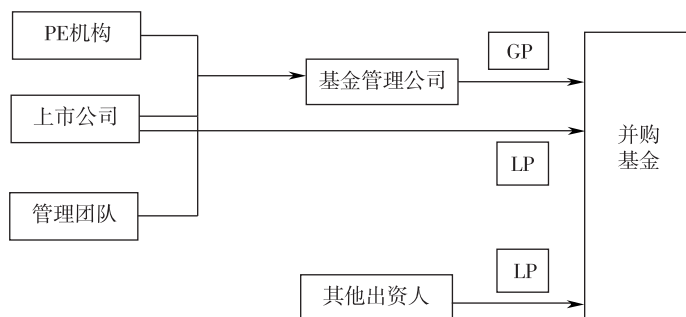


在投资流程上，晨光基金由四方共同组建项目小组，负责筛选标的公司，按照硅谷天堂的投资流程进行尽职调查，直至完成投资。基金优先投资于荆州科达及凯乐科技推荐的项目；原则上项目投后管理与表决主要由上市公司委派的经营管理团队负责，硅谷天堂和中融信托有权对资金和投资决策进行监管，并向凯乐科技提出建议。

第六，退出约定。退出方式包括：第一，在约定条件下，并购基金投资或并购项目可以按照市场评估价格和每年 12% 的溢价孰高的原则，优先增发注入到上市公司，但上市公司不承担担保等兜底义务。约定的条件包括但不限于符合上市公司发展战略方向与目的、上市公司董事会或股东大会审议通过、证监会审核通过等。第二，项目除优先注入乙方上市公司平台外，也可以遵循收益最大化原则，视条件通过新三板挂牌转 A 股、出售给其他产业集团或上市公司、挂牌转让等方式实现退出。

3. 上市公司既作为 LP 又作为 GP 参与设立并购基金

在该模式下，并购基金的设立方式通常为上市公司与私募基金共同成立基金管理公司，以基金管理公司作为 GP、以上市公司部分出资作为 LP 共同成立并购基金。此时上市公司既是 LP 又是 GP，并使用优先/劣后结构对外募资。其基金结构可简化如下。



资料来源：外贸信托。

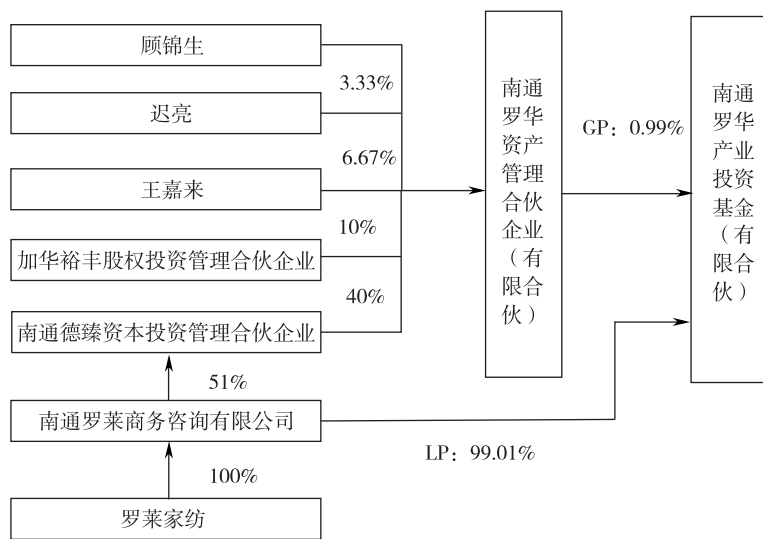
图 8 上市公司即作为 LP 又作为 GP 参与设立并购基金结构

该模式的特点是，上市公司深度参与并购基金的投资管理，与 PE 机构的利益相关联系更加紧密，对并购基金投资项目的运作参与度更深。在该模式下，并购项目的风险会进一步降低，同时 PE 机构的退出也会更加方便、安全。

以南通罗华产业投资基金为例。基金成立于 2015 年 5 月，罗莱家纺 5 月 19 日发布公告称，公司全资子公司南通罗莱商务咨询有限公司拟使用自有资金 2 亿元与加华裕丰股权投资管理合伙企业合作设立产业投资基金。



第一，基金结构与规模。基金设立的目标规模为 2.02 亿元。南通罗莱商务咨询有限公司以其控股子公司南通德臻资本投资管理合伙企业与加华裕丰股权投资管理合伙企业及 3 名自然人共同发起设立注册资本为 300 万元的南通罗华资产管理合伙企业。南通罗莱商务咨询有限公司将与南通罗华资产管理合伙企业共同发起设立南通罗华产业投资基金。其中，南通罗莱商务咨询有限公司作为基金的有限合伙人认缴出资 2 亿元，占出资总额的 99.01%。南通罗华资产管理合伙企业作为普通合伙人出资 200 万元，占出资总额的 0.99%。基金结构如图 9 所示。



资料来源：新华并购圈。

图 9 南通罗华产业投资基金结构

第二，基金投资。通过市场化运作管理，重点围绕大家纺、大家居产业链和相关生态圈进行布局，着力收购符合具备良好成长性和协同性的家纺、家居行业中的优秀企业，通过产业整合与并购重组，为罗莱家纺提供优质项目资源储备。

第三，日常管理。基金存续期为 7 年，规模为 2.02 亿元。基金的认缴出资总额达到 1 亿元即可设立并开始运作。并购基金成立后，委托普通合伙人管理公司担任基金管理人，负责基金投资策略规划，以及拟投项目的筛选、立项、尽职调查、组织实施、投后监督管理及退出等工作。

第四，退出约定。投资完成后，基金通过并购家居领域的优秀标的，最终实现退出，也有助于推动公司对产业进行整合。

4. “PE + 上市公司” 模式的优势

“PE + 上市公司” 模式并购基金相比于美国式成熟的并购基金对基金管理团队的



要求降低，基金可以借助上市公司对行业的理解，把握行业投资机会，降低投资风险；相比于传统的 PE 基金，这种模式提前锁定了退出方式，降低了退出风险；相比于传统的财务顾问公司，基金通过认购基金份额，募集资金，可获得部分股权增值以及基金管理费用。

“PE + 上市公司”模式是 PE 机构和上市公司双赢的模式。对于上市公司来说，首先，能够消除并购前期风险，可通过并购基金提前了解目标企业，减少未来并购信息不对称风险。其次，可借助 PE 机构对项目判断的经验和能力，实现优势互补，与 PE 机构一起对拟投资项目进行筛选、立项、组织实施，以及对已投项目进行监督、管理，可提高并购项目的成功率。再次，上市公司通过并购基金的杠杆收购，不占用过多资金。参与设立并购基金进行收购属于杠杆收购，只需部分出资，且根据项目进度逐期支付，剩余资金由外部募集，即可锁定并购标的，不占用上市公司过多的营运资金。另外，可以提高并购效率。如上市公司独立作并购，通常的资金来源包括再融资、定向增发等，耗时需要一年左右，有时会错过一些并购机会；收购后需要较长的时间整合才能消化并购的负面效应。而 PE 机构发起的并购基金能很快提供较高的资金杠杆，以并购基金形式收购，用三年左右可整合、消化并购标的，再将其装入上市公司，比上市公司单独操作更有效率。最后，通过并购来提高公司实力，提升公司估值。通过利用 PE 机构的资源优势及其各种专业金融工具放大公司的投资能力，推动上市公司收购或参股符合公司实现战略发展的具有资源、渠道、品牌等优势的相关项目，以产业整合与并购重组等方式，壮大公司的实力。由于并购风险可控，预期明确，通常在二级市场上，股价会有较大的上涨，可以较大幅度提升公司估值。

对于 PE 机构来说，首先，可以提高投资退出的安全性，这种模式在投资之初就锁定特定上市公司作为退出渠道，从而提高了 PE 机构投资的安全边界。其次，有上市公司作为基石投资人，有助于提高对项目质量的判断；上市公司通常会介入甚至主导投后管理，有助于提升项目公司的管理水平。再次，上市公司强大的采购、销售渠道等资源有助于项目公司做大做强，迅速提升业绩。最后，降低募资难度。国内的投资环境决定了 LP 群体“短、平、快”的投资需求，而“PE + 上市公司”模式完全符合“短、平、快”的投资需求。通常是有了明确的投资标的，才向其他 LP 募资，投资周期短；模式设计中由上市公司大股东作出某种还本付息承诺或由上市公司大股东优先承担一定范围内的亏损，投资相对平稳；通常三年就可以由上市公司收购而退出，投资回收快。“PE + 上市公司”模式的投资流程及投资回报相对于传统的 PE、



VC 模式，更符合国内众多私人资本的需求，对于 GP 而言，无疑将降低募资难度。

（三）“入股 + 并购”模式

“入股 + 并购”模式是指金融机构先入股上市公司，成为利益相关小股东，再以并购咨询顾问身份，由双方共同进行资本运作，帮助上市公司进行产业整合、对外投资、市值管理等。在这种合作模式中，金融机构不再单纯只是并购重组中的资金提供方，而是全方位、全流程的参与者，因此这种模式对金融机构的产业理解能力、和监管部门的沟通能力、对二级市场的把握能力，以及对一级市场标的资源的控制能力等都要求较高。这种合作模式由硅谷天堂首创（2013 年其入股长城集团并进行了一系列较为成功的资本运作），目前市场上主流参与者也是 PE 机构，一些券商也以财务顾问等方式参与。而对于信托公司来说，大多数公司在资本市场的资源和专业能力积累还不是非常有优势和深度，所以参与全流程并购重组的成功案例较少，大部分只是参加其中一到两个环节，中融信托属于这个并购重组领域表现比较突出的公司之一。以下将对“入股 + 并购”模式的运作流程、交易结构等进行详细介绍，并以硅谷天堂运作的立思辰案例和中融信托参与的栋梁新材和艾迪西为例进行分析。

1. 运作流程

首先，金融机构需选择可能合作的上市公司，考察因素包括上市公司所在行业情况、公司股权结构、大股东实力与合作意愿、公司管理团队水平等。确定好合作对象以后，双方签订并购整合、市值管理等服务协议，金融机构以咨询顾问、财务顾问身份对企业进行战略梳理，研究其适合内生式还是外延式发展，并确定下一步的运作基本方向和思路。

之后，金融机构可通过大宗交易、协议转让、定向增发，甚至是公开市场举牌买入等方式，先获得上市公司部分股权，其持股比例一般在举牌红线附近（5%）或以内，成为和上市公司利益关系紧密的小股东。双方利益捆绑以后，金融机构在上市公司中更有话语权，且其作为股东也天然有帮助企业改善业绩的动力。

接下来（或同时）双方共同制定具体并购战略，寻找潜在并购标的，标的资产选择原则包括可以改善上市公司业绩、有产业整合优化预期、估值较为合理、可帮助上市公司转型等。确定收购对象以后，金融机构可帮助上市公司通过定向增发等方式以“现金 + 股权”的方式进行收购整合，对于时间窗口比较紧急的项目，金融机构还可和大股东先成立并购基金收购，后续再退出。通过一系列资本运作和产业整合以后，公司价值获得市场认可，股价得到提升，金融机构可视情况出售股权退出获益。

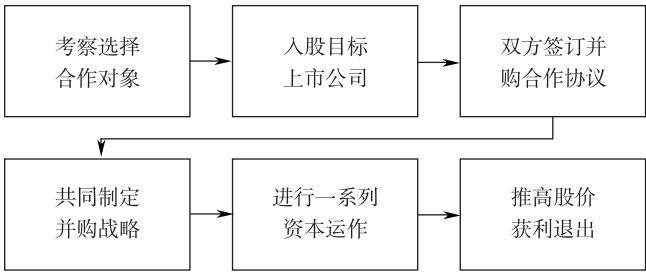


图 10 “入股 + 并购”模式运作流程

2. 交易结构

在此种模式下，金融机构的盈利来源主要有以下几种：（1）帮助上市公司进行并购业务的财务顾问咨询费；（2）所持有上市公司的股份经过上市公司并购整合之后带来的较高股权增值收益；（3）运作并购基金/定向增发基金管理费和超额收益；（4）自有资金参与定向增发或者参与并购基金的投资收益。

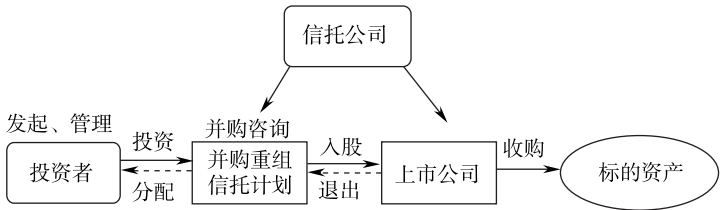
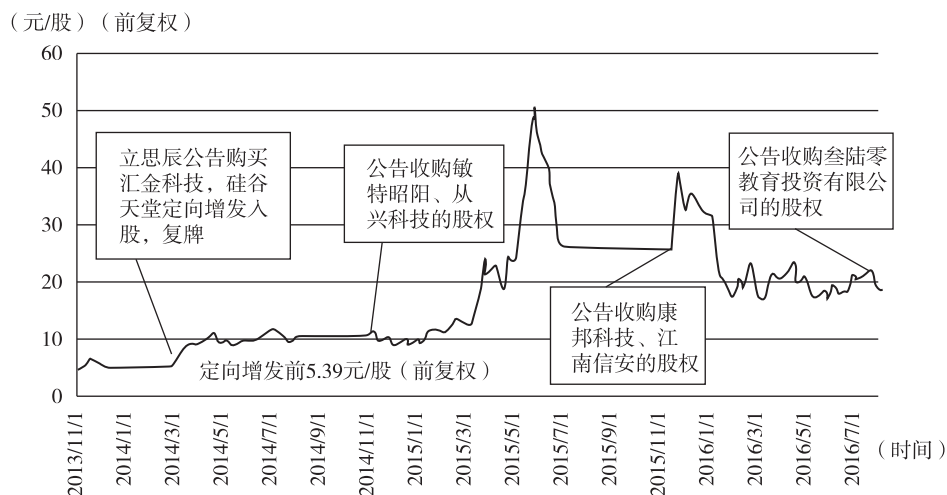


图 11 “入股 + 并购”模式交易结构

3. 案例分析

（1）立思辰案例。在此案例中，硅谷天堂在 2014 年初通过定向增发方式成为上市公司立思辰的第四大股东，并与立思辰签署并购顾问协议，为期三年，每年收取 100 万元顾问费。之后以顾问身份帮助立思辰围绕互联网教育行业进行了一系列的资本运作：收购汇金科技 100% 的股权、收购互联网教育企业敏特昭阳 100% 的股权和从兴科技 30% 的股权、收购康邦科技 100% 的股权（最后调整为 95%）、收购上海叁陆零教育投资有限公司 100% 的股权等。这些产业收购整合使立思辰的盈利能力、未来发展潜力得到了资本市场认可，股价得到了极大提升，硅谷天堂获利显著。不计算并购过程中的其他盈利，仅硅谷天堂在 2014 年初定向增发买入的这部分股权实际升值就高达 3 倍（以复权后的股价计算）。

硅谷天堂的优势主要在于拥有较为丰厚的项目资源，其与一级市场关系比较密切，资本运作手段也比较高明。经过硅谷天堂入股和提供市值管理服务的上市公司，超过半



注：统计时段为2013年11月1日至2016年7月1日。

数据来源：Wind 资讯。

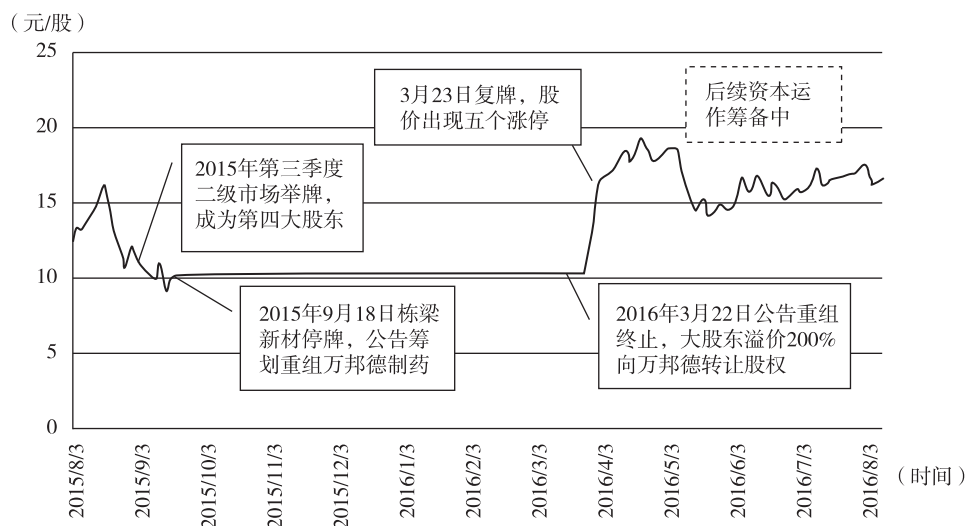
图 12 硅谷天堂运作立思辰期间立思辰股价

数都得到了市场的认可，硅谷天堂和上市公司通过一二级市场的溢价空间套利。

(2) 栋梁新材案例。在此案例中，传统企业栋梁新材的营业收入下降，公司需要寻找新的增长动力，筹划并购重组，中融信托提前（2015 年第三季度）通过二级市场举牌的方式入股上市公司，旗下产品“中融—嘉银成长 1 号结构化证券投资集合资金信托计划”持有栋梁新材 756 万股，截至 2015 年末占流通股的 4.18%。2015 年 9 月 18 日，栋梁新材公告筹划重大资产重组，拟通过发行股份及现金支付相结合的方式，购买万邦德制药 100% 的股权，公司停牌。后面因为种种原因未能重组成功，但是控股股东陆志宝与万邦德集团签署了股份转让协议，陆志宝拟将其持有的栋梁新材 9.44% 的股权以 32.49 元/股的价格（溢价 200%）转让给万邦德集团，转让价款为 7.3 亿元。

此次权益变动后，万邦德集团与陆志宝成为公司并列第一大股东。栋梁新材 2016 年 3 月 22 日晚间发布公告称，栋梁新材大股东转让股份，23 日复牌后公司股价出现 5 个涨停。此次万邦德集团成为控股股东之一，后续可能还有注入资产、借壳上市等资本运作。

(3) 艾迪西案例。在此案例中，中融信托在 2015 年第三季度以“中融—日进斗金 1 号结构化证券投资集合资金信托计划”在公开市场买入 110.79 万股艾迪西股票，位列十大流通股东第十位。艾迪西于 2015 年 8 月 26 日之后开始停牌，2015 年 12 月，

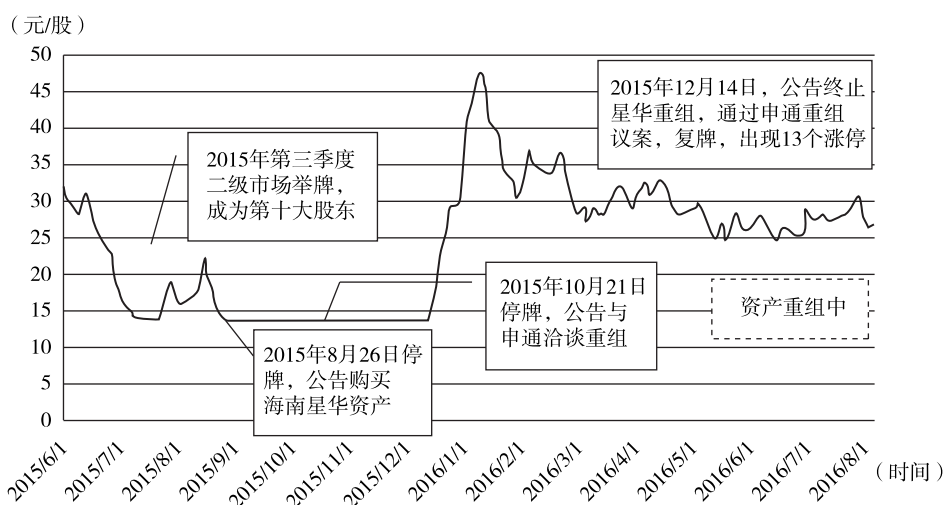


注：统计时段为2015年8月3日至2016年8月3日。

数据来源：Wind 资讯。

图 13 中融信托入股栋梁新材期间栋梁新材股价

中国快递业巨头申通拟借壳 A 股公司艾迪西上市方案被公布：艾迪西拟置出合法拥有的全部资产、负债，置入申通快递 100% 的股权，作价 169 亿元。复牌后，艾迪西出现 13 个涨停。这是中融信托又一重组题材的操作，作为中国快递第一股，整个重组进程较为复杂，涉及资金量巨大，作为重要的小股东之一，中融信托后续可能在资本运作中参与更多环节。



注：统计时段为2015年6月1日至2016年8月1日。

数据来源：Wind 资讯。

图 14 中融信托入股艾迪西期间艾迪西股价



(4) 信托公司部分案例汇总。除中融信托以外，华宝信托、华润信托、平安信托等在资本市场的并购重组业务也较为活跃，虽然不像硅谷天堂那样能够全流程深度参与，但是入股以后在后续的资本运作进程中也保留了较大腾挪余地和新的业务空间。表3汇总了信托公司操作“入股+并购”模式的部分案例。

表3 信托公司“入股+并购”模式部分案例

机构	信托名称	事件
中融信托	中融—日进斗金14号证券投资集合资金信托计划	中融信托于2015年第一季度通过信托计划持有佳都科技274.73万股，位居第九大流通股东；2016年3月11日，佳都科技发布公告称正在筹划进行发行股票购买资产重大事项，自2016年3月14日起停牌进行相关资产重组
中海信托	浦江之星12号集合资金信托	中海信托于2013年第一季度通过信托计划对威华股份持股0.51%，第二季度新增248万股，以1.02%的持股比例成为第三大股东；同时民森H号以190.67万股、0.39%股权成为威华股份十大股东之一；7月威华股份由于拟进行重大资产重组计划停牌，11月威华股份发布公告称赣州稀土将以7585亿元借壳上市，并募集不超过10亿元展开产业链整合，但是重组计划最终终止了
华润深国投信托	民森H号证券投资集合资金信托计划（简称“民森H号”）	
华润深国投信托	华润深国投信托有限公司—长江5号信托计划	华润深国投信托于2014年第二季度入股凯乐科技，持股418万股，成为第四大股东；凯乐科技于2014年6月10日开始停牌，并发布重大资产重组公告，将收购上海卓凡；停牌三个月后凯乐科技完成收购计划，重新复牌
四川信托	宏赢九十二号证券投资集合资金信托计划	四川信托于2016年第一季度入股金谷源，持有107.42万股流通股，占比0.43%；金谷源于5月停牌进行有关资产重组事项
平安信托	宝盈基金—浦发银行—平安信托—平安财富创赢行健定增一号集合资金信托计划	平安信托于2016年第二季度入股雷科防务，持有1748.62万股受限流通股，占比1.61%；之后雷科防务拟进行并购重组
华宝信托	时节好雨30号集合资金信托	华宝信托于2015年第一季度入股鑫茂科技，持有1140万股受限流通股，占比2.83%；同年第三季度，通过时节好雨信托计划增加765万股流通股，占比1.9%；11月，鑫茂科技发出停牌公示，将进行重大资产重组；2016年6月公告终止重组计划，但将进行定向增发等其他资本市场活动
中融信托	中融—嘉银成长1号结构化证券投资基金集合资金信托计划	中融信托于2015年第二季度成为栋梁新材第五大股东，持有756万股流通股，占比3.18%；栋梁新材于2015年9月发出筹划重大资产重组的公告，并于2016年3月停牌，不过最终未能成功施行计划；中融信托目前持股比例未变

注：中海信托和华润深国投信托在不同时间先后对威华股份进行了投资。

资料来源：根据公开资料整理。

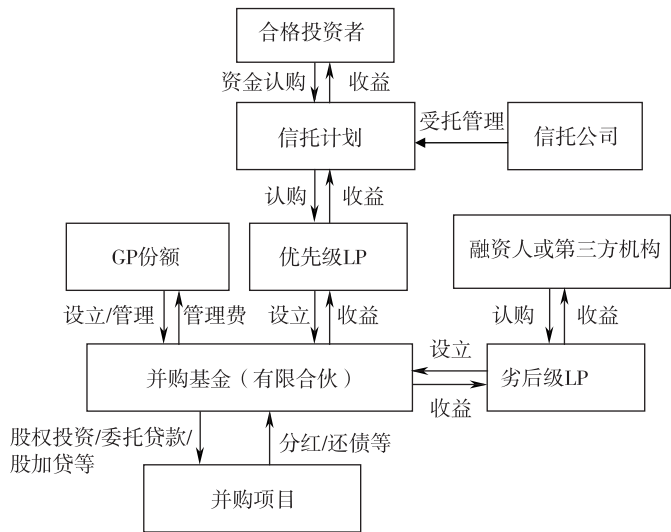
(四) 与国企成立并购基金模式

1. 交易结构

委托人以其合法资金委托信托公司设立单一或集合信托计划，信托资金用于认购有限合伙企业（以下称“并购基金”）中的优先级 LP 份额；由并购需求方（又可称为“融资人”）认购并购基金的劣后级 LP 份额。同时，可引入第三方认购其他劣后级 LP 份额。优先级 LP 份额先于劣后级获得投资本金和收益。各合伙人投资比例及其他收益分配原则由各方协商决定。普通合伙人（GP）由各交易方认可的投资管理公司担任，其同时作为执行事务合伙人负责基金的日常管理及投资决策。

各方在并购基金协议中约定投资范围及准入限制等，投资方向通常为能够与并购需求方发挥较好协同效应的企业控股权。投资期限届满后，若并购基金投资股权未通过市场化方式退出，则要求并购需求方收购信托计划持有的优先级 LP 份额，并对信托计划投入本金及固定收益进行差额补足。信托计划将前述资金用于支付信托税费、信托利益。

交易结构如图 15 所示。



资料来源：兴业信托。

图 15 并购基金模式交易结构

2. 交易方介绍

委托人：信托计划受益人、并购资金融出方之一。在银信通道业务中，委托人为商业银行（或其过桥方），是实质风险承担方。在 GP 非委托人控制的情况下，实际



风险承担方可受聘作为并购基金财务顾问，对基金投资、退出等方案出具书面意见，达到间接控制并购基金运作决策的目的。

信托计划：并购基金的优先级 LP，信托公司为受托人。

劣后级 LP：并购需求方、跟投方。承诺到期收购信托项下优先级 LP 份额，并补足投资本金及收益。

普通合伙人（GP）：并购基金管理人、执行事务合伙人。

并购项目：并购标的，通常为能够与并购需求方发挥较好协同效应的企业。

3. 业务模式优势

对于委托人（如商业银行）而言，一是可利用信托投资方式灵活的优势，规避并购贷款限制，表外满足客户的股权投资并购需求，培养、稳定客户资源；二是除获取投资的固定收益外，还可分享并购股权溢价带来的超额投资收益；三是可约定基金在本行进行资金归集、结算等，获取托管费等中间业务收入。

对于并购需求方、劣后级而言，首先，本模式可利用基金的资金杠杆满足其战略扩张与整合需要；其次，当并购需求方为上市公司时，以并购基金作为收购主体较其直接收购的决策效率更高，还可实现体外培育标的公司的目的；最后，当并购需求方因国资委考核、债券发行、特殊牌照获取等原因，有较强的优化资本结构需求时，可股权投资并购需求方子公司股权，增加其所有者权益，有效降低资产负债率。

4. 案例分析

本部分以兴业信托××号并购基金投资信托计划为例，此信托项下资金全部投资于委托人指定的有限合伙企业〔××××产业并购基金（有限合伙）〕优先分配的有限合伙份额，并根据受益人的指示和要求，行使有限合伙人的相关权利。委托人指定信托公司委托某银行（或其分支机构）为本信托提供资产管理服务。

在投资标的方面，基金投资标的企业与并购方的产业链延伸发展一致，能够发挥较好的协同效应。基金投资时也尽可能选择能取得控股权的投资项目。基金投资的投资标的公司限于一家公司。

在收益分配方面，有限合伙企业在取得投资收益后，保障优先分配有限合伙人的收益。普通合伙人在有限合伙取得现金收入后按照一定的顺序进行分配（但有权在进行分配前扣除其合理预留的有限合伙支出）。

在信托退出时，有限合伙企业向优先级 LP（本信托计划）分配收益。融资人受让优先级 LP 持有的有限合伙份额。如因任何原因导致融资人届时无法受让，则融资



人应承担差额补足义务，差额补足金额为“优先分配 LP 对有限合伙的实际出资 + 优先回报 - 优先分配 LP 已经自基金取得的现金形式的收益”。

三、信托公司并购业务风险控制

（一）并购重组项目的风险关注要点

以下结合监管机构审核中的一些侧重点，对并购重组项目重要的风险点及关注点进行梳理。

1. 标的资产层面

（1）估值合理性。估值是标的资产评价的核心环节。从交易层面考虑，估值不合理会导致收购价格与资产价值偏离，对未来装入上市公司价格的公允性及盈利空间带来风险，即使装入上市公司后，高估值也会造成上市公司巨额商誉的产生，一旦并购资产方在预测期内没有实现盈利预测，就有可能产生巨额减值，对上市公司未来的盈利产生较大影响。从监管层面考虑，估值公允主要是防止标的价值偏高，出现“损公肥私”的现象，近几年估值偏高、依据不充分而被否的并购交易较多。监管机构在审核过程中对交易对方作出与交易标的历史业绩差距较大的盈利预测及承诺会重点关注，一般在反馈中会要求充分论证盈利预测实现的可行性。

标的资产估值主要采用收益法、市场法和成本法三种方法，个别也会采用假设开发法或投资价值法等评估方法，方法选择取决于资产/业务的属性和特征、价值基础、相关信息和数据的可获得性以及专业判断。目前的并购交易中多采用两种估值方法，一种作为交易作价依据，另一种辅助参考。一般由评估机构对标的资产进行评估并出具估值报告，但也有券商单独出具估值报告作为估值依据的情形。

关注点如下：

与可比公司及本公司以往业绩情况进行对比分析，查证是否存在重大矛盾，例如对未来销售单价、销售数量、费用种类、费用金额等的测算是否存在重大差异；对未来收益指标进行预测时是否考虑多种因素，包括行业发展趋势、行业地位、市场需求、市场竞争、对企业未来收入和利润的影响等；对主要产品市场价格敏感性的分析是否充分；是否充分考虑市盈率、市净率的市场平均值等参数。

关注标的资产在未来注入上市公司三年内是否进行评估，两次评估值之间是否存在较大差异，如存在，是否已详细说明评估差异的合理性。关注向上市公司转让标的公司股权时，是否存在作高估价的情形；关注上市公司转让标的公司股权时，是否



存在作低估价的情形。

如交易价格有法定评估报告为依据，须关注是否聘请专门的机构进行评估，该资产评估机构是否具有对该类业务资产评估的相关资质。如交易价格无法以评估报告为依据，需关注是否可提供独立财务顾问对交易定价的意见，交易价格是否充分考虑合并双方的股票市价、公司估值（资产和盈利能力）、盈利预测以及隐含资产价值（土地、无形资产）等因素；需关注是否充分揭示交易价格的影响和风险，并确保投资者在知悉该风险的情况下，严格履行法定表决程序。

（2）盈利能力。《上市公司重大资产重组管理办法》第四十三条规定，“上市公司发行股份购买资产，应当符合下列规定：（一）充分说明并披露本次交易有利于提高上市公司资产质量、改善财务状况和增强持续盈利能力，有利于上市公司减少关联交易、避免同业竞争、增强独立性”。

标的资产的盈利能力是目前监管部门审核并购重组的重要考量因素。标的资产如果盈利能力较差，不能实际提高上市公司质量，一方面会损害公众投资者利益，另一方面有可能出现向大股东输送利益等种种问题。此外，以收益法为依据得出的估值和被并购资产方的盈利预测及承诺密切相关，资产方盈利预测高，成长性强，资产估值就会高，导致并购交易中非常夸张的盈利预测现象的出现。一些上市公司对历史业绩较差的公司给出较高估值，也带来监管者和公众对交易价格是否公允的质疑。

关注点如下：

关注标的资产近两年财务数据的真实性。是否可提供最近两年经审计的标的资产财务报告，审计机构是否具备证券期货从业资格；标的资产最近两年净利润是否主要依赖非经常性损益；如存在非经常性损益的，是否对扣除非经常性损益后净利润的稳定性作出说明，该非经常性损益项目（如财政补贴）是否具备持续性和可实现性；标的资产最近两年的毛利率与同行业相比是否存在异常；如存在异常，是否作出合理解释。

关注标的资产。盈利预测报告中是否存在预测数据与历史经营记录差异较大的情形；标的资产的产品销售是否严重依赖于重组方或其他关联方；产品销售严重依赖于关联方的，是否对该产品销售价格的合理性作出充分论证和说明；标的资产涉及的产品或业务是否受到合同、协议或相关安排约束，如特许经营权、特种行业经营许可等；该项资产或业务是否在同一管理层下运营两年以上；该项资产或业务注入上市公司后，上市公司是否能够对其进行有效管理。

对于盈利能力较差甚至亏损的资产、无法有效提升上市公司盈利能力的资产，要



谨慎参与。对于一些新兴行业，如果能够充分说明资产未来的盈利能力，并作出合理盈利预测承诺，或者并购标的对上市公司战略发展有重要的协调作用，可间接提升上市公司盈利能力的，也可以作为补充考虑因素。

(3) 产权权属及完整性。《上市公司重大资产重组管理办法》第十一条规定，“重大资产重组所涉及的资产权属清晰，资产过户或者转移不存在法律障碍，相关债权债务处理合法”。该条对并购标的资产权属要求进行了明确规定。

资产权属不清晰势必影响到标的资产的过户，最终影响到整个并购交易的顺利实现。另外，标的瑕疵也对标的估值产生较大影响，会引起监管机构对交易标的价值公允性的关注。

关注点如下：

标的资产是否已取得相应权证（土地、房产、商标、专利、采矿权、探矿权证、特许经营许可证、药品食品注册证等）；标的资产权属是否存在争议或限制（权属存在抵押、质押等担保权利限制或相关权利人未放弃优先购买权等情形）；标的资产的完整性情况是否充分披露；标的公司及其子公司生产经营、环保等方面的资质是否完备，披露是否充分；交易方案或标的公司历史上是否涉及资产剥离、划转、债权转让事项，历次股权变更权属交割及资金划转是否清晰；是否涉及产权相关的交易对方本身及其股东的重大诉讼，是否涉及或有负债；是否存在行政处罚等情况，是否属于重大违法违规行为。

几种特殊复杂问题的具体考虑：

上市公司拟购买（或出售）的资产涉及完整经营实体的，关注相关资产是否将整体注入（或置出）上市公司。除有形资产外，相关资产是否包括生产经营所需的商标权、专利权、非专利技术、特许经营权等无形资产。如包括，是否详细披露权属变动的具体安排和风险；如未包括，是否需要向关联方支付（或收取）无形资产使用费，如何确定金额和支付方式。涉及完整经营实体中部分资产注入上市公司的，关注重组完成后上市公司能否（如何）实际控制标的资产，相关资产在研发、采购、生产、销售和知识产权等方面能否保持必要的独立性。

标的资产涉及使用他人商标、专利或专有技术的，关注是否已披露相关许可协议的主要内容，是否充分说明本次重组对上述许可协议效力的影响，以及该等商标、专利及技术对上市公司持续经营的影响。关注是否结合许可协议的具体内容以及商标、专利和技术使用的实际情况，就许可的范围、使用的稳定性、协议安排的合理性等进



行说明。如果商标权有效期已经或临近届满，关注是否说明期限届满后的权利延展安排以及对标的资产可能产生的不利影响；拟注入上市公司的标的资产（项目公司本身）涉及立项、环保、用地、规划、施工建设、行业准入、外资管理、反垄断等有关报批事项的，是否已充分披露办理的许可证书或相关主管部门的批复文件。

标的资产业务涉及特许经营的，关注是否充分说明特许经营授权具有的排他性、不可撤销性等特殊属性，是否充分解释特许协议约定的相关计算公式、相关参数的变更方式及其具体影响等。特许经营事项需要相关主管部门确认或批准的，关注是否已提供相应的确认或批准意见。特许经营事项已有经营记录的，关注以往开展经营是否获得了相关主管部门批准的经营许可资质，是否已履行了必要的登记或备案等法律手续，是否按期足额缴纳各种资费等（提供相应证明文件）。

标的资产涉及税收事项的，关注律师和独立财务顾问是否已充分核查其以往合理期间的纳税合规情况并发表明确专业意见，是否已提供相关税务部门关于公司纳税合规情况的证明文件；拟注入上市公司的资产存在盈利严重依赖税收返还、税收优惠情况的，关注是否充分说明相关税收返还或优惠的依据以及税收政策的持续性和影响；对于拟注入上市公司的土地使用权，关注是否说明已按国家现行标准足额缴纳土地出让税费；拟注入资产为资源类企业股权的，关注是否充分说明资源税政策对标的资产未来盈利能力及评估作价的影响；资产交易产生较大税负的，关注是否说明相关税负的具体金额、交易各方如何分担，以及对上市公司未来业绩的影响。

标的资产涉及上市公司重组中债权、债务处理的，关注是否已及时通知债权人，是否已有效地提前偿还债务，是否提供了充分的担保，银行等特殊债权人出具的同意函是否取得相应层级或上级主管部门的有效批准或授权；如果存在明确表示不同意本次重组的债权人，则应关注其对应的债务是否在合理期限内（例如，提交并购重组委审核之前）已经偿还完毕，独立财务顾问和律师是否就此事项对本次重组的影响明确发表专业意见。

（4）股权转让和权益变动。标的资产重组前后的股权变动涉及利益转移、资金来源合理性、实缴出资、代持等比较复杂的事项，需要对其股权关系进行详细梳理，解除历史原因及未知事项等带来的潜在风险。

关注点如下：

标的资产涉及重组前增减资或发生股权转让的，需详细说明历次增减资及股权转让的原因和必要性，以及增减资或转让股权的作价依据及其合理性，关注每次增减资



或转让涉及的价款来源是否合法、支付是否到位，历次增减资及股权转让是否存在“利益输送”问题，增资及股权转让过程中是否存在非法募资行为；存在股权或股份代持的，关注相关情况是否充分披露，相关报告期内的代持情况是否发生过变化，相关变动是否可能引发法律争议。

标的公司存在出资不实或变更出资方式，关注相关股东是否已补足未到位资金或资产，消除了出资不到位的法律风险，对出资不实或未及时到位对上市公司的影响是否已充分披露。

结合相关内部决策文件和股权转让协议，说明股权转让是否履行必要的审议和批准程序，是否符合相关法律法规及公司章程的规定，是否存在违反限制或禁止性规定而转让的情形；属于有限责任公司的，还需关注相关股权转让是否已取得其他股东的同意或符合公司章程的规定，是否取得其他股东放弃优先购买权的承诺，是否引致诉讼、仲裁或其他形式的纠纷。标的公司股权在相关报告期内涉及债转股的，关注相关债权、债务是否真实有效，相关转股程序是否完备、合法、有效。

2. 并购重组交易层面

(1) 关联交易。《上市公司重大资产重组管理办法》第三条规定，“任何单位和个人不得利用重大资产重组损害上市公司及其股东的合法权益。”《上市公司重大资产重组管理办法》第三条有关拟购买资产存在资金占用问题的适用意见要求，在证监会受理重大资产重组申报材料前解决资金占用问题。

同业竞争和关联交易很可能导致上市公司和大股东及关联方产生利益输送，损害公众投资者的合法权益。监管机构对关联交易问题主要关注关联交易的必要性、作价的公允性，对关联方资金占用要求在监管机构受理重大资产重组申报材料前必须解决。

关注点如下：

是否充分核查关联交易的具体构成及其（积极和消极）变化和影响，是否已充分分析说明关联交易的发生原因、必要性和定价公允性，是否存在可以减少和规范关联交易的承诺和措施。

是否充分披露关联交易的定价依据，以及是否详细分析交易定价的公允性。是否对照市场交易价格或独立第三方价格进行充分分析说明，对于关联交易定价与市场交易价格或独立第三方价格存在较大差异，或者不具有可比的市场价格或独立第三方价格的，是否充分说明其原因，是否存在导致单方获利性交易或者导致显失公允的



情形。

对于交易对方或其实际控制人与交易标的之间存在特定债权债务关系的，结合关联方应收款项余额占比及其可收回性的分析情况，重点关注是否可能导致重组完成后出现上市公司违规对外担保、资金资源被违规占用，是否涉及对关联财务公司的规范整改，对此类问题能否在确定最终重组方案前予以彻底规范和解决。对于存在控股股东、实际控制人及其关联方通过本次重组占用上市公司资金、资源的，除了关联方资金占用必须清理的要求之外，需进一步关注重组完成后避免发生关联方资金占用的制度等未来保障措施，以及相关影响和解决措施是否已充分披露。

(2) 同业竞争。相较于关联交易，同业竞争问题是并购重组的红线，审核相对关联交易要严，除了要求交易方详细披露以外，对存在的同业竞争行为要彻底解决，或者有明确的计划和措施在合理时间内解决。

关注点如下：

是否已详细披露收购方、标的公司控股股东及实际控制人及其控制的企业及其业务；是否已详细披露上述企业之间是否存在同业竞争；披露不存在同业竞争的，收购方或重组交易对方及其实际控制人是否进一步对避免潜在的同业竞争作出明确承诺。

披露存在同业竞争的，关注相关各方是否就解决现实的同业竞争及避免潜在同业竞争问题作出明确承诺和安排，包括但不限于解决同业竞争的具体措施、时限、进度与保障，是否对此进行了及时披露。具体措施包括（但不限于）限期将竞争性资产/股权注入上市公司、限期将竞争性业务转让给非关联第三方、在彻底解决同业竞争之前将竞争性业务托管给上市公司等。

对于以上承诺和措施，重点关注其后续执行是否仍存在重大不确定性，可能导致损害上市公司和公众股东的利益；上市公司和公众股东在后续执行过程中是否具有主动权、优先权和主导性的决策权。涉及竞争性业务委托经营或托管的，关注委托或托管的相关安排对上市公司财务状况的影响是否已充分分析和披露，有关对价安排对上市公司是否公允，如可能存在负面影响，申请人是否就消除负面影响作出了切实有效的安排。

(3) 上市公司控制权是否发生变更。上市公司控制权是否发生变更是判断重组是否构成“借壳上市”的关键因素，是证监会审核的关注要点。

关注点如下：

交易对方是否存在关联关系、一致行动关系，如存在一致行动关系，一致行动人



所持股份需合并计算，例如，如果标的公司股东中存在合伙企业等持股平台，合伙企业的执行事务合伙人与标的公司的股东为同一人或者构成关联关系，需合并计算持股比例。该等情形的认定将影响交易对方持有上市公司股份总数的认定，进而影响关于控股股东、实际控制人、是否构成借壳等重大因素的认定。

特别需要提出的是，对于一致行动关系的判定，决不仅依赖于当事人自己的承诺，《上市公司收购管理办法》第八十三条明确规定，在其所列的十二种构成一致行动人关系中，如果投资者认为不应被视为一致行动人，需要提供相反证据。

对于保持上市公司控制权的具体措施，关注交易对方是否存在单独或联合谋求上市公司控制权的安排、有无股份增持计划，上市公司控股股东、实际控制人是否存在放弃上市公司控制权的安排、有无股份减持计划。

（4）关于交易对方及配套融资认购方的核查。

关注点如下：

交易对方及配套融资认购方是否属于私募投资基金或基金管理人，如属于私募投资基金或基金管理人，在重组方案提交重组委审议前必须完成私募基金备案程序；如涉及资管计划，关注资产委托方及其资金来源、资产管理模式、权益份额处置等事项，以及资管计划的募集成立进展情况、预计成立完成时间及认购资金到位时间、认购人员名单及份额、运作机制、决策及转让程序、是否存在代持。

关注交易对方及配套融资认购方的产权控制结构，需披露实际控制人，以及交易对方、配套融资认购方、上市公司及其控股股东之间的关联关系、一致行动关系；关注配套融资认购方认购股份的资金来源及有关安排，是否存在通过结构化产品参与的情形，是否存在代持情形。

由于证监会明确禁止个人或机构通过三年期结构化产品参与上市公司定向增发，因此，中介机构需核查配套融资认购方中是否存在三年期结构化产品。此外还需关注相关报告期内是否存在股东超过法定人数限制的情形，标的公司股东及实际控制人是否涉及由工会或职工持股会持有主要权益的问题，相关问题是否已有效整改。

3. 后续整合方案层面

（1）协同性。《上市公司重大资产重组管理办法》第四十三条对跨界收购进行了严格限定：“上市公司为促进行业的整合、转型升级，在其控制权不发生变更的情况下，可以向控股股东、实际控制人或者其控制的关联人之外的特定对象发行股份购买



资产。所购买资产与现有主营业务没有显著协同效应的，应当充分说明并披露本次交易后的经营发展战略和业务管理模式，以及业务转型升级可能面临的风险和应对措施。”该规定要求对跨界并购后上市公司的发展战略和管理模式进行严格关注，并要求对风险和应对措施进行充分的信息披露。

关注点如下：

上市公司是否通过并购实现规模优势或延伸产业链，并购是否带来协同效应；上市公司是否仅以市值管理为目的，采取多元化经营、跨界收购甚至拼盘收购，但长期在人员、技术以及管理水平等方面无法有效提升，对上市公司的未来发展带来较大负面影响。

(2) 独立性及持续经营能力。上市公司在并购重组后的独立性及持续经营能力是衡量重组价值的重要方面，上市公司需要持续保持独立性及经营能力，以保证股东权益和投资者利益。

关注点如下：

重组完成后上市公司是否做到人员、资产、财务方面独立。财务方面独立包括但不限于独立开设银行账户、独立纳税，以及独立作出财务决策。

关注核心人员范围、依赖程度、报告期内的人员变动情况，以及保持核心人员稳定的安排、任职时间的承诺。

重组完成后上市公司负债比率是否过大（如超过70%），导致上市公司财务风险很高；重组完成后上市公司是否将承担重大担保或其他连带责任，导致上市公司财务风险明显偏高。

（二）合作上市公司层面的风控措施

针对以上对并购重组项目重要风险点及关注点的梳理，在开展尽职调查工作中要积极开辟多种渠道以获取项目信息。坚持以实地调查为基础，以间接调查为辅助。可通过查阅资料、访谈、列席会议、信息分析、印证和讨论等方法，审验有关证照，走访相关单位，以验证项目相关关系人所提供资料的真实性。在实地调查中坚持实行双人经办制度和关系人回避制度。鼓励聘请公司认可的第三方机构专业人士包括律师、会计师及评估师等参与尽职调查工作并出具专业意见。

在综合分析所投资行业的未来发展、上市公司实力、标的资产质量等因素后，下一步需设计合理的交易方案，并按照监管要求对关联交易、竞业禁止等关注要点进行充分披露。在交易结构设计及与合作对手的谈判中，建议把控如下风控措施。



1. 签署回购承诺

为防范并购资产未能按预期时间或预期价格装入上市公司，可设定具有回购实力的主体（一般为上市公司实际控制人、控股股东）提供回购承诺，回购金额一般可设定为投资本金加固定利率，须至少覆盖优先级、中间级的本息及基金管理人管理费用及其他必要费用。可要求背后更有实力的集团公司进一步提供担保或差额补足义务；此外，需关注回购主体的真实回购实力以及回购安排是否涉及法律瑕疵。

2. 分层结构化安排

为进一步增强信托公司资金的安全性，可增加安全垫，要求上市公司实际控制人、标的资产出让方原股东认购一定比例次级资金，相当于提供了一定的收购价格折扣，同时达到绑定基本利益的效果，这样能够有效推动标的资产的后续运营，保持盈利情况及装入上市公司的确定性。

3. 同股同权

审慎选择合作对手，对于双 GP 结构，目前仅允许视情况在与部分上市公司、大型央企或政府合作的项目中设置双 GP 结构，以实际达到在资源、资金、运作经验等方面推动项目的效果。对于让渡的部分权益，公司与 GP 的持股比例及浮动收益的分成比例须根据合作方的实际投资比例安排，一般至少要求同股同权，共同承担投资风险，合理分配投资收益。

4. 股权质押

股权质押也是一项常用的增信措施。对于并购贷款类项目，可以直接要求上市公司大股东或者收购方提供上市公司股票质押，并进一步结合上市公司实力、股票质地、股价历史波动情况及是否处于高点等因素决定质押率。

对于成立并购重组基金的投资类项目，上市公司大股东一般难以直接提供上市公司股票质押，但至少须确保大股东履行回购义务的实力，要求大股东承诺所持上市公司股票中对外质押的比例上限，或要求基金存续期内其所持有股票对外质押均需本基金同意。

（三）被收购标的层面的风控措施

1. 对重大事项的承诺及保证、赔偿条款

基于前述标的资产权属及完整性、股权历史变动情况、关联交易、利润转移、税务风险、上下游定价权、专利技术产权确权、土地使用权确权、产能受限问题、行业



市场容量等重大事项，要求上市公司、被收购标的采取必要措施消除风险，如办理权证、取得管理部门审批或核准等存在法律障碍或存在不能如期办毕的风险，须提出相应切实可行的解决措施，例如，由重组交易对方承诺，如到期未办毕，则以现金方式向上市公司补偿相应的评估价值，或要求上市公司进行赔偿，赔偿范围包括但不限于上市公司因该等事项承担任何民事、行政及刑事责任而引起的全部经济损失。

2. 对股权支付价款设置支付节点

对以上重大问题设置解除时间节点，并在协议签署、股权交割等节点设置付款条件，合理延后付款比例或托管至保证金账户，控制重大风险事项的发生及相应支付补偿。

3. 签署相应限制性条款

为保证基金投资权益，在合同中设置标的资产股权对应的反稀释条款、共同出售权、利润分配权、竞业禁止等限制性条款。

（四）并购基金层面的风控措施

1. 业绩承诺及补偿

依据标的公司的盈利预测、估值等情况，要求标的公司原实际控制人、上市公司及其控股股东对业绩进行承诺及对赌，对赌业绩指标可设定为未来2~3年的净利润，其中，净利润须经认可的审计机构审计，一般是指标的公司合并报表中扣除非经常性损益后归属于母标的公司股东的净利润，对赌期限一般延伸至装入上市公司之后。

具体补偿方案分为现金补偿及股份补偿两种，采用哪一种或两者结合的方式可根据谈判商定，根据定价及变现难易程度，一般股份补偿额按评估价值大于等于现金补偿额。要求标的公司的收入增长率达到一定比例，如要求每年的净利润/估值按照18%、36%、54%等比例逐年上升。对赌参考计算示例如下：

$$\text{补偿金额} = (\text{投前估值} + \text{实际增资金额}) \times \left(\frac{1 - 201X \text{ 年度实际净利润}}{201X \text{ 年度承诺净利润}} \right) \\ \times \text{实际持有股权比例}$$

2. 对并购基金的投资控制权

加强对基金运作管理、重大决策事项、退出方案的控制权利，风控措施包括但不限于：基金由信托公司指派的相关方担任基金执行事务合伙人；在并购基金设立投资决策委员会，由信托公司委派专人享有表决权，负责项目投资运作和管理；信托公司在标的股权未来转售时点、价格、交易对手、有限合伙企业对外负债及融资等事项方面



享有一票否决权；信托公司保管有限合伙企业的印章证照、划款用银行密钥（U - KEY）、相关文件资料及信息。

3. 现金及股份分配的选择权

在并购标的装入上市公司之前，要求基金对现金支付和股份支付对价享有选择权。具体选择现金支付还是股份支付方式由双方协商而定，一般优选现金支付方案，但如收购金额过大、未来换股上市公司股票涉及超额收益，也可以在综合考虑锁定期限、优先级和中间级退出现金流充裕程度的前提下，考虑股份补偿方案。

具体可在协议中事先约定装入上市公司的最低资产收购价格及最低的现金收购比例，以覆盖优先级、中间级的本息及基金管理人的管理费用及其他必要费用。最终涉及发行股份购买资产的，在装入时确定换股股价及换股数量。此外，交易方案应合理设置基金期限，如重大资产重组涉及的特定对象为上市公司实际控制人或关联人、通过认购股份取得上市公司控制权、取得特定资产持续拥有时间不足 12 个月的情况，则换股的股票需要三年锁定期，在交易设计及协议约定中需充分考虑现金退出的流动性及现金收购的最低比例。

四、信托公司并购业务发展趋势和建议

（一）发展趋势

1. 并购市场前景广阔

延续 2015 年的高速发展态势，2016 年第一季度中国并购市场披露的交易总额达到 2659.64 亿元，同比上涨 27.5%，显示了并购市场的勃勃生机。横向来看，中国上市并购交易总金额占 GDP 的比重为 6.9%，仍然低于美国水平，存在较大发展空间。2015 年 10 月，银监会相关部门负责人撰文指出支持符合条件的信托公司上市与并购重组，支持信托公司通过企业并购重组等方式服务实体经济，鼓励信托公司积极试点并购信托等各类子公司。综合来看，并购信托存在较大发展空间，是权益资本投资的重要机会之一。

2. 提高主动管理能力，发展产业整合式并购

提高主动管理能力是信托业转型发展的重要方向。长远来看，在并购信托展业模式上，信托公司与 PE 机构合作，发展产业整合式并购是最为可行的业务模式。目前的“资产荒”还将持续一段时间，在这种模式下，信托公司利用自身强大的资金募



集优势，借助合作伙伴的优质资产开拓能力和专业运营能力，双方可以优势互补，共同开展并购信托业务。在这种模式下，信托公司作为 GP 发起基金，无须大量资金投入，借助合作伙伴的资产发现能力，可以投资大量优质项目，实现以少数资金控制大量优质资产。

3. 聚焦 TMT、“一带一路”和新三板

在庞大的并购市场中，信托公司应积极利用自身优势，重点切入 TMT、“一带一路”、新三板等领域的并购机会。以信息技术为主的 TMT 将继续成为主要投资领域，一些关键技术的发展使科技行业持续保持高增长，同时科技行业的整合重组也逐渐增加，科技金融将是未来一段时间内金融行业的一个热点。“一带一路”符合中国企业“走出去”的大趋势，尤其对于股东已有国际化丰富经验的信托公司，可充分发挥股东优势，开展对外的并购业务。新三板市场自扩容以来挂牌企业数量和交易量连创新高。随着相关配套制度的完善，将产生大量的并购交易机会，既可以参股或控股新三板上市公司，也可参与热门概念的新三板公司。

4. 跨境并购持续火爆

中国经济实力的不断增强与经济形势低迷交织在一起，推动中国企业跨境并购市场继续高速增长。主要基于以下三个原因：第一，人民币持续贬值。目前国内经济形势低迷，房地产等市场的系统性风险不断累积，导致企业加大海外资产配置，以抵御和分散风险。而人民币持续贬值加快了这一进程。第二，中国企业“走出去”步伐加快。跨境并购是中国企业“走出去”过程中的一个重要手段，通过并购可以快速地实现核心技术和品牌的累积。在供给侧结构性改革下，过剩产能和过剩资本通过跨境并购可以得以缓解。第三，抄底尚处于复苏期的国外优质企业。目前国际经济增长乏力，前景尚不明朗。一些优质企业被低估。国内资金在此时可以以相对低的价格并购一些国外优质企业。

（二）发展建议

1. 出台更多政策鼓励开展并购信托业务

如前所述，近年在中国经济增速放缓、国际局势日益复杂的多重考验下，信托公司面临着转型发展的考验。顺应行业发展趋势，银监会也在《关于信托公司风险监管的指导意见》中，将并购信托业务作为信托业转型的方向之一，鼓励信托公司开展并购业务，积极参与企业并购重组，推动产业转型。



然而，在实务操作中，由于并购业务涉及不同的行业和参与主体，面临不同的监管制约，为提高信托公司并购业务的可操作性和深度，建议监管层从顶层设计上针对并购业务强化政策联动，同时出台更多鼓励政策，比如允许信托公司设立 PE 子公司等。

同时，由于市场环境变化，目前信托业出现不同方向的发展趋势，每一家信托公司所拥有的资源和业务优势不尽相同，因此监管层应加强行业交流，鼓励业务互补合作，行业政策应体现一定程度的差异化特点，防止“一刀切”。

2. 提升并购信托业务的风险管理

在风险控制方面，根据银监会下发的《关于进一步加强信托公司风险监管工作的意见》（即“58 号文”）提到的思路，信托公司应顺应大资管发展趋势，建立全面风险管理体系，强调透明化监管、穿透式监管，强化以跨行业监管协调为特征的监管联动政策，针对日益复杂的监管环境，从“一行三会”的高度整体配合，从体制机制入手做好风险防范工作。

在开展并购信托业务的过程中，严防内幕交易、市场操纵等违法违规行为的发生，做好相关交易的信息披露。需要特别指出的是，并购业务中涉及杠杆融资风险。杠杆不能过高，要控制项目的实质风险，比如，防范在持股比例大部分质押的情况下，受股价波动影响导致资金链断裂，或者高杠杆博取高收益，将风险转嫁给投资人等。

3. 加强并购信托业务的人才培养

目前，中国的并购业务发展较快，对人才的需求旺盛。考虑到并购业务涉及的项目一般数额较大、结构复杂，因此，对相关人员在项目甄选、评估、定价等方面提出了更高要求，投资经理需具备企业改制、估值、资本运作、重组、战略与整合等多方面的综合素质。目前，从事并购业务的主要有三类公司，即 PE 机构、券商以及银行。它们开展并购业务的时间相对较早，在人才储备上较为领先。相较而言，信托公司缺乏相应的专业人才。因此，建议及早培养和储备能够全流程参与和控制并购业务的人员。

4. 加强相关项目资源的开发和行业整合能力

除了人才储备，与其他金融机构相比，信托公司在项目开发储备以及行业整合方面实力仍较弱。如 PE 机构，其在并购标的方面有一定的资源优势，有助于项目的储备；而上市公司主导的产业基金，则在产业背景方面实力较强。



因此，信托公司应逐渐加强在项目资源储备和行业整合方面的能力。具体来说，就项目开发与储备而言，每个行业的优秀项目资源都是有限的，而项目资源的获取需要长时间的深耕细作，非一朝一夕之功。信托公司需要从开发项目资源做起，以点带面，撬动市场。此外，并购业务的核心是通过产业整合、优化产业布局，来提高公司的盈利能力。信托公司需要具备对细分行业的分析判断能力，掌握细分行业资源，具备战略管理能力等，不断提升行业资源整合和优化能力来提高自身竞争优势。

参考文献

- [1] 李井林. 宏观经济环境对并购活动的影响——基于时间序列数据的经验研究 [J]. 经济与管理, 2014 (6).
- [2] 张飞雁, 吴楠. 中国并购市场的动态计量分析——基于宏观经济视角 [J]. 贵州商业高等专科学校学报, 2012 (3).
- [3] 陈晖. 浅谈公司并购重组中的法律监管问题 [J]. 知识经济, 2011 (24).
- [4] 周箴. 上市公司并购重组监管体系研究 [D]. 北京: 中央民族大学, 2012.
- [5] 熊锦秋. 严控规避借壳行为, 强化并购重组监管 [N]. 证券时报, 2016 - 06 - 08.
- [6] 陈建. 上市公司并购重组监管趋严 [N]. 上海金融报, 2016 - 08 - 05.



互联网信托制度设计研究

课题牵头单位：中航信托股份有限公司

课题组成员：

姚江涛	袁 田	刘海涛	李 玲	中航信托股份有限公司
和晋予	沈苗妙			国投泰康信托有限公司
薛小峰	吴明晰	戴其丽		紫金信托有限责任公司



摘 要

2015年7月,中国人民银行等联合发布《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》,该指导意见成为指导我国互联网金融规范发展的“基本法”。该指导意见明确提出将互联网信托作为我国发展互联网金融的重要组成部分和主要商业模式。然而对互联网信任内涵如何理解和界定、以及互联网信托与信托制度如何融合、与信托行业发展如何结合、与互联网金融格局如何契合等相关问题尚须深入研究和探索。本课题以此为研究动机,从理论上解析互联网信托的本质内涵,从体系上建构互联网信托的发展路径,从实践上比较互联网信托的业务模式,从规范上透析互联网信托的监管规则,提出完善建议。

课题组通过开展集中会议研讨和实地调研,汇集近年来信托公司在互联网金融领域的大量实践案例,兼顾互联网金融实践的国外发展现状,剖析针对互联网金融的既有监管规范与指导意见,提出互联网信托是丰富信托制度的新要素和创新信托展业的新业态。互联网信托的发展应当立足金融本质,充分运用互联网技术与信息,以普惠金融为主要服务宗旨,以供应链金融为重要业务场景,以基于大数据的风险管理为技术保障。互联网信托是信托公司主动迎接新经济、信托行业持续转型发展的创新领域,是互联网金融生态健康发展的有机组成部分。

关键词: 互联网信托 普惠金融 大数据 供应链金融



目 录

一、互联网信托的信托本源定位	327
(一) 信托本源的现代化内涵	327
(二) 互联网信托的本质界定	327
(三) 互联网金融格局中的互联网信托	329
二、以普惠金融作为互联网信托的发展宗旨	335
(一) 互联网信托的普惠发展宗旨	336
(二) 互联网信托的普惠业务实践	336
(三) 金融科技推动下的互联网信托“普惠”趋势	341
三、以供应链金融作为互联网信托的发展场景	345
(一) 供应链金融模式解析	345
(二) 互联网信托发展供应链金融的垂直模式	348
(三) 互联网信托发展供应链金融的风险控制	350
四、基于大数据的风险管理为互联网信托提供可持续保障	352
(一) 互联网信托的风控思维与底线	352
(二) 互联网信托的大数据风控技术	353
(三) 互联网信托的大数据风控实践	356
五、互联网金融监管的审慎导向回归	359
(一) 自发生长阶段的适度包容	359
(二) 引导发展阶段的审慎稳健	359
(三) 自律规范阶段的功能穿透	361
六、阶段性结论与建议	361
(一) 将互联网信托概念内涵纳入规范体系	361
(二) 将互联网信托创新与传统业务发展相融合	362
(三) 将坚持审慎监管与促进包容创新相结合	362
参考文献	363



一、互联网信托的信托本源定位

（一）信托本源的现代化内涵

1. 财富形式的历史变迁

财富形式的变化与社会发展的节奏同步。改革开放近 40 年来，国民财富形式也随着经济发展发生相应变化，从计划经济时期的粮票，到市场经济阶段的存款和房产，再到资本经济时代的股权和无形资产，数字化财富与财富数字化现象并存。从财富体量和规模角度来看，截至 2015 年末，中国个人可投资金融资产总额约为 113 万亿元，较前一年增长 24%；预计到 2020 年末，中国个人财富将保持 12% 的年均复合增长率，达到 200 万亿元。^①由此可见，财富形式、估值、体量的时代变化对财富管理制度的精细化、数字化、整合化提出了与时俱进的要求，在互联网和大数据时代尤为显著。

2. 信托制度的现代性与适应性

作为一种重要且有特色的财产转移及管理制度，信托制度源远流长，其包容性不仅可以横跨英美法系和大陆法系，其现代性也从中世纪十字军东征的财产保全延续至现代社会的财富管理。虽然信托制度本身是舶来品，但在中国也已历经 30 多年的发展^②，目前信托业已经成为中国重要的金融行业，成就了 18 万亿元的信托资产管理规模^③。作为一种法律构造，信托制度以信托目的灵活性、信托财产独立性、受益人利益最大化、受托人义务专业化为特征，法律属性的权威性保障运用信托制度管理财富的可信赖性；作为一类持牌金融机构，信托公司在多层次资本市场的投融资领域以及财富管理范畴均具有竞争优势，金融属性的市场化特征助力运用信托制度管理财富的适应性。由此，信托制度及信托业的现代性和开放性决定了其迎接新事物的主动性和积极性，在互联网和大数据时代体现亦然。

（二）互联网信托的本质界定

1. 制度经济学视角

制度变迁理论是美国新制度经济学代表人物道格拉斯·C. 诺思提出的，其将制

^① 参见兴业银行与波士顿咨询（BCG）联合发布的《中国私人银行 2016：逆势增长全球配置》。

^② 1979 年，中国国际信托投资公司（中信集团前身）成立，中国信托业发展经受住了数次整顿。随着 2001 年《信托法》颁布实施，中国信托业走上规范发展道路。

^③ 根据中国信托业协会的统计数据，2016 年第三季度末，信托全行业管理的信托资产规模为 18.16 万亿元，全行业 68 家信托公司中平均每家信托公司的管理规模为 2671.77 亿元。



度安排视为一种公共产品，同样受制于供需关系的制约。当现存制度不能满足人们需求时，就会发生制度变迁。^① 中国经济学家林毅夫指出制度变迁可以区分为诱致性变迁和强制性变迁两种形式：前者是人们在响应由制度不均衡引致的获利机会时进行的自发性变迁，后者是由政府命令、法律等正式制约引起的变迁。两种变迁形式常常交替结合，共同作用于制度变迁的整个过程。

如前述，信托作为法律制度是一种正式的制度安排，但是其制度的灵活性和现代性却是来源于财富管理的现实需求和动态变化。从这个意义上说，信托的制度变迁同样具有诱致性变迁和强制性变迁两种属性。鉴于有效的产权制度是人们不断降低交易费用的保障，那么信托财产权作为一种具有特殊性的产权安排，当面临财富形式的新变化时，必然也须作出相应的调整以满足现实需求，因此信托财产权层面的制度变迁便是题中应有之义了。

在互联网和信息时代，财富本身的形式和价值发生了深刻变化，由此对财富增长和财富管理也相应带来巨大变化。因此，信托制度变迁的动因和内容自然要纳入互联网因素考量，并且会在市场的自发力量和国家正式制度安排两个方面交替作用，不仅会作为一种市场的新生现象，也会发展为国家的正式制度安排，事实的发展路径也是如此。最为显著的例证是，随着互联网信托业务的不断创新发展，终于互联网信托被正式纳入了国家指导互联网金融发展的“基本法”——《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》。

2. 大数据技术视角

美国耶鲁大学计量经济学家伊恩·艾瑞斯在其新近著作中指出“得数据者得天下”^②，该教授在其著作中用大量生动的举例阐释了信息和数据技术的变更对人类思维决策和社会生活产生的影响。在互联网金融语境中，大数据不止于“大”或海量的规模，而是具体指向数据的收集、存储、分析、应用。换言之，大数据不应仅仅停留于一种现象，而是应转化为能够满足人们需求与目的并能被使用的技术，这也是技术的本质所在。互联网金融领域的大数据实际指向的是金融行为，反映的是人们在互联网领域从事金融活动产生的人与人之间的关系。由此可以推导出，互联网及大数据的技术本身与人与人之间形成的社会关系具有本质契合性。

^① 罗纳德·H. 科斯等. 财产权利与制度变迁——产权学派与新制度学派译文集 [M]. 刘守英等译. 上海: 上海三联书店, 1994.

^② 伊恩·艾瑞斯. 大数据思维与决策 [M]. 宫相真译. 北京: 人民邮电出版社, 2014.



综上,结合信托制度自身的现代性和适应性,基于制度经济学和大数据技术的双重视角,互联网信托的概念建构应当具有制度要素和技术要素的双重面向。作为互联网与信托制度的融合体,互联网信托可以被初步定义为:信托公司将互联网及大数据技术与应用融入信托制度,便利信托目的的实现,促进业务模式创新及风险控制优化的新业态。

(三) 互联网金融格局中的互联网信托

互联网金融(Internet Finance)的概念最初由谢平在2012年中国金融四十人论坛年会上提出。互联网金融有两种理解。广义的互联网金融既是指互联网公司从事金融交易活动,如支付宝和余额宝,又包括金融机构在从事金融交易时利用互联网技术,如银行网银服务。狭义的互联网金融主要是指前者,而国外的数字金融(Digital Finance)或金融科技(Fintech)则多指后者。^①

被称为中国互联网金融“基本法”的《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》将互联网金融定义为,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。由此可见,中国的互联网金融概念是广义理解基础上的拓展,不是非此即彼的“金融+互联网”或“互联网+金融”,而是二者的有机结合。以此为思路展开对互联网金融界定的国内外比较,有助于深化理解互联网信托在互联网金融领域的发展格局。

1. 美国开展互联网金融业务的主要模式

美国是率先将互联网技术运用于金融业的先驱,当前全球主要的互联网金融模式基本上都发源于美国。从美国互联网金融发展的历程来看,早在20世纪90年代末就基本形成了较为成熟和完整的互联网金融产业链。尽管大多数互联网金融模式最终并未成为独立的金融业态,但对美国的金融机构和金融市场产生了巨大而深远的影响。

(1) 20世纪90年代兴起的互联网热潮。20世纪90年代初,民用互联网技术率先在美国出现并迅速普及,随着万维网的出现以及以Netscape和Mosaic为代表的网络浏览器的开发使用,互联网产业迅速发展。在产业投资基金和各种风险投资基金的支持下,互联网技术迅速向传统行业特别是商业和金融领域扩散。基于互联网的新型商业模式(电子商务)和金融模式(互联网金融)开始涌现。20世纪90年代末,美国已经基本形成较为成熟的互联网金融模式和相对完整的互联网产业链。

^① 黄益平,王海明,沈艳,黄卓. 互联网金融12讲[M]. 北京:中国人民大学出版社,2016.



表 1 美国互联网金融早期发展阶段展现

时间	典型事件	标志性活动及意义
1992 年	美国第一家互联网经纪商 E-Trade 成立	E-Trade 致力于提供比传统经纪商更为低廉的佣金费率，成立后发展十分迅速并推动了整个证券经纪行业的信息化和网络化
1995 年	美国和全球第一家互联网银行——美国安全第一网络银行（Security First Network Bank, SFNB）成立	不设物理网点而通过互联网向客户提供高效、便捷的银行服务，SFNB 被人们视作互联网金融发展史上的标志性事件，此后互联网金融开始在欧洲及日本等亚洲一些国家和地区逐渐兴起
1998 年	美国大型电子商务公司 eBay 成立了互联网支付子公司 PayPal	1999 年 PayPal 完成电子支付与货币市场基金的对接，开创了互联网货币基金的先河

资料来源：根据公开资料整理。

（2）2000 年高科技泡沫破灭后的互联网金融。2000 年，随着以高科技股票为主的美国 NASDAQ 股指进入下行通道，美国各界对高科技和信息产业的过度投资和盲目乐观情绪开始降温，互联网金融的发展也进入了更加理性和平稳的时期。传统金融机构的网络化成为这一时期美国互联网金融发展的主流，对互联网金融的研究也进一步深入。

（3）次贷危机爆发以来的互联网金融。几乎与美国次贷危机同时，美国互联网金融的发展在 2007 年前后也出现较为明显的变化。以 Prosper 和 Lending Club 公司为代表的 P2P 网络融资模式兴起。这种点对点的网络直接融资模式以“去金融中介化”为特征，表现出旺盛的生命力。Lending Club 作为目前美国最大的 P2P 网络融资平台，2007 年成立之初以信息中介为主营模式，独立开发 FICO 信用评级控制风险，根据借款人信用评级设定贷款等级和利率，目前已经成为美国 P2P 行业的标杆性企业。

2009 年 4 月，Kickstarter 网站在纽约正式上线，标志着互联网金融的新形式——众筹融资模式兴起。这一融资模式主要通过网络平台面对公众募集小额资金，让有创造力的人有可能获得创业所需的资金。2012 年 4 月美国通过的《初创企业促进法》为中小企业通过众筹方式融资扫清了法律障碍。

值得关注的是，以 PayPal 为代表的互联网货币基金销售平台走向低谷。2008 年国际金融危机爆发后，美国货币市场基金遭受严重挤兑，货币市场基金收益率急剧下降，使得原本兼具高流动性和高收益的互联网货币基金丧失了优势。2011 年 7 月，随着 PayPal 货币市场基金的正式关闭，美国互联网货币基金销售平台的发展进入了低潮。

（4）金融科技浪潮下的互联网金融新篇。近观当下美国，以智能投顾和区块链为代表的金融科技正在引领互联网金融走向新的发展阶段。随着 2008 年美国数字化



投顾供应商 Betterment 公司在纽约成立，短短几年内，美国 11 家领先的智能投顾公司管理的资产于 2015 年末已经跃升至 210 亿美元，根据全球管理咨询公司 ATKearney 的预测模型，智能投顾管理的资产规模到 2020 年预计将突破 2 万亿美元。

智能投顾也可称为机器人投顾，本质上是一种数字化投资建议工具。美国金融业监管局（FINRA）将其定义为交互技术工具，运用模拟和统计分析展示采用既定投资或投资策略可能产生的各种投资结果。^① 智能投顾的出现及应用规模的迅速扩张为美国互联网金融在资产管理和财富管理市场的拓展提供了创新的技术工具和应用场景。

以比特币及其底层支持技术区块链为代表的数字货币及分布式记账技术也是互联网金融创新迭代的重要领域，将美国互联网金融推向新的高潮。区块链的去中心化、公开透明、记录可回溯、防篡改等特征可以在提升交易安全的前提下，降低交易成本，但是也对金融监管提出了新要求。尽管目前无论在技术还是监管层面区块链仍然是个开放命题，但是其创新的应用前景和治理结构必然对互联网金融的发展产生深远影响。

简单回溯美国互联网金融的发展历程可见，一方面，以互联网为代表的信息网络技术打破了地理距离与区域对开展金融业务的限制，极大地提高了美国金融行业的发展规模并激发了商业模式创新，另一方面，互联网技术极大地降低了信息的获取、处理和传播成本，使得基于标准化信息的资产证券化和各种衍生金融交易成为可能，呈几何级地提高了美国金融市场的流动性和活跃度。

2. 中国互联网金融发展的基本模式分析

中国互联网金融起步较晚，但近年来发展迅速，新型业务模式和商业形态不断涌现。这些新型业态促进了互联网技术不断更新迭代，也为传统金融业务带来新的活力。

（1）传统金融业务互联网化。传统金融业务互联网化也被称作金融互联网，主要涵盖商业银行、证券、保险、个人财富管理、资产管理等金融机构通过互联网实现新的业务形态。传统金融业务互联网化主要包括三个方面：一是互联网技术与传统金融业务的融合，是对原有金融业务的信息化升级，比如网络银行、线上一站式金融服务平台等；二是传统金融业务借助互联网技术实现金融业务的创新化发展，比如互联网货币基金等；三是为传统金融服务和为新兴互联网金融业务提供服务的平台，例如供应链金融。

^① 袁田：理性迎接财富管理生态圈的新锐：智能投顾 [N]．金融时报，2016-09-19.



传统金融业务互联网化的深入发展主要是适应金融服务的便利性、高效性和安全性需求。在这一业务模式中，传统金融业务依靠互联网技术对业务流程进行升级甚至重构、对服务模式进行完善优化、对风险模块强化专业管理，从而使得金融服务覆盖面更广、便利性更高、效率和安全得到更好的保障。在这一机制运行过程中，金融机构实现了信息化、集约化和流程化管理，互联网成为金融业务完善的基础设施。

(2) 互联网企业的第三方支付业务。基于互联网的支付清算体系，是以第三方支付、移动支付为基础的新型支付体系在移动终端智能化的支持下迅猛发展起来的。特别是非金融企业利用互联网积极推进业务支付的网络化，极大地促进了支付体系与互联网的融合，并已成为金融体系基础设施的重要组成部分。支付宝、快钱等第三方支付机构都是典型的代表。

在第三方支付体系中，包括网关支付、账户支付、电话支付、移动支付等模式，核心的业务模式主要是网关支付模式和账户支付模式。前者是独立的第三方支付模式，运行机制较为简单：第三方在线支付平台前端连接客户，后端连接银行或客户，在集合多个银行提供的基础支付统一平台和接口上，为客户和商户提供统一线上支付接口，通过第三方支付账户实现前端客户向后端客户的银行账户或同类第三方支付账户的支付，实际上是替代了银行的支付功能，快钱、汇付天下、易宝等是该模式的代表。后者是综合第三方支付模式，依靠自身的电子商务平台，除完成第三方支付功能之外，还提供担保功能。更为重要的是，在将银行体系部分资金“抽取”置于第三方支付账户的备付金账户后，还可以多样化使用备付金账户中的资金，比如支付宝和财付通。

(3) 互联网企业的信用融资业务。互联网信用融资业务主要包括网络贷款、众筹等新兴互联网信用业务，具体可以分为网络债券融资和网络股权融资两个领域。

网络债权融资的典型代表是人人贷和大数据金融（比如阿里小贷）。通过网络贷款平台，资金供给方和资金需求方基于网络信任机制直接完成信用交易。以阿里小贷、百度小贷等为代表的运作机制则是利用自身网络和数据优势，直接介入信贷市场。

网络股权融资的典型代表是众筹平台，通过众筹平台中小企业或个人的某项业务或活动可能获得“众人”资金筹集支持。互联网信用融资业务使得资金需求和供给双方基于网络信任机制在互联网上就完成资金融通，成为金融脱媒的重要推手。



表 2 互联网金融市场发展的全球比较概览

细分领域	海外市场	中国市场
电子支付	Eway (AU, 1998 年)、PayPal (USA, 1998 年)、GoogleWallet (USA, 2011 年)	支付宝 (2004 年)、财付通 (2005 年)
互联网基金	PayPal MMF (USA, 1999 年)	余额宝 (2013 年)
互联网保险	Directline (UK, 1985 年)、Insweb (USA, 1995 年)	众安保险 (2013 年)
非股权众酬	Kickstarter (USA, 2009 年)	点名时间 (2001 年)、京东众酬 (2014 年)
股权众筹	AngelList (USA, 1995 年)、Wefunder (USA, 2012 年)	天使汇 (2011 年)、天使客 (2014 年)
网络银行	SFNB (USA, 1995 年)、Egg (UK, 1998 年)、乐天银行 (JPE, 2009 年)	深圳前海微众银行 (2014 年)、浙江网商银行 (2014 年)
P2P	Zopa (USA, 2005 年)、Lending Club (USA, 2007 年)	拍拍贷 (2007 年)、91 金融 (2011 年)、宜人贷 (2012 年)

资料来源：姚文平．互联网金融 [M]．北京：中信出版社，2014.

对比中外互联网金融的发展实践可以发现：一方面，互联网金融在全球范围内的发展格局具有相似性，说明移动互联时代对现代金融服务业的影响具有同质性，相似的市场需求催生同类业务的发展；另一方面，各国互联网金融发展的阶段及内容也存在显著差异，除源自各自互联网技术及金融行业成熟度的差异性因素外，各国针对互联网金融监管制度的建构与完善是制约互联网金融发展的重要因素，即制度供给的差异化是制约互联网金融发展的关键因素。

3. 互联网信托在互联网金融格局中的模式探索

互联网信托的发展遵循第一种路径，即金融机构的互联网化。基于自身制度特征和发展阶段，中国信托业的互联网化程度尚不及银行、证券和保险，互联网信托在互

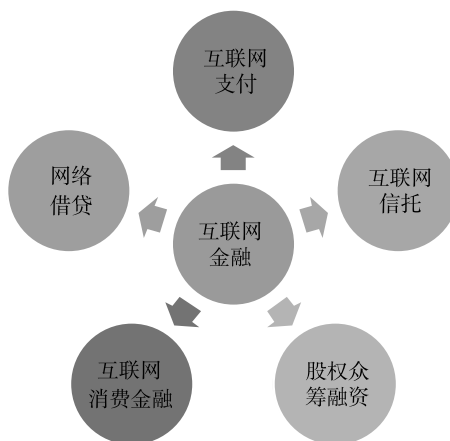


图 1 中国互联网金融发展格局



联网金融发展格局中仍然处于创新探索的初级阶段。

互联网技术对信托业的实质影响目前体现为两个层面：第一是对现有营销、风控、业务、管理模式的影响；第二是互联网及大数据技术对信托业商业模式的重塑，以及对信托业转型的加速作用。

(1) 优化产品营销及服务能力。在现有制度和监管环境下，互联网技术发展给信托业营销带来了深刻影响，互联网信托可以有效增大客户营销半径，增强客户黏性，提升客户体验度，实现精准营销。

信托公司通过强化信息系统建设，在目前营销物理网点限制的情况下进行营销延伸。在网络速度日益提升、移动智能手机普及的状况下，人们使用移动网络购物、消费、理财的需求快速增长。信托借助于互联网金融技术可以实现在信托知识普及和投资者教育的基础上，吸引潜在合格投资者，促进信托公司直销能力的快速提升。针对直销客户面签问题，目前已有信托公司通过可视化设备以及电子印章等方式实现等同于柜台面签的效力，一方面可以防范营销人员的道德风险，另一方面也有利于增强信托公司客户信息的完备性，有利于信托公司对反洗钱的监控。

在增强客户黏性及提升客户体验度方面，多数信托公司已经自主开发 APP，既可以实现营销客户的精准性，又可以实现与客户的及时沟通和交流，实现 24 小时无边界服务。

在实现客户精准营销方面，鉴于同质化信托产品的竞争激烈，信托公司须结合转型方向对投资者进行精细分类。借助于大数据对客户的画像分析，信托公司能够精准定位客户真实需求，一方面可根据客户需求量身定制产品，另一方面能够更好地实现产品与直销客户的风险能力匹配。

在加强信托知识普及与投资者教育方面，借助互联网的可视化技术，有助于投资者更主动、更便利地学习信托知识及接受信托产品解读，帮助投资者树立良好的信托文化及信托投资理念。

(2) 提高风险管理能力。与其他金融机构相比，信托公司的信息系统建设仍很薄弱，在项目信息线上管理以及智能决策方面存在极大的改进余地。通过大数据信息系统辅助对客户展开风险判断，将极大地提升信托公司对项目风险的判断能力。信托公司结合自身风险偏好，个性化制定相应的业务合作风险准入标准以及后续动态管理的细致指标。

提高风险预警及风险化解能力，信托公司通过信息系统的有效监控，可以实现即



时风险预警，为风险处置赢得足够时间。例如，信托项目大多面临的风险属于流动性风险，如果能够借助于信息技术的合理判断，争取足够的处置时间，可以促进项目风险得到有效化解。尽管各家信托公司都已建立了较为完备的风险管控体系，但是日益复杂的业务模式和创新设计均对风控提出了更高要求，互联网技术支持可以从系统、流程方面保障信托公司顺利转型。

(3) 深化经营管理能力。信托公司面对的竞争对手除了其他信托公司，还包括银行、证券、基金、保险、期货、私募、第三方理财以及各种类型的互联网财富管理机构。市场竞争格局要求信托公司建立以客户需求为导向的经营管理模式，财富管理业务的未来发展需要信托公司加大对各行业的了解，提升资产配置的能力。互联网技术运用可以增加信托公司项目获取来源，细化项目及大交易对手的筛选评价标准。此外，互联网及大数据技术对于公司日常精细化管理等诸多方面也有着极大的提升作用。

(4) 支持业务创新发展。从信托业务模式创新角度来看，互联网对信托业的影响也愈发深入。在受益人范围拓展方面，例如消费信托和公益信托借助于互联网的连接和传播方式，可以更广泛地实现信托受益人群体和权益的覆盖；在委托人意愿满足方面，例如基于账户管理体系的互联网信托服务创新可以综合满足客户资产配置和财富管理的一揽子需求；在受托人履责能力方面，例如针对供应链金融的创新业务，信托公司借助于互联网可以更好地实现信息流、资金流、商流等连接，提升精准有效服务实体经济的专业能力。

互联网信托在中国互联网金融发展的格局中虽然已经占有一席之地，但是尚未形成清晰的战略发展思路和成熟的商业创新模式。如何利用互联网思维及技术完善自身的运营能力进而创新业务拓展场景和商业模式，是信托公司发掘信托制度优势潜力优化金融属性的关键所在，也是信托业转型发展的重要契机。

二、以普惠金融作为互联网信托的发展宗旨

2015 年末国务院发布《推进普惠金融发展规划（2016—2020 年）》，明确指出普惠金融是立足机会平等要求和商业可持续原则，以可负担的成本为有金融服务需求的社会各阶层和群体提供适当、有效的金融服务。鼓励金融机构运用大数据、云计算等新兴信息技术，打造互联网金融服务平台，为客户提供信息、资金、产品等全方位金融服务。



（一）互联网信托的普惠发展宗旨

1. 普惠金融的本质解析

普惠金融的核心立足于机会平等，强调金融服务的覆盖群体，但同样注重商业可持续性，是不同于政策扶持或扶贫慈善的市场化操作模式。普惠金融的发展是个逐步深化的过程。普惠金融最初的基本形态是小额信贷和微型金融，经过多年的发展，现已基本涵盖了储蓄、支付、保险、理财、信贷等金融产品和服务。^①发展普惠金融要促进数字化、规范化发展，谨防金融排斥（Financial Exclusion）问题，打通金融服务“最后一公里”。^②

就服务对象而言，普惠金融的覆盖广度重在有针对性地为弱势群体提供享受现代金融服务的平等权利，例如，解决小微企业的“融资难”和“融资贵”问题自然成为普惠金融关注的重点。就服务方式而言，普惠金融的服务创新离不开数据与信息的现代化，因此基于互联网和大数据的信用评价机制可以为实现普惠金融的效果提供有力技术支持。由此，普惠金融与互联网的融合成为提升现代金融服务质量的题中应有之义。

2. 互联网信托的普惠本质

发展互联网信托，通过降低交易成本，可以延伸信托服务半径，拓展信托服务的广度和深度，与普惠金融的指导思想不谋而合。借助互联网等现代信息技术手段，互联网信托可以开拓不同的普惠金融场景和业务模式，例如小贷业务、消费信托、慈善信托等。信托制度的本质在于财产管理。互联网信托为信托制度的服务对象广度和服务方式多样化提供了技术基础，普惠金融的出发点和定位为信托业务创新明确了拓展方向。充分发挥信托制度优势，探索互联网与信托的结合，扩大客户类别和群体，为诸如资产证券化信托^③等金融创新提供基础资产，为受益人谋求最佳利益，成为信托公司探索转型的重要抓手。

（二）互联网信托的普惠业务实践

随着互联网与移动互联被广泛运用于各行业，信托展业环境也发生了巨大变化，尤其是结合普惠金融的发展背景，信托公司开始积极拥抱互联网，探索业务创新机

① 张伟. 互联网+普惠金融理论与实践 [M]. 北京: 电子工业出版社, 2016.

② 2016年8月26日人民银行副行长易纲在中国普惠金融国际论坛上的讲话。

③ 银监会党委委员、主席助理杨家才在2016年中国信托业年会上首次提出的信托八大业务分类之一。



遇。无论是“信托+互联网”还是“互联网+信托”，信托公司与互联网的不断融合沿着提升既有服务质量、拓展创新业务和客户边界、覆盖社会效益的路径逐步探索。

1. 信托+互联网

(1) 客户服务优化升级。互联网的一大特性就是摆脱各种物理空间限制，实现时间和空间纵横交错。

①营销方式升级。在移动互联的环境中，投资者逐渐习惯和依赖于各种能够适用特定场景的网上金融服务，在金融产品同质化的情况下，客户会向服务体验好的APP迁移。互联网信托下创新业务发展首先实现的是营销方式及管理的电子化，如通过APP、官方微信服务号为客户提供服务。目前，至少有中信信托、平安信托、中航信托、外贸信托、上海信托、国投信托、华润信托、渤海信托、华鑫信托等信托公司拥有移动APP；绝大多数信托公司都在微信平台注册服务号或订阅号，普及率超过90%，其中部分信托公司同时运营多个账号，提供热销产品、办理网上预约、提供资产查询服务、提供产品转让服务等。

互联网极大拓展了信托公司客户服务的半径。随着监管规定的持续出台以及信托公司自身信息系统建设的完善，采取线上签约认购、线上支付已具备可行性。华润信托率先推出网上视频签约功能。客户可以通过智能手机下载移动APP，登录网上信托，轻松办理产品预约、电子签约、追加认购、赎回、资产查询等各类业务。通过网上视频签约，可打破区域限制，提升工作效率，降低运营成本。同时，视频签约还满足了监管部门对产品销售录音、录像的工作要求。

②信托受益权流转。业内不少信托公司开始尝试通过互联网实现受益权流转，提升流动性，但各家公司模式不尽相同。以上海信托为例，其赢通平台可以提供包括信息发布、交易撮合、资金划付等服务，参与信托受益权转让交易的转让方及受让方须符合相应准入条件方可进行交易。华宝信托打造的流通宝支持信托受益权转让、回购等，主要模式是通过自有资金为客户提供融资支持。

(2) 现金管理类产品。现金管理类产品是互联网信托的最直观表现。一方面，该类产品能有效增加信托客户闲置资金的收益；另一方面，净值型开放式的现金管理类产品可以促使信托公司现有资金池业务由非标准化向标准化转变。如上海信托推出的“现金丰利”现金管理类产品，工作日开放赎回，主要投向固定收益类产品、货币基金等高流动性资产，该产品规模已超过500亿元。中航信托也推出类似的现金管理类产品，如“天玑聚富”和“天玑宝”。其中，“天玑宝”每日开放赎回，规模约



为5亿元，“天玑聚富”每周开放一次，产品规模超过500亿元。^①

(3) 互联网公益信托。互联网无边界分享、及时性交互的特点以线上支付结算、信息发布、社群交流等优势，为公益活动开展提供新的机遇。通过互联网开展公益信托不仅有利于产品宣传、资金募集及信息披露，还能有效扩大受众、拓宽资金来源。

紫金信托的“厚德5号”公益信托计划成功嫁接互联网，实现了公益信托在公益捐赠、线上线下互动、公益文化普及等多方面的突破。“厚德5号”在紫金信托微信服务号开通线上捐赠渠道，采用“互联网+公益+信托”的模式，节约公众参与慈善事业的成本。“厚德5号”以“你奔跑，我捐赠”为主题开展国内首个线上线下同时进行的公益跑活动，参与者每奔跑1公里，紫金信托将为大病患儿捐助1元钱，总目标为100万元。活动历时1个月，吸引全国3.5万人参加，线上线下累积奔跑里程数达175.5万公里，圆满完成募款目标，为大病儿童创造继续前行的勇气。“厚德5号”将公益信托与互联网相结合，不仅扩大了募捐范围，还有效宣传了公益理念，吸引了更多人参与公益事业。

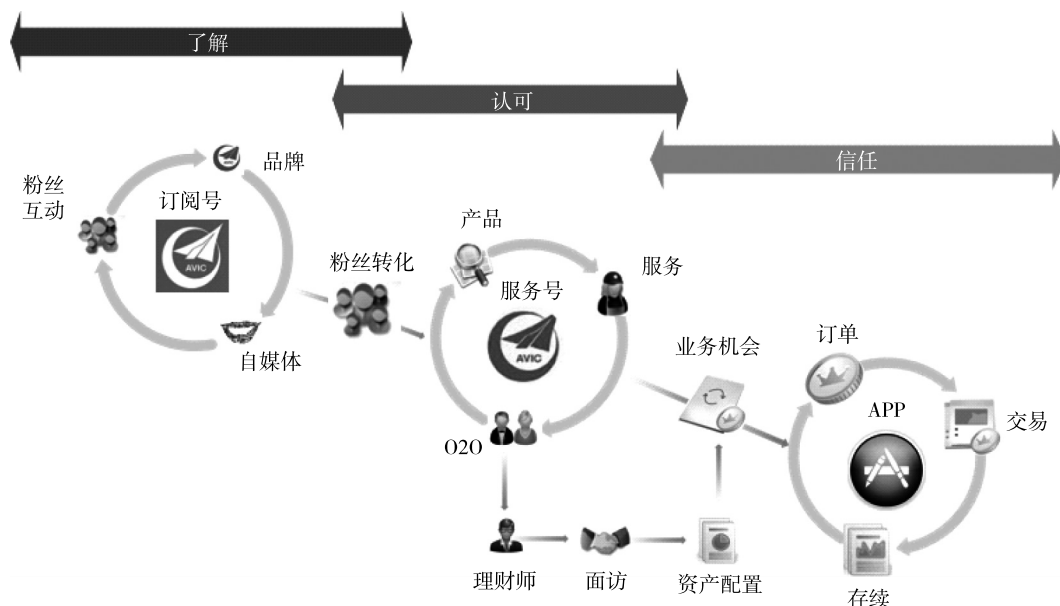
(4) 独立互联网金融平台。平安信托的平安财富宝及中融信托旗下的中融金服即为此模式的典型代表。这种平台的核心是借助信托公司的专业风控水平，利用集团综合牌照优势，创设新的平台主体，实现低、中、高产品全覆盖，整合信托产品的合格投资者，实现金字塔结构的客户经营方式。中融信托通过中融金服对接理财产品受让信托受益权，由广东金融高新区股权交易中心发行理财产品，投资者在中融金服平台上申购，理财产品完成资金募集后认购定向资管计划，最后由资管计划整体受让信托受益权。

中航信托打造的互联网金融平台“鲸钱包”依托自身风控体系，向客户提供标准化资产组合及创新型产品，实现一户开启、一键交易、一站式理财，提供在线闭环的自助服务。

中航信托在首批获得铁路发展基金专项信托业务资格基础上^②，旨在以“鲸钱包”为平台为客户带来共享铁路事业发展的机会，将铁路专项信托业务与互联网信托相结合可以突出普惠金融的宗旨，在监管部门及监管规则的引导下，在投资者人数及投资金融方面有所创新和突破，为真正实现普惠金融的目标奠定基础。

^① “现金丰利”、“天玑宝”、“天玑聚富”产品规模的统计数据来源于公开数据，数据均截至2016年9月2日。

^② 中航信托已经于2016年6月获得《中国银监会关于中航信托股份有限公司铁路发展基金专项信托业务资格的批复》。



资料来源：中航信托。

图2 中航信托的互联网金融平台战略

2016年7月，渤海信托推出了集财富端、理财师端、机构端于一体的综合性互联网金融服务平台“渤海鲲鹏”，将旗下为超高净值人群提供综合金融服务的“渤海鲲鹏财富”平台为市场理财师提供资产选择的“渤海鲲鹏理财师”平台以及为金融及非金融机构提供综合理财服务的“渤海鲲鹏机构宝”平台进行线上整合。

2. 互联网 + 信托

“互联网 + 信托”通过互联网平台创设资产，这类业务主要围绕消费信托、小微金融等方面开展。由于规模和效率问题，传统信托公司开展这类业务成本相对较高，互联网可以有效地解决这一问题。

(1) 消费信托。在消费升级的背景下，消费信托应运而生。消费信托是信托公司从消费者需求出发，接受消费者委托，通过甄选消费产品向产业方进行集中采购。利用沉淀资金集中投资所获得收益弥补产品运营成本，分担消费者的消费成本，从而让消费者获得高性价比的消费权益的创新信托模式。包括中信信托、长安信托、紫金信托等纷纷参与消费金融业务，采取以消费信托计划为消费金融提供融资或者参与设立消费金融公司等多种方式。

中信信托作为行业内较早探索消费信托的公司之一，2015年通过子公司中信聚信与网易、顺丰合作，共同成立深圳中顺易金融服务有限公司（简称“中顺易”），



发力互联网消费信托，该公司注册资本为1亿元，中信信托出资占比40%，其余两家公司各占30%。目前，中顺易正在探索预付款信托。在该模式下，消费者可以根据需求和风险偏好，自由选择感兴趣的消费产品或金融产品组合；同时，消费信托还可以为消费者提供个人财富规划、消费规划、生活规划的功能。其实质是借助互联网技术实现普惠化的个人信托和家族信托。

(2) 小微金融服务信托。长期以来，融资难、融资贵是制约中小企业发展的瓶颈。借助互联网金融，信托公司在支持小微企业方面大有可为。外贸信托、天津信托、中融信托、华能贵诚信托等在此领域均有涉足。

自2007年开始，外贸信托与多家消费金融公司、小额贷款公司、金融信息服务公司、保险公司及其他非银行金融机构紧密合作，以小微金融终端服务商为获客渠道，为其提供专业化的平台管理与综合金融服务。该类业务的基本模式是外贸信托发起设立单一资金信托或者结构化的集合资金信托计划，将募集的资金按照委托人的意愿和既定的贷款发放标准，向符合该信托计划贷款条件的个人借款人、小微企业发放信托贷款。经过多年实践，外贸信托已经形成小微金融领域的专业团队，在产品开发、运营管理、推介融资、风险管理和客户培育等方面积累了丰富的实践经验，并成功接入人民银行个人征信系统，开发了全流程模块的小微金融管理系统，整合黑名单数据资源形成了自身征信辅助系统。截至2015年末，外贸信托已累计向逾500万名借款人发放了超过250亿元的小微贷款。^①

(3) 与互联网企业开展合作。除了依靠自身平台开展业务，信托公司与成熟互联网平台合作也是实现业务合作模式创新的重要方式。

以华能贵诚信托为例，其先后与蚂蚁金服、招财宝以及京东金融集团等互联网金融公司积极开展业务合作，累计合作规模达216亿元。^② 在合作模式上，由信托公司帮助互联网平台将信贷资产进行私募型资产证券化，达到盘活客户存量资产、提高资金流动性的目的。华能贵诚信托联合阿里小贷推出私募型资产证券化产品，信托资金用于受让阿里小贷作为原始权益人拥有的对淘宝、天猫商户以及阿里巴巴平台客户的小额贷款债权，存续期限内回笼资金可用于循环购买基础资产。由于基础债权资产的选取充分利用了阿里大数据，引入网络数据模型和在线资信调查等模式，又通过交叉

^① 参见《外贸信托2015年度报告》（<http://www.fotic.com.cn/Portals/0/nianbao/%E5%A4%96%E8%B4%B8%E4%BF%A1%E6%89%982015%E5%B9%B4%E5%BA%A6%E5%AE%A3%E4%BC%A0%E5%86%8C.pdf>）。

^② 参见《信托公司开展互联网金融业务模式研究》（<http://www.cctic.com.cn/yfbg/5400.jhtml>）。



检验技术辅以第三方验证确认客户信息的真实性，能够准确捕捉原始债务人的定位，进行信用分析，监测与调查欺诈等行为，弥补了传统信贷业务中信息不对称的劣势，在很大程度上保障了基础资产的质量。与传统私募类资产证券化产品相比，该产品具有基础贷款资产品种分散、客户和行业集中度风险低、平均违约率低的特点，同时其结构化设计提高了产品的安全性和收益性。

（三）金融科技推动下的互联网信托“普惠”趋势

在互联网金融发展的更新迭代阶段，金融科技逐渐走入现代金融发展视野。以智能投顾和区块链为代表的创新产品和服务模式虽然对传统金融业产生明显冲击，但是其不断下沉的服务客户群体以及去中心化的服务方式具有拓展金融服务广度和提升金融服务便捷化的趋势。尤其是在资产管理和财富管理领域，金融科技对互联网信托业务的进一步创新具有良好的启示意义。

1. 智能投顾

智能投顾是一种新兴的在线财富管理服务。它利用大数据分析、量化金融模型以及智能化算法，根据投资者的风险承受水平、预期收益目标、投资风格偏好等要求，以及投资组合优化等理论模型，为用户提供交易执行、资产再平衡、税收筹划、房贷偿还、税收申报等增值服务。

智能投顾于2010年诞生于美国，经过高速发展，现已经粗具规模。如前所述，截至2015年末，美国智能投顾管理的资产规模超过了210亿美元。在美国，除了以Wealthfront、Betterment为代表的互联网专业公司，传统金融机构如Charles Schwab、E-Trade等大券商和知名投行如高盛、瑞银、花旗、JP摩根等都纷纷进入这个行业。

国内智能投顾行业刚刚起步，按照研发主体不同大致可以分为三类。首先为传统金融公司研发的智能投顾，以平安一账通、嘉实基金为代表。其次为独立第三方类智能投顾平台，以弥财、蓝海财富、积木盒子为代表。最后是互联网公司研发的智能投顾，以京东智投、雪球财经、同花顺为代表。目前国内现有的智能投顾的商业模式尚处于雏形阶段，仍以销售理财产品为主要功能，与国外智能投顾的资产配置和财富管理服务功能开发尚有差距。

（1）智能投顾的特点。智能投顾基于大数据搭建金融模型，根据用户的收益和风险偏好为客户提供个性化的资产配置方案。智能投顾的投资逻辑是人工智能技术和大数据分析，这种投资方法结合了主动投资的特点和量化投资的优势，投资者可以根据自己的主观判断选择合适的标的类型以及投资风格。



智能投顾依托马科维兹的现代组合理论，遵循的逻辑是“在用户的风险承受范围内给出资产配置的最优解”。^①所谓“最优解”，就是对风险和收益的平衡，而不是单纯地追求高收益。此外，智能投顾还需要具备根据市场变化实时调整资产组合的能力。当经济数据或资产表现数据发生比较明显的变化时，智能投顾系统会发起调整资产配置请求，并拟合出新的收益曲线，由用户决定是否要更改配置。用户也可以自己调整资产配置，调整后机器拟合出收益率曲线，让用户判断是否接受。

(2) 基于智能投顾的互联网信托。与传统人工投顾相比，智能投顾具有服务面广、成本低、客观、规范等诸多优势。智能投顾可以借助互联网，以低成本和低门槛优势，不断拓宽服务范围和服务对象，提高市场占有率和盈利水平。可以说智能投顾的出现进一步丰富了普惠金融的内容，扩展了普惠金融的边界，全社会的金融服务得以改善。

借助于智能投顾的技术优势，信托公司可以优化自身资产配置能力，也可以在财富管理业务开展过程中更好地服务客户，帮助其完成自身风险偏好及识别，并进行动态监测。当然需要强调和关注的是，智能投顾可以起到辅助决策的作用而非替代，因为信托公司作为受托人须履行主动管理的义务。

2. 区块链技术

区块链是指通过分布式记账方式集体维护一个可靠数据库的技术方案。通过密码学等数学方法建立信任关系。以区块链为基础的互联网治理机制可以发展为互联网金融的底层技术架构，使金融更普惠、更智能、更实时、更跨界。^②

(1) 区块链技术与智能信托。区块链技术本质是基于分布式结构的数据存储、传输和证明的方法。区块链系统由数据层、网络层、共识层、激励层、合约层和应用层组成。^③

区块链最大的创新之处在于提供了一种分布式的信用创造方式。区块链技术主要具备分布式、开放性、自动性、不可篡改性和匿名性五个特点。

通过区块链可以控制资产的所有权（使用权），从而形成智慧资产，这种资产不仅包括无形资产，也包括各种有形资产，如房屋、汽车等。具体而言，就是通过某种代码来自动执行加密程序来控制物理资产的使用。比如可以通过基于区块链生成的数

^① 哈利·M. 马科维兹. 资产组合选择和资本市场的均值——方差分析 [M]. 朱菁、欧阳向军译. 上海: 上海人民出版社, 2006.

^② 梅兰妮·斯万. 区块链: 新经济蓝图及导读 [M]. 北京: 新星出版社, 2016.

^③ 袁勇等. 区块链技术发展现状与展望 [J]. 自动化学报, 2016 (4).



资料来源：袁勇等．区块链技术发展现状与展望 [J]．自动化学报，2016（4）．

图3 区块链的基础架构

字密钥来控制汽车的使用。此外，区块链具有可信、可追溯的特点，可作为可靠的数据库来记录各种信息。因此，人们可以通过不可篡改的方式将多种资产信息记录下来，从而保证注册人拥有该笔财产的所有权。另外，人们还可以通过在区块链中增加记录的方式来实现财产的点对点交易，从而实现资产所有权的转移。

基于区块链具有可编译的功能可以将一系列指令等嵌入其中，形成智能合约。智能合约完全由代码运行，无法干预，保证指令可以按照特定方法在一个非常安全的系统中良好运行；当特定事件发生后，就可以按照预先设定的其他条款执行。由此，可以建立智能合约，约定某人偿还全部贷款后，系统会自动将车辆所有权从财务公司转让到该人名下。又如对于继承财产的安排，可以设置一系列的交易执行条件，保证财产分配按照委托人的意愿执行。

基于以太坊（Ethereum）作为一个分布式的应用开发平台，可以运行、调用多个区块链、协议，由此实现智能资产和智能合约的实际功能，为“智能信托”的设想实



现提供可能性。具体而言，可以在以太坊平台上创立“智能信托”，通过区块链技术实现智能资产的确权、真实性验证和交易，通过智能合约按照委托人的要求来执行。与此同时，区块链技术具有匿名的特征，又可以追溯资产的交易过程，这样既可以保护委托人的隐私，又能够做到信息公开。

(2) 区块链技术与资产证券化。由于区块链本质是一个分布式账本，通过区块链技术可以构建数字货币，而数字货币又可以作为某种资产使用权的证明，这两点与资产证券化的原理不谋而合。信托公司可以通过构建区块链平台，实现更加精准的现金流管理和数据分析，降低企业融资门槛，提高资产证券化的发行效率。

例如，可以通过区块链技术建立一个账本，将需要证券化的资产全部用该账本记录并做好标记；同时构建一种数字货币使货币与资产之间形成映射，作为证券化资产的权证证明。这样就可以通过区块链的更新循环，实现资产证券化，大大提升发行效率。此外，还可以通过底层数据分析，实现更加精准的现金流管理和数据分析，促进证券在更加可靠的环境中交易、流转。在共识机制下，通过区块链构建的平台高度透明。以区块链技术记录的资产具有开放性，证券持有人可以追溯底层资产的现金流情况；第三方中介机构，如评级公司、会计师事务所、律师事务所等均可通过记录的方式添加到账本中，所有这些信息一旦经过验证，不可被移除。

综上，以金融科技为引领的技术创新为互联网信托的纵深发展提供了更为广阔的场景和空间，也可以说为互联网信托迭代发展提供了更高级版本。在坚守信托制度的本质基础上，结合智能算法、交互式技术协助投资者理性决策，与区块链技术相结合，对现有业务模式在共识机制基础上进行智能创新，这些都是互联网信托在践行普惠金融方面可以畅想并可实现的未来业务图景。

综上，以普惠金融为宗旨，信托公司多采取渐进式的发展策略，从发展方向上可以具体分为几种策略。

一是去发现普惠金融领域的发现者。囿于对细化行业的经营能力，信托公司需要去发现各细分行业的经营者和发现者，并对其提供适度的债权支持。

二是做普惠金融领域的价值培育者。在发现者战略的前提下，将会产生众多的金融服务商，信托公司可挑选具备培育价值的机构，为其提供更完整、更丰富的金融服务，体现金融整合服务的价值。

三是投资普惠金融领域的领先者。对于普惠金融中脱颖而出的领先者，采取股债联动的方式入股优质的普惠金融服务商，取得主力金融地位，通过信托高效、灵活的



服务提供全方位的金融解决方案，以实现共赢发展。

三、以供应链金融作为互联网信托的发展场景

供应链金融与现代供应链管理密不可分。供应链管理涉及几个“流”，即商流、物流、信息流和资金流等。在供应链运行过程中，各“流”关联度越来越高，彼此相辅相成，某一“流”运行不畅会影响整个供应链的效率。供应链金融管理的核心就是运用现代企业管理方法、信息技术等，提升供应链金融几个“流”的运行效率。其中，资金流是重要的因素之一，几乎贯穿到整个供应链的运行过程。

供应链金融便是以资金流为基础所延伸出的综合金融业务。供应链金融的内涵是以核心客户为依托，以真实贸易背景为前提，运用自偿性贸易融资的方式，通过应收账款质押登记、第三方监管等专业手段封闭资金流或控制物权，对供应链上下游企业提供综合性金融产品和服务。供应链金融基于资金流但并不局限于此，与商流、信息流、物流等均有关联，服务于整个供应链，与产业密切关联。

（一）供应链金融模式解析

与互联网金融天然融合是供应链金融的重要特点，伴随着技术进步和市场需求的改变，供应链金融经历了产业与金融逐步融合的发展阶段，这也是未来很重要的发展趋势。相比于传统融资方式，供应链金融有以下特点。

第一，供应链金融的融资主体主要是中小微企业。目前，国内的大型企业基本可以实现直接融资，间接融资的成功率和融资成本也比较低，中小微企业还很难像大型企业一样有多种融资方式，供应链金融为其提供了融资新模式。

第二，互联网金融与大数据结合是实现供应链金融的技术基础。中小微企业资金需求具有时间紧、频率高、数额小的特点，为了监督中小微企业，金融机构需要付出较高的信息搜集成本和监督成本。互联网技术能够让信息收集和处理的边际成本趋近于零，天然适合解决中小微企业的信息收集问题。

第三，金融机构在供应链金融生态系统中是重要的流动性提供者。借助于互联网、大数据的支持，金融机构可以有效降低供应链金融服务的风险，可以使资金更有效地与实体经济相结合，精准服务于供应链上的涵摄企业，促进产业可持续发展。

互联网、产业链、金融三个要素的高度融合，搭建了跨地域、跨行业、跨平台、跨资金来源的金融生态圈，让更多的运用场景得到构建，更多的底层数据能被收集，在以此为基础构建的大数据与征信系统的综合运用下，实现不同风险偏好资金与中小



微企业的无缝衔接，尤其以制度灵活的信托业为凸显。互联网化、平台化的市场发展需求使得金融从初始阶段的要素，转变为下一阶段的生态，能够与产业生态循环迭代，形成“互联网金融+供应链金融”的良性生态。

1. 产业金融的互联互通

中国目前有几千万家中小微企业，已经成为中国经济重要组成部分。但是，中小微企业由于运营时间短、收入比较低、信用记录不完整、财务状况和组织结构不规范等问题，在银行贷款时面临很大困难。现代经济社会各生产部门分工越来越细，在现代供应链管理模式下，单一产品生产各环节涉及诸多企业，形成产业链的上下游企业。

在这种模式下，赊销成为下游企业对上游企业贸易的主要方式。中小微企业往往处于产业链的供应商角色，向核心企业、大型企业供应上游产品。由于下游企业有较强的交易优势，上游中小微企业往往不得不接受这种交易模式。其结果是，下游买家延迟了付款时间，降低了财务成本；而上游供应商形成大量应收账款，导致企业资产周转效率降低，影响了企业再生产能力。从本质来看，赊销其实是优势企业将资金压力、融资需求转移给处于供应链上游的众多中小微企业。这无疑加剧了中国中小微企业融资难的程度，甚至加剧了中小微企业的资金成本和财务风险，影响企业生存。

而在现代供应链管理过程中，供应链金融则为中小微企业融资打开了另一扇门，为企业增信提供了新的方式。金融机构依托对企业单次交易中的信息流、物流、商流、资金流等闭环监测来实现对企业的增信，在此基础上为企业提供匹配的资金流，提升企业的运转效率。供应链金融让中小微企业摆脱了融资困境，金融机构不再单纯依靠企业本身进行信用评级，而是围绕每次交易进行融资服务，追踪资金去向，形成闭环。

供应链金融业务与产业密切关联。供应链每个环节均是价值增长点，供应链金融所提供的资金用于供应链价值增长，资金回报也来自供应链价值增长，真正实现了金融促进产业发展，实现了产融结合。

2. 互联网信托的切入场景

随着新一轮科技革命与产业变革的兴起，传统产业面临着重塑与更迭，依托互联网的数据技术深刻改变着传统产业，也相应改变着产业供应链。以电商平台为例，电商平台与供应链结合产生的实质影响和改变是，通过新技术和电子商务应用，改变供



应链网络组织结构或连接方式，进而优化企业内部不同职能及流程，提升管理效益，形成供应链竞争力。除电商平台外，传统金融机构也尝试自建或者与电子商务平台合作开展线上供应链金融，并通过平台实现资源整合，优化物流链、资金链和信息链，为大型企业和上下游企业提供专业化和定制化的金融服务。近年来，网贷平台逐渐成为银行信贷之外的供应链融资的资金来源。

互联网使得产业链更加扁平化，减少贸易层级，凸显对供应链金融的需求；大数据的运用与互联网金融的出现，加快了供应链金融产品和服务的创新速度。处于积极转型的信托业兼具传统金融牌照和制度灵活性，与供应链金融的融合有着更大的可行性和想象空间。供应链金融可以为互联网信托提供理想应用场景，信托公司可以主动谋求与互联网技术融合，实现产业资本跨界，结合自身业务特性和行业优势，在不同业务场景下为所在行业提供基于供应链的综合金融服务。

在供应链金融语境中，信托公司与供应链管理实体产业之间可以基于信息技术、大数据等协同，涵盖信息交互、资金交易、支付、融资和物流等多个环节。供应链金融与互联网信托相互结合会带来一系列新变化和新效果。

一是提升供应链的整体运营效率，提高企业的资金周转率，降低经营成本。传统供应链金融通常只授信核心企业资金额度，核心企业与金融服务机构、上下游企业，以及上下游企业与其金融服务机构之间的合作沟通都是按照不同业务逐笔产生贷款及其他相关流程，过程烦琐。供应链金融与互联网信托相结合，在业务周期内可以整合业务流程，降低了上游企业融资成本，提高了企业资金周转率，降低了经营成本，最终提升了整个供应链的竞争力。

二是解决信托公司与企业之间信息不对称等问题。在传统金融对企业进行资金支持的过程中，一般是以尽职调查为主，主要查看企业的财务报表，实地调研经营状况等，凭借的都是过去、静态的数据。而且企业出于种种目的考虑，在尽职调查中具有掩饰企业风险点的动机。通过供应链金融，企业运营数据得到了有效收集，使信托公司可以实时掌握企业的经营情况，提高了决策的准确性。

三是提升企业的供应链管理水平。通过运用互联网技术，信托公司可以帮助企业对生产经营活动实现全面监测，建立有效的管理流程，不仅为企业提供了融资，更提升了企业的信息化水平，帮助企业作出了有效决策，提升了企业治理水平。依托大数据共享等机制，企业能够更加迅速和准确地获取市场数据，调整自己的生产结构，更快发展。



（二）互联网信托发展供应链金融的垂直模式

1. 围绕企业资产负债表的垂直金融服务

根据供应链交易分类，比较成熟的供应链金融模式包括应收账款融资模式、库存融资模式、预付款融资模式等。这些业务模式与企业资产负债表相对应，使供应链金融成为针对此类资产的垂直金融服务。

（1）应收账款融资模式。针对企业应收账款的保理业务是重要的业务方向之一。

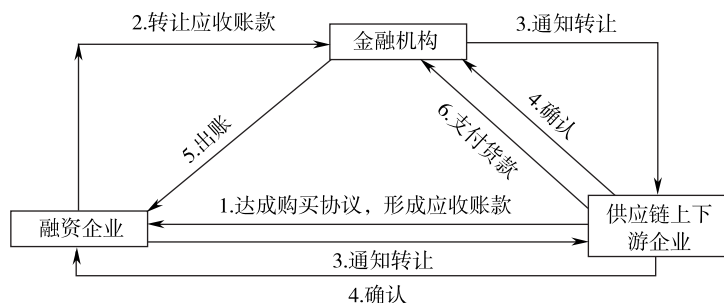
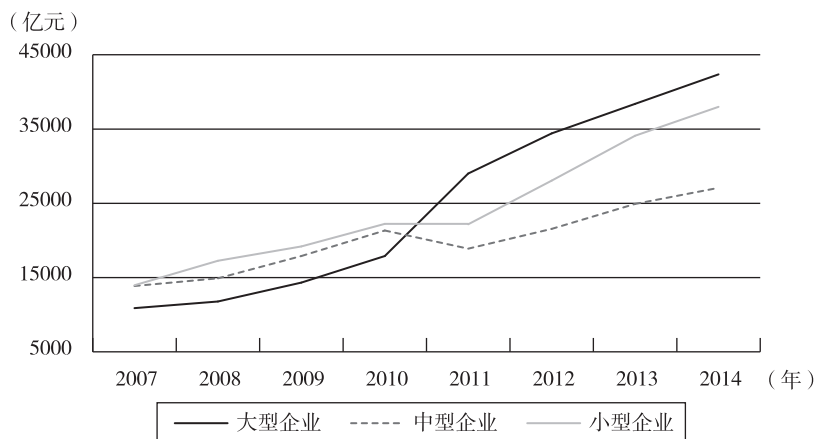


图4 保理业务交易结构

赊销是绝大多数中国企业采用的销售方式，供应链上游企业普遍承受着应收账款占用企业现金流的压力，有些占款甚至已经威胁到企业的正常运营和资本周转。根据国家统计局的统计数据，中国各类型企业的应收账款不断上升，赊销在企业销售中的占比也不断上升。



数据来源：国家统计局、中航信托。

图5 中国企业应收账款额统计

供应链金融保理业务即针对企业应收账款，建立在企业真实贸易合同基础上的赊销



账户，主要为卖方提供融资服务，减少卖方应收账款占用的营运资金，加速企业资本周转速度。信托公司以保理业务为切入口，为供应链金融上游企业提供流动性，实际上是将应收账款资本化。在互联网金融的技术支持下，信托公司可以全面抓取企业交易数据，分析企业信用状况。当上游企业获得下游企业的账款时，归还本金和收益。

(2) 库存融资模式。纵观整个供应链，企业存货是物流中停留时间最长的环节，也会造成企业资金被占用。过高的库存必然会影响企业资本周转率，但过低的库存则会使企业难以保证销售的稳定性，无法及时应对市场的变化。尤其是一些中小微企业，在市场信息不对称、供应链管理比较薄弱的情况下，更迫切需要库存融资，以调整运营资金。

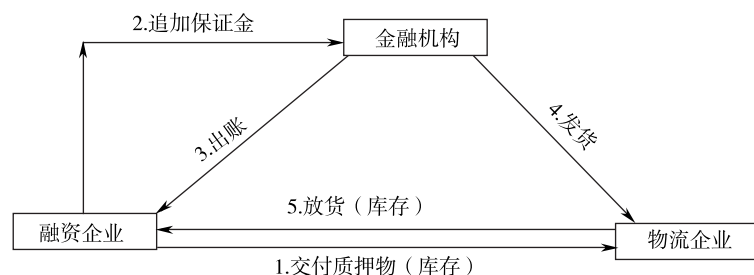


图6 存货质押融资

目前主流库存融资方式包括静态、动态、仓单质押授信等模式。在库存融资中，作为交易环节中重要一环的物流企业是以第三方的角色参与存货质押，并不是融资企业与金融机构的双边关系，这也是供应链金融区别与单纯质押贷款的重要因素之一。在这种交易模式下，第三方物流企业的作用已经突破单纯仓储、运输的范围，扩展至供应链金融的监控平台和信用平台。

从本质来看，库存融资实际上是将企业的库存资产用作质押品，从金融机构获得融资的过程。在供应链金融层面上，信托公司可以将库存融资与互联网技术相结合，有效地帮助企业管理库存，加速企业资本周转速度，提升企业管理存货的水平。

(3) 预付款融资模式。预付款融资是金融机构以客户与上游厂商签订的商务合同为基础，通过签订三方协议，为客户提供预付款融资。这种模式需要上游企业承诺回购，由第三方物流企业提供信用担保，中小微企业以金融机构指定的仓单向金融机构申请质押贷款来缓解预付货款的压力，同时由金融机构控制其提货权。^①

^① 宋华. 供应链金融 [M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2015.



预付款融资需求主要来源于具有热销产品的企业，产品库存比较少，资金占款多集中在采购上面，需求集中在预付款领域。对于信托公司等金融机构而言，预付款融资也是一个比较好的业务切入点，可以利用供应链金融平台进一步开发链条上的企业业务资源。

2. 商流、物流、信息流、资金流协同的综合金融服务

在现代供应链管理理念与互联网技术发展的语境之下，供应链金融正在朝向基于商业模式，以及商流、物流、信息流、资金流协同的综合金融服务方向发展。

首先，供应链金融已经摆脱针对单一主体或者单一项目进行融资的传统金融模式，转变为针对供应链和产业群的整体融资方案，是金融机构对一个产业供应链中的单个企业或上下游多个企业提供全面金融服务的集成。

其次，供应链金融是基于产业供应链运行、商业模式的一整套融资综合解决方案。供应链金融以发生在供应链上的真实企业交易为基础，设计一系列为供应商提供流动资本融资和现金流的解决方案。从本质来看，供应链金融是将企业融资与运营高度融合，优化企业运营管理，实现最优产出。

最后，供应链金融必须建立在完备的商业生态系统之上。商业生态已经超越了企业“利益相关者”的概念，是指企业在运营过程中所依赖的“命运共同体”。现代供应链管理已经越来越趋近于商业生态系统，以往线性的产业关系已经成为过去式，而逐渐形成基于核心企业的供应链网，并朝向更加复杂的商业生态发展。

因此，信托公司可以针对供应链金融，提供商流、物流、信息流、资金流协同的综合金融服务，摆脱将企业融资作为单项业务的传统视角，基于经营需求和真实的交易场景，站在整个产业链的角度对企业进行授信。

（三）互联网信托发展供应链金融的风险控制

供应链金融为互联网信托提供了良好的切入场景，是信托业与实体产业深度融合、支持中小微企业创新发展的重要手段，也是互联网信托的重要创新点。但是，由于供应链金融的实际操作案例比较少，并且与单个企业融资相比，供应链金融更容易造成系统性风险，信托公司参与经验并不多，尚处于探索和试错阶段，因此，需要高度重视供应链金融的风险管控。

1. 系统性风险

供应链金融的风险来源不仅和具体的企业运营相关，而且与所在区域、所在供应链、所处经济周期等密切相关。



供应链并不是一个自上而下连接企业上下游的线性链条，而是由众多企业、个人或者组织形成的复杂网络。与单个企业相比，供应链金融涉及多个主体。因此，企业与企业、企业与供应链、供应链与供应链之间形成了错综复杂的关系网络。在蝴蝶效应影响下，任何一家身处其中的企业，都有可能直接或间接地影响供应链网络中的其他个体，甚至于影响整个网络。这种传导性让参与供应链金融的金融机构必须高度重视系统性风险。

在现阶段全球经济发展前景不明朗、产品生命周期缩短、市场环境变化速度增快的背景下，企业正在面临更为复杂的竞争环境和压力，企业的经营风险不断累加。为了应对日益变化的市场环境，越来越多的企业应用高效的供应链管理制度，以及外包、零库存管理等企业经营策略，让企业之间的关系更加紧密，也使得企业与企业之间更加相互依赖。一旦供应链上的某一家企业出现危机，便会立刻传导至其他企业，甚至导致整个供应链中断。因此，参与供应链金融业务的金融机构与供应链的企业密切相关，也有可能引发系统性的金融风险。信托公司作为金融机构自然也会面临同样风险。

2. 经验欠缺

由于供应链金融在中国刚起步，尚处于摸索阶段，远未形成自身完备的理论体系，实践也多集中于针对商业银行的供应链金融业务，仍处于以资产为核心的传统银行信贷层面，尚未充分发挥供应链本身蕴含的商流价值。

一方面，信托公司缺乏开展相关业务的成熟经验。在交易操作过程中，供应链融资以应收账款、预付账款、存货作为抵质押物，一旦出现伪造贸易合同，或融资对应的应收账款的存在性与合法性出现问题，或抵质押物权属与质量有瑕疵，或出现买卖双方虚构交易恶意套取融资等情况，资金提供方将面临巨大的风险。在确认交易真实可行之后，如何通过交易结构设计以及独立的第三方监管，对物流、信息流和资金流实行有效的控制，防止融资企业违约，也需要严密专业的操作。

另一方面，由于传统的单笔信托贷款业务金额比较大，信托公司对于频次高、额度小的小额业务并没有主动开展的动机，因而向供应链中的核心企业进行债权支持，进而由核心企业对上下游企业开展授信业务的方式更为可行。鉴于供应链金融与产业密切相关，需要借助于平台对核心企业和上下游企业之间的交易进行数据抓取和监控以形成闭环。目前，信托公司还难以以自己的力量去搭建一个专业化的业务平台，在信息数据抓取、分析等方面也存在着一定薄弱性。因此，信托公司缺乏相关的业务



经验。

但是从市场发展前景角度来看，信托公司具备开展供应链金融业务的基础。信托制度优势决定了信托公司是可以同时参与资本市场、货币市场及产业投资的金融机构，能通过投资、出售、存放同业、买入返售、租赁、贷款等多种方式进行信托财产管理；信托具有破产隔离、信托财产独立、信托财产的所有权与受益权分离、权利转换（将各种财产和财产权转换为信托受益权，转化为可在市场上交易的金融产品）等制度功能，产品设计极为灵活，风险控制手段多样，且具备一批高素质的专业从业人员，从而成为天然的资源整合平台，可有效地与其他各金融子行业机构的金融产品进行融合。^①

由此，信托公司以供应链金融为互联网信托切入场景，可以选择产业链清晰、核心企业特征明显、资金支付相对集中且规模较大、供应链特征较为完备的基础性行业。挑选优质的交易对手，对风险规避显得尤为重要，评估和考量核心企业的规模、资金、信用、技术、行业地位等综合实力，是信托公司首先应该关注的重点。以此为契机，依托信托公司的牌照和资金优势，引进专业的人才并与业内其他专业机构进行合作，培养能够介入并对接合作方数据的技术处理能力、信用识别能力和风险定价能力，以独立自主地识别核心企业整合提供的供应链信息数据，建立信用评估模型和风险定价模型，为资产合理定价，隔离风险，积极进行产品创新，整合其他金融产品为供应链融资提供综合金融服务。

四、基于大数据的风险管理为互联网信托提供可持续保障

（一）互联网信托的风控思维与底线

金融创新与金融风险始终是相伴而生的矛盾，互联网金融在扩大金融惠及面、提升金融效率的同时，也使得风险跨越了行业、地域和人际关系，呈现了新的形式和风险点，对金融风险管控提出了挑战。

1. 金融系统性风险维度

虽然互联网金融是由互联网技术的发展与应用衍生出来的全新金融形式，但是互联网金融的本质仍然是金融。无论是从正向角度分析互联网金融与普惠金融的天然结合，还是从反向省思 P2P 业务的风险频发，互联网金融发展具有双刃剑属性，其跨界

^① 谭军，杨慧．信托在供应链金融中的应用探讨 [J]．东岳论丛，2013（3）．



混业经营的创新模式更易引发金融系统性风险。有鉴于此,有效防范互联网金融的系统性风险是风险控制的底线和红线。同理,互联网信托的风险控制底线也需要以金融系统性风险防范为目标。

2. 受托人审慎经营维度

互联网信托的制度落脚点仍然是信托制度的优化和信托业务的创新,受托人审慎经营的义务始终是互联网信托应当遵守的合规底线。信托公司作为受托人的忠实义务和勤勉义务在互联网信托业务创新中虽然会被赋予新的内容,甚至会对受托人提出更高的要求,但是判断其履行义务的基本标准依然具有普适性,即是否遵循信托目的,尊重委托人意愿,为受益人的最大利益服务。

(二) 互联网信托的大数据风控技术

大数据技术既是互联网金融的典型标志,也为金融风险控制提供了新的模式和手段,迅速成为互联网金融的热点。^①

大数据技术,即是对包括互联网数据在内的海量数据进行专业化的处理,从而快速获得有价值信息的技术。这种技术的意义在于从大量异构数据中寻找出一定的相关性,然后推演出行为方式的可能性。尽管不再执著于因果逻辑,但基于数据量的爆发增长、无处不在的数据源以及数据处理能力的大幅提高,大数据技术反而能够更多地揭示事物的本质规律和未来趋势。因此,大数据技术的重要价值在于信息发现。

现代金融风控的基本职能也是信息处理,其本质是将分散的碎片化局部信息收集加工融合成为具有完整视图效果的全局信息,从中有效识别风险,并辅助进行决策。^②因此,金融风险控制内在具有减少信息不对称、降低信息成本的动机,与大数据技术天然契合,大数据风控技术的应用价值也在逐渐显现。

1. 扩大风控普惠覆盖面,更好地促进金融公平

从信息、效率和成本的特点来看,互联网金融具有普惠金融的优势,而覆盖面也是互联网金融风控的最核心需求,但这种需求很难为传统风控手段所满足。首先,中国金融体制发展较晚,在人民银行征信系统建立档案的 8.4 亿人中,仅有 3 亿多人具备有效征信数据,尚不足总人口的 1/4。而全国工商联 2010 年的调查发现,95% 以上的小微企业没有和银行发生过任何借贷关系,得不到任何征信方面的支持。其次,

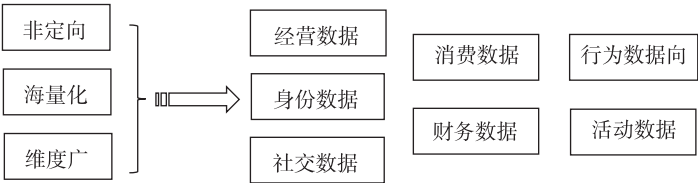
^① 赵尊振,赵燕. 互联网银行大数据应用创新研究——以前海微众银行为例 [J]. 金融发展研究, 2016 (3).

^② 刘新海. 传统个人征信机构的大数据征信——以环联为例 [J]. 清华金融评论, 2015 (9).



在这种金融发展不平衡、信息不对称问题突出的情况下，逆向选择机制会导致长期的信贷配给现象，^① 从而放大了小微企业的信息缺乏和道德风险问题，使得传统风控手段将小微企业排除在外，进一步加剧了金融不公平。

大数据一词中的“大”字，不仅是指数据规模的巨大，更是指数据来源的广泛。大数据风控技术尤其是大数据征信手段，为互联网金融提供了一个全新的风控视角。大数据征信的数据基础是大体量、多元化、大样本的非结构化数据，其原理是通过对信息主体的各种行为数据进行综合性、多角度、多层次的收集处理，同时根据信息主体对应产品维度建立对应的数据模型，然后使用该模型计算，按照特定维度与关联性得出信息主体的各个信息维度特点，最终按照一定的信用评估算法计算信用主体的信用分数。



资料来源：中航信托。

图7 大数据征信系统的数据来源与特征

通过对这种基于互联网海量的、多样的、交叉互补的数据采集，大数据技术把更加分散、碎片化、底层的数据加工处理成为更加完整的全局信息，金融机构可以获得信用主体及时、全方位的信息，从而有效地减少信息不对称，扩大互联网金融的覆盖面，促进金融普惠。

2. 利用线上数据和自动计算能力，降低成本，提高效率

不同于传统风控手段强调的“深度”，大数据风控更强调“广度”。传统风控是劳动密集型的，其高额的边际成本也影响到互联网金融的扩张。大数据风控的数据基础更加分散、底层、碎片化，但也更易获得，可累加，可复用。随着数据的积累和模型的优化，大数据风控的标准化程度将进一步提高，也会使得风控的自动化和批量化程度更高，更进一步地降低风控成本。

这种自动化和标准化不但会提高金融企业的风控效率，还会在业务过程中提升风

^① 张莱，邢勇：对信息不对称市场上信贷配给现象的思考 [J]．当代经济，2007（17）．



控数据采集的自动化程度，如通过身份证号系统自动获取社保信息等，极大地节省了客户准备材料和办理业务的时间，提升了风控效率和客户满意度。

3. 基于多维变量混合建模，更有效性和针对性

传统金融机构通常基于强变量进行风控建模，使用以人民银行征信数据为主的金融数据进行风险评估。这些模型的关注重点是财务实力和历史信用，一般有十多个强变量，主要包括财务报表、信用记录时间、信用额度、借款逾期记录、房屋按揭还款记录、用款占信用额度的比例、坏账记录等，其中最重要的变量是各种还款逾期、坏账数据。由于强变量权重较大，一旦有任何一两个变量的数据缺失，就可能导致模型失效。同时，这种风控模型指标明确，逻辑固定，有多种途径可以进行准备和造假，极易产生欺诈风险。

相反，大数据风控通过引入海量的、多样的、交叉互补的数据，结合金融数据和非金融数据进行强弱变量混合建模。例如，利用用户日常的消费、社交、旅游、娱乐、阅读等数据，这些数据类型丰富且彼此间相关性较弱，能够更加精准地刻画出用户的人物画像。把多种强弱变量结合起来建模，部分变量的缺失或失真对模型的稳定性影响会很小，并且这些行为数据分布广泛，单独造假某一类数据并不会对评估结果产生重大影响。

同时，大数据风控可以针对不同场景和不同人群，建立多种数据维度的风控模型。通过这种特征化、标签化的风控模型，能够得到更精准的信用判断及风险定价，为互联网金融的产品设计提供更好的风控支持。

4. 主动式动态监测，提供全过程风控

不同于制式表格的数据填报，大数据风控技术的数据采集形式多样，既包括对历史记录挖掘，也包括对对象行为数据的采集，甚至于客户在申请服务的同时，就已经开始风险建模和识别。这种主动获取而非被动接收的数据，一方面扩大了数据来源的可能性和针对性，能够更加精确全面地反映风险的全貌，另一方面也更加真实有效，数据原始性更好，避免了伪造和瞒报的可能，也减少了信息传递过程中的损耗。

金融风险可能产生于业务的事前、事中和事后，而不仅仅是准入阶段。由于业务数据持续产生，风险概率在动态变化，对风险的监测也应该动态贯穿于业务全过程。如通过对借款人贷后行为数据的挖掘，动态监测用户、商品消费、媒体阅读、收支等级、航旅、社交等，持续评价个人的信用风险。对风险的动态监测也为可能的风险处置提供了精准的数据支持和决策辅助。



5. 应对系统性风险具有更优化的防护模型

系统性风险又被称为不可分散风险，是指整体金融市场因外部因素的冲击或内部因素的牵连而发生剧烈波动、危机或瘫痪，使单个金融机构不能幸免，从而遭受经济损失的可能性，系统性风险通常是由外部不可控因素引起的。^① 在更强调逻辑性的传统金融风控模型中，为了风险计量，经常会进行一定程度的抽象处理。根据这种抽象方法，无论是外部不可控因素，还是内部次要因素，都可能在抽象层次较高的模型中被忽略。

大数据风控技术通过对不相关数据的相关性分析，更注重事物发展特征的联系。随着样本数据的爆炸式增长，对事物内在联系的揭示和预测越来越精准。尤其是引入大量的非金融数据和行为数据，从技术上实现外部因素参与到预测分析中，进一步降低了系统性风险的预测难度。如在光大乌龙指事件中，通过事后的大数据分析，可以精准揭示风险的扩散和影响范围，不但为事后评估提供了证据支持，也为今后类似风险的识别和预防提供了实证数据。^② 大数据技术以其对表象特征的关联性分析和判断，能够更加灵敏地发现系统性风险的影响路径，从而对系统性风险及时响应。

（三）互联网信托的大数据风控实践

作为互联网金融开展的先行者和实践者，信托公司在开展自身业务过程中主动利用大数据风控技术进行有益的实践和探索。中航信托在大力推进普惠金融尤其是消费信贷业务发展的同时，也尝试通过大数据风控技术建立了一套包括贷前征信、贷后监控在内的风控体系。

1. 大数据风控在个人信贷业务的应用

征信是金融风控的首要环节，也是大数据风控的核心和切入点。中航信托在普惠金融业务开展过程中，对于大量个人征信需求，基于多维数据，以模型为驱动，将大数据征信技术整合在信贷系统的信审环节，从业务源头上对贷款人风险进行排查和审核。其中，用户信用画像作为大数据征信的主要产出，在贷前风控环境中起着核心作用。

用户画像是根据用户的各类属性、行为等信息抽象出的一个标签化的用户模型。用户画像的核心是标签化，即对用户标注从信息分析出来的高度抽象的特征标识。针

^① 魏国雄. 系统性金融风险的识别与防范 [J]. 金融论坛, 2010 (12).

^② 程翔. 商业银行系统性风险管控与金融监管有效性研究——以复杂系统理论视角 [J]. 时代金融旬刊, 2012 (8).



对个人消费信贷业务的个人征信，信托公司通过客户提供、授权查看和第三方数据分析的方式，整合了近百个数据源，形成了大数据信用画像辅助进行信审决策。

(1) 数据来源。

表 3 用户信用画像的七类数据来源

数据来源	数据内容
人民银行征信数据	如身份信息、信用记录
其他金融数据	如社保信息、网络借贷记录、第三方支付信息
行政违法数据	如公安、法院、工商税务等违法、失信、处罚信息
消费行为数据	如 POS 机刷卡记录、电商数据、O2O 数据
生活场景数据	如电信运营商、水电煤气等公共缴费、航空公司信息
线上社交数据	如微信、微博、搜索记录、游戏记录
操作行为数据	如移动设备使用偏好、贷款申请操作记录

资料来源：中航信托。

(2) 模型设计。通过对以上七类数据所形成的多维变量进行特征分析，并利用挖掘分析进行归类抽象，系统整合形成了多个标签组，加身份属性、履约能力、信用记录、交易行为和社交关系等，并最终勾画出用户的信用画像。同时，在信用模型的具体运用上，系统还进行了定制化、替代性和优先级设计。

(3) 模型优化。信用画像的分析模型并非是一成不变的，而是在风控过程和数据积累的过程中进行动态调整和自我进化。在信托公司的模型设计中，主要考虑了三个路径的优化设计。

①基于部分变量相似性的模型优化。该优化算法基于对违约记录在部分变量上具有相似性的性质，通过对历史累加的违约记录持续动态搜索，找到具有相似性的变量特征。如果能够证实存在的相似性，就可以利用这些变量特征，对信用模型进行持续的优化改进。

例如，在车辆消费贷款的模型优化分析中，曾利用遗传算法对产品的历史违约记录进行了学习，识别出“收入水平”与“免抵押”、“车价”、“首付比例”之间的关联特征在产品违约记录中具有相似性，并据此对产品的信用模型进行优化。经过后期实践验证，该特征对违约的识别率达到了 81.8%，而误判率仅为 1.75%，是一次非常有效的模型优化。

②基于内部一致性的模型优化。该优化算法的基本逻辑是伪造数据大多不能保证字段间的内部一致性，即伪造记录的某些变量不具备合理性，可能不符合正常的分布规律。如果能够通过内部一致性分析，发现这种字段关联的分布规律，即可作为后续



模型优化的基础，来识别出伪造数据。

该优化算法对欺诈率较高的某款信贷产品进行了三个月以上的跟踪分析，最终发现了收入与职业、城市、工作年限、性别、婚姻状况、联系人与申请人关系等变量的一致性具有较高辨识度，同时还发现，可以将申请人与贷款期限、还款方式、贷款利率、年龄等之间的一致性作为补充规则。基于这两条规则的综合判定，最终得到的识别率为 63.64%，误判率为 8.17%，也较好地实现了对信用模型的优化。

③基于变量分布稳定性的模型优化。许多蓄意骗贷行为都存在时间（短时间内大量伪造）或者来源的一致性（住址类似、工作单位类似）。识别这一点可以协助识别违约风险。对于一条新增记录，当发现跟它能否“部分相似”的若干数据都集中在某个时间段或者都来自某同样来源时，则很可能需要进行重点分析。这种算法思路即是基于变量分布稳定性的模型优化路径。这种分布稳定性的优化算法在反欺诈风险识别中具有非常重要的意义。针对某款车贷产品的大数据风控就曾经通过这种特征识别技术，发现某几个小区在短时间内新增大量特定车型贷款，通过人工排查发现是贷款服务公司与某汽车销售商勾结骗贷的风险事件。

2. 企业大数据风控决策支持

由于企业征信的复杂性和数据源大多不公开，目前大数据技术在企业征信的运用上更多的是一种决策的补充和支持，主要集中在数据相对公开、人工又很难分析的关联分析和负面监测方面。

（1）交易对手的负面舆情监测。在对企业交易对手的负面舆情监测中，主要利用了两类数据，即公检法的处罚公开数据和基于互联网抓取的舆情数据。其中在对舆情数据的分析中，中航信托建立了负面关键词库用于进行舆情监测。该负面关键词库不仅预置了 6000 多条负面关键词，更利用了语义分析、情感分析模型，实时对热点事件和最新关键词进行负面标识和词库更新，基本实现了对互联网舆情的及时响应和分析。

在具体运用上，信托公司将这种负面监测分析能力融入两个环节，即业务申请的准入环节和贷后管理的自动监测环节。在业务准入申请中，利用第三方数据源对交易对手过去 3 年的处罚信息和 12 个月的负面舆情信息进行汇总标识，将其提供给风控人员以辅助决策。在贷后管理中，改变了传统依靠业务人员主动性的被动局面，采用系统自动监测和报告的手段来实现对业务风险的全流程管理。

（2）交易对手的关联分析。在对交易对手的风险分析中，关联方关系是风控的



核查重点之一。在传统的尽职调查手段中，对于隐蔽的关联关系和复杂的关联结构，很难依靠人工手段进行识别和判断。中航信托利用风控系统，通过对交易对手公司注册信息、财报信息和公告信息等数据的集成和挖掘分析后，形成了可视化的企业关联关系图谱，包括公司股权关联、公司债务关联、公司重大交易对手关联、公司高管关联等多种关联关系。同时，这种关联关系还根据背后限定的关系规则，进行风险等级判别，如将债务临期关系指定为关注等级，而对于债务违约、诉讼状态等关联关系，则指定为风险等级。

这种关联分析结果，不但可以在业务准入环节实时为风控部门提供决策支持，也可以在贷后管理过程中，对重大关联关系变更和关联关系风险等级变更进行自动预警，提醒贷后管理人员及时进行风险识别和处置。

综上，大数据风控技术不仅在具体类别的信托业务中提供了有效的风险识别和管理手段，而且针对广泛意义的交易对手风险识别也可以实现一定程度的辅助决策作用。

五、互联网金融监管的审慎导向回归

2012 年被业界认为是互联网金融的发展元年，2013 年开始中国互联网金融呈现井喷式发展。互联网金融混业经营的发展模式对中国现有监管体系和监管方式提出了新的课题。互联网金融监管的发展阶段与互联网金融自身的发展阶段特征密切相关。

（一）自发生长阶段的适度包容

2013 年 8 月，人民银行发布的第二季度货币政策执行报告首次将互联网金融纳入中国宏观经济运行的行业分析部分，互联网金融作为一种“新的金融模式”进入金融监管、金融消费者保护和宏观调控的视野。可见，监管部门对互联网金融作为新兴发展业态的关注是积极主动的，而且从一开始就考虑到了互联网金融的监管重点，即应当“主要集中在消费者信息安全和风险管控等方面”。监管机构在互联网金融的发展初期，坚持以适度包容的态度支持金融体系创新。

（二）引导发展阶段的审慎稳健

2015 年 7 月，国务院发布《国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》。在鼓励大众创业、万众创新的背景下，继续推进互联网与各领域的融合发展。2015 年 7 月，在历经两年多的研究调研基础上，人民银行等联合印发了《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》),《指导意见》成为目前指导互联网金融发展的最重要文件。互联网信托被首次提及,与互联网支付、网络借贷、股权众筹、互联网基金销售、互联网保险、互联网消费金融一起成为分类指导、规范发展的对象。

《指导意见》对互联网信托的产品销售、合格投资者审查、信托文件签署作出了细致规定,同时明确了银监会是互联网信托的监管部门。^① 上述规定充分贯彻了“依法监管、适度监管、分类监管、协同监管、创新监管”的原则。尽管关于互联网信托的内容篇幅不多,但是重点突出,明确反映了监管机构对互联网信托业务创新的规制重心,从保护投资者权益以及防范操作风险角度强调了互联网信托的合规性操作。

必须指出的是,《指导意见》对互联网信托的规定尚停留在互联网信托的初级发展阶段,即信托产品营销环节。事实上,互联网信托的发展阶段已经超越了初级阶段,对于特定的业务创新,例如铁路发展基金专项信托的投资者人数及金额,监管要求已经发生了变化。随着互联网信托业务的深入创新和发展,必然会对监管规则和监管机构提出新的诉求,这些均需要监管部门在审慎监管前提下,给予创新的互联网信托业务合理的引导和支持。

表 4 2015 年互联网金融的主要监管政策

序号	法规名称	发布机构	发布时间	涉及领域
1	《关于做好个人征信业务准备工作的通知》	中国人民银行	2015 年 1 月	征信
2	《国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》	国务院	2015 年 7 月	综合
3	《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》	中国人民银行、工业和信息化部、公安部、财政部、国家工商总局、国务院法制办公室、中国银监会、中国证监会、中国保监会、国家互联网信息办公室	2015 年 7 月	综合
4	《互联网保险业务监管暂行办法》	中国保监会	2015 年 7 月	保险
5	《最高人民法院关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》	最高人民法院	2015 年 8 月	网络贷款
6	《非存款类放贷组织条例(征求意见稿)》	国务院法制办公室	2015 年 8 月	网络贷款

^① 《指导意见》规定:“信托公司通过互联网进行产品销售及开展其他信托业务的,要遵守合格投资者等监管规定,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。信托公司与消费金融公司要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。”



续表

序号	法规名称	发布机构	发布时间	涉及领域
7	《征信机构监管指引》	中国人民银行	2015 年 10 月	征信
8	《国务院关于积极发挥新消费引领作用加快培育形成新供给新动力的指导意见》	国务院	2015 年 11 月	消费金融
9	《私募投资基金募集行为管理办法（试行）（征求意见稿）》	中国证券投资基金业协会	2015 年 12 月	私募基金
10	《货币市场基金监督管理办法》	中国证监会、中国人民银行	2015 年 12 月	基金销售
11	《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法（征求意见稿）》	中国银监会	2015 年 12 月	网络借贷
12	《非银行支付机构网络支付业务管理办法》	中国人民银行	2015 年 12 月	第三方支付

资料来源：《中国互联网金融发展报告（2016）》。

（三）自律规范阶段的功能穿透

2016 年 3 月 25 日，中国互联网金融协会成立，标志着中国互联网金融行业的自律规范发展时代正式开启，这也是贯彻《指导意见》协同监管、自律监管的具体体现。中国人民银行副行长潘功胜在成立会议上强调，对于互联网金融应该实施穿透式监管，同时要实施功能监管，按照业务性质明确监管责任，堵塞监管漏洞，消除监管空白，实现金融风险监管全覆盖。

按照互联网金融协会“服务监管、服务行业、服务社会”的定位，行业自律组织在规范从业机构经营、维护金融系统稳定、保护金融消费者权益方面将发挥资源整合优势，有效衔接市场与监管，营造互联网金融健康可持续发展的社会环境。

在协会第一届理事会 142 位理事候选人的名单中，银行、券商等传统金融机构与互联网金融公司可谓平分秋色，但是信托公司鲜有身影，说明互联网信托在互联网金融的发展领域中还需要进一步拓展，在业内尚未形成共识机制。信托公司应该积极、主动、尽快进入互联网金融的自律规范体系，通过不断完善信息披露、行业治理等制度，在自律监管的规范体系中持续创新，稳健发展。

六、阶段性结论与建议

（一）将互联网信托概念内涵纳入规范体系

概念界定是理性认知事物本质的思维方式。尽管人们对互联网金融的认知仍然是一个开放的命题，互联网信托也仅仅在监管规范中被明确提出，但这并不影响通过概



念界定的方式认知和深化理解互联网信托的内涵。

从信托制度构成要素、信托业的金融属性、互联网及大数据的技术本质多个角度构建互联网信托的定义是本课题的理论创新。互联网信托是信托公司将互联网及大数据技术与应用融入信托制度、便利信托目的实现、促进业务模式创新及风险控制优化的新业态。该定义兼顾了《指导意见》对互联网金融界定的范式框架，具有现实可操作性，建议监管部门予以参照采纳，通过正式的制度安排和规范体系予以明确界定。

（二）将互联网信托创新与传统业务发展相融合

创新不是从无到有，而是不断地在既有技术及实践中发现或组合新的解决方案。互联网信托的创新发展也应遵循同样的原理。正如互联网金融的本质仍然是金融一样，互联网信托的发展也应从信托为出发点。如何借助于互联网及数据技术便利信托目的的实现是互联网信托的制度基础，也是互联网信托与传统信托业务结合的纽带。

在发挥信托制度优势拓展信托利益范围方面，普惠金融具有更广泛的目的性，结合信托公司的既有资产管理和财富管理优势，与互联网技术结合、与互联网公司合作、搭建基于互联网的金融综合服务平台是由内及外的普惠金融模式。

在服务实体经济方面，供应链金融是金融精准服务实体产业的整合模式。围绕核心企业和商业银行的模式已经较为成熟，信托公司仍处于探索阶段。如何借助于互联网和大数据技术，以互联网信托为切入点是信托公司开展供应链金融业务的有效方式。建议信托公司以普惠金融及供应链金融为突破点深入探索，将互联网信托与传统信托业务的优势相结合，为互联网信托的纵深拓展发现机遇和进行创新。

（三）将坚持审慎监管与促进包容创新相结合

按照《指导意见》的规定，互联网金融应以贯彻“依法监管、适度监管、分类监管、协同监管、创新监管”为原则，这同样适用于互联网信托。当互联网“遭遇”信托公司及信托业务既有监管规范时，关于合格投资者和资金募集方式的既有规范问题是较为突出的。其实，信托业务的差异化以及信托财产的多样性已经对同质化的信托合格投资者要求提出了挑战，只不过互联网信托业务创新将这一问题更加突出地表现出来。建立以业务差异化为导向的差异化监管规则是创新业务开展的普遍诉求，由此，如何平衡审慎监管与包容创新是互联网信托监管的新课题。建议监管部门针对特定业务类型的互联网信托创新业务制定特定的监管规范，以符合信托目的实现为宗旨，以防范金融系统性风险为底线，建立资金募集方式与投资者要求相匹配的监管规则，鼓励互联网信托规范发展。



参考文献

- [1] 阿尔文德等. 区块链: 技术驱动金融 [M]. 林华, 王勇译. 北京: 中信出版集团, 2016.
- [2] 程翔. 商业银行系统性风险管控与金融监管有效性研究——以复杂系统理论视角 [J]. 时代金融旬刊, 2012 (8).
- [3] 黄益平, 王海明, 沈艳, 黄卓. 互联网金融 12 讲 [M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2016.
- [4] 张伟. 互联网 + 普惠金融理论与实践 [M]. 北京: 电子工业出版社, 2016.
- [5] 李东荣. 中国互联网金融发展报告 (2016) [M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2016.
- [6] 刘新海. 传统个人征信机构的大数据征信——以环联为例 [J]. 清华金融评论, 2015 (9).
- [7] 宋华. 供应链金融 [M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2015.
- [8] 谭军, 杨慧. 信托在供应链金融中的应用探讨 [J]. 东岳论丛, 2013 (3).
- [9] 魏国雄. 系统性金融风险的识别与防范 [J]. 金融论坛, 2010 (12).
- [10] 益言. 区块链的发展现状, 银行面临的挑战及对策分析 [J]. 金融会计, 2016 (4).
- [11] 袁田. 理性迎接财富管理生态圈的新锐: 智能投顾 [N]. 金融时报, 2016-09-19.
- [12] 袁勇等. 区块链技术发展现状与展望 [J]. 自动化学报, 2016 (4).
- [13] 张波. 国外区块链技术的运用情况及相关启示 [J]. 金融科技时代, 2016 (5).
- [14] 张茉, 邢勇. 对信息不对称市场上信贷配给现象的思考 [J]. 当代经济, 2007 (17).
- [15] 张苑. 区块链技术对我国金融业发展的影响研究 [J]. 国际金融, 2016 (5).
- [16] 赵尊振, 赵燕. 互联网银行大数据应用创新研究——以前海微众银行为例 [J]. 金融发展研究, 2016 (3).
- [17] 周小明. 信托制度: 法理与实务 [M]. 北京: 中国法制出版社, 2012.
- [18] 哈利·M. 马科维兹. 资产组合选择和资本市场的均值——方差分析 [M]. 朱菁, 欧阳向军译. 上海: 上海人民出版社, 2006.



- [19] 布莱恩·阿瑟. 技术的本质 [M]. 曹东溟, 王健译. 杭州: 浙江人民出版社, 2014.
- [20] 蒂姆·哈福德. 适应性创新 [M]. 冷迪译. 杭州: 浙江人民出版社, 2014.
- [21] 罗纳德·H. 科斯等. 财产权利与制度变迁——产权学派与新制度学派译文集 [M]. 刘守英等译. 上海: 上海三联书店, 1994.
- [22] 梅兰妮·斯万. 区块链: 新经济蓝图及导读 [M]. 北京: 新星出版社, 2016.
- [23] 伊恩·艾瑞斯. 大数据思维与决策 [M]. 宫相真译. 北京: 人民邮电出版社, 2014.



信托公司投贷联动业务研究

课题牵头单位：兴业国际信托有限公司

课题组成员：

陈颖 李勇 孙李众 高丽娜

高洁

兴业国际信托有限公司

刘洪明 雍莹雪 周密 肖健

王张悦

中国对外经济贸易信托有限公司

刘烨萌

华融国际信托有限公司

刘东辉 万妮娜

广东粤财信托有限公司

翟立宏 罗皓瀚

西南财经大学信托与理财研究所



摘要

中国经济正逐步进入“新常态”，国家正积极实施创新驱动发展战略，推进“大众创业、万众创新”，大量科技创新型企业蓬勃兴起，为投贷联动提供了广阔市场。投贷联动是指金融机构灵活运用“股权+债权”两种不同的金融工具，为处于生命周期不同阶段的企业提供综合化的投融资服务。投贷联动作为供给侧结构性改革探索的重要课题，为产业升级和金融改革提供了机遇，有益于发挥金融支持实体经济、支持创新创业的能量。信托公司横跨货币市场、资本市场和产业市场，在投贷联动方面具备先天的制度优势。本课题在分析信托公司投贷联动业务特点和吸取金融同业投贷联动业务经验的基础上，重点分析信托公司投贷联动业务的运行机制，系统地探索信托投贷联动业务模式，为信托投贷联动业务的开展提供指导。

本课题首先分析了信托公司投贷联动的时代背景和研究意义，剖析信托公司投贷联动的特点，探讨信托制度在投贷联动业务上的独特优势。其次通过对国内外投贷联动的对比，分析发达国家投贷联动的经验和成功模式，总结相关经验启示。再次从信托公司的实践出发，深入探讨信托公司投贷联动的运行机制，重点分析可行的业务模式的交易结构及其优缺点，力求探索一条适合中国信托公司开展投贷联动业务的路径。最后在梳理中国现行的监管框架、法律条款的基础上，对信托公司开展投贷联动业务建言献策。

关键词：信托公司 科创企业 投贷联动



目 录

一、研究的背景及意义	370
(一) 研究背景	370
(二) 研究意义	371
二、信托公司投贷联动业务的相关界定	372
(一) 投贷联动的定义	372
(二) 信托公司投贷联动业务的特点	372
(三) 信托公司投贷联动的适用范围	374
三、国外金融同业投贷联动业务经验启示	375
(一) 国外金融同业投贷联动的实践	375
(二) 国外金融同业投贷联动的启示	380
四、中国金融同业投贷联动业务经验启示	381
(一) 中国金融同业投贷联动业务的实践及启示	381
(二) 信托公司与中国金融同业投贷联动的比较	385
五、信托公司投贷联动运行机制分析	387
(一) 信托公司投贷联动业务的交易结构	387
(二) 投贷联动信托产品运行机制	388
(三) 投贷联动资金募集机制	389
(四) 投贷联动风险防控机制	390
(五) 信托公司投贷联动业务中信托的退出机制	391
六、信托公司投贷联动业务模式探索	392
(一) 信托公司固有资金参与投贷联动的业务模式	392
(二) 信托资金参与投贷联动的业务模式	394
(三) 信托公司直投子公司参与投贷联动的业务模式	400
(四) 三大投贷联动业务模式比较分析	402



七、信托公司开展投贷联动业务的难点及建议	403
（一）信托公司开展投贷联动业务的难点	403
（二）信托公司投贷联动业务的相关建议	405
参考文献	407



一、研究的背景及意义

(一) 研究背景

当前,中国经济加速进入了依靠科技创新发展的“新经济”,“大众创业,万众创新”将成为推动中国经济继续前行的重要引擎之一。然而,中国的科技型企业却一直饱受融资难题的困扰。北京中关村示范区企业科技活动资金的80%来自企业自有资金等内源融资渠道,金融机构贷款占比不足总经费的2%,处于创业期的企业普遍缺乏应有的金融制度安排。在这种背景下,2012年,国家发展改革委、北京市政府等下发《关于中关村国家自主创新示范区建设国家科技金融创新中心的意见》,提及“促进创业投资业务和信贷业务的结合,建立利益共享机制”,之后北京银行等部分银行开始试点投贷联动业务。2015年3月,中共中央国务院发布《关于深化体制机制改革加快实施创新驱动发展战略的若干意见》,提出要选择符合条件的银行业金融机构,探索试点投贷联动。2016年,在银行业监督管理工作会议上银监会尚福林主席明确提出推进投贷联动融资试点工作,试点方案是金融行业首个有关投贷联动业务的顶层设计,“2016年政府工作报告”也明确指出要启动投贷联动试点。投贷联动将成为解决创新型中小企业融资难、加快信托机构转型的重要抓手。^①不过总体上,目前中国金融机构的投贷联动创新业务仍面临着相关政策制度不完善、产品稀少、实操经验不足等问题。

信托公司可以充分利用其资金运用形式多样的优势以及丰富的私募投行经验,积极开展投贷联动业务,提高服务实体经济的效率,开辟业务新模式。中国信托业协会的统计数据显示,截至2015年末,信托业信托资产共有163036.2亿元,其中融资类占比为24.32%,PE类业务规模为7299801.13万元,占比为0.45%,规模依然较小。因此,本课题将通过对金融机构的深入调研,结合信托横跨多个市场、产品结构灵活、包容性强等优势,系统地研究信托投贷联动业务模式,为信托投贷联动业务的开展提供理论指导。

目前,西方发达国家的创投机构较为成熟,其商业银行内外部投贷联动模式的理论框架和操作经验均对中国有指导意义。但值得注意的是,不同于中国商业银行的分业经营,西方发达国家的商业银行全是混业经营,部分经验难以直接引用、借鉴,但

^① <http://www.sinotf.com/GB/News/1002/2016-03-08/3MMDAwMDE5ODY3Mg.html>。



混业经营是未来的发展趋势之一，其集团联动的模式仍有学习、研究、挖掘的价值。中国保险公司、券商、基金公司在股权投资业务方面的经验同样值得研究。此外，商业银行是中国较早开展投贷联动业务的金融机构，其业务模式主要包括设立股权投资子公司、集团内部联动、与创投机构合作、设立产业投资基金等，业务经验相对成熟，对于信托公司的投贷联动业务研究具有重要的借鉴意义。

（二）研究意义

1. 对中国经济转型、实现供给侧结构性改革具有重要意义

当前，中国经济处于“转方式、调结构”的关键时期，国家正积极实施创新驱动发展战略，推进“大众创业、万众创新”，大量科技创新型中小企业蓬勃兴起。当前针对此类创业企业、新兴企业的金融服务依然不足，不利于促进经济转型和提高全要素生产率。通过创新发展投贷联动业务，可以增强对于经济创新发展的金融支撑力度，加快促进中国经济转型和供给侧结构性改革。

2. 对解决中小企业融资难具有重要意义

目前，以银行贷款为主的间接融资仍是中国企业的主要融资方式，但由于银行针对贷款条件的严苛设计，该融资方式长期以来主要适用于以国有企业为主的大中型企业。初创期、成长期的中小企业由于固定资产少、缺少可抵押资产、经营发展前景不明，在金融分业经营环境下，很难获得银行贷款。投贷联动通过商业银行和 VC、PE 等风险投资机构的结合有效降低了银行授信风险，扩大了银行收益，为科技创新型中小企业进一步拓宽融资渠道打开了空间。

3. 对信托业转型发展具有重要意义

在泛资管时代，同业竞争加剧，信托业的传统红利逐步消失，当前面临去通道化、去融资化、去粗放化的转型发展要求，各个信托公司虽然加强信托创新，但是效果不佳。投贷联动既结合了信托公司传统的融资业务优势，又有利于加强创投业务的发展，实现“贷+投、股权+债权”的业务组合，有利于增强信托公司的主动管理能力，加快行业转型。

进行信托公司投贷联动业务研究的目的主要包括三方面：一是为监管层制定投贷联动相关政策提供参考意见，本次研究将有助于监管层更加系统地了解信托投贷联动业务要点，从而制定出更加完善、切实有效的相关行业政策；二是找准信托公司在投贷联动业务中的定位，从而与银行等同业机构形成差异化竞争，开发业务蓝海；三是



探索投贷联动运行机制，通过研究投贷联动业务的现状、模式、操作难点为今后信托公司开展投贷联动业务提供理论和操作上的指引，从而促进信托公司创新转型、共同发展。

二、信托公司投贷联动业务的相关界定

（一）投贷联动的定义

2015年3月，中共中央国务院发布《关于深化体制机制改革加快实施创新驱动发展战略的若干意见》，首次从政策层面提出投贷联动的概念，该意见提出要选择符合条件的银行业金融机构，探索试点投贷联动。2016年3月，在第十二届全国人民代表大会第四次会议上审议的《2016年政府工作报告》中，首次写入投贷联动概念，并提出将投贷联动作为助推创新创业的金融动力。随后，2016年4月，银监会、科技部、人民银行联合印发了《关于支持银行业金融机构加大创新力度开展科创企业投贷联动试点的指导意见》，这既标志着投贷联动试点工作正式启动，也标志着银行业金融机构进行股权投资综合化经营的正式起步。

投贷联动的概念有广义和狭义之分。其中，狭义的投贷联动是指金融机构以“信贷投放”与本集团设立的具有投资功能的子公司“股权投资”相结合的方式，为科创企业提供持续资金支持的融资模式。广义的投贷联动是指金融机构将私募股权投资的价值创造理念运用于信贷业务，构建一整套投资与贷款相融合的业务模式与体系。

总体而言，投贷联动是指金融机构以“信贷投放”与“股权投资”相结合的方式，通过相关制度安排，由投资收益抵补信贷风险，实现目标企业（如科创企业）信贷风险和收益的匹配，为企业提供持续资金支持的投融资模式。

（二）信托公司投贷联动业务的特点

投贷联动业务相较于单纯的股权投资或贷款融资业务而言，具有以下独特属性：一是投贷联动的本质是利用股债结合，实现权益和债权在同一主体中的风险补偿。二是投贷联动在“联”的基础上又强调“分”，即要严格设立债权和股权在主体、人员和业务上的防火墙。三是投贷联动的客群差异大，需要差异化、动态化地解决需求。信托具有的多元化投融资、完备风险隔离和弹性设计等特殊优势，使其能够较好地匹配投贷联动复杂的风险收益安排需求。具体而言，信托公司投贷联动业务具有以下特点：



1. 一致性

投贷联动业务的开展对象多为以轻资产为典型特征的科创企业，这类企业因其自身的资产特质，一般而言，在创业阶段难以获得商业银行的贷款，面临严峻的融资困境^①。而信托公司在现阶段优质标的稀缺、传统通道业务承压等背景下，面临业务模式转型的迫切诉求。信托公司通过多种方式，例如设立投资子公司等，开展投贷联动业务与其自身投行化转型的发展方向高度契合。开展投贷联动业务既符合信托公司业务转型的现实需要，又能够满足科创企业在初始阶段的融资需求。双方合作目标的一致性，是实现信托公司投贷联动业务突破的基础和前提，信托公司在支持科创企业、推进投贷联动试点方面有一定的制度优势。信托公司通过灵活的“股权+债权”的嫁接与融合，能够更好地服务科创企业的成长与发展。

2. 灵活性

相较于以银行为代表的传统金融机构，信托公司的制度设置更加灵活，产品和服务具有较高的弹性，资金来源渠道也更为丰富，因此，信托公司开展投贷联动业务能够实现融资组合方式更为多样，模式设计也更具灵活性。信托公司可以通过设立 PE 子公司、投资公司、产业基金等多种方式，或与相应金融机构开展合作，进行灵活的产品结构设计和权限配合，实现与目标企业的优势互补。同时，信托公司涉及的业务类型范围较为广泛，在从事融资类业务、投资类业务方面拥有丰富的经验和成功的案例，在传统信托贷款业务基础上开展投贷联动业务具有天然优势。此外，针对科创企业高风险的特征，信托制度设计还具有良好的风险隔离功能，通过信托公司开展投贷联动业务，能够达到较为理想的风险隔离效果。

3. 专业性

信托公司的传统业务通常横跨货币市场、资本市场和产业市场，信托公司的“投、贷”业务天然具备投贷联动属性。因此，相较于其他金融机构，信托公司开展投贷联动业务具有明显的实践经验和专业能力优势。实践中，不少信托公司早已成立了专门的 PE 子公司开展实质意义上的投贷联动业务，积累了大量的业务实践经验，专业化运作能力较高。此外，信托公司开展投贷联动业务的优势还体现在信托公司的风险管理能力方面。信托公司作为中国的“金融超市”，其日常业务涉及的风险类型非

^① 杨再平，白瑞明，张亮，张晨．探索商业银行投贷联动新模式——英国“中小企业成长基金”启示与借鉴 [J]．中国银行业，2015（7）．



常广泛，构成风险的影响因素也非常复杂，信托公司经过多年的探索与发展，积累了大量风险管理方面的经验和专业能力，信托公司普遍建立的全面风险管理体系和对具体项目的高效监控手段也将满足其开展投贷联动业务风险控制的专业能力要求。

4. 综合性

信托公司作为综合金融属性明显的金融机构，在开展投贷联动业务方面具备特殊的综合优势基础。一方面，信托公司与其他金融机构有广泛、深入的良好合作基础。在投贷联动业务领域，信托公司通过与社会各类股权投资机构、基金公司、资产管理公司等金融机构加强合作，在信息共享、渠道、产品、客户等不同层面展开合作，优势互补，能够快速形成“融资类信托+外部机构股权投资”联动的局面，通过综合运用丰富的金融工具和高度市场化的合作手段，满足目标企业多元化需求，为企业打造一站式金融服务解决方案。另一方面，信托公司也可以从内部入手，发挥自身在不同业务类型和综合产品研发方面的优势，通过对目标企业的“投、贷”结合，较好地发挥公司内部各业务模块、各部门的协同效应，为科创企业提供全方位的综合金融性金融服务。

（三）信托公司投贷联动的适用范围

金融机构开展投贷联动业务试点的目的是完善中国科技金融服务模式，支持科创企业的发展。党的十八大和党的十八届三中、四中、五中全会均强调提出，坚持创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，加快实施创新驱动发展战略，大力推进大众创业、万众创新，充分发挥金融机构的积极作用，坚持改革驱动，努力探索符合中国国情、适合科创企业发展的金融服务模式。由此，各类金融机构展开了面向试点地区科创企业投贷联动业务的研究与探索。2016年4月，银监会、科技部与人民银行联合发布了《关于支持银行业金融机构加大创新力度开展科创企业投贷联动试点的指导意见》（以下简称《指导意见》）。《指导意见》中将银行业金融机构投贷联动业务的适用范围限定在科创企业，并具体指出了科创企业的适用范围，科创企业是指试点地区内符合下列条件之一的科技型中小微企业：①满足高新技术企业认定条件、获得国家高新技术企业证书；②经试点地区政府认定且纳入地方政府风险补偿范畴；③经银行业金融机构审慎筛查后认定。

基于《指导意见》的政策性导向和信托公司自身的经营特点与业务实践，信托公司投贷联动业务的适用范围应当设定为科创企业。科创企业应当是具有较高成长性的技术、知识、信息密集型创业型企业，在提升科技创新能力、支撑经济可持续发



展、扩大社会就业等方面发挥着重要作用。从主营业务方向来看，科创企业一般从事业界认可的或有关部门以产品目录形式规定的高新技术领域或方向的业务。如中国《国家高新技术产业开发区高新技术企业认定条件和办法》根据世界科技发展趋势和中国的科技、经济、社会发展战略，划定高新技术范围如下：电子与信息、生物工程与新医药、新材料及应用、先进制造、航空航天、现代农业、新能源与高效节能、环境保护、海洋工程、核应用及其他在传统产业改造中应用的新工艺、新技术。从要素结构来看，科创企业从事技术和产品开发、设计的科技人员、专业人员占总员工人数的比例较高，研究与开发经费占销售收入的比例较高。

科创企业具有典型的高成长、高收益、高风险特性。高成长性具体表现为，科创企业的产品或服务一旦在市场上获得成功，由于技术诀窍、技术领先、知识产权保护、特许经营等因素，将使企业获得暂时的市场垄断地位，产品附加值较高，企业可获得超常成长速度。高收益性表现为，科创企业一旦创业成功或实现上市，能够实现超过当前估值几十倍甚至上百倍的投资收益回报。高风险性具体表现为，由于技术创新的不确定性和激烈的市场竞争，科创企业在产品研发、产品或服务市场化以及企业成长等方面面临较大风险。

信托公司通过“股权+债权”联动模式向科创企业提供综合性的融解决资方案，满足多元融资需求，同时实现自身业务模式拓展和金融创新。通过开展信托公司投贷联动试点，推动信托公司基于成长周期前移的金融服务，为处于不同生命周期（种子期、初创期、成长期）的科创企业提供更适合的资金支持，有效增加金融供给总量，优化金融供给结构，探索推动信托公司的业务创新发展。

三、国外金融同业投贷联动业务经验启示

（一）国外金融同业投贷联动的实践

在美国、欧洲等创业投资发达的国家和地区，商业银行作为金融市场的核心主体已广泛参与其中，支持科技型企业发展并形成独有的经营管理模式。不同于中国商业银行的分业经营，西方发达国家的商业银行全是混业经营，其投资银行业务收入占总收入的比重也越来越高。投贷联动主要表现为商业银行设立股权投资公司，实现集团内部资源共享^①。

^① 张长弓. 投贷联动的模式探索 [J]. 中国金融, 2016 (5).



1. 内部投贷联动

混业经营有助于实现直接的投贷联动，这种模式能充分发挥集团优势，缩短决策链条，降低沟通成本。在混业经营的框架下，投贷联动分为以德国为代表的全能银行模式和以美国为代表的金融控股公司模式。

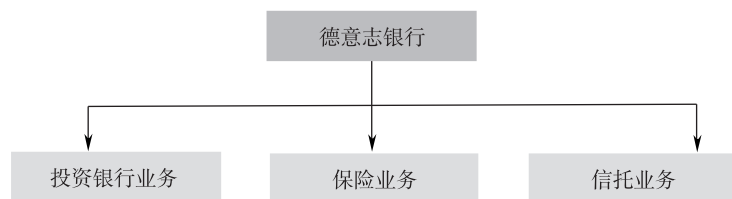


图1 全能银行模式

一是全能银行模式。其最典型的代表是德意志银行，可以直接通过投资银行部来投资股权。全能银行模式的优势在于共享客户资源^①。不同部门之间可以共享客户资源，并且事先约定收入分享机制。当客户经理在为客户提供贷款时，如果发现客户还有股权融资、发行债务融资工具或者重组并购等需求，再把客户推荐给投资银行部，实现客户、投资银行部和本部门三方收益的最大化；但在全能银行模式下，业务之间的财务风险和关联交易因为“防火墙”被完全拆除而难以得到较好控制，对风险管理要求极高。

二是金融控股公司模式。金融控股公司模式是以集团公司作为控股公司，下设银行、证券、保险、信托等子公司，集团公司通过经营决策权和人事任免权实现对子公司的控制。子公司之间可能通过交叉营销等方式实现利益共享，但一般会独立开展业务以实现风险隔离。典型的代表是美国的硅谷银行和英国的中小企业成长基金。

(1) 硅谷银行。硅谷银行成立于1983年，注册资本只有500万美元，在最初运作的十年间，金融产品只有贷款和储蓄，与一般商业银行无异。20世纪90年代初，硅谷银行独辟蹊径开创了投贷联动模式，由传统银行成功转型为科技银行。硅谷银行资产总额已超过50亿美元。在美国拥有27家办事处、3家国际分公司，在亚洲、欧洲有广泛的关系网，为创业企业提供了26亿美元，成功帮助过Facebook、Twitter等企业。

管理架构：美国硅谷银行（SVB）主要由SVB银行、SVB资本、SVB分析、SVB私人、SVB资管等几大业务板块组成。其中最核心的是SVB银行和SVB资本的投贷

^① 彭诗庆. 我国商业银行开展投行业务研究 [D]. 成都: 西南财经大学, 2014.



联动业务，是集团的主要收入和利润来源。SVB 银行和 SVB 资本的业务各自独立，形成集团内部的投贷联动。

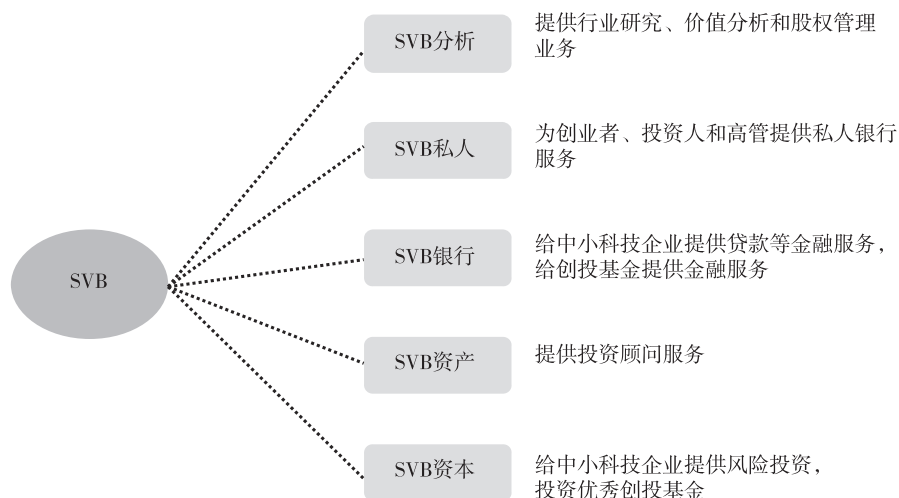


图2 SVB 组织架构

运营模式：SVB 在向初创期或者成长期科技企业发放贷款时，其利率一般比普通贷款高出 2~5 个百分点。同时，与企业达成协议，获得一定数量的认股权证，一般为企业总股本的 1%~2%，在企业公开上市或被并购时行使。这种模式的核心在于通过持有部分企业的认股权证，在给企业提供贷款的同时享受股权升值带来的权益类收益，以冲抵信贷风险。除了认股权证外，对于一些很有前景的科技企业，SVB 资本也会进行小规模股权投资，在企业实现公开上市或被并购时获取较高的资本增值收益。

资金来源：SVB 银行主要的存款来源是创投基金和创业企业。SVB 银行一般要求创投基金和被投资企业在 SVB 开户。SVB 银行也为创业企业通过股权或者债权获得的资金提供资金管理服务，通过账户的交易流水，SVB 银行也可以更好地了解企业的经营情况。SVB 的资金成本低廉，2015 年资产负债表中不计息存款占到 79%，计息存款利率也很低。

风险控制：SVB 不良资产率一直处于行业领先水平，这得益于其稳健的风险管理水平。^①

借助 PE、VC 降低自身风险。SVB 一般只为已获得或即将获得风险投资基金投资

^① 王婵，田增瑞．我国商业银行与创业投资的投贷联动模式研究 [J]．企业活力，2012（6）．

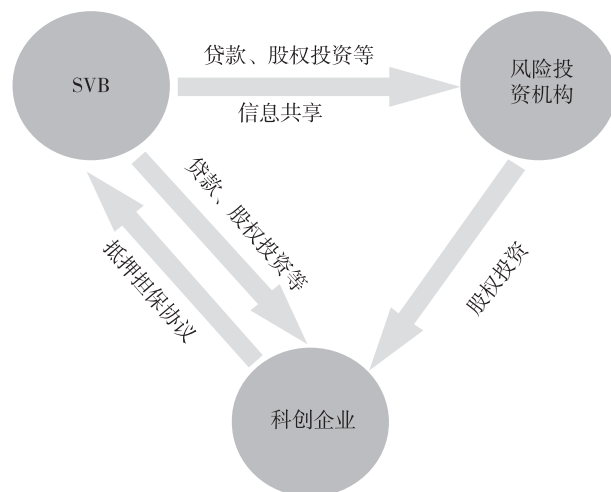


图3 SVB 运营模式

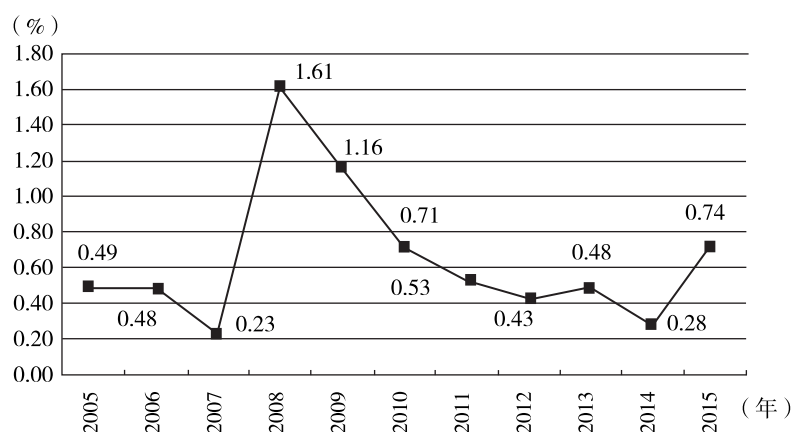


图4 SVB 的不良资产率

的企业发放贷款，与许多资金实力雄厚、投资管理能力很强的股权投资基金保持着良好的合作关系。经过知名风投机构尽职调查并获得投资的创业公司，在短期内经营情况稳定，现金流充裕，偿债能力有较好的保障，有效降低了贷款的风险。

专注于熟悉的专业领域。SVB 只投资于最熟悉的生命科学、互联网、新兴工程技术、高端葡萄酒等领域，其他领域一般不参与。SVB 的许多员工都有相关领域的工作经验，利用其专业知识和人脉关系，能有效降低与企业之间的信息不对称。SVB 利用历史数据，开发出适合评价科创企业的信贷风险评级模型，对不同风险等级的贷款进行组合以分散风险。

贷款期限与授信额度管理。SVB 一般提供较短期的贷款，授信额度根据企业所处



的发展时期、现金流情况制定，一般在100万~500万美元不等，单笔不超过5000万美元。SVB一般要求企业在它这里开立账户，以便对企业的现金流有较好的监控，帮助SVB更好地了解企业的运营情况。

抵押品与清偿协议。即使对已经有PE或VC投资的创业企业发放贷款，SVB也会要求创业企业使用知识产权或者股权抵押。此外，SVB还通过签订清偿协议来保障自身在企业破产清算时处在优先位置。

持有股权，抵补风险。持有创业企业的认股权证或贷款转换权使得SVB可以分享企业成长的利润，在企业上市或并购时实现退出，以抵补那些创业失败的企业所带来的损失。

(2) 中小企业成长基金。2011年，英国银行家协会和主要银行发起设立了中小企业成长基金(BGF)，BGF是以商业银行为主要投资者的新型私募股权基金，包括了政府部门、社会团体及个人投资者等多方资源。^① BGF主要帮助极具发展潜力和国际化前景的中小型英国企业解决融资困难问题，使其进入新的发展阶段并构建可持续发展平台。

从组织架构来看，BGF设有董事会，以及风险、审计、薪酬和投资委员会等部门，董事会负责监督机构整体的策略和董事，投资委员会由机构管理层和独立董事组成，主要负责对每一个投资项目作出决定，以避免利益冲突。从项目来源看，BGF的投资项目主要来自银行介绍。从投资模式来看，BGF只投少数股权，占普通股的10%~40%。被投资企业仍由公司管理层把控，但是一些决策，比如分红、并购和重要投资决策等，需要批准后方可实施。BGF已经对超过100家企业进行投资，投资总额逾5亿英镑。投资的企业涉及软件、保健、石油和天然气服务、传媒和娱乐等领域，金融服务行业和非道德的投资被禁止。

2. 外部投贷联动

一是商业银行与风险投资机构合作模式。在此模式下，商业银行依托风险投资机构的专业知识和投资能力，能有效控制风险，提高客户服务能力，获得新的业务机会。基本上都是和声誉高的独立PE/VC合作，此种模式下银行只贷不投，有两个方面特点：第一，只有已经或即将获得VC投资的企业才能成为风险贷款的目标客户；第二，PE/VC的后续投资替代企业自身现金流成为贷款的主要还款来源。

^① 杨再平，白瑞明，张亮，张晨．探索商业银行投贷联动新模式——英国“中小企业成长基金”启示与借鉴[J]．中国银行业，2015（7）．

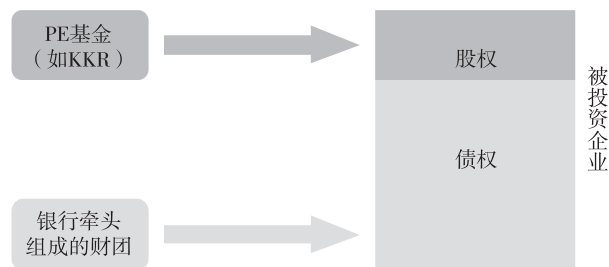


图5 外部投贷联动

二是向风险投资机构发放贷款。在此模式下，由商业银行直接向风险投资机构发放专项用于目标客户的贷款，合同约定贷款只能用于目标客户的流动资金需求或固定资产需求，不得进行股权投资。商业银行通过对风险投资机构发放贷款间接实现了对科技创新型中小企业的融资支持。

（二）国外金融同业投贷联动的启示

国外先进的投贷联动运作模式为中国提供了宝贵的经验。修订《商业银行法》及相关的法律法规，从法律上明确商业银行参与股权投资的业务资格。建议尽快修订《商业银行法》中关于商业银行不得进行直接股权投资的相关规定，为业务开展提供法律依据；规范商业银行与创业投资机构的合作机制。目前中国商业银行与创业投资机构的合作模式还停留在较为简单的业务合作层面，应建立规范的风险投资机构的准入审查机制、贷前调查和投后管理合作机制等。^① 创新信贷理念，合理进行市场定位。信贷理念需要创新，改变传统的、过度依赖抵押担保的信贷理念，从重抵押担保向重第一还款来源回归。这就需要提升信贷精细化管理，提升对客户信息调研的深度，不仅要把握客户的真实经营状况，把握客户的信息流、资金流和物流，更要研判和分析客户的未来发展前景。同时商业银行要认清自身相对于专业风险投资机构的优劣势，采取适当模式参与股权投资业务，避免业务竞争同质化。多方合作，建立健全创业企业信用担保体系。面对日益增多的创业企业和相对有限与门槛较高的银行传统信贷产品，必须根据企业的特点开发创新信贷产品，按照企业所处阶段和自身情况为企业定制个性化的融资方案。培养科技和金融的复合型人才，建立专业的行业金融团队。SVB成功的重要因素在于拥有一支熟悉行业和创业企业的专家。当前中国专业复合型人才还比较缺乏，因此需要逐步培养具有专业理论背景和行业从业经验的复合型金融

^① 薛峰，周荣江，宋文鲁，王永强．商业银行投贷联动模式研究 [N]．金融时报，2016-01-04.



人才团队。建立健全风险控制机制，加强风险管理。风险控制也是决定商业银行能否参与投贷联动的重要因素。金融机构要针对股权投资业务建立专门的风险管理系统、投资决策体系、业务管理流程、绩效考核机制，不断完善风险控制措施。政府要引导整合资源，打造成长基金等。

四、中国金融同业投贷联动业务经验启示

中国经济和金融环境虽处于开放式的一体化经济中，但又不完全同于国际环境。考虑到中国金融市场发展程度和金融机构业务开展状况有别于西方发达经济体，本部分将结合中国金融同业发展现状，对中国金融同业开展投贷联动业务的案例和经验进行梳理和总结，以期为信托公司开展投贷联动业务提供启示。

（一）中国金融同业投贷联动业务的实践及启示

主要通过分析、研究银行业金融机构开展投贷联动业务的试点和实践，以了解中国金融同业开展投贷联动业务的现状并获得启示。^①

1. 银行投贷联动业务模式与案例

近年来，随着中国资本市场的快速发展，作为金融体系核心组成部分的商业银行，已开始探索以直接融资和间接融资相结合的方式为企业提供融资支持。

投贷联动在国际上已有成熟经验和丰富案例，但国内目前还处于起步阶段。国内银行在探索过程中主要形成了以下四种模式。

一是商业银行直接设立股权投资公司模式。该模式在风险偏好、考核激励上灵活且市场化，符合投贷联动本意。不过，中国《商业银行法》规定，商业银行不得向非自用不动产投资或者向非银行金融机构和企业投资，截至目前仅国家开发银行获得了股权直投牌照，该模式短期内在中国难以复制。

二是商业银行集团内部投贷联动模式。一些国有大型银行通过境外子公司在境内设立股权投资管理公司，间接投资企业股权。此外，在大资管环境下，商业银行通过私人银行部门与信托公司等资产管理机构联动，发行非上市公司股权收益权或股权投资类理财产品，向高净值客户募集资金入股目标企业，获得股权收益。

三是商业银行与创投机构合作模式。目前中国中小商业银行大多选择这种方式。

^① 王静文：投贷联动的特征、模式及发展对策 [EB/OL]. [2016-04-25]. <http://bank.hexun.com/2016-04-25/183502769.html>.



银行通过与第三方 VC、PE 等投资机构形成投贷联盟，在创投机构对企业已进行评估和投资的基础上，以“跟贷 + 投资选择权”的模式，对具有高增长前景的科创企业提供贷款。

四是产业投资基金模式。这是一种更为间接的投贷联动模式。由中央和地方成立产业投资母基金，商业银行通过理财等方式募集社会资金，为产业发展提供股权融资，典型的如铁路发展基金和各地方政府成立的产业投资基金或产业发展基金。在产业投资基金模式中，商业银行通常以“优先 + 劣后”的结构化设计或股权回购增信的方式缓释风险。

表 1 投贷联动业务的主要模式

方式	内容
设立股权投资子公司	该模式在风险偏好、考核激励上灵活且市场化，符合投贷联动本意，但短期内在中国难以复制
商业银行集团内部投贷联动	通过境外子公司在境内设立股权投资管理公司，间接投资企业股权
与创投机构合作	向风投机构发放专项贷款，风投机构推荐被投资企业，银行从中选择合适的贷款项目
设立产业投资基金	与政府机构、股权投资机构、上市公司合作，设立投贷联动股权投资基金

2. 试点银行投贷联动业务实践

投贷联动试点银行包括国家开发银行、中国银行、恒丰银行、北京银行、天津银行、上海银行、汉口银行、西安银行、上海华瑞银行、浦发硅谷银行。试点地区包括北京中关村国家自主创新示范区、武汉东湖国家自主创新示范区、上海张江国家自主创新示范区、天津滨海国家自主创新示范区、西安国家自主创新示范区。

上海共有 1 个示范区和 3 家银行入选第一批投贷联动试点地区和试点银行业金融机构名单，入选的 3 家银行分别是上海银行、上海华瑞银行和浦发硅谷银行。2016 年 6 月 21 日，上海 3 家投贷联动试点银行的方案披露，辖内银行业投贷联动试点具体实施方案已上报银监会。下文以上海 3 家试点银行的投贷联动业务模式为代表分析试点银行的案例。

(1) 上海银行和上海华瑞银行下设创投类子公司。上海银行投贷联动模式为：下设独立法人子公司“上银投资公司”，专司科创企业的股权投资业务，同时，指定浦东科技支行及其他科技特色支行作为专营机构，专司对科创企业的贷款服务，由此形成对科创企业“股权投资 + 债权融资”的联动服务。上海银行推出“投贷通”产品，考虑科创企业的特点，如科技专利情况、人才情况、外部投资机构投资和估值成



长性等情况，作为审贷的重要参考依据。在贷款品种方面，上海银行将为科创企业提供流动资金贷款、并购贷款等。

上海华瑞银行身兼首批投贷联动试点和首批民营银行试点。上海华瑞银行按照事业部模式成立科创金融业务部，包括2个前台业务中心和1个跟单融资运营中心。下设创投类子公司承担配合母行持有认股期权及行权、为母行投贷联动项目的科创贷款提供担保、收购投贷联动项下母行不良贷款或债转股等职能。

(2) 浦发硅谷银行因受股东制约不设立投资子公司。浦发硅谷银行作为浦发银行与美国硅谷银行的合资银行，将充分借鉴硅谷银行20多年的投贷联动业务运营经验。但因同时受中美两国监管，以及硅谷银行和浦发银行两家股东的制约，浦发硅谷银行短期内不会设立投资子公司。在2015年5月之前，浦发硅谷银行对中国高科技企业进行扶持主要通过“硅谷动力贷”产品。“硅谷动力贷”作为浦发硅谷银行与杨浦区合作的科技金融试点项目之一，采取“债权先行，股权跟进”的方式，为杨浦区内的科创企业提供人民币贷款和投融资咨询服务。

(3) 风险分担、收益平衡与风险管理。试点银行均计划利用股权投资所获收益来抵补债权投资中出现的不良贷款。其中，上银投资公司利用股权投资收益构成风险损益池，作为信贷风险的平衡器；上海华瑞则是在科创金融事业部贷款不良率超过预设风险容忍度时，利用子公司进行担保代偿或者购买。同时，试点银行均构建了不同于传统信贷的“贷款三查机制”，在贷前调查、贷中审查审批以及贷后检查三个过程中进行全面、严格而又符合科创企业自身特点的信贷评估和管理。

2. 非试点银行投贷联动业务实践

由于政策对银行直投业务的制约，银行只能通过另设载体来实现直投，一般通过和PE/VC合作，或借道子公司/孙公司从事投贷联动业务。以下是相关商业银行开展投贷联动业务的案例^①。

(1) 招商银行：“千鹰展翼”助飞投贷联动。为重点培育国家战略新兴产业中处于创业期和成长期的中小微企业，招商银行在2010年6月率先推出了“千鹰展翼”计划。该计划的模式为：招商银行为企业提供创新的债权融资方案，并通过与PE和券商合作为创新型成长企业提供股权融资的服务，形成直接融资与间接融资相匹配的金融服务体系。“千鹰展翼”计划包含“投融通”、“股权管家服务”等产品。“投融

^① 小微金融创新实务 [EB/OL]. [2015-07-11]. <http://qoofan.com/read/18AvyN9wne.html>.



通”实现了企业股权投资资金的提前进入和无缝转换；“股权管家服务”借助招商银行建立的合作平台，为企业引入股权融资进行服务。

(2) 兴业银行：小微企业生命周期的金融服务全覆盖。兴业银行将金融服务的触角延伸至创业企业孵化阶段，推出“创业贷”重点支持创业期的小微企业孵化发展。在小微企业孵化成长后，重拳打造“芝麻开花”中小企业成长上市计划，进一步助力小微企业，围绕“资本导航、引入资本和对接资本市场”三大类服务方向，提供引入资本业务、上市服务业务、“新三板”挂牌业务、“投联贷”业务、新三板挂牌融资等一揽子、全流程金融服务，通过将债权与股权相结合，融资与融智相结合，实现对小微企业生命周期的金融服务全覆盖。其中“投联贷”业务是指兴业银行针对已引入与兴业银行有合作关系的股权投资机构的中小企业，在综合考虑股权投资机构投资管理能力和中小企业未来发展前景等因素的基础上，灵活应用信用、股权质押、股权投资机构保证或股权投资机构回购股权等担保方式，向中小企业提供融资服务。贷款金额最高可达股权投资机构投资金额的50%，且不超过3000万元。

(3) 华夏银行：打造“中小企业金融服务商”。2016年1月21日，华夏银行成立北京中关村管理部并发布投贷联动方案，提出与天使和创业投资机构合作，为中关村创新创业企业提供“股权+债券”融资服务。如华夏银行北京分行与英诺天使基金、北京晨光昌盛融资担保有限公司共同推出为已获天使投资及下一轮投资意向书的中关村创新创业企业服务的投贷联动方案。由英诺天使基金牵头发起设立用于股权投资的基金，并负责基金的管理、行权及退出等相关工作，华夏银行为企业提供不超过300万元的担保贷款，北京晨光昌盛融资担保有限公司为企业提供融资担保。对于累计获得多家机构多轮投资的企业，华夏银行可匹配一定额度的信用贷款。

(4) 民生银行：从“投联贷”到“启明星”。2015年11月17日，民生银行宣布启动科技金融“启明星”计划，牵手西南证券、华融证券探索投贷联动新模式。“启明星”计划主要是针对医疗健康、高端装备制造、节能环保等新兴行业的创新型企业，以股权投资或债券贷款的方式提供全方位的综合融资服务。

3. 银行开展投贷联动业务的经验

中国商业银行在长期的经营过程中积淀了丰富的客户资源和雄厚的资金，同时培育了一支熟悉各主要行业和国内外市场的专业化管理团队，这些人力、物力和财力可以为商业银行开展投贷联动业务提供全方位支持。

银行参与投贷联动的模式可归纳为两种，两种业务模式各有优劣。



一种是外部联动模式，即银行通过与社会各类 PE 等股权投资机构、基金公司、资管公司等合作，形成“外部机构股权投资 + 银行信贷支持”联动。该模式更能够以市场化的手段处理股权投资，显著提高商业银行的业务水平。弊端是两类独立的法人机构存在经营理念、风险偏好、利益驱动和分配方面的不同导致双方流程重复且效率低，合作信任和紧密度方面存在不足。

另一种是内部联动模式，银行通过成立基金公司、资管公司、境外证券公司等子公司，对企业提供贷与投的融资服务，能较好地发挥各业务模块的协同性，相对灵活地开展业务。但在监管差异、股东利益平衡等问题上较难协调。且在该模式下，内部股权投资与债务融资部门之间须设立防火墙以更加严格的内部控制防范风险的传递。

与此同时，对于具有股权投资牌照的银行投贷联动业务开展的灵活度更高，风险隔离较好，优势明显，但在现有法律框架下难以复制推广。产业投资基金模式目前也得到政策层面的支持，不少商业银行积极与相关非银金融机构合作，从自身最为熟悉的行业入手进行产品研发和业务开展，产业投资基金模式也将逐渐成为投贷联动的主流模式之一。此外，业界还缺乏针对银行存量贷款的投贷联动业务模式探索，不过随着中国投融资体制改革的推进以及政策的不断放开，预计存量贷款投贷联动业务模式也将出现。

（二）信托公司与中国金融同业投贷联动的比较

下文以平安信托为例对信托公司已开展的投贷联动业务实践作相关介绍。

1. 信托公司投贷联动业务实践——成立专业 PE 子公司

信托公司能够横跨货币市场、资本市场和产业市场开展业务，天然具备投贷联动功能。信托公司若能在投贷联动方面先行一步，作为整个改革试点的排头兵，将为中国的技术发展和金融创新作出贡献。

虽然，中国投贷联动业务试点现仅限于商业银行，信托公司尚未开展“名义上的”投贷联动业务，但早有信托公司通过成立专业 PE 子公司的形式开展“实质上的”投贷联动业务。其中，平安信托 PE 投资部走在行业前沿，以下将以平安信托为例进行信托公司投贷联动业务实践的介绍。

①信托公司投贷联动业务实践——平安信托 PE 投资部的业务实践^①。平安信托 PE 投资部策略是“一收一放”：一方面收窄 PE 投资行业范围，聚焦在衣、食、住、

^① 陈植. 解密平安信托 PE 业务 [EB/OL]. [2014-11-28]. <http://business.sohu.com/20141128/n406457269.shtml>.



行、环保、消费、高端制造等重点行业；另一方面“放飞”金融产品与金融服务，为 PE 客户提供股权、债权、夹层、票据融资等全面金融解决方案，让投资企业能够更快成长，也令平安信托自身收获更高投资回报。平安信托为每家 PE 投资企业提供个性化的增值服务，在投资企业中全面推广预算管理和领导力提升项目，推动企业提升战略规划能力、管理团队领导力、运营管理能力、绩效考核水平等。通过投资企业管理水平的全面提升，使其实现收入与利润的快速增长，兑现 PE 投资的预期回报。

在投后管理方面，平安信托认真遵循投后“三步曲”，即项目风险控制、项目增值服务和项目流动性实现。平安信托 PE 投资部实行投资经理终生负责制，建立专门团队进行项目投资后管理，通过对项目的紧密跟踪，一方面严控投资风险，另一方面为每个项目设计个性化的投后管理服务方案。

在完善投后管理体系的同时，平安信托将综合金融业务引入 PE 投资领域。平安信托筹建新业务发展事业部，通过票据融资、保理融资、贸易融资等主打金融产品，为 PE 投资企业日常经营提供资金服务。平安信托此举正是借鉴投贷联动模式，通过多元化金融服务盘活投资企业的资金流，推动业务规模增长，最终帮助企业提升估值，为自身项目退出赚取更丰厚的回报。

2. 信托公司比银行更适合开展投贷联动业务

业界提到的投贷联动多指银行的投贷联动试点，而投贷联动业务不是银行的“专利”，信托公司在流程设计、产品构造、业务开展层面具有的灵活性、高弹性、包容性将支持其顺利开展投贷联动等综合业务，信托公司比银行更适合开展投贷联动业务。信托公司早年就有“金融改革轻骑兵”之称。此次国务院文件专门指出鼓励信托公司发挥优势，为创投企业提供综合化金融服务。银监会文件则在篇首就提出支持信托公司投贷联动业务在开展试点、信托产品模式、信政合作和设立子公司四个方面的创新举措，这对信托公司转型发展极具战略意义。

其一，投贷联动的本质是利用股债结合，实现权益和债权在同一主体中的风险补偿。这对分业体制下的金融机构，特别是开展银行业务的专业人才、风险管控体系和法律合规提出了挑战。而信托公司可以通过自有资金、信托计划对科创企业发放贷款或进行股权投资。这可以说是“表内、表外”+“债权、股权”的双重功能。

其二，投贷联动在“联”的基础上又强调“分”，即严格设立债权和股权在主体、人员和业务上的“防火墙”。银行开展此项业务面临人才和业务上的路径依赖，特别是新设投资主体在上位法的政策红线，只能以特许方式试点开展。而信托公司从



2002 年之初就从制度上落实了自营与信托业务隔离、信托业务之间隔离的内部控制体系。同时，信托财产的破产功能也提供了最为充分的风险隔离屏障，即信托财产不受委托人、受托人和受益人等的债务追索。这就更符合科创企业需要长期价值投资的确定性要求。

其三，投贷联动的客群差异大，需要差异化、动态化解决需求。信托公司则具备创设机制灵活、工具策略多样、标准化和个性化结合等特点。两者契合度较高。尤其类似兴业信托这种集团化公司，既有银行背景的大集团，又有信托控股的平台，能够集成银行、信托、证券、期货、租赁和资管等各类金融牌照优势，为科创企业提供全生命周期、整合股东、客户和员工需求、横贯产业链条的综合性金融服务。

正是基于这些独特优势，新一轮投贷联动的支持政策将信托公司推到了首要位置。当然，除了理论和现实的制度优势，信托公司在私募股权投资上的稳健探索和整体行业的良性发展，也是被管理层委以重任的因素。

通过对中国金融同业投贷联动业务实践的梳理和总结，可以发现信托公司参与投贷联动业务的基本思路是围绕股权资金进入的过程，灵活设计贷款进入的时间节点和方式。结合对国内外金融同业投贷联动实践的学习，关于信托公司开展投贷联动的运行机制、业务模式的探索，以及信托公司开展投贷联动业务的难点和建议将在后文着重分析。

五、信托公司投贷联动运行机制分析

信托公司投贷联动的基本思路是围绕股权资金进入的过程，灵活设计贷款进入的时间节点和方式，实现股权投资与贷款的高度结合、相互渗透。在投贷联动业务中，信托公司一方面作为社会资本方投资非上市企业，通过分红收回投资，另一方面作为融资通道间接参与非上市企业，为社会资本方或科创企业提供持续的融资支持。

（一）信托公司投贷联动业务的交易结构

根据资金来源的不同，信托公司投贷联动主要有三种业务模式。其一是信托固有资金参与的投贷联动业务模式。信托公司以其固有财产投资未上市企业股权，其他金融机构或者固有资金同时提供信贷融资。其二是信托资金参与的投贷联动业务模式。信托公司募集资金设立股权投资信托计划，直接投资或者与外部股权投资机构合作投资于非上市企业股权/债权，其他金融机构同时提供信贷融资。其三是信托公司直投子公司股权投资，信托贷款/其他金融机构贷款的投贷联动业务模式。在该业务模式下，直投子公司可以自主投资管理科创企业，也可以委托专业股权投资机构进行投资



管理。信托公司投贷联动的基本运行机制如图所示。

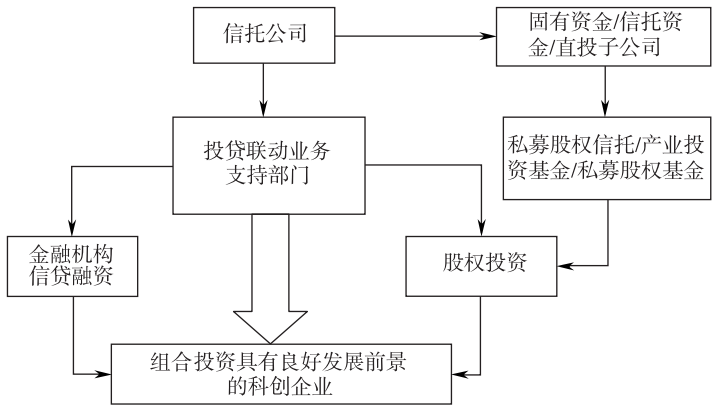


图6 信托公司投贷联动的基本运行机制

（二）投贷联动信托产品运行机制

在科创企业投贷联动业务开展过程中，科创企业的融资需求向全周期、多领域、专业化的方向发展。科创企业的生命周期一般可以分为种子期、初创期、成长期、成熟期、转型期，其在不同生命周期的表现形式有较大差异，融资特点和融资策略也不同。^① 信托公司应根据不同发展阶段的特点提供综合投融资服务方案。具体如下。

1. 种子期和初创期

该时期，科创企业处于概念阶段，一些商业化产品还处于萌芽阶段，产品的可行性与市场发展前景具有不确定性，该阶段的风险程度最高，科创企业的资金需求与传统金融机构稳健经营原则相悖，很难取得贷款。鉴于该阶段科创企业所需资金投入不大，可通过内源融资、员工持股信托、天使投资基金及政策性金融获取支持。

2. 成长期

进入成长期后，科创企业有了一定的经营记录和盈利记录，常规现金流已逐步形成，但尚未达到经济规模。此时，企业需要大量资金用于扩大生产规模，进一步开拓市场。该阶段，企业的盈利状况见好、成长性可期，正是信托公司投贷联动机制大行其道的黄金阶段，具备科创行业风险管控能力与经验的信托公司可以为科创企业提供市场化股权投资业务，以真实股权形式开展长期权益投资，以优先股、股权期权等模式满足特定企业的股权融资需求，以产业投资基金形式为科创企业提供一体化投融资

^① 王洪生：科技型中小企业云融资模式研究 [D]。济南：山东大学，2015。



服务。

3. 成熟期

进入相对稳定的成熟期后，企业发展多元化，形象良好，经营稳定，可抵押的资产逐渐增多，符合主板、中小板、创业板、新三板等交易市场上市条件的企业也积极寻求上市融资。因此，股权质押信托、定增信托、新三板信托以及信托贷款成为常规融资方式，科创股权投资可以通过上市获利退出。

4. 转型期

因市场变化，行业竞争加剧，科创企业市场份额萎缩，企业销售收入下降，现金流入减少，经营风险逐渐上升，企业面临着退出或转型升级的选择。此时，科创企业的战略重点是实施变革、整合资源、加大科技创新力度、寻找新的利润增长点，对资金的需求也随之增加。如继续新的技术研发创新，企业将进入新一轮的生命周期。有的企业通过并购来实现转型，这期间将面临并购重组的融资需求，并购基金信托、夹层融资信托等成为主要融资方式。

从以上分析来看，根据科创企业各个生命周期的融资需求特点，股权投资一般表现为种子期和初创期的小投入、成长期的大投入及成熟期的部分投入或退出。信托公司开展投贷联动的阶段为成长期与成熟期这两个阶段，其间科创企业的资金需求较强烈，投贷联动机制将得到充分发挥。

（三）投贷联动资金募集机制

根据现有政策规定，金融机构在开展投贷联动业务时，一般以自有资金向科创企业进行股权投资，不得使用负债资金、代理资金、受托资金以及其他任何形式的非自有资金，这一限制性要求使股权投资业务的资金来源只能为金融机构的自有资金，难以迅速做大规模。信托公司可以利用资源整合和募集杠杆资金的制度优势，吸引政府、金融机构、股权投资机构、合格投资者、中介服务机构等众多社会资金方参与科创企业投贷联动，将政府扶持资金、天使投资基金、风险资金、资本市场资金、民间社会资金、上市公司自有资金等投向科创企业。在产品设计方面，信托计划可以采用结构化设计，对股权投资和贷款融资进行杠杆配资，放大股权投资和融资规模，结构化信托对于劣后级资金来说，本质上就是一种杠杆融资工具。信托计划运行期间还可以设置开放期，为科创企业提供动态的、高效率及充足的资金服务。在资金来源方面，优先级资金主要选择资金成本要求比较低的机构资金，如保险资金、政府扶持资金、养老基金、商业银行资金、对冲基金等。劣后级资金主要选择风险承受能力比较



高的投资机构资金，或者拥有较多丰富股权投资管理经验的机构的资金，如天使投资资金、风险资金、股权投资机构资金、上市公司自有资金等。引入股权投资机构的劣后资金，不仅可以弥补信托公司在股权投资能力方面的不足，也能激励股权投资机构在投资过程中加强监督和管理以获取超额收益。

（四）投贷联动风险防控机制

投贷联动作为一种金融创新，必须是在风险可控的范围内开展。投资与贷款的收益模式不同，两者在风险承担上有区别，股权投资追求高风险、高收益、成长性，风险主要由愿意承担较大投资风险来获取企业未来认股权等权益性收益的高资产净值投资人承担。贷款融资追求资金量大、薄利、防御性风险管理，风险主要由具有较为审慎的风险偏好、不愿承担较高的投资风险的银行、保险机构资金承担。不同属性的资金来源有不同的风险承受底线，决定股权投资和贷款融资两种不同的风险偏好。^①在投贷联动中，信托公司必须要切实有效地做好风险共担、风险覆盖以及投贷风险隔离等风险防控措施。具体可从以下几方面来考虑。

在风险共担方面，信托公司与合作机构建立充分的信息共享与互通机制，并通过交易结构设计将股权投资与债权进入进行绑定，形成风险认知共识，搭建完备的风险共担体系。

在风险覆盖方面，由于股权投资机构能以丰补歉，投资失败的损失可以通过持有投资成功企业的股权收益来弥补。对于信托公司主动股权投资的投贷联动业务，可以通过投资可依法获得并持有的企业认股权等权益性收益来覆盖风险。对于信托公司与风险投资机构合作开展的投贷联动业务，可通过结构化、夹层基金等交易结构设计，弹性把控投资比重和杠杆比例，设置风险投资机构差额补足、提供保证担保等风控措施，将投资风险更多地向风险机构倾斜，以此来覆盖或缓释优先级信托资金的投资风险。

在风险隔离方面，由直投子公司进行股权投资，信托公司发放贷款，形成投贷联动。直投子公司的投资与信托公司的信贷业务、自营业务要严格分离，必须独立营运、独立决策、独立核算，不能相互混淆，避免风险传递和利益输送。

利用政府对于投贷联动的扶持政策。除了信托公司自身努力提高风险防控能力外，还可以利用各级政府为支持初创期科创企业的发展提供的扶持资金和政策来缓释

^① 魏国雄. 投贷联动的风险防控 [J]. 中国金融, 2016 (5).



或补偿投贷联动风险损失，如政府产业引导基金。

（五）信托公司投贷联动业务中信托的退出机制

如何从投贷联动业务中退出是信托公司在股权投资时要考虑的重要问题。传统主流股权投资退出模式包括二级市场退出、转板退出、并购退出、股权回购退出等。^①

1. IPO 退出

IPO 退出是私募股权最为常用的一种退出方式，一般在私募股权投资基金所投资的企业经营达到理想状态时进行，可以使投资者持有的不可流通的股份转变为可交易的上市公司股票，实现资本的盈利性和流动性。同时，IPO 退出通常伴随着高收益，是实现投资者、企业管理层、企业自身三方利益最大化的理想途径。但国内 IPO 收紧、注册制搁置以及信托公司股权投资直接通过 IPO 退出存在障碍，促使股权投资信托寻求多元化的退出方式。

2. 新三板退出

随着新三板市场功能的逐步健全，越来越多的股权投资机构将目光投向了新三板。在股权投资机构为新三板带来流动性的同时，新三板也成为了投资机构的重要退出渠道之一。根据私募通的数据统计，2015 年有 51% 的 PE 选择新三板作为退出方式；而私募通 2016 年第一季度的研究报告指出，选择以新三板作为退出方式的 PE 占比上升到了 72%。新三板的出现的确为投资机构提供了全新的退出渠道。随着分层制度的落地，以及未来还有更多潜在的制度性红利，新三板的投资功能将逐渐完善，新三板将成为股权投资越来越重要的投资阵地。可以预见，随着政策逐步出台和落实，投资机构对于新三板的热情会越来越高，也会有更多的机构选择新三板作为退出方式。

3. 并购退出

在 IPO 退出不畅的情况下，并购退出也成为股权投资机构的重要选择。据清科研究中心《2016 年中国并购基金发展研究报告》的统计，2015 年中国 VC/PE 参与的并购共计 1277 起，较 2014 年的 972 起大幅度上升 31.4%；其中披露金额的交易共计 1128 起，涉及的金额共计 5893.39 亿元，同比涨幅高达 39.9%。2015 年随着二级市场的大热，越来越多的上市公司希望通过“上市公司 + PE + 信托”的并购基金来提升业绩、提高市值。并购基金可提前锁定行业内的并购标的，在实现控股后进行培养整合，达到一定盈利能力后卖给上市公司，从而套现退出。

^① 李博斌. 我国信托制私募股权投资基金的法律风险与退出机制 [D]. 长春: 吉林大学, 2015.



4. 转板退出

股权投资机构与区域性股权交易中心合作，通过运作企业挂牌股交中心，寻找合适的退出渠道。目前一些区域性股权交易中心正在酝酿推出企业转板上市“绿色通道”。比如上海股权托管交易中心正在酝酿推出的科创板，可允许符合条件的挂牌企业转板上海证券交易所新兴战略板上市。在该退出方式下，信托计划持股时间较短。

5. 股权转让退出

在股权投资期，信托计划可以通过转让其持有的科创企业股权而实现退出，股权转让的对象可以是合作机构或者第三方。在向第三方转让股权的情况下，信托公司可以尝试在股权投资初期引入有意愿的第三方加入信托计划或者产业基金来锁定合适的转让者，当科创企业进入成熟期时，该第三方通过回购信托公司持有的股权实现对项目的控制。

六、信托公司投贷联动业务模式探索

(一) 信托公司固有资金参与投贷联动的业务模式

1. 相关监管政策

2009 年银监会发布的《关于支持信托公司创新发展有关问题的通知》突破了 2007 年银监会《信托公司管理办法》对信托公司固有业务实业投资的限制，规定信托公司开展未上市企业股权投资业务应提出申请，在取得资格后可以自行开展业务。目前，相关法律法规对信托公司以固有资产从事股权投资业务、以固有资产参与私人股权投资信托以及以信托财产投资和持有非上市公司股权并无禁止性规定，但《信托公司私人股权投资信托业务操作指引》、《关于支持信托公司创新发展有关问题的通知》等规定对投资总额、出资比例、持股时间、信托股权投资者人数计算及合格投资者核查监管等作出了限制性规定。^① 具体规定参见表 2。

表 2 信托公司固有资金参与投贷联动的有关规定

序号	法规名称	规定内容
1	《信托公司管理办法》（中国银监会令 2007 年第 2 号）	第二十条 信托公司固有业务项下可以开展存放同业、拆放同业、贷款、租赁、投资等业务。投资业务限定为金融类公司股权投资、金融产品投资和自用固定资产投资。信托公司不得以固有财产进行实业投资，但中国银行业监督管理委员会另有规定的除外。

^① 刘博研，韩立岩．信托公司股权投资业务现状及发展方向 [J]．债券，2015（7）．



续表

序号	法规名称	规定内容
2	《信托公司私人股权投资信托业务操作指引》（银监发〔2008〕45号）	第十七条 信托公司以固有资金参与设立私人股权投资信托的，所占份额不得超过该信托计划财产的20%；用于设立私人股权投资信托的固有资金不得超过信托公司净资产的20%。
3	《关于支持信托公司创新发展有关问题的通知》（银监发〔2009〕25号）	二、本通知所指以固有资产从事股权投资业务，是指信托公司以其固有财产投资于未上市企业股权、上市公司限售流通股或中国银监会批准可以投资的其他股权的投资业务，不包括以固有资产参与私人股权投资信托。 五、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%，但经中国银监会特别批准的除外。 七、信托公司以固有资产从事股权投资业务，应遵守以下规定： （一）不得投资于关联人，但按规定事前报告并进行信息披露的除外； （二）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； （三）持有被投资企业股权不得超过5年。
4	《信托公司集合资金信托计划管理办法》（中国银监会令2007年第3号）	第二十七条 （四）不得以固有财产与信托财产进行交易。

2. 业务开展现状

统计数据显示，截至2015年末，信托业固有资产规模为4623.28亿元，同比增长28.93%。与此同时，固有资产的配置结构也发生了显著变化，投资类资产总额为2926.84亿元（包括可供出售金融资产、长期股权投资、持有至到期投资、交易性金融资产），较2014年末增加876.63亿元；贷款类资产的总额和占比相较2014年末均出现了明显的下滑。2015年信托业固有资金长期股权投资金额为600.81亿元，占行业固有资金运用的比例为13.28%。在金额上比2014年增加了88.03亿元。固有资金长期股权投资规模增加主要是因为信托公司加大股权投资力度，以获得较高且稳定的投资回报。

3. 投贷联动模式分析

信托公司以固有资金投资未上市企业股权，其他金融机构为所投企业提供信贷融资。固有资金可以直接投资于未上市企业股权，也可以通过参与股权投资信托或以固有资产持有创投机构的股权或出资份额，借助创投机构间接进行股权投资。在投贷联动方面，在以固有资金进行股权投资之后，金融机构可根据科创企业的发展阶段跟进相应的贷款融资。基本的交易结构如图7所示。

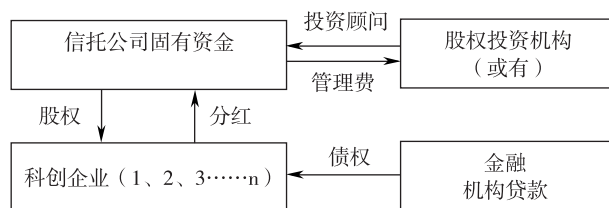


图7 信托公司固有资金参与投贷联动的交易结构

根据《关于支持信托公司创新发展有关问题的通知》（银监发〔2009〕25号）关于“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%”的规定，信托公司固有资金参与投贷联动的业务规模将受到上限限制。以2014年和2015年末68家信托公司的净资本1478.44亿元和3159.20亿元计算，每家信托公司用于股权投资的固有资金仅分别为4.3亿元和9.29亿元。

当前信托公司固有资金股权投资主要集中在金融领域，对于科创企业股权投资较少。另外，信托公司以固有资金进行直接股权投资应遵守“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”，“持有被投资企业股权不得超过5年”等监管规定，这在一定程度上限制了固有资金直接股权投资的深度。

综上所述，根据已有政策要求，信托公司以固有资金参与投贷联动的业务规模存在上限、经营和年限的限制，投贷联动规模难以做大做强。

（二）信托资金参与投贷联动的业务模式

1. 相关监管政策

2007年，银监会颁布新两规，鼓励信托公司从事私人股权投资业务。《信托公司集合资金信托计划管理办法》规定信托公司可以运用债权、股权、物权及其他可行方式运用信托资金。《信托公司私人股权投资信托业务操作指引》规定，信托公司私人股权投资信托是指信托公司将信托计划项下资金投资于未上市企业股权、上市公司限售流通股或中国银监会批准可以投资的其他股权的信托业务。目前，信托资金股权投资规模、出资比例、持股时间等不存在限制性规定，但信托投资者人数计算及合格投资者核查监管应遵守相关政策要求。具体规定参见表3。



表 3 信托资金参与投贷联动业务的有关规定

序号	法规名称	规定内容
1	《信托公司集合资金信托计划管理办法》（中国银监会令 2007 年第 3 号）	第二十六条 信托公司可以运用债权、股权、物权及其他可行方式运用信托资金。信托公司运用信托资金，应当与信托计划文件约定的投资方向和投资策略相一致。
2	《信托公司私人股权投资信托业务操作指引》（银监发〔2008〕45 号）	第二条 本指引所称私人股权投资信托，是指信托公司将信托计划项下资金投资于未上市企业股权、上市公司限售流通股或中国银监会批准可以投资的其他股权的信托业务。 第十五条 信托公司在管理私人股权投资信托计划时，可以通过股权上市、协议转让、被投资企业回购、股权分配等方式，实现投资退出。通过股权上市方式退出的，应符合相关监管部门的有关规定。

2. 业务开展现状

长期股权投资历来在信托资产运营方式的占比均比较小，2015 年末信托资金用于长期股权投资的金额只有 1.07 万亿元，比 2014 年下降了 300 亿元。2011 年以来，长期股权投资的金额增长并没有很大，尤其是从 2013 年的 9400 亿元到 2015 年的 1.07 万亿元，实际增长的金额仅有 1300 亿元，与其他运用方式的增长相比较低。长期股权投资在占比上也是一再下降，2011 年长期股权投资占比为 14.1%，随后 4 年一直保持下滑趋势，到 2015 年末占比下滑到了 7.3%。长期股权投资的规模占比下降的主要原因是通过发行信托产品的方式进行长期股权投资，在参与和退出上会受到很多外部的限制。^① 信托贷款一直以来都是信托资金的主要运用方式，2015 年末贷款余额为 5.36 万亿元，比 2014 年的 5.27 万亿元增长了 900 亿元。

3. 投贷联动模式分析

信托公司募集资金设立私人股权投资信托计划，直接投资或者与外部股权投资机构合作投资于非上市企业股权/债权，由其他金融机构提供信贷融资。根据信托资金参与方式不同，分为“信托资金直接股权投资 + 信贷融资”和“信托资金与外部股权投资机构合作”两种形式。

（1）“信托资金直接股权投资 + 信贷融资”的投贷联动模式。该模式是指信托计划作为投资主体向非上市科创企业进行直接股权投资，信托公司或者其他金融机构跟投信托贷款。其中，信托公司是信托计划的发行人和管理人，独立负责信托资金的投资运作。交易结构如图 8 所示。

^① 数据来源：中国信托业协会。

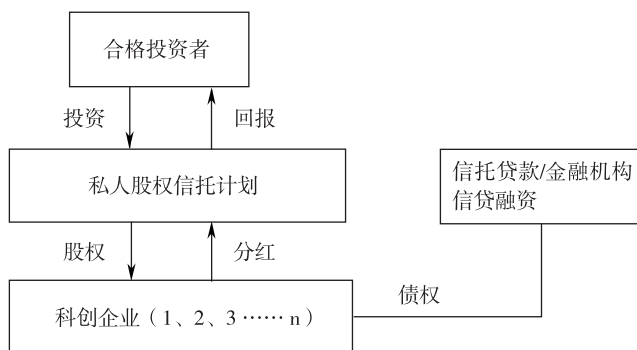


图8 “信托资金直接股权投资+信贷融资”的投贷联动模式

目前，由于私人股权信托计划不符合证监会对于公司上市前在股东人数、信息披露方面的要求，通过IPO渠道退出存在一定的障碍，因此，在实际操作中，信托计划可通过第三方转让股权实现退出。

(2) 信托资金与外部股权投资机构合作的投贷联动模式。信托公司通过与外部股权投资机构合作，可发挥双方在各自领域内的比较优势。一方面，信托公司凭借制度优势，为合作机构提供资金募集、财务顾问等服务；另一方面，外部专业的股权投资机构可对科创企业进行更加专业的价值评估和股权投资决策。^① 业务模式主要包括渠道合作模式、选择权贷款模式、产业投资基金模式和股权投资机构+上市公司”模式四种。

①渠道合作模式。信托公司与股权投资机构签署战略合作协议，对于股权投资机构已投资进入的企业，信托公司根据自身的风险偏好和标准给予一定的贷款支持，实现股权与债权的结合。在这种模式下，信托公司可以将股权投资机构视为客户导入的渠道，与股权投资机构建立动态信息共享和资源共享机制，从而为信托公司带来批量业务与客户来源。

②选择权贷款模式。选择权贷款模式是指为平衡贷款风险，信托公司在对企业提供贷款融资时获得一定的企业股权期权并由股权投资机构代为持有，在企业实现IPO或者股权转让等股权增值后，由股权投资机构抛售所持的该部分股权期权，再由股权投资机构按照约定将相关收益以融资顾问费等方式返还信托公司的模式。

③产业投资基金模式。该模式是基于科创企业发展前景和未来现金流预期下的基金化产品架构和投贷联动模式。运作方式为信托公司向合格投资者募集信托资金，然

① 郑超. 商业银行开展投贷联动的操作模式及政策建议 [J]. 时代金融, 2016 (12).

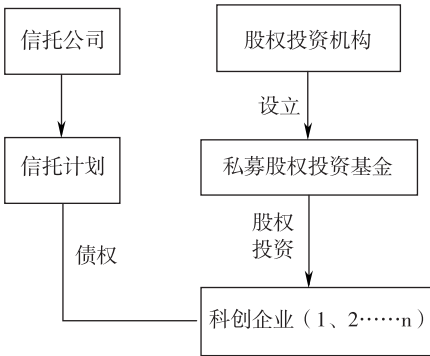


图9 渠道合作模式

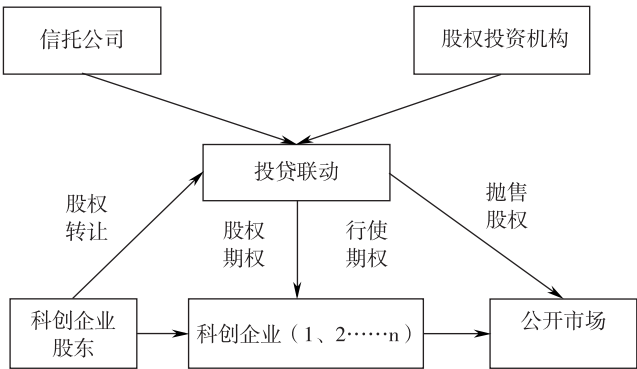


图10 选择权贷款模式

后信托公司作为有限合伙人或股东以信托资金出资，与其他普通合伙人（VC/PE）或股东共同设立产业投资基金（当前市场主要以有限合伙制为主）；产业投资基金成立后采用股权、债权或者股权与债权结合的方式投资科创企业，通过上市或转让份额、并购等方式实现利益并退出。产业投资基金中普通合伙人也将认购不低于1%的产业投资基金份额，并负责产业投资基金的投资、管理及相关运作。交易结构如图11所示。

产业投资基金模式通过有限合伙/企业的组织形式和信托计划的结构融合，结合了信托计划在募资管理和有限合伙制/公司制PE在股权投资管理、股权退出方面的优势，提高了产业投资基金募集、投资和管理的水平和效率。产业投资基金可以采用灵活的资金运用方式，实现股权投资和贷款投放的深入融合。

④“股权投资机构+上市公司”款式。近年来，在国家经济结构调整、产业整合、国企改革及证监会调整并购和重大资产重组等多种大的政策背景下，企业间兼并

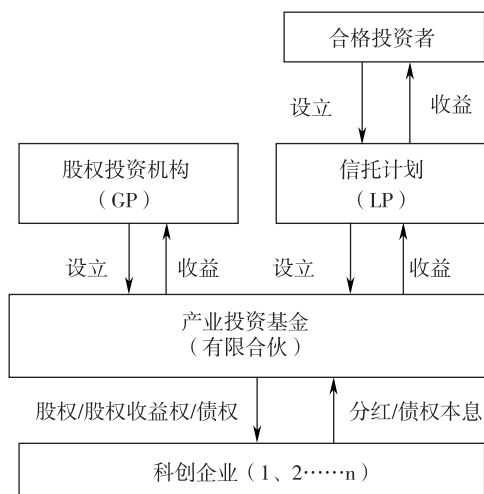


图 11 产业投资基金模式

重组、资产收购等行为日益频繁，上市公司定向增发的活跃度提升，投中研究院统计显示，2016 年上半年，有 328 家 A 股上市公司实施了定向增发方案，融资金额总计 8219.68 亿元，与 2015 年同期的 2856.8 亿元相比增加 187.72%。

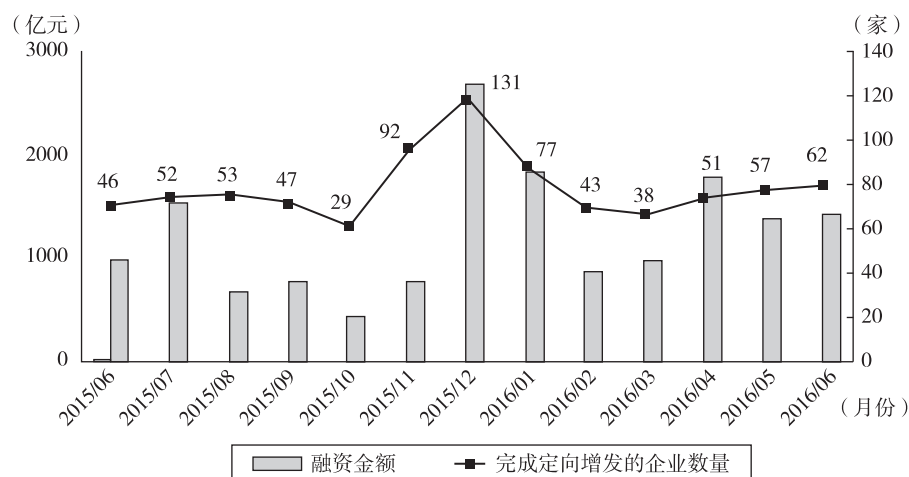


图 12 2015 年 6 月至 2016 年 6 月 A 股上市公司定向增发融资规模

信托资金通过定向增发参与上市公司并购基金的做法是，信托优先级资金与股权投资机构劣后及资金设立结构化信托计划参加上市公司定向增发成为其股东，随后股权投资机构与上市公司成立并购基金，并为上市公司提供并购和资产整合服务（包括为上市公司寻找和注入并购标的，并购标的来自股权投资机构此前孵化的创投项目）。股权投资机构借此既分享了上市公司未来的资本溢价，还能实现创投项目的退出。实



际上，定向增发并购已经成为股权投资机构相对有吸引力的投资退出方式。信托资金通过定向增发参与上市公司并购基金的交易结构如图 13 所示。

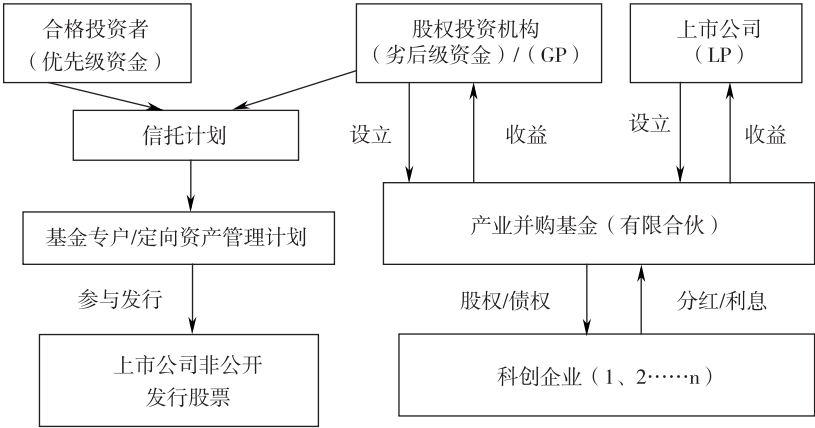


图 13 信托资金通过定向增发参与上市公司并购基金的交易结构

信托资金通过有限合伙方式参与上市公司并购业务模式是指，有丰富的私募股权投资基金管理经验的机构充当 GP，信托计划、上市公司或上市公司大股东或其关联公司充当 LP，共同设立有限合伙制产业并购基金。产业并购基金作为上市公司产业整合的主体，围绕上市公司既定的战略发展方向开展投资、并购、整合等业务。股权投资机构此前孵化的创投项目通过上市公司并购实现股权退出。信托公司在其中作为资金募集平台，可以为上市公司增加资金杠杆，撬动更多社会资金用于产业并购。交易结构如图 14 所示。

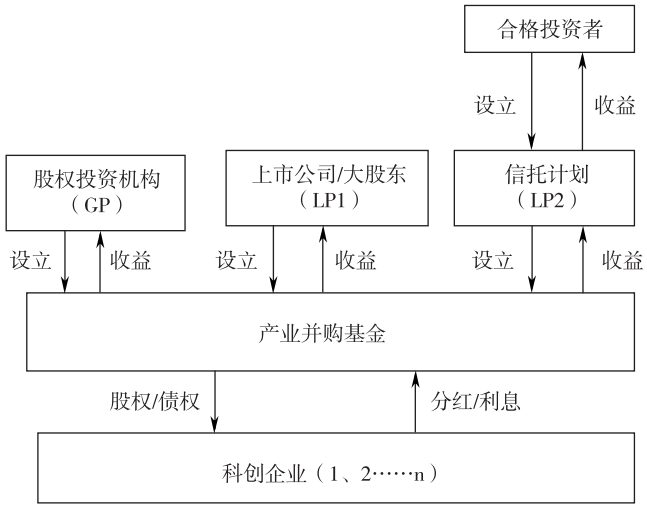


图 14 信托资金通过有限合伙方式参与上市公司并购的交易结构



在该模式下，通常是有了明确的投资标的，上市公司和股权投资机构才向其他 LP 募资，投资周期短，提前锁定退出方式，降低了退出风险。

典型案例：2015 年，硅谷天堂和中融信托成立两只 5 亿元级产业并购基金——晨光基金和元樽基金。晨光基金定位于通信产业链上下游优质企业的投资、并购，元樽基金定位于上市公司内部资产并购、剥离、重组。每只基金各自规模为 5 亿元，基金存续期为 3 年，其中投资期为 1 年，退出期为 2 年。晨光基金采取循环募集，首期规模不少于 2 亿元，其中上市公司及大股东出资比例不低于 20%，硅谷天堂和中融信托认缴其余不高于 80% 的份额；元樽基金则一次募集到位，其中上市公司出资 1.5 亿元，比例不低于基金的 30%，硅谷天堂和中融信托认缴其余 70%。^①

（三）信托公司直投子公司参与投贷联动的业务模式

信托公司直投子公司是指信托公司通过采取控股或者参股方式设立的，从事股权投资领域信托相关业务或为信托公司提供股权投资服务的专业化子公司。

1. 相关监管政策

监管层鼓励信托公司设立直投子公司的想法由来已久。早在 2011 年 6 月，银监会非银部就开始拟定《信托公司 PE 子公司设立操作指引》，明确信托公司可通过设立 PE 子公司开展 PE 业务。2014 年 4 月，中国银监会办公厅《关于信托公司风险监管的指导意见》首次明确“支持符合条件的信托公司设立直接投资专业子公司”，意在鼓励促进信托公司真正向投资业务转型，让信托公司参与股权投资领域的广阔空间真正打开。2015 年 4 月《信托公司条例（征求意见稿）》拟定，规定信托公司不得设立分支机构，但根据业务发展需要可以申请设立并表管理的全资专业子公司。在信托公司转型升级过程中，专业投资子公司具有显著的业务价值，可以促进信托公司的专业化运作，也有利于加强风险隔离，避免风险传导。信托公司可以选择自己擅长的领域成立专业投资子公司，利用专业优势提升收益。

2. 直投子公司发展现状

从 2012 年开始，部分信托公司已经尝试通过直投子公司开展股权投资业务，但鉴于彼时传统信托业务正处于上升和扩张阶段，而股权投资业务的长周期、收益不确定性及专业性门槛对于信托公司而言仍存在较大的展业难度，因此，多数直投子公司

^① 金炜．凯乐科技：携手大股东，引进硅谷天堂和中融信托成立两只 5 亿级产业并购基金 [EB/OL]．[2015-02-04]．http://vip.stock.finance.sina.com.cn/q/go.php/vReport_Show/kind/search/rptid/2662720/index.phtml



长期作为“壳资源”留存，并逐步被信托主业边缘化。2014年以来，在监管部门政策导向、业务转型升级需要以及市场竞争的多重因素作用下，直投子公司逐渐从幕后走向台前，成为信托公司布局投资型业务的重要载体，其中以平安信托设立的平安创新资本投资有限公司、中融信托设立的中融鼎新资产管理有限公司、中信信托设立的中信锦绣资本管理有限责任公司、兴业信托设立的兴业国际信托资产管理有限公司等机构为代表。

3. 投贷联动模式分析

直投子公司参与的投贷联动模式主要分为三种，即“直投子公司股权投资+信托公司贷款融资”模式、直投子公司通过产业基金实现投贷联动模式、集团内部投贷联动模式。

(1) “直投子公司股权投资+信托公司贷款融资”模式。由直投子公司向合格投资者募集资金设立股权投资基金，投资于未上市科创企业股权。直投子公司承担股权投资基金的投资管理职能，信托公司可为科创企业提供贷款融资。具体结构如图15所示。

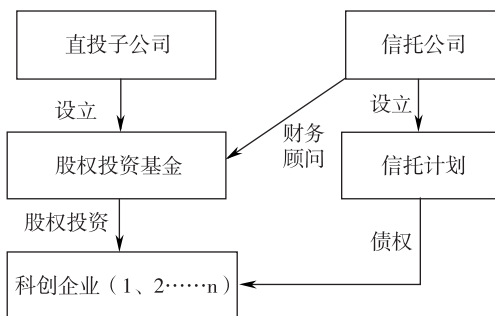


图15 “直投子公司股权投资+信托公司贷款融资”模式

通过直投子公司设立股权投资基金进行直接股权投资，应遵守监管机构相关法律法规，进一步规范股权投资与信托贷款的联动方式，避免出现信托公司利益输送现象。

(2) 直投子公司通过产业基金实现投贷联动模式。直投子公司作为合伙企业的GP，各投资集团及社会资金作为投资人，投资于各信托计划或认购合伙企业的LP份额，产业基金采取组合运用的方式投资于非上市企业的股权/债权。

信托公司通过直投子公司开展投贷联动业务的灵活度较高，风险隔离较好。此外，在信托公司集团内部完成投贷联动，协调成本低，决策链条短，同时获得股权和

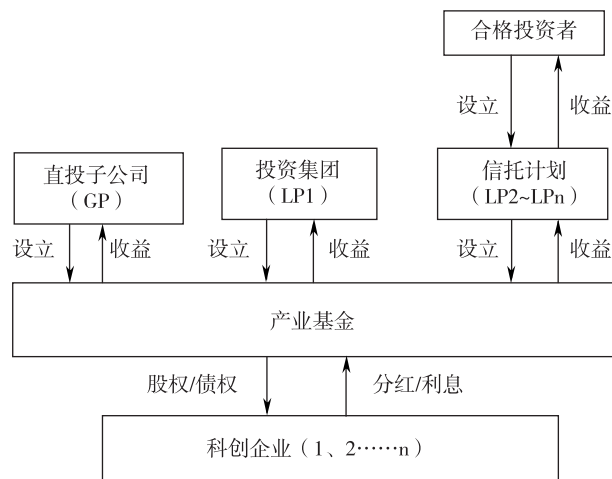


图 16 直投子公司通过产业基金实现投贷联动模式

债权收益，解决和外部股权投资机构合作时存在很多烦琐步骤的问题，节约不必要的成本。但该模式的投贷风险过于集中，信托公司承担了全部风险。

(3) 集团内部投贷联动模式。2016 年 4 月，银监会与科技部、人民银行联合对外发布《关于支持银行业金融机构加大创新力度开展科创企业投贷联动试点的指导意见》。投贷联动试点资格可以让商业银行直接参与股权投资业务，然而监管部门关于投资标的、资金来源以及区位设定的相关限制使得商业银行在股权投资业务领域难以真正施展拳脚。对于商业银行而言，利用集团内部控股的股权投资平台来“迂回”开展直投业务仍然是目前情况下最具可行性的选择。基本的业务模式为商业银行借助直投子公司的通道来设立产业基金，由直投子公司承担企业投资管理职能，发挥自身专业特长，对投资标的进行遴选，商业银行为股权投资业务推荐潜在的合格投资者。在该模式下，商业银行不直接参与银行业务之外的活动，而是通过其设立的子公司或者控制的机构实现业务的扩张，在某种程度上能够做到比较好的业务和人员隔离以及风险隔离，能在一个较大的集团范围内实现协作。

(四) 三大投贷联动业务模式比较分析

总体来看，上述投贷联动的业务模式各有优劣。具体如下。

(1) 在现有政策下，固有资金参与投贷联动的业务规模受信托公司净资产的限制，投贷联动规模难以做大做强。

(2) 信托资金参与投贷联动的业务模式可以在信托公司内部相对灵活地开展投贷联动。但信托计划直接股权投资在 IPO 退出方式方面存在障碍，同时内部股权投资

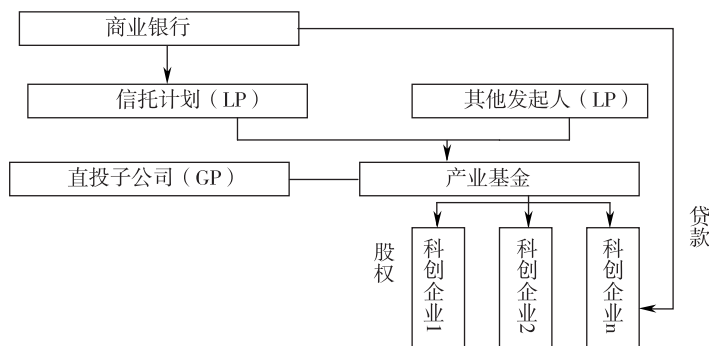


图 17 集团内部投贷联动模式

与债务融资部门之间需要设立“防火墙”，进行严格的内部控制。在信托资金与外部股权投资机构合作的投贷联动模式中，通过借助产业基金结构，使得信托计划在募资管理和股权投资机构在股权投资管理、股权退出方面的优势相互结合，实现股权投资和贷款投放的深入融合。但信托公司多为资金募集的通道，主要提供债权方面的融资服务，仅获得债权收益，没有实质性主动参与股权投资与管理。

(3) 信托公司直投子公司参与的投贷联动业务模式可以更好地发挥各业务模块的协同性，灵活度较高，风险隔离较好，不仅能够在集团内部实现股权投资和债权融资的相互融合，还能够降低协调成本，获得股权和债权收益。

综上所述，信托公司以直投子公司为主的投贷联动模式在成本、股权投资管理、风险隔离、股权退出方面具有明显优势，为开展投贷联动业务的最佳选择。目前，信托公司直投子公司的发展仍处于初创和摸索阶段，顶层监管政策缺位，业务成熟度和专业度相对滞后。

七、信托公司开展投贷联动业务的难点及建议

近些年，信托公司已初步探索多种投贷联动业务模式，但参与的广度和深度不够，业务量相对较小，属于投贷联动的初级阶段。主要的原因是当前信托公司仍然面临着主动管理能力不足、投资退出方式不完善、配套制度缺失等难题。为推动信托公司投贷联动业务的可持续发展，亟须理顺信托公司参与投贷联动的体制机制，完善监管制度框架，稳步推进业务模式创新。

(一) 信托公司开展投贷联动业务的难点

1. 传统业务思维难以适于投贷联动业务

投贷联动是股权性投资与债权性融资的相互融合，业务涉及领域广且风险程度



高，对信托公司的业务能力提出更高的要求。目前信托公司以债权投资为主的传统业务思维难以适用于投贷联动业务。在业务流程方面，信托公司的传统业务主要针对企业成熟期的债权融资需求，业务评审思路、投资决策、审批机制、考核机制与企业成长期高风险的股权投资需求还存在较大差异。当前的股权投资业务审批和投资决策机制往往不能脱离债权业务的基本范式；在风险防控方面，信托公司关注不动产等重资产抵押物的传统风控文化，与看重技术含量高的股权质押、知识产权质押、联合担保等轻资产抵押的投贷联动存在脱节，“投”和“贷”的风险隔离也对信托公司风控文化提出较大挑战；在人员团队的专业能力方面，股权投资需要专业的法律、企业管理、资本运作、科技等复合型知识，传统的信托信贷和风控人员难以胜任。

2. 投资退出方式有限与资金期限错配问题并存

信托公司开展投贷联动业务具有资金募集优势，可以吸纳符合一定条件的理财资金、保险资金、同业资金、企业年金等机构资金参与投资联动业务。但是，上述资金来源的固定期限特点与股权投资的永续性不完全匹配。为解决期限错配问题，信托公司参与股权投资时需要考虑投资期限和退出方式相互匹配的问题。目前，股权退出方式包括公开上市、回购、转让、上市公司资产注入、定向增发和解禁股权出售等，上述退出方式均依赖于企业的成长壮大和公开交易市场的繁荣，其中，公开上市目前被认为是股权退出的最佳途径。一般企业3~5年内往往难以实现公开上市，信托计划提前退出或者不能直接通过上市退出，将使信托公司失去良好的投资增值机遇。在目前中国的法律框架下，股权投资信托在公开上市时会遇到一定的法律障碍，需要在公开上市之前将拟上市企业的股权及权益转让给第三方。

3. 信托公司投资配套的法律制度尚不健全

虽然《信托公司管理办法》、《信托公司集合资金信托计划管理办法》、《信托公司私人股权投资信托业务操作指引》等法律法规已经对信托公司股权投资业务的开展方式进行了基本的法律约束，但随着信托公司经营实力的增强，部分限制性的规定制约了信托公司投贷联动业务的发展。例如，在信托公司固有业务的实业投资方面，《关于支持信托公司创新发展有关问题的通知》（银监发〔2009〕25号）规定，信托公司开展未上市企业股权投资业务应提出申请，在取得资格后可以自行开展业务，投资总额不得超过上年末净资产的20%，不得投资于关联方，但按规定事前报告并信息披露的除外，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，持有被投资企业股权不得超过5年。上述规定主要是为了防止信托公司在



投资能力与风控水平不匹配的情况下出现过度加杠杆而带来的经营风险。经过十年的经营，信托公司不仅在固有业务的专业能力上有了很大的提高，而且资本实力也大为增强，上述规定限制了信托公司的业务发展空间。另外，在专业子公司股权投资方面，《关于信托公司风险监管的指导意见》（银监办发〔2014〕99号）和《信托公司条例（征求意见稿）》都明确表示支持符合条件的信托公司设立专业子公司开展业务，但关于专业子公司设立、监管、运作等具体的配套制度并未出台。

4. 刚性兑付环境影响投贷联动市场深度

虽然投资股权性项目的投资者均为经过筛选的合格投资者，并经历了全面深入的信息披露和风险提示，但长期以来，由于投资者具有对信托公司刚性兑付的固有观念，对于风险收益波动较大的股权投资项目存在理解上的偏差，这制约着投资者的风险自担意识。投资者对风险收益波动较大的股权投资项目也抱有固定收益的期望。上述情况导致信托公司在开展股权投资时通常作为资金募集通道，本质而言仍是债权投资，影响了投贷联动业务的深度。

（二）信托公司投贷联动业务的相关建议

1. 建立独立的投贷联动业务体系

科创企业具有轻资产、高成长性以及不确定性特点，信托公司应当建立独立的运作流程、风控标准、人员团队、业务模式以适用于投贷联动业务的发展。具体包括：第一，在坚持稳健的贷款融资文化的同时，推进锐意进取的股权投资文化。其中，投资业务采用项目成长性好、商业模式可持续、未来现金流充足的审核标准，建立资金配置、成本利润核算、员工激励等方面的专门业务机制，从组合投资的角度考核整体投资风险收益。第二，无论信托公司采取何种模式开展投贷联动业务，都需要制定完善的内控制度和风控措施，保证“投”和“贷”的独立决策，独立运营。在开展投贷联动业务的过程中，选择优质创新型企业开展业务合作，严控股权所投比重与投资杠杆比例，注意集中度风险防控，分散行业风险、区域风险、创新风险等。第三，加大对复合型人才引进、培养力度。专门招聘和培养一批既熟悉科创企业特点和规律，又对投资行业及金融法律较为熟悉的跨领域复合型人才，将其充实在前台业务营销与中后台审查条线。第四，加大产品和服务创新力度，推进业务模式创新。在现阶段，信托公司可优先通过股权投资公司或产业基金的方式开展投贷联动业务，以便于在集团内更好地协调业务开展，控制总体风险。同时，为更好地发挥专业创投机构的优势，可鼓励信托公司适时与专业创投机构在投贷联动领域开展更深入的业务合作，



探索有效的外部合作模式。另外，在“互联网+”趋势下，云计算、大数据等新技术为投贷联动创新风控方式、提升服务效率以及丰富获客渠道提供了支持。信托公司可借鉴互联网思维与技术，探索创新股权质押和知识产权质押融资方式，推动股权投资和债权融资更加紧密地结合。

2. 探索股权投资的多元化退出机制

资产的流动性对于股权投资业务来说有着举足轻重的作用。一方面，在中国加快构建多层次资本市场体系的背景下，针对当前股权投资信托计划通过 IPO 方式退出存在障碍的问题，信托公司应积极向监管部门反映问题，督促各监管部门建立行之有效的沟通协调机制，营造适宜的发展环境。比如，建议银监会和证监会就信托公司开展股权业务的主体资格、退出渠道、信托资金持有股权企业时有关信息披露等问题进行探讨商议，寻求相应的解决办法。另一方面，应主动对接创业板、新三板、战略新兴产业板和区域股权交易中心等场内和场外资本市场，探索投贷联动业务的多元化退出渠道。

3. 监管部门制定“信托公司投贷联动业务试点指导意见”

投贷联动作为一种金融创新，监管层对此必须要有宏观把握，需明确相关业务的监管要求及实施细则，规范准入标准。首先，建议监管部门调整信托公司以自有资金开展股权投资的相关限制，调整相关投资限制指标，如将投资总额上限调整为“不得超过上年末净资产的 50%”；取消“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；持有被投资企业股权不得超过 5 年”的限制等。其次，建议监管部门制定“信托公司投贷联动业务试点指导意见”，允许有条件的信托公司设立股权投资专业子公司以自有资金或募集资金从事科创企业的股权投资业务，明确试点业务的监管要求与实施细则，规范投贷联动业务的行业准入与企业准入标准等。

4. 各级政府完善相应配套扶持政策

投贷联动不仅需要各类金融机构和创投机构的积极参与，还需要各级政府从政策、配套服务、税收优惠等各方面着手，为投贷联动业务开展创造良好的金融生态环境。一方面，推动各级政府加大财政投入和政策性担保基金建设，完善担保机构、风险补偿基金、投资引导基金等配套的风险分担机制；另一方面，建立公平竞争的市场环境，加大涉及投资、创新创业、高技术服务等领域的简政放权力度，提高市场资源配置效率，着力营造适度的监管环境，鼓励信托公司投贷联动业务创新，不断完善组



织架构、管理方式和金融产品。另外，投贷联动的企业一般以中小科创企业为主，这类企业抵抗外部系统性风险能力弱，极易受到经济波动的影响。建议政府有关部门在推进各类产业扶植政策的同时，进一步加大税收支持力度。^①

5. 加强股权投资类产品的投资者风险教育

通过宣传教育和普及“风险收益匹配”的投资文化，持续培养投资者“卖者有责，买者自负”的契约精神，逐步打破刚性兑付的魔咒，逐步完善信托公司股权投资的生态环境。作为针对各类风险缓释的综合安排，信息披露是打破信托业刚性兑付的重要手段。信托公司有必要为打破刚性兑付做好准备，夯实信息披露工作基础，通过充分的、准确的信息披露，引导客户承担其本应承担的投资风险。

参考文献

- [1] 杨再平，白瑞明，张亮，张晨．探索商业银行投贷联动新模式——英国“中小企业成长基金”启示与借鉴 [J]．中国银行业，2015（7）．
- [2] 张长弓．投贷联动的模式探索 [J]．中国金融，2016（5）．
- [3] 彭诗庆．我国商业银行开展投行业务研究 [D]．成都：西南财经大学，2014．
- [4] 王婵，田增瑞．我国商业银行与创业投资的投贷联动模式研究 [J]．企业活力，2012（6）．
- [5] 薛峰，周荣江，宋文鲁，王永强．商业银行投贷联动模式研究 [N]．金融时报，2016-01-14．
- [6] 王静文．投贷联动的特征、模式及发展对策 [EB/OL]．[2016-04-25]．
<http://bank.hexun.com/2016-04-25/183502769.html>．
- [7] 小微金融创新实务 [EB/OL]．[2015-07-11]．<http://qoofan.com/read/18AvyN9wne.html>．
- [8] 陈植．解密平安信托 PE 业务 [EB/OL]．[2014-11-28]．<http://business.sohu.com/20141128/n406457269.shtml>．
- [9] 王洪生．科技型中小企业云融资模式研究 [D]．济南：山东大学，2015．
- [10] 魏国雄．投贷联动的风险防控 [J]．中国金融，2016（5）．

^① 金煜．商业银行探索投贷联动需树立新思维 [J]．中国银行业，2015（7）．



[11] 李博彧. 我国信托制私募股权投资基金的法律风险与退出机制 [D]. 长春: 吉林大学, 2015.

[12] 刘博研, 韩立岩. 信托公司股权投资业务现状及发展方向 [J]. 债券, 2015 (7).

[13] 郑超. 商业银行开展投贷联动的操作模式及政策建议 [J]. 时代金融, 2016 (12).

[14] 金炜. 凯乐科技: 携手大股东, 引进硅谷天堂和中融信托成立两只 5 亿级产业并购基金 [EB/OL]. [2015 - 02 - 04]. http://vip.stock.finance.sina.com.cn/q/go.php/vReport_Show/kind/search/rptid/2662720/index.phtml.

[15] 金煜. 商业银行探索投贷联动需树立新思维 [J]. 中国银行业, 2015 (7).



金融机构间家族财富管理产品供给比较研究

课题牵头单位：西南财经大学信托与理财研究所

课题组成员：

刘 阳 翟立宏 罗荣华

付巍伟 刘健飞

西南财经大学信托与理财研究所

刘春长

建信信托有限责任公司

和晋予

国投泰康信托有限公司

陈 文

四川信托有限公司

李元龙

万向信托有限公司

王玉国

中诚信托有限责任公司

杨馨怡

华澳国际信托有限公司

周 萍

中信信托有限责任公司



摘 要

中国经济的高速发展造就了一大批高净值人士，也催生出广阔的财富管理机会。本课题基于相关理论并结合境内外现实情况，对中国不同金融机构间家族财富管理的供给模式、供给产品进行了比较分析，深入研究了中国家族财富管理的发展趋势，并站在信托的角度为家族财富产品设计、管理模式创新提供建议。

本课题共分为七部分：

第一部分主要界定了财富管理及家族财富管理概念，介绍了中国财富管理市场现状、境外成熟的财富管理盈利模式及其提供的财富管理内容，并对家族财富管理涉及主体进行界定和说明。

第二部分对私人银行的服务体系和服务模式、家族信托四大业务模式及其特点、保险公司大额保单模式以及境内外第三方财富管理机构等主要家族财富管理机构的运营模式进行了分析和比较。

第三部分对各机构有代表性的家族财富管理产品进行具体案例分析，从产品规模、功能和定位、产品投向及资产配置等九个不同维度横向比较分析了不同金融机构间家族财富管理产品的供给特征。

第四部分从供给侧角度分析了各大家族财富管理主体实践中所存在的问题，归纳出制约家族财富管理发展的障碍，并对家族财富管理机构和产品提出了相应的改革建议。

第五部分从投资者视角分析了高净值客户的需求侧变化，具体包括高净值人士风险偏好和产品收益预期有所上升，对期限较长的产品偏好呈递减趋势，财富传承、股权治理、家族治理和事务管理等多样化需求逐步增强。

第六部分针对前述个性化理财需求和多元化定制服务需求，以家族信托为例进行产品设计创新，结合案例对事务管理类信托提供建议。

第七部分从金融机构角度总结了家族财富管理机构的未来发展趋势，即走向一站式金融服务和全球资产配置，并针对不同年龄阶层的客户开发个性化服务工具，同时借鉴境外成熟的产品集成商模式，整合现有财富管理产品和服务资源，为中国金融机



构下一步发展家族财富管理提供思路。

关键词：家族财富管理 私人银行 家族信托 第三方理财机构



目 录

一、前言	415
(一) 家族财富管理概念界定	415
(二) 家族财富管理涉及要素：投资者、财富管理机构和产品	417
二、中国不同金融机构间家族财富管理运营模式比较分析	423
(一) 私人银行家族财富管理模式	423
(二) 信托公司家族财富管理模式	425
(三) 保险公司家族财富管理模式	429
(四) 第三方财富管理机构家族财富管理模式	431
(五) 不同金融机构财富管理业务链的特征比较	432
三、不同金融机构间家族财富管理产品案例分析	432
(一) 私人银行产品分析	432
(二) 境内信托案例分析	435
(三) 境外信托案例分析	436
(四) 大额保单产品分析	437
(五) 不同金融机构间家族财富管理产品特征的比较研究	439
四、家族财富管理市场的问题和障碍分析	443
(一) 家族财富管理机构存在的问题	443
(二) 家族财富管理业务发展所面临的障碍	448
(三) 针对家族财富管理供给的建议	451
五、中国家族财富管理投资者的需求分析	453
(一) 风险偏好和产品收益类型偏好	453
(二) 财富传承成为重要目标	455
(三) 流动性偏好及期限设置	456
(四) 股权控制及家族治理	457
(五) 事务管理需求	458



六、家族财富管理产品设计创新——以家族信托为例	459
(一) 监管政策与法律法规	459
(二) 基于投资者有效需求的产品创新	461
(三) 产品形式与资产配置的要害再组合创新	462
(四) 事务管理类家族信托产品创新	463
七、中国家族财富管理发展趋势分析	465
(一) 金融牌照资源整合及产品集成商设计	465
(二) 金融服务与事务管理类服务的结合	467
(三) 一站式综合服务趋势	468
(四) 依据客户生命周期需求的全周期产品设计	471
(五) 资产配置的国际化与长周期化	473
参考文献	474



一、前言

(一) 家族财富管理概念界定

1. 财富管理概念及现状

(1) 财富管理概念。伴随着中国经济的快速发展，社会财富快速积累，与此对应的财富管理市场也经历了十几年的迅猛增长。《2015 中国私人财富报告》的数据显示，截至 2015 年末，中国财富管理市场已超百万亿元。

财富管理是一个很宽泛的概念，目前对于财富管理的概念并无一致定义，借鉴国际经验及中国行业共识，财富管理是指以客户为中心，设计出一套全面的财务规划，通过向客户提供现金、信用、保险、投资组合等一系列的金融服务，对客户的资产、负债、流动性进行管理，以满足客户不同阶段的财务需求，帮助客户达到降低风险、实现财富增值的目的。财富管理范围包括现金储蓄及管理、债务管理、个人风险管理、保险计划、投资组合管理、退休计划及遗产安排等。

从财富管理的定义来看，财富管理涵盖的面很广，会涉及商业银行、保险公司、信托公司、公募及私募基金、证券投资公司及第三方财富管理机构等。其产品形式会涵盖银行理财、信托、股权投资基金、债券投资基金、股票投资基金、券商资管计划、保险资管产品、投资型保险和期货资管产品等。

(2) 中国财富管理市场现状。根据波士顿咨询公司发布的《2016 全球资产管理报告》，从世界范围内来看，北美和日本等的资产管理规模增速已经接近于零，但近年来亚太地区（除日本和澳大利亚）的资产管理规模则仍然保持 10% 以上的高增长。

投中研究院在 2016 年发布的《中国财富管理的发展现状及未来趋势》一文显示，中国居民的主要投资理财方式仍然是存款和房产投资，其中商业银行存款和各类理财占比约为 40%，不动产投资占比约为 35%，其他如股票投资、债券投资总额相加不足 20%。这样的资产配置一方面体现出中国过去十余年以房地产为主导的经济发展形态，另一方面也体现出国民务实保守的投资理念。

未来根据党的十八大目标，要多渠道增加居民财产性收入，实现居民收入增长和经济发展同步，到 2020 年实现城乡居民人均收入比 2010 年翻一番。伴随着财富管理市场需求的巨量增长，产品供给端可以尝试从固定收益类投资项目逐步向高风险、高收益、权益类产品过渡，使中国居民的资产配置向多元化、合理化方向发展。



2. 家族财富管理的概念及现状

(1) 家族财富管理的概念。改革开放以来，中国经济发展进入了快车道，在催生出巨大的财富管理市场的同时，也造就了一大批以民营企业家为代表的高净值人士。对于这些高净值人士而言，随着私人财富的高速增长、企业的不断壮大，传统的财富管理市场已经无法满足他们的需求。随着“创一代”普遍步入50~60岁的高龄期，代际传承也开始步入高峰期。从财富积累的四个阶段——创富、守富、享富、传富来看，步入守富阶段之后，高净值人士有着日益迫切的财富管理需求。具体需求突出表现在以下四个方面：第一，多元化和个性化趋势；第二，财富管理需求从单一财富增值转变为财产保全、企业发展、财富传承、子女教育的综合化需求，此外，还有高端社交、政府沟通安排等；第三，财富传承成为超高净值人士重要的财富目标；第四，从分散风险转向追求收益。可以看出，在新的时代条件下，以前的财富管理市场单一追求资本保值增值的目的已经无法满足高净值人士的多样化财富管理需求，尤其是对于那些拥有庞大家族企业的高净值人士而言，在这种背景下家族财富管理应运而生。

综上，可以将家族财富管理的概念界定为：家族财富（包括物质财富、精神财富、社会资源、人力资源等）的保障与传承，家族资产的长期投资理财，家族企业的投行及公司银行服务，家族成员及家族企业的税务筹划、法律咨询，以及家族增值服务、家族慈善等一系列针对家族财富及事务的相关安排。

(2) 国外财富管理的发展经验。财富管理起源于16世纪中期的瑞士日内瓦。20世纪80年代初，由于宏观环境发生了变化，商业银行经历了利率市场化的过程，经营策略也逐渐转向中间业务，此时财富管理的客户目标则定位于高净值人士。90年代以后，财富管理迅速发展，成为多家跨国大型商业银行的重要利润来源。21世纪以来，随着行业竞争的不断加剧，财富管理在经营模式、治理结构、投资标的和策略等方面经历了一次转型，一部分机构依靠其规模优势占据了竞争优势地位，另一部分机构充分利用客户的黏性以及其提供的高品质服务，开辟了新的竞争空间。

财富管理机构的盈利模式大致可分为按管理的资产规模收费模式以及按每笔交易单独收费模式。在欧洲，主要按照客户在本机构管理的资产总额收取一定比例的管理费用，但每次交易所收取的手续费用相对较低，客户也倾向于资产的安全性以及财富的传承，而在美国则以交易驱动，对于客户的交易指令收取较高的费用。

欧美银行业可提供的财富管理内容非常广泛，强调的是客户与财富管理顾问要建



立起长期、相互信任的关系，财富管理顾问要在了解客户的财务需要和财务目标的基础上，为客户量身定制一个全面的财务规划方案和资产配置建议，在此基础上，为客户提供全面的金融服务和金融产品。以美国为例，首先，财富管理包括对财富进行估值，帮助客户进行家庭资产负债表分析，通过资产配置和投资策略的运用，帮助客户进行全面的财富规划，甚至包括所得税规划、教育费用融资规划、遗产规划、商业利益规划，以及帮助客户设立慈善捐赠的信托计划等；其次，财富管理可供客户选择的金融产品众多，包括了各类股票、债券、结构性产品、共同基金、对冲基金、私募股权基金、人寿保险、财产保险、责任保险、健康保险、单位信托投资计划以及401K养老计划、企业年金等各类员工福利和养老金计划等。可以看到，在欧美、日本、中国台湾和中国香港等国家和地区，由于混业经营的金融体制和全能型银行的存在，可以提供包括股票、债券、保险、信托等性质的金融产品和金融服务，种类十分丰富。

(3) 中国家族财富管理市场现状。国泰君安2016年发布的行业研究报告显示，中国家族财富管理市场的参与方包括商业银行、信托公司、保险公司、第三方财富管理机构等，其中商业银行是最主要的财富管理机构，大约占60%的市场份额，主要提供融资投资、储蓄、信贷、结算、商业保险和金融信息咨询等多方面金融服务。此外，国际机构提供境外资产配置、境外投资等差异化产品，竞相争夺中国家族财富管理市场。

目前，中国家族财富管理行业总体处于发展初级阶段，存在着产品服务同质化较为严重、投资工具和标的较为缺乏、高素质人才队伍规模较小、相关法律法规不够健全等诸多问题。特别是在方案解决上，中国现有财富管理机构仍是以提供现有产品为主，以帮助客户完成现金增长为目标，离真正的家族财富管理和客户导向仍有一定差距。而具有境外成熟家族财富管理服务经验的机构，受限于中国政治、经济、文化等条件，无法在境内落实其服务体系，只能提供部分境外服务。规避监管、力争牌照红利和整合金融资源的动机，驱动银行、信托公司、保险公司、第三方财富管理机构、证券公司、基金公司和金融租赁公司等金融机构之间开展了广泛的合作。

(二) 家族财富管理涉及要素：投资者、财富管理机构和产品

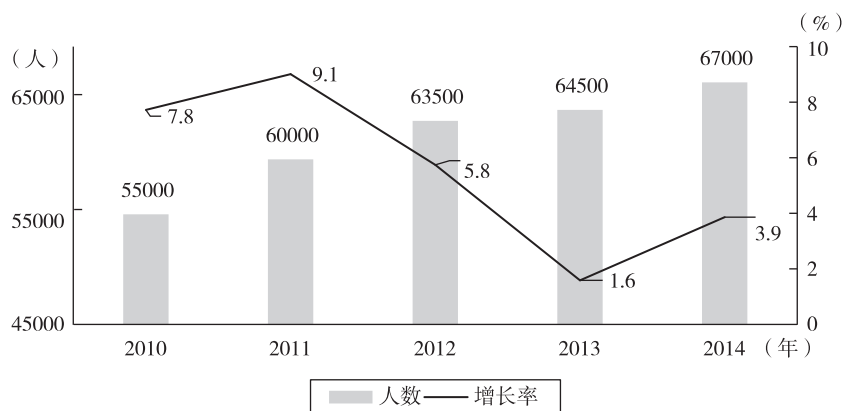
家族财富管理涉及的要素首先是投资者，一般是指超高净值客户；其次是提供家族财富管理服务的财富管理机构，包括私人银行、信托公司、保险公司以及第三方财富管理机构等；最后是有关家族财富管理的相关产品。此部分将从这三个方面来详细



介绍相关要素。

1. 投资者

中国真正意义上的财富积累不过短短 30 多年，但已经产生了一批卓有成就的企业家。2016 胡润全球富豪榜显示，中国千万富豪已达 121 万人，亿万富豪已达 7.8 万人，中国拥有 10 亿美元以上资产的富豪家族人数首次超越美国。图 1 是 2010—2015 年中国超高净值人群数量与增长率。

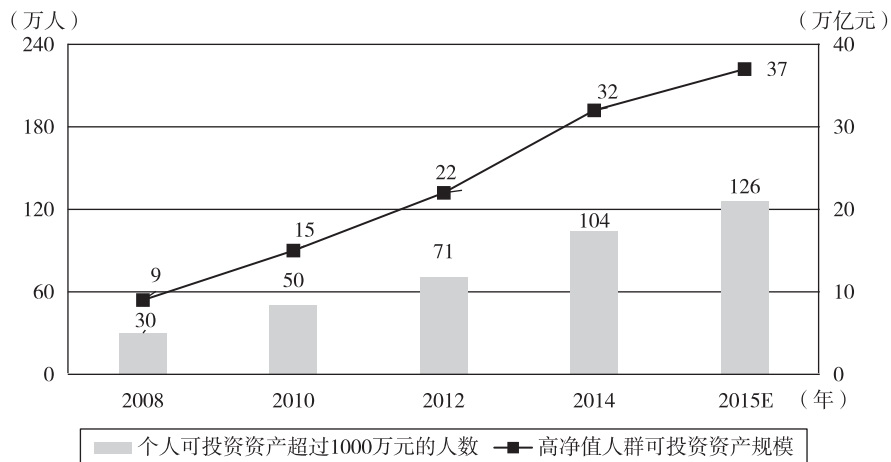


注：金融和实物资产超过 1 亿元。

数据来源：《中国超高净值人群需求调研报告》（2014-2015）。

图 1 中国超高净值人群数量与增长率

图 2 则是 2008 年至 2015 年中国高净值人群（个人可投资资产超过 1000 万元）



注：2015 年数据为预测值。

资料来源：《2015 中国私人财富报告》。

图 2 中国高净值人群数量和投资规模



的投资规模变动情况。可以看出，无论是从人群数量还是从总投资规模来看，中国的财富管理市场都以较快速度增长。

与此同时，民营经济已占据中国国民经济 1/3 以上的份额，相关统计数据显示，在资产过亿元的民营企业家中，50 岁以上约为 60%。也就是说，在未来的十几年内，中国有一半以上的民营企业要完成交班换代。如果找不到合格的接班人或合适的传承方式，95% 以上的中国民营企业家将难以摆脱“富不过三代”的宿命，家族企业进入移交阶段，使得家族财富的管理与传承逐渐成为新兴财富家族的迫切需求。同时遗产税政策预期、家族财富保障、子女成长支持、家族治理安排也是促使高净值人群开始考虑家族财富管理的主要原因。

2. 家族财富管理机构

2013 年平安信托首推家族信托产品，拉开了中国家族信托的发展大幕。此后几年时间，私人银行、信托公司、保险公司、第三方财富管理机构等纷纷开展了自己的家族财富管理业务。

(1) 私人银行。2007 年，中国商业银行开始发展私人银行业务。私人银行业务是以财富管理为核心，面向超高净值客户提供的顶级专业化、以财富管理和财富保障为中心的一揽子金融服务，具有高利润率和较少资本金占用等特点，也是银行近年来重点打造的中间业务板块之一。一般来说，需要拥有至少 100 万美元或等值人民币以上的流动资产才可在较大型的国际金融公司或银行中申请开设此类服务。私人银行服务最主要的是资产管理、规划投资，根据客户财富保值增值、抵御通货膨胀等需求提供特殊服务。

目前中国很多银行都将私人银行作为独立的事业部运作，并向子公司转型作准备，这些均体现出银行对这块业务的战略重视。同时，私人银行业务流程也开始优化，从资金端来看，私人银行根据客户的金融资产规模、需求、发展潜力等方面的差异开展了分层服务，当可投资资产达到某个门槛以上时，私人银行会根据客户家庭需求量身定制组合化产品及服务方案。在资产端，中国已有私人银行开始尝试通过构建 MOM 和 FOF 的投资管理模式，采用大类资产配置的策略把资金分配给下层各类资产的子基金管理人管理，分散配置固定收益、权益及跨境等各类资产，为客户提供多元资产组合并分散风险。

另外，由于家族信托在中国逐渐为高净值人群所熟悉，商业银行的私人银行也开始尝试与信托公司合作，由商业银行的私人银行内部投资顾问团队或资产配置团队与



信托公司的家族信托业务团队进行对接，推出家族信托与全权委托相结合的“双托”模式，满足客户资产隔离和个性化投资的综合需求。

(2) 信托公司。信托公司的财富管理业务是以服务高净值客户为中心，通过对客户分类、财务状况、风险偏好和财富目标等的深入了解，然后提供产品和服务，专业理财顾问针对客户不同情况量身定制财务规划来帮助客户实现财富管理目标。在资产配置方面，对客户受托资产按照风险与收益匹配的原则，合理地把客户委托资产配置于货币市场、资本市场、同业市场、银行间债券市场、信贷资产市场、房地产市场以及其他另类投（融）资市场。中信信托发布的《中国信托业发展研究报告（2015）》的数据显示，信托业典型的几种特色业务包括银信合作、信政合作、私募基金合作、PE、基金化房地产信托和 QDII，其中银信合作所占规模最高，2015 年末，存量银信合作规模为 40671 亿元，占信托资产规模的比例为 24.95%。信政合作和私募基金合作的比例分别为 8.31% 和 2.67%，而 PE、基金化房地产信托和 QDII 规模较小，三者所占比重之和不足 1%。在 2015 年中国 93 万亿元的资产管理规模中，银行为 23 万亿元，信托公司 16 万亿元。相比银行，信托公司的优势在于其独特的法律地位和跨市场的高度灵活性，以及最能体现“受人之托，代人理财”的资产管理本源。

随着泛资管时代的到来，各财富管理机构也在不断提升自己的竞争力。信托业虽然规模占比很大，但仍然以传统通道业务为主，在目前监管层去通道和穿透原则的背景下，这部分业务面临收缩风险；而非通道类的非标业务面临其他融资渠道的激烈竞争。因此，信托公司的传统财富管理业务也亟须转型升级，近两年来信托公司不断探索和尝试其他新业务、新领域，包括家族信托、资产证券化、互联网信托等。其中，家族信托是信托公司近年来为了满足中国日益增长的家族企业财富管理需求，实现家族特殊目的而开展的信托业务。和普通信托计划相比，家族信托指的是为了某一或部分家族成员利益设立的生前信托或者遗嘱信托。

源于古罗马帝国时代信托遗赠制的家族信托，是以家族成员作为委托人，将合法拥有的财产委托给信托机构，由信托机构代为管理、处置家庭财产，并向指定受益人定期分配的一种财产管理方式，目的在于实现家族财富的规划、传承和保护。作为一项家族财富传承工具，家族信托早已在国际上广泛盛行，但在中国还只是初露端倪。对于家族企业家等高净值客户而言，家族信托可以很好地满足他们的财富管理需求。首先，可以帮助家族企业家等高净值客户设计合适的财产配置方案，进而实现财富的保值增值；其次，可以帮助高净值客户进行家族治理、家族企业治理，实现家族和企



业的保护、管理与传承；再次，可以为高净值客户提供诸如高端消费、子女教育规划、移民养老等定制化服务；最后，可以结合信托的优势、专业化的团队解决客户未来可能遇到的不确定问题，比如中国遗产税的推出，家族信托可以为其设计避税方案。

(3) 保险公司。作为财富传承的一大常用工具，保险在家族财富管理中扮演着重要的角色。保险传承的传承方式主要是，被继承人通过购买高额人寿保险，指定保险受益人及保险收益金比例，届时将约定的财产传承给指定受益人。从发达国家和地区的经验来看，人寿保险是很好的合理避税和遗产安排工具，许多富有家庭通过购买大额保单来有效规避因大量资金和财产滞留所产生的利息所得税以及遗产税，同时保险通过指定受益人的方式还可有效规避遗产纠纷。在保险期，投保人可以更改受益人，使得财产继承权充分掌握在投保人手里。目前，保险监管机构对险资运用的鼓励引导态度也有利于家族保险的资产配置功能的实现，例如，保监会发布相关规则允许保险公司对保险资金灵活运用、逐步开放全球配置、联合专业化外部机构管理、适度提高混业经营能力等。

为适应中国高净值人群财富管理的多元化需求，保险公司也开始寻求和信托公司合作的机会，力图打造保险金信托产品。例如，2014年5月4日，中信集团金融板块旗下的中信信托和信诚人寿联袂推出了中国首款保险金信托。把保险装入信托后成立保险信托，既可以约定将保险金在给付时归入信托，也可以用信托财产直接投保，因此“家族保险+信托”成为财富传承的重要管理工具。

(4) 第三方财富管理机构。第三方财富管理机构是指独立于银行、保险、证券等金融机构之外，代表客户利益，根据客户需求，独立、客观、公正地为客户进行金融资产配置和理财产品筛选的专业财富管理机构。第三方财富管理机构的服务内涵相对广泛，囊括财产保护、财富积累和财产传承各个阶段，其优势在于能够从第三方的独立角度为客户提供投资理财建议而不仅仅是产品销售。作为财富管理市场的新秀，第三方财富管理机构呈现出了较为迅猛的发展态势，其独立第三方财富管理机构的定位也吸引了大量的高净值客户。

中国的第三方财富管理机构已有上百家，但是真正能在市场上立足的却为数不多，影响较大的有诺亚财富、展恒理财、恒天财富等，第三方财富管理机构的市场份额仍然较小。据公开数据统计，2015年财富管理机构的总资产约为4.68万亿元，占整个财富管理市场的份额约为5%。第三方财富管理机构的优势在于较为灵活，不仅



可以直接参与市场其他机构所提供的家族财富管理产品，还可以通过设立家族办公室这一高端形式来参与家族财富管理，它们对于家族办公室的理解和处理更接近境外的成熟经验。

(5) 家族基金和家族办公室。家族财富通过设立家族基金来完成财富传承，在慈善行业比较常见。首先设立一个独立的具有慈善性质的法人，再通过相关辅助安排，从而保证财富的传承以及使用。但是家族基金更加倾向于回馈社会，通过设立家族基金把积累的巨额财富用到更为需要帮助的人们身上，从而抛弃了以往富豪只愿意将财富传给子孙的观点。巴菲特和比尔·盖茨所设立的家族基金会就是这样的典型案例。

现代意义上的家族办公室出现于 19 世纪中叶。家族办公室从富有家族的考虑出发，为其提供各种专业的管理咨询和操作服务，这些服务由与办公室形成长期固定合作关系的机构或专业人士提供，包括律师、注册会计师、投资管理机构、股票经纪人、保险代理、银行、独立信托实体。

家族办公室较为私密，在提供广泛的高度专业化和定制的服务方面有着悠久的历史，由涉及不同领域行业的专家组成，监督及管理整个家族的财务、健康、风险、教育发展等，以协助家族获得成功以及顺利发展为目标。同时，家族办公室的意见相对公正和客观，与家族的其他顾问提供服务的整合与协调，为同一个家族的几代人提供高度个性化的服务。

3. 家族财富管理产品和服务划分

对于家族财富管理产品和服务的划分可以从两个维度进行。其一是按提供的服务维度划分，可分为财富管理常规服务和私人银行及家族办公室服务（如图 3 所示）。

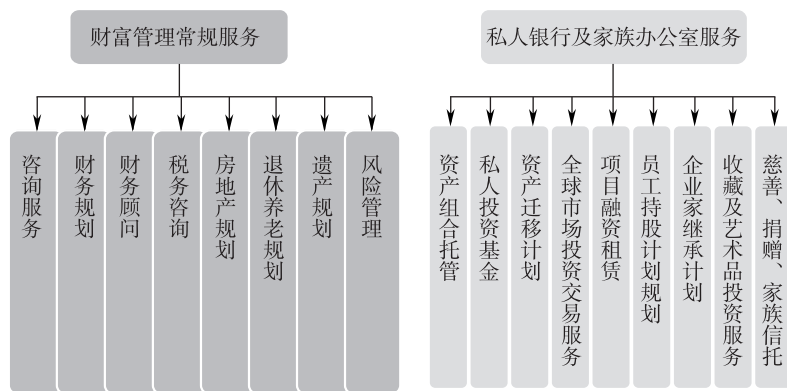


图 3 按提供的服务维度划分



财富管理常规服务可以为客户提供系统化的资产管理建议、不同类型的资产配置规划、融资方案、遗产规划等；私人银行及家族办公室服务可以提供全球化投资组合管理、移民时的财产转移计划等。其二是参考 Wind 数据库的分类，可以按提供的产品属性进行划分，主要可划分为货币类、固定收益类、权益类、保险、房地产和另类投资六大类（如图 4 所示）。

货币类	固定收益类	权益类	保险	房地产	另类投资
• 现金 / 存款 • 信贷 / 贷款 • 信托 • 其他货币工具	• 债券 / 票据 • 债券类基金 • 其他固定类收益工具	• 股票投资组合 • 股票基金 • 共同基金 • 融资融券	• 理财保险 • 商业养老保险 • 人寿保险	• 商用房地产 • 房地产信托基金 • 住宅类房地产 • 未开发物业 • 农地	• 结构性产品 • 金融衍生品 • 外汇 • 避险基金 • 大宗商品 • PE/VC 投资

图 4 按提供的产品属性划分

值得注意的是，这些家族财富管理工具并不孤立，而是有着紧密联系，可以根据财富管理的不同规划和需求，综合利用各种工具制订最优化的财富管理方案。

二、中国不同金融机构间家族财富管理运营模式比较分析

在此部分将结合私人银行、信托公司、保险公司和第三方财富管理机构四类家族财富管理机构的业务模式 and 特点，重点对它们的经营管理模式进行比较和分析。

（一）私人银行家族财富管理模式

1. 私人银行业务现状

通过收集整理 2015 年披露的有关中资银行私人银行业务数据，可以发现，中资银行的私人银行业务发展迅猛，在客户数量和管理资产规模上都有较高的增长。具体情况参见表 1。

表 1 2015—2016 年上市银行私人银行的业务发展概况

银行名称	客户门槛（万元）	客户数量（万元）	增速（%）	管理资产规模（亿元）	增速（%）
中国银行	800	8.65	16.89	8100	12.50
招商银行	1000	4.90	49.12	12521	66.37
中信银行	600	1.71	25.11	2595.68	28.78



续表

银行名称	客户门槛（万元）	客户数量（万元）	增速（%）	管理资产规模（亿元）	增速（%）
交通银行	600	3.00	26.00	4073	39.97
工商银行	800	6.24	44.80	10600	44.30
建设银行*	1000	—	—	—	32.94
民生银行**	800	—	—	2730	18.50
农业银行	500	6.90	21.05	8077	25.70
浦发银行	800	1.50	25.00	3000	36.36
光大银行	1000	2.43	32.43	2285	35.61
平安银行	600	1.45	44.30	2500	64%

注：* 建设银行只披露了管理资产规模的增速，根据 2014 年的规模，若假设统计口径一致，估计其管理的资产规模接近万亿元。

** 民生银行客户管理数量缺失，可用数据为其管理的资产规模。

数据来源：Wind、各商业银行年报。

2. 私人银行产品概况

私人银行为高净值客户提供了或单一或批量定制的多元化产品及服务。整体上看，私人银行专项产品类别如图 5 所示。

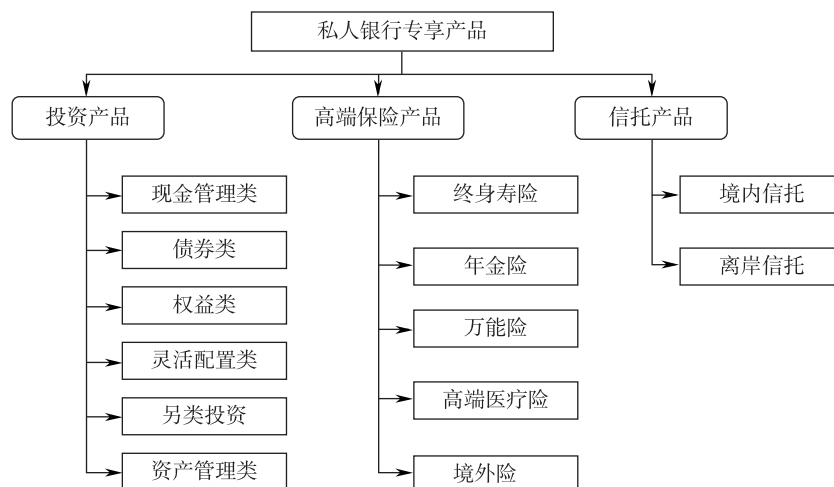


图 5 私人银行专享产品类别及架构

3. 服务体系

中国私人银行服务体系在吸取了境外先进私人银行经验的基础上，现行的是作为集投资服务、融资服务、顾问服务、增值服务四位一体的服务通道，同时实行“1+1+N”的服务模式，即私人银行为客户配备一对一的专职客户经理，每个客户经理身后都有一个投资团队作服务支持。

在资产端方面，资产管理配置仍旧是服务体系中的关键，即如何根据高净值客户



的个性化需求和风险偏好，结合丰富多元的产品去配置资产期限、类别、比例等。私人银行融资服务专注于专享信贷、优惠信贷等，并结合客户实际情况开发出多样化融资手段，例如股票质押式回购、约定式回购、信托融资、租赁融资等。中国私人银行还常常与境内外知名星级酒店、权威医疗机构、高端旅行社等各类服务商合作，提升增值服务。此外，面对高端客户多样化的需求，私人银行顾问服务也开始提供税务咨询、法律咨询、跨境金融等综合金融服务，如图6所示。

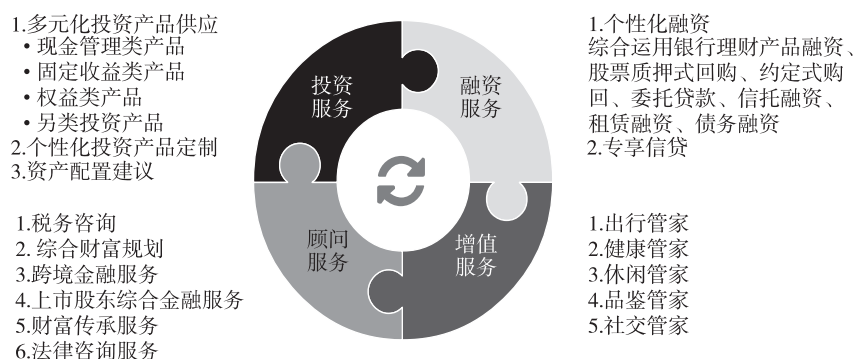


图6 中国农业银行的私人银行产品及服务体系

（二）信托公司家族财富管理模式

1. 中国家族信托业务开展现状

中国的第一个家族信托计划是平安信托推出的平安财富·鸿承世家系列单一完全资金信托。该信托起步金额为5000万元，合同期为50年。随后，北京信托、外贸信托、中信信托、上海信托等多家信托公司相继开展了家族信托探索和实践，目前北京信托、平安信托和外贸信托等都已设立了十多单相关产品，规模也都已经达到数十亿元。

截至2016年第二季度末，信托资产规模突破17万亿元。近年来，在信託管理资产规模高速发展的情况下，如何加快实现信托发展方向的转变，是信托业未来可持续发展的关键。2015年监管层下发一系列文件促进信托业回归本源——“受人之托，代人理财”，具体围绕“强监管”、“促转型”两大路径展开。作为回归本源的业务之一，家族信托无疑是重要发展方向。目前，境内信托公司积极布局家族信托业务，积极探索业务创新模式，在家族信托领域作出了有益探索，并逐步积累了一些经验。

2. 离岸模式先行时期

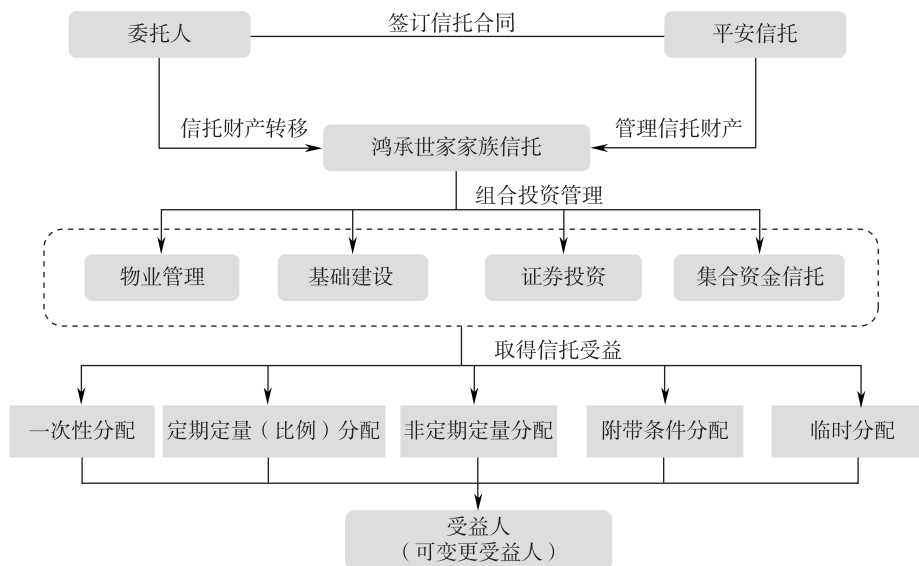
中国香港地区及台湾地区较早地引入了信托制度，加之先前经济发展较好，部分人财富累积也达到了一定程度，这部分人开始关注财富规划和传承，家族信托成为首



选的金融工具。而内地家族信托的概念却是近几年才开始出现，在此之前，内地一些企业家大多在香港设立家族信托，普遍采用“离岸公司+信托”的基本结构。由家族创始人发起家族信托基金，委托离岸公司持有原家族成员所持股份，实现对家族企业股权的控制，比如潘石屹和张欣的 SOHO 中国、张茵的玖龙纸业、吴亚军的龙湖地产、纪凯婷的龙光地产等。

3. 家族信托在岸模式

(1) 由信托公司主导。信托公司主导主要是指信托公司在家族信托业务开展中起主导作用，包括业务开展过程中的客户资源挖掘、根据客户需求进行的投资决策设计、配套产品与服务提供等。2013 年，平安信托推出的“鸿承世家”系列单一资金信托产品就属于该业务模式。该信托公司主导的家族信托交易结构如图 7 所示。

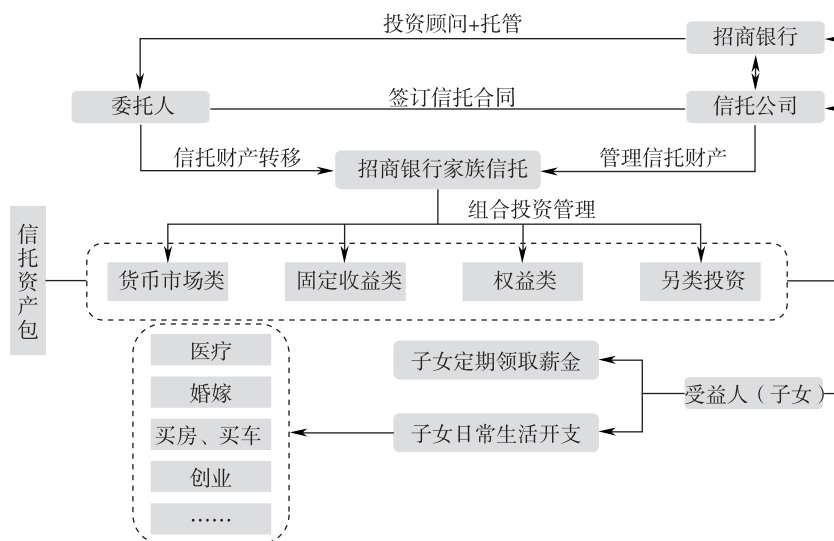


资料来源：根据信托产品发行资料整理。

图 7 平安财富·鸿承世家系列

(2) 信托公司作为通道，由私人银行主导。该模式的特色主要体现在银行的私人银行部门利用其客户优势和渠道优势在家族信托中起主导作用，在整个家族信托的交易结构中，信托公司处于事务管理服务的地位，也承担相对有限的责任。相对而言，信托公司在此类模式中处于较为被动的地位，主动管理作用体现不明显，在一定程度上类似于通道作用。招商银行和外贸信托推出的家族信托的具体模式结构如图 8 所示。

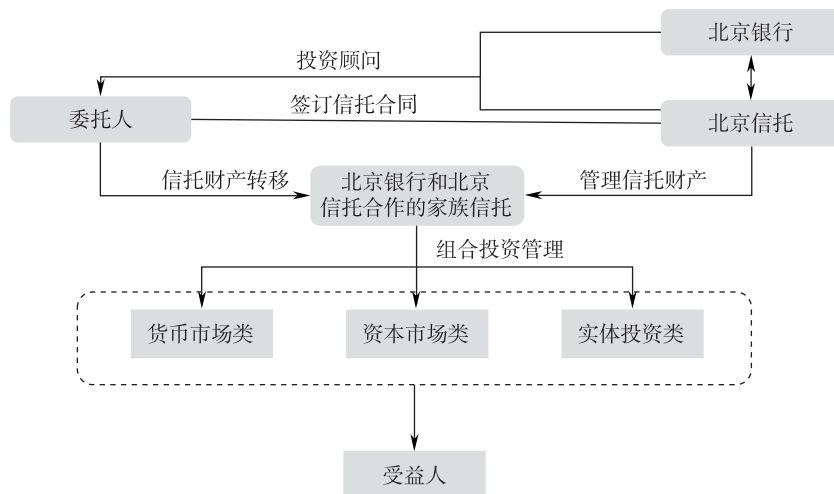
(3) 私人银行和信托公司合作。私人银行与信托公司合作模式是指由银行与信



资料来源：根据四川信托提供资料整理。

图8 招商银行某一款家族信托的交易结构

托公司形成战略合作关系，在客户需求分析、产品结构设计与具体投资策略制定方面各取所长，共同管理信托资产。信托公司与私人银行合作开展家族信托的模式能够有效弥补各自不足，发挥各自优势。北京银行与北京信托在 2013 年推出了信托公司与私人银行合作模式的家族信托，大体情况如图 9 所示。



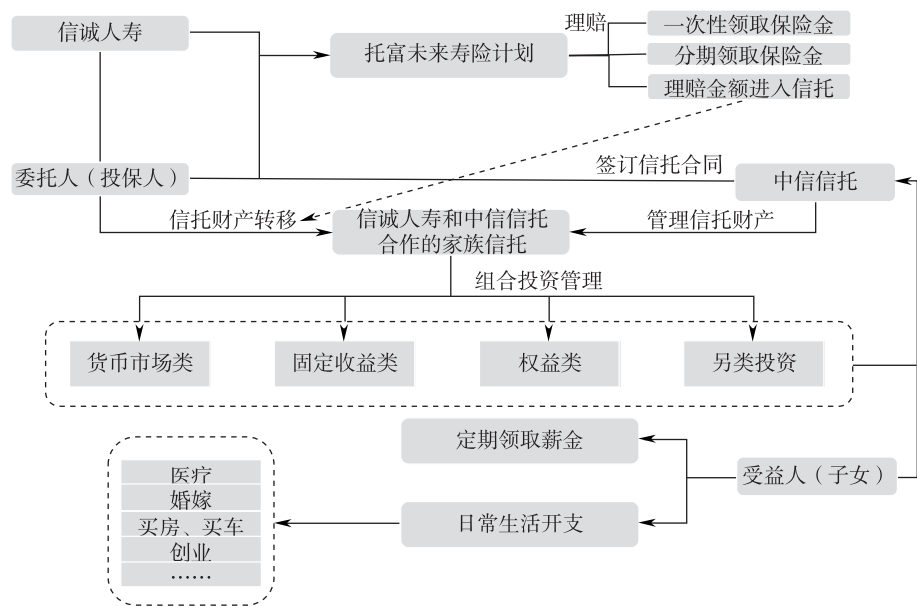
资料来源：根据四川信托提供资料整理。

图9 北京银行和北京信托合作的家族信托交易结构

(4) 保险公司和信托公司合作。保险公司与信托公司合作模式是指信托公司和



保险公司通过合作设计出保险金信托，服务高净值客户的家族财富管理。保险金信托是指投保人在签订保险合同的同时，将其在保险合同下的权益（主要是保险理赔金）设立信托，一旦发生保险理赔，信托公司将按照投保人事先对保险理赔金的处分和分配意志，长期且高效地管理这笔资金，实现对投保人意志的延续和忠实履行。2014年5月信诚人寿和中信信托推出了相关合作的产品，该产品的大体情况如图10所示。



资料来源：根据四川信托提供资料整理。

图 10 信诚人寿和中信信托合作的家族信托交易结构

(5) 四大在岸业务模式对比分析。

表 2 四种家族信托业务模式比较

比较项目	平安财富·鸿承世家	招商银行的家族信托	北京银行和北京信托合作的家族信托	信诚人寿和中信信托合作的家族信托
产品性质	可撤销、可变更信托	不可撤销信托	不可撤销信托	终身寿险+信托选择权
产品门槛	总额度在 5000 万元以上	5000 万元金融资产	3000 万元现金	不低于 800 万元
期限	50 年	30 ~ 50 年	5 年以上	资金领完终止
主导主体	平安信托	招商银行	北京银行和北京信托	信诚人寿和中信信托
委托人参与程度	委托人生前参与、监督、提供意见	委托人生前参与、监督、提供意见	北京银行和北京信托充当顾问，委托人参与	专业的团队进行资产管理
信托收益分配方式	一次性分配、比例分配、非定期定量分配、临时分配、附带条件分配	定期分配、不定期分配	委托人根据自身需要进行设定	每年领取固定保险金

资料来源：根据相关资料整理。



4. 离岸模式与在岸模式对比分析

离岸模式相较在岸模式更为成熟，也为指导在岸模式的发展提供了一些借鉴意义。离岸家族信托有以下几大优点。

(1) 离岸模式强化了对家族财产的控制权。通常企业专门设立一家有限责任公司作为受托人专门为某个或某几个信托服务，该公司中除了有专业的信托机构，还有家族内部非常信任的私人顾问，如律师、会计师等会出任董事会成员，甚至家族内部成员也会参与其中担任保护人或指定人，从而形成对受托人的制衡。这极大地避免了“受托人中心主义”给离岸信托委托人带来的高风险，同时，也强化了家族对企业财产长期的制约和控制能力。

(2) 离岸家族信托资产多元化且有立法保障。在离岸地设立的家族信托，除了可以将现金资产装入信托外，还可以将境外公司的股权转入。离岸地的《信托法》以及《受托人法》等相关法律还为股权信托提供了稳定的立法保障。此外，虽然信托不具有“永续性”，但是离岸地的法律制度一般都较为灵活，规定了较长时间的存续期。例如，英属维尔京群岛在新修订的法律中规定，信托的存续期由 100 年延长为 360 年。

(3) 巨大的税收优惠和完善的司法保护制度。离岸地本身就是避税天堂，对离岸信托还有特别的优惠政策。离岸地通常都具有独立的司法权。离岸信托可以防止外国法律对信托受益人权利的伤害。例如，如果他人按照母国法律要求对设立在离岸地的信托资产实施强制执行或继承，离岸地有权以与当地法律不一致而拒绝执行。

当然，离岸信托中也蕴藏了一些税务风险、汇率风险、信托无效和撤销风险、受托人风险等。总体而言，离岸模式有其业务模式制度上的优点，中国的市场环境也在制约信托的发展。但实际上，中国的信托在本土仍具优势以及适用性，且境内和离岸地适用法律不同，就单个客户而言，境内资产应设立境内信托，境外资产应设立离岸信托，以合理配置自身资产。

(三) 保险公司家族财富管理模式

1. 大额保单业务现状

近几年来，保险公司越来越多地开发高现金价值的理财型保险产品，以富裕或高净值人士为目标对象，以避债及传承等功能为诉求，吸引着富裕人群、特别是企业主投保，这些险种多为大额寿险或理财型人寿保单，如终身寿险、分红险、万能险、投连险、年金险等产品，可以统称为“富人险”。目前，中国人寿、平安人寿、泰康人寿、太平人寿、合众人寿、中德安联等多家寿险公司都有在售的大额保单产品，这些



产品年交保费在 20 万元左右，主要针对中国的中高端人群。

2. 大额保单产品模式

大额保单并没有固定的产品分类，中国人寿、平安人寿、泰康人寿、中德安联等多家寿险公司都曾针对高净值客户推出过“富人险”产品，其主要形式还是分红型产品，年缴保费大都在 2 万元以上，最低保额动辄就是 100 万元、500 万元，部分保险公司的产品还提出“保额不设上限”。大额保单在中国缺少官方统计数据，根据江苏保监局与平安人寿苏州中心合作调研的结果，归纳整理出四大大额保单模式。

(1) 纯粹的高额身故给付的人身保险，主要包括终身寿险、定期寿险和意外伤害险。购买者主要是为维持家庭收入提供保障或实现资产的安全或免税转移。终身寿险相较其他两种险，费率高，但有较高的现金价值。绝对多数客户往往会通过以终身寿险为主险附加各类意外险和定期寿险以调节其在不同时期的保障需求。

(2) 高端健康保险，主要包括了医疗费用补偿保险、重大疾病险、护理保险和失能收入损失险。保额超过 50 万元或年缴保费超过万元的高端健康保险通常会独立设计险种并提供众多附加值服务，比如健康咨询、专家预约、跨国医疗和就医服务等，很多高收入人群买医疗保险不仅在于获得特殊疾病治疗的高额医疗费用补偿，还在于能够享受到高品质的医疗服务。

(3) 高额年金保险。中高收入人群往往不单满足于社会基本养老保障的给付水平，而希望通过保险规划在退休之后达到更好的生活品质。此类险种多要求通过分红、万能和投连的形式，实现部分资产的保值和增值。年金保险保费高，时间长，风险低，但保险公司的投资收益能力和国家的税收优惠政策对此类险种具有重要影响。

(4) 两全保险、万能险和投连险。由于生前就可以获得保额给付，两全保险是中国居民接受能力最高、当前销量最多的寿险险种。其功能类似于定期寿险和一次性给付延期年金的组合，兼顾身故保障和保值增值能力。这三类保险总体具有高保费、低承保风险的特点，且常常附加相应的医疗健康险、意外险、年金险购买选择权等内容。

3. 大额保单业务特点

大额保险计划多为“定期寿险 + 两全保险 + 意外险 + 健康医疗”的组合，因此，大额保单的功能不仅包括传统的风险转移、财产安全保障，也包括强制储蓄和分红。同时，在财富的继承与传承问题上，通过购买大额人寿保险，可以在一定程度上合法规避储蓄大量财产时所产生的税金，保险指定受益人这种独特的方式可以有效避免遗产分割的纠纷，综合了理财、避债、避税、传承等功能与价值。



(四) 第三方财富管理机构家族财富管理模式

1. 业务模式

中国的第三方还没有一个非常清晰和明确的商业模式，大部分是从理财产品代销机构转型而来（如展恒），也有的是从专业金融机构理财部门转型而来（如诺亚）。总体上讲，这些第三方多以咨询公司、顾问公司的形式存在。第三方与私人银行业务模式的相同之处是为高净值客户提供咨询顾问服务和资产配置，但不同的是第三方财富管理机构缺少自有产品，在与私人银行竞争时更能保持独立性，不会以自有产品销售为主。

第三方以发展会员收取会员费为主要盈利模式，每年的会员费不菲，最高档的会员费上万元，低的也要上千元。同时，也有部分机构从代顾客购买的产品中抽取佣金。另外，第三方理财已经从以前单纯的基金推荐发展到包括开放式/封闭式基金、券商集合理财、QDII、保险等一揽子产品的全面理财，投资选择可横跨银行、保险、证券、信托等。下文选了四大类第三方（保险类、基金类、综合类、产品评价类）的，七家公司（华康、世德贝、德圣、康宏、诺亚、晨星、普益财富），描绘了第三方在中国的各种不同商业模式，具体整理如表3所示。

表3 第三方四类不同的商业模式

类别	名称	业务	特点	盈利模式
保险类	华康	寿险业务	伙伴合作制	向保险公司收取佣金
保险类之海外模式	世德贝	私人财富管理和保险咨询	与供应商相独立	免费咨询，向金融机构收取佣金
基金类	德圣	基金业务	以投资者为买方的基金研究	会员制和服务费
基金类之海外模式	晨星	基金评级、机构投资者信息分析	信息和分析供应商	免费评级服务，向机构投资者收取服务费
综合类	诺亚	个性化理财规划	独立的类私人银行	免费顾问，收取管理费，赚取金融机构佣金
综合类之海外模式	康宏	理财顾问	综合型第三方	赚取供应商佣金
产品评价类	普益财富	独立、客观的第三方服务	数据服务与评价机构	收取服务年费

资料来源：根据公开信息整理。

2. 第三方财富管理机构的运营特点

第三方的最主要竞争优势是经营的独立性。银行、信托、保险等公司面对具有理财需求的客户时，由于内在利益要求，大多数都推销本机构的理财产品，或者推销有利益联盟关系的其他金融企业的产品，但这些产品不一定适合客户。第三方理财不同



于其他金融机构理财的委托代理性质，第三方财富管理机构是跨行业提供多样化的产品咨询顾问服务，它不直接经手客户资金，在经营上独立于任何金融机构，其主要的利润来源是从对客户的理财服务中收取的服务费，避免了与各金融机构产生直接利益关联，因此能站在相对中立客观的立场为客户提供资产配置和理财规划建议。

一些高端的第三方基于一对一服务，能充分考虑到不同客户的理财目标、财务状况、风险偏好以及教育水平、工作性质、生活环境等情况，从而提供为客户量身定制的个性化服务，并且具有时间上的延续性，甚至能伴随客户生命的全过程，扮演“理财管家”的角色。

（五）不同金融机构财富管理业务链的特征比较

表 4 不同金融机构财富管理业务链的特征比较

机构	客户群特征	营销渠道	产品特征	后台支持
私人银行	客户黏性较强	机构网点分布广泛，渠道优势明显	收益率较低，但风险也较小	发展时间长，资金实力雄厚，专业人才相对充足
信托公司	具备风险管理和财富管理理念	营销渠道单一，网点数量不足	形式灵活多样，收益较高	起步晚，缺乏全面的后台支持
保险公司	需求大众化	网点分布少，多与银行合作	具有独特的保障功能，但产品同质性较高	发展时间长，但投资能力不足
第三方财富管理机构	个性化、多样化的金融需求	依赖各大金融机构的合作，搭载自有网销平台	产品端从信托公司或者基金子公司批发产品	人才储备和优秀服务团队匮乏

资料来源：根据公开资料整理。

目前市场上的各财富管理机构在运营时也存在一些缺陷。如银行在权益市场、独立投资能力等方面存在不足；保险公司推出的“富人险”实际实现功能尚待商榷，不同保险公司的资产配置能力区别很大；第三方财富管理机构往往立足于卖产品，按募集资金的多寡获取销售佣金，而不是从客户手中获得咨询费，或者与客户约定按财富增值的多寡获得报酬，由此难免产生道德风险和利益冲突；而信托公司的通道业务收缩也面临未来的转型压力。在中国混业经营加速的大趋势下，未来中国财富管理将迎来一个分工不断细化、客户不断细分、服务模式不断差异化的快速发展阶段。

三、不同金融机构间家族财富管理产品案例分析

（一）私人银行产品分析

私人银行专享产品中的高端保险产品和信托产品通常是由行外合作机构提供产



品服务资源，下文选取了××银行私人银行开发的具有代表性的理财产品——“私人银行家业常青系列8号理财计划”，该计划是2016年8月10日发行的一款针对私人银行家族客户的产品，目前是该系列的第8号计划。以下信息是该产品的部分条款。

表5 私人银行家业常青系列8号理财计划概况

发售起始日期	2016年8月10日15:00
发售截止日期	2016年8月11日17:00
产品到期日	2021年8月12日
投资类型	浮动收益型
风险评级	风险评级为R3（平衡型）
理财币种	人民币
管理人（发行人）	××银行私人银行部
理财计划管理费	收取投资管理费，年费率为0.7%
理财计划托管费	计划收取托管费，年费率为0.05%
认购起点	认购起点为3000万份，超过认购起点部分应为100万份的整数倍
申购和赎回	本理财计划成立半年后，每季度开放申购，封闭期为36个月，封闭期内不开放赎回
投资目标	现金类产品、固定收益类产品、货币市场基金
投资策略	通过配置较大比例的中长期固定收益资产，获取相对稳定收益；通过动态价值配置策略，适度配置股票类和另类资产，优化大类资产配置，获取超额收益

资料来源：××银行个人理财产品说明书。

1. 风险和产品功能定位

理财风险等级分五类，由R1到R6风险大小是递增的。R1为谨慎型，R2为稳健型，R3为平衡型，R4为进取型，R5为激进型。××银行发行的这款产品是R3（平衡型），适合风险承受能力为A3（平衡型）及以上的客户，在市场最为不利的情况下投资者将可能损失全部本金。该理财计划定位为家族财富保值增值，虽会配比部分高风险投资产品，但仍属于较为稳健的资产组合配置。

2. 产品运行周期与产品的申购赎回

理财计划周期是5年，较长的周期是为了确保该计划的配置更为有效。同时，为了解决该理财计划可能产生的流动性较弱的问题，为高净值客户开通了绿色通道，可以以低利率进行质押贷款，最高可质押贷款90%。其中前三年是封闭期，封闭期间不开放赎回，理财计划成立满半年后，每季度开放申购。

3. 投资目标和产品投向

理财计划可投资的金融工具或金融产品包括但不限于该银行发行、代销的金融工



具或金融产品。投资目标是长期投资于中国的金融产品，期望为理财计划财产实现合理的、稳定的回报；合理安排现金类产品和固定收益类产品的投资比例，保证理财计划财产的提取和收益分配的实现。根据理财 R3 级别的产品投向，除可投资于债券、同业存放等低波动性金融产品外，还可投资于股票、外汇等高波动性金融产品，后者的投资比例原则上不超过 30%。

表 6 理财计划的资产配置比例

投资品种	计划配置比例
现金和固定收益类资产	60% ~ 85%
另类及其他类资产	0 ~ 15%
股票类资产	15% ~ 25%

资料来源：× × 银行个人理财产品说明书。

4. 投资策略

该计划属于较为主动的资产组合配置策略，会根据资本市场环境及经济条件对资产配置状态进行动态调整。首先，通过深入分析境内外宏观经济走势、社会资金运动及各项宏观经济政策对金融市场特别是货币市场的影响，将理财计划资产投资于证券投资基金及基金专户、信托计划、证券公司资产管理计划、基金子公司专项资产管理计划、有限合伙制基金、银行存款等，以及债券及债券回购、资产支持证券、中期票据、中央银行票据、短期融资券等金融工具，在有效控制风险的基础上尽可能提高投资组合收益。其次，确定本理财计划的流动性需求，并将其作为资产配置和构建投资组合的一个约束条件，使投资组合能够满足流动性需要。最后，综合本理财计划的安全性、流动性和收益性要求，根据安全性和流动性优先、追求适度收益的投资理念，满足安全性和流动性要求。

业绩比较与中国重要指数相挂钩，比较的基准对资产配置调整具有重要意义。其中业绩比较基准如下：

业绩比较基准 = (沪深 300 指数表现 × 50% + 中证 500 指数表现 × 50%) × 20% + (1 年期 AAA 级企业债 + 2%) × 70% + 1 年期定存利率 × 10%

5. 收益分配

风险警示说明该计划是非保本浮动收益类型，不保证本金的偿付，有一定的本金风险，结构性产品的本金保障比例一般在 90% 以上，收益浮动且有一定波动。该银行负责对本理财计划项下投资组合总资产进行估值，并据此确定投资组合净值，从而进行收益的分配。投资者到期日应得资金计算公式如下：



投资者到期日应得资金 = 投资者到期日持有的理财计划份额 × 到期日理财计划份额净值

（二）境内信托案例分析

2013 年初，平安信托发行了境内第一单家族信托，开启了境内信托公司探索家族信托业务实践的破冰之旅。该产品的具体信息如表 7 所示。

表 7 “鸿承世家”系列单一资金信托产品信息

产品性质	可撤销、可变更信托
产品门槛	总额度在 5000 万元以上
期限	50 年
产品类型	高净值客户单一家族信托
委托人参与程度	委托人生前参与、监督、提供意见
信托收益分配方式	一次性、定期定量（比例）、非定期定量、临时、附带条件分配
信托受益预期	预计年化收益率 4.5% + 浮动
主要受托报酬分配	信托资金的 1% + 超额的 50% 浮动

资料来源：根据建信信托提供资料整理。

1. 产品为单一资金信托

此信托产品募集规模为 5000 万元，合同期为 50 年，客户是一位年过 40 岁的企业家。根据约定，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。保护家族财富传承是“鸿承世家”系列产品的功能之一，该系列产品在设计之初并非专门针对家族信托领域。

2. 定制式、可撤销信托，委托人、受托人共同管理信托财产

在设计单一产品时，可以根据委托人的意愿和特殊情况定制产品。同时，在产品存续期间，还可以根据委托人的实际情况和风险偏好来调整资产配置方式和运作策略。在受益人设置及信托财产的分配上，此类信托可设置其他受益人，可中途变更，也可限制受益人的权利。信托委托人与平安信托共同管理信托资产。

3. 利益分配多样化，产品运作信息向委托人公开

在信托利益分配上可选择一次性分配、定期定量（比例）分配、非定期定量分配、临时分配、附带条件分配等不同的形式。信托产品不仅可以保障“富二代”、“富三代”的基本生活，还可“附带条件分配”以有效约束信托受益人，避免家族因继承、分割问题起纷争。同时，也通过遗产的整体运作把家族利益统一起来，继承人可以参与或监督信托管理，但谁也不能从其他继承人手里谋取不正当利益。信托公司



会定期或不定期将信托财产运作情况以正式报告或邮件等方式与委托人/受益人沟通。信托公司做重大决策前，也会充分征询委托人意见，使委托人对运作信息有充分了解。如果委托人不在世了，则根据相关协议条款或法律执行信托。

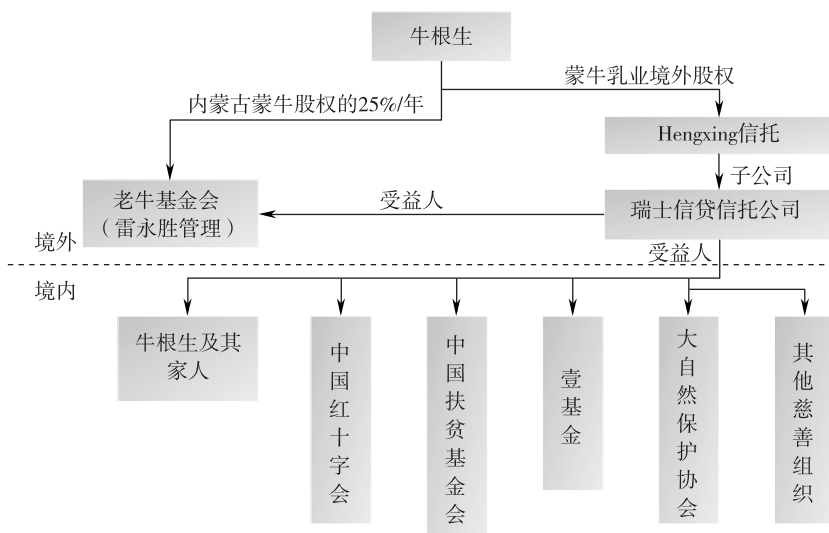
4. 信托资金组合运用，预计年化收益为固定 + 浮动

信托资金主要投向物业、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%，信托年收益率高于4.5%以上的部分，收取50%作为浮动管理费。

总体来说，该信托产品作为平安信托推出的第一单家族信托，也是境内的第一个家族信托计划，具有很强的定制性，突出体现了委托人的意愿，资金投向、收益分配方式都有较强的灵活性，具体视委托人的实际情况进行变动。该产品也较好地实现了家族信托基本的财富传承目的。

（三）境外信托案例分析

目前境内人士设立家族信托仍以境外离岸信托为主，设立地点多选在开曼群岛、英属维尔京群岛等。对于境内有名望的家族来说，有两个突出的需求，其一，积极参与公益慈善事业，把公益慈善当作塑造家族文化不可或缺的部分；其二，如何使得基业常青，并保持股份控制权。牛根生慈善信托在这方面具有很强启发意义，结构如图11所示。



资料来源：根据公开资料整理。

图 11 牛根生家族慈善信托结构



牛根生所持有的蒙牛股票分为境内和境外两部分。2005 年，牛根生宣布捐出家族名下价值 10 亿元的蒙牛乳业股份成立老牛基金会，该部分股份于 2010 年 7 月捐赠完毕。这些股份的所有权属于基金会，牛氏家族成员不能继承，但可以透过基金掌握股份的表决权并出任蒙牛的重要职位，如董事长。

2011 年 1 月 28 日蒙牛公司在香港宣布，将其名下的境外蒙牛公司股权资产，共计 6878 万股，价值约为 14.2 亿港元，全数转让给瑞士信贷信托公司下设的 Hengxing 信托，以贡献公益慈善事业。

Hengxing 信托的任务是在以老牛基金会秘书长雷永胜为主的保护人委员会的指导下，通过给受益人清单中的公益慈善组织拨款的方式开展公益慈善工作。Hengxing 信托的受益方包括老牛基金会及与其合作过的中国红十字会、中国扶贫基金会、壹基金、大自然保护协会、内蒙古慈善总会等公益慈善组织。其中，唯一非慈善受益方是牛根生及其家人，Hengxing 信托将根据牛根生签署的相关捐赠文件的约定得到捐出的蒙牛股份股息的约三分之一。

境外信托产品具有很强的私密性，这也是高净值客户所看重的一点。虽无法获取详细的方案细则，但可以知晓牛根生通过设立境外信托，既未失去对蒙牛公司的控制权，又达到了其分配财富、投身慈善的需要。

（四）大额保单产品分析

下文选取 × × 人寿“卓越人生综合保障计划（升级版）”作为案例，该计划充分考虑到高端客户对资产增值的需求，在发挥风险保障功能同时，又以增额分红的方式为高端客户实现资产保值增值。

1. 产品定位及特点

产品定位：该计划是 × × 人寿专为高端客户开发的产品；100 万元保额起保，最低年交保费在 1 万元以上；适合事业发展到成长期的社会精英，提供全方位的综合保障服务。

2. 产品概况

该计划投保年龄为 18 ~ 60 周岁；缴费方式为趸缴、5 年、10 年、15 年、20 年、缴至 55 岁或 60 岁；包括 6 个产品，即 2 个主险（卓越人生定期寿险和卓越医疗险）以及 4 个附加险（两全分红险、意外险、意外残疾险、重疾险）。具体产品内容参考表 8。



表 8 卓越人生保险产品信息

产品	产品信息
卓越人生定期寿险	按基本保险金额给付身故保险金
卓越医疗险	- 住院医疗保险金（指定医院给付 90%，指定外医院给付 70%） - 住院前后门急诊保险金（指定医院给付 90%，指定外医院给付 70%）
两全分红险	- 满期生存保险金 - 保单红利（增额红利，分红险的投资策略为坚持稳健投资，以固定收益类投资为主，以权益类投资为辅）
意外险	因乘坐公共交通工具遭遇意外事故身故的，按身故时基本保险金额的 2 倍给付
意外残疾险	一定比例给予残疾保险金
重疾险	- 重大疾病保险金 - 失能保险金（每月按基本保险金额的 2% 给付，累计最高给付为基本保险金额）

3. 计划示例

以 40 周岁开始投保示例。

表 9 险种组合

险种	保额（万元）	保障期	交费期	首年保费（元）
卓越人生定期寿险	500	至 65 周岁	10 年	72000/61000
两全分红险	500			319500
意外险	500			10000
意外残疾险	500			5500
卓越医疗险	400	1 年	1 年	6335
合计				413335/402335

表 10 保障利益

保障利益	具体描述		保额	保障期
人身保障	非意外身故保险金		至少 500 万元	至 65 周岁
	意外身故保险金		至少 1000 万元	
	公交意外身故保险金		至少 1500 万元	
	意外残疾保险金		最多 500 万元	
医疗保障	指定医院 给付 90%， 指定外医院 给付 70%	住院医疗费报销	每年最高 400 万元， 每次住院最多 90 天	可续保至 64 周岁
		住院床位费报销 (最高 2000 元/天)		
		住院前后各 7 天门 急诊费用报销		
养老津贴	生存保险金		500 万元（保证部分） 723.96 万元（按中档红利计算）	65 周岁

该计划中最少投入 420.2 万元，可选择在 65 岁一次性领取生存保证金，按高档红利计算可达 916.3 万元，按中档红利计算可达 723.96 万元，按低档红利计算可达



578.2 万元。也可选择将满期金转换为年金，从 65 周岁开始每年领取一笔养老金。

大额保单除了通过将受益人设置为传承对象，实现财富传承，保单本身还具有避税功能。受益人受偿，无须缴纳个人所得税和遗产税。另外，大额保单还可以有贷款等融资功能。以中国香港的一款人寿保险类产品为例，保费投资为 100 万美元，保单面值为 80 万美元，将这张保单作为抵押，可以向瑞士银行申请保单账面价值 70% ~ 90% 的贷款额度，即可贷款 56 万美元至 72 万美元，贷款利率为 1.5% ~ 2%，同时这 100 万美元的保费每年还享有 3% 的分红率。相比而言，大额保单的门槛更低，但贷款利率比境外要高。

（五）不同金融机构间家族财富管理产品特征的比较研究

境内第三方财富管理机构以信托、基金产品代理销售为主要核心业务，第三方财富管理机构自身开发设计的产品几乎没有，故不对第三方财富管理机构产品进行比较。本部分通过对上述几个案例进行总结，对其产品特征和产品实现功能从以下九个维度进行比较。具体分析比较如下。

1. 产品规模

由于法律限制等原因，境内家族财富管理产品多为资金投资。其中大额保单保费在上述几种产品中最低，也较为灵活；私人银行针对高净值客户开发的理财产品投资规模门槛通常为 100 万美元或等值人民币，而私人银行主导发起的家族信托门槛通常为 3000 万 ~ 5000 万元；信托公司的境内家族信托规模门槛早期较高，达 5000 万元，但近年来呈现逐年降低的态势以吸引客户，特别是标准化家族信托。如 2016 年初中信信托推出的家族信托服务既有门槛 3000 万元的定制服务，也有门槛低至 600 万元的标准化产品；中融信托推出家族信托标准化产品的投资门槛为 1000 万元；而长安信托的家族信托门槛更低至 300 万元，提供“半定制化”服务。境外信托由于其不受境内信托法律和制度的相关限制，信托财产可以包括现金、公司股权、不动产、人寿保险等，规模最高。

2. 产品功能及定位

上述几类产品的功能定位各有不同。私人银行针对高净值客户开发的理财产品的产品功能定位为财富增值，适合处于事业上升期的客户。境内信托产品定位于为家族财富实现稳定的增值以及传承，同时有效利用信托制度隔离家庭财产与企业财产、防范破产风险、减少婚姻和继承纠纷，并且提供一些事务服务。而境外家族信托的功能定位更广，多为财产转移、股权控制、公益信托、风险隔离、税务筹划等，十分多元



化。大额保单产品试图提供一个全方位的保障计划，功能定位为财富保障和避税，以及保单抵押融资等。

此外，在信托类家族财富管理产品中出现的新趋势是将产品分为定制化、半定制化和标准化产品。其中定制化信托将更多尊重客户的需求设计产品期限、投向、构架等；而半定制化和标准化信托则通过标准化设计降低了事务管理工作的成本，使设立程序方便、快捷，并将委托人信息、受益人信息、投资类型（积极型、稳健型、保守型）和分配方式（定期分配、特定分配）标准化，在此基础上再尽量满足客户的个性化需求。

3. 产品投向与资产配置

在产品投向方面，私人银行理财产品由于仍属于银行体系产品，因此其资金大比例配置债券和货币市场等低波动性金融产品，债券资产配置比例达到 40%^①，投向本行非标准化债权类的资产占理财投资余额的 17% 左右，按重要性占比依次有收/受益权、信托贷款、委托贷款、带回购条款的股权性融资等。需要注意的是，由于监管政策的转向，目前银行非标准化资产收缩较快，并开始由非标准化转向标准化，回归标准债券的比例逐渐增加。同时，产业基金、PPP 项目、ABS 资产也成为了新的投资渠道。而在当前所谓低风险和相对高收益资产缺乏的“资产荒”背景下，银行也在逐渐增加委外投资的比例，并开始尝试 MOM 和 FOF 的投资策略。

由于家族信托资金运用的长期性，信托公司在投资时可以充分发挥长久期资金的优势，对接物业、基建、股权等长周期项目，获得长期稳定的高回报；同时加入集合资金信托计划，并通过集合资金信托计划投资实体经济领域，其中工商企业仍以 24% 的投资占比稳居信托投向的榜首，金融机构排名第二（20%），其后依次是证券投资（18%）、基础产业（17%）、房地产（9%）。同时，事务管理类信托的占比不断上升，2016 年第二季度事务管理类信托规模达 7.47 万亿元，占比为 43.20%，而事务管理类信托的一个重要成员就是家族信托。^② 此外，家族信托也可根据委托人的风险偏好进行资产配置。境外信托则面向全球，投资范围更广，包括但不限于境外的房地产、股权、债券、基金公司份额等。

大额保单等保险公司的家族财富产品主要投资于银行协议存款、债券、股票（包括公开发行并上市交易的股票和上市公司向特定对象非公开发行的股票）、证券投资

^① 数据来源：《中国银行业理财市场报告（2016 上半年）》。

^② 数据来源：《2016 年第二季度中国信托业发展评析》。



基金份额以及不动产。随着保监会对保险资金运用范围和比例的逐渐放宽，保险资金投资证券市场和不动产的比例也在不断提高，根据最新的监管政策，保险资金投资于权益类资产和房地产的账面余额最高已经提升至公司总资产的 30%，境外投资余额则提升至公司总资产的 15%。此外，由于保险资金的规模较大、缺乏对接的良好投资标的，保险公司近年来大举买入上市公司股权并频繁举牌上市公司，甚至寻求控股权。总的来说，保险资金的配置较少考虑投保人的意愿，市场化行为浓厚。

4. 产品运行周期

私人银行理财产品定位于财富增值，其盈利周期和产品运行周期设计较短；境内信托的设计周期都非常长，通常为 30 ~ 50 年（跨代），这符合信托实现家族传承、家族管家的功能定位；保险的运行周期取决于投保人和受益人情况，大多周期为几十年。

5. 收益分配方式

私人银行理财产品是根据最终产品净值和所占份额确定，属于定期不定量类型。委托人可参与设定信托的收益分配方式，且不同的收益分配方式产生的效果不同，比如可“附带条件分配”以有效约束信托受益人，避免家族因继承、分割问题起纷争。大额保单的分配方式取决于所选险种，大体上来说 65 岁可一次性领取，或 65 岁以后按年金分配，在保险期间可享受不定期的赔付。

6. 收费方式

私人银行理财产品主要收取托管费和管理服务费用，在部分理财产品中也对超额收益收取部分费用；境内信托每年收取管理费，对实现的超额收益进行 50% 分成；境外信托由于受托资产类别繁多，以综合资产管理为基础收取费用，公开信息显示，通常是按年收取 1% 的费用；大额保单缴纳的保费则取决于不同险种和所保的额度，各类别之间差异较大。

7. 风险隔离

私人银行理财产品的设计并未考虑风险隔离，大额保单根据保额，可以锁定部分资产的安全，属于简单有效的财富保障手段。境内信托虽包括了风险隔离，如《信托法》第十五条规定，在委托人不是信托唯一受益人的情况下，委托人死亡或依法解散、被依法撤销、被宣告破产，信托可以存续，信托财产不作为其遗产或者清算财产，但《信托法》定义的信托法律关系还是明确在“委托关系”上，在财产隔离方面的效力具有不确定性，并且对涉及的破产隔离法律条款也没有具体解释和相关实施



细则，在实际操作当中信托财产是否能够真正实现隔离，《信托法》是否能够对抗其他法律如《合同法》等，由于尚未有现实判例，所以存在一定不确定性。

而境外家族信托最基础的原则就是“所有权的转移”，即委托人把财产的所有权转移给受托人，实现资产的风险隔离，从而达到资产保护的功能，然后再在资产隔离的基础上，实现资产的集中管理、企业永续经营、避免法定的继承程序、对特殊人士的长期关怀、财富传承和税收筹划等目的。

对于大额保单来说，由于《公司法》规定人寿保单不纳入破产债权，受益保险金不用于抵债，且《婚姻法》里规定购买的人寿保险属于个人财产，不计入夫妻双方财产，因此，大额保单具备较好的避债和风险隔离功能。

8. 税收规划

私人银行理财产品所实现的盈利，须自行缴纳个人所得税，同时也不会有税收规划功能。而对于境内家族信托来说，信托收益的个人所得税却可以合理避税；而在税务筹划方面，由于境内遗产税仍未开征，因此境内信托的避税功能总的来说不显著。另外，境内的信托税收制度还不健全，信托本身固有的税收策划和节税功能未能得到有效体现。而境外信托则以境外的信托制度为基准，其避税功能更明显。此外，中国的房屋产权变更一律视为交易，会被征收交易税，而且以企业法人的名义持有房产的税费要高于个人，并以每年 1.25% 的比例递增。不少家族财产中都有大量不动产，但委托人名下的商铺却不能过户到信托计划这类非法人的名下进行避税，这部分不动产财产不能信托也是制约家族信托发展的障碍之一。

大额保单的分红、结算利息等收益在中国并未有征税规定，因此分红不用缴税，保险分红在很多国家具备的“延迟缴税”的避税功能也无从谈起。同理，中国目前还没有开征遗产税，因此也不存在规避遗产税等功能。总的来说，大额保单作为家族财富管理方式，其在税收方面的优势并不明显。

9. 家族传承与治理

私人银行理财产品并不含有家族传承和治理功能；境内信托可以通过指定子女为受益人实现家族传承，但在股权和公司治理方面由于相关法规的不完善，实践的例子并不多；境外信托可以将现金、股权、不动产等转移至境外，以达到实现股权治理或家族传承的功能，境外信托也可对家族事务提供咨询服务。大额保单无法对家族事务进行治理，但可以透过指定子女为受益人，实现部分财富传承。

大体上来说，私人银行理财产品的家族财富管理功能不强，大额保单和境内信托



实现了部分家族财富管理功能，境外信托更为成熟，总体上能够满足高净值人士的需求。上述产品特征比较的结果整理如下。

表 11 不同金融机构家族财富产品特征的比较研究

	私人银行理财产品	境内家族信托产品	境外家族信托产品	大额保单产品
产品规模	金融资产在 100 万美元以上	金融资产在 1000 万元以上，最低可到 600 万元的标准化产品	所含资产不仅包括金融资产，也包括股权、不动产等，金额最大	百万元起保，不设上限
产品功能及定位	财富增值保值	代际传承、长期稳定增值、税务筹划、家族总管	公益信托、财产传承、财富转移、风险隔离、税务筹划	保障功能、保值增值、财富传承
产品投向与资产配置	偏现金类和固收定益类债券、非标准化债权，有少量房地产	投资工商企业、金融机构、证券、房地产，也可根据个人风险偏好进行资产配置	全球资产配置，包括全球不动产、股权和债券、基金	上市股权与不动产、债权
产品运行周期	3~5 年	30~50 年	一般可存在百年以上	根据投保人和受益人情况，多为几十年
收益分配方式	定期不定量（根据最终净值和份额确定）	分配方式灵活，视情况决定是否定期、定量	委托人可参与收益分配及处置	一次性领取、不定期赔付及 65 岁后年金分配
收费方式	托管费和管理服务费	管理费和超额收益分成	管理费和超额收益分成	按险种和保额分别计算
风险隔离	没有风险隔离功能	有风险隔离功能，但存在不确定性	能够较好地实现风险隔离	良好的债务和风险隔离功能
税收规划	税收自行缴纳，无规划	避税功能不显著	税收规避和税收规划功能较强	避税功能不明显
家族传承与治理	不含有传承和治理功能	指定受益人实现家族传承	可实现家族传承以及股权治理、股权分配、财产转移等	保单受益人的设定可实现财富传承

资料来源：根据收集资料整理。

四、家族财富管理市场的问题和障碍分析

（一）家族财富管理机构存在的问题

1. 私人银行

首先，中国主流的私人银行业务发展的初衷是满足高端客户的理财服务需求，多数银行的私人银行业务是高端理财的延伸，侧重于资产配置，对于家族财富的管理功能不足。当前，私人银行作为服务提供商，在前端运用家族信托的手段，在后端依靠高黏性的客户群，这在境内被称为家族信托，但笔者认为这在境内应被称为“全权委



托”业务。私人银行发现部分高净值客户缺乏金融资产管理意愿，借力信托公司的通道，从财富传承和管理的刚需入手，最终带动了私人银行全权委托业务的发展，从而拥有了按自己的意愿动用客户金融资产进行资产配置的权利，获取丰厚的利润，但这种行为对私人银行资产配置的能力提出了极大的挑战，一方面需要防范市场风险，另一方面私人银行开展的这种家族信托制度安排上的破绽及法律风险都会被逐步放大。实则明修家族信托这个栈道，暗渡全权委托这个陈仓，的确把私人银行和客户之间的利益冲突表面化了，但有一种捆绑客户、为了自身利益最大化的意味，这与家族财富管理的核心——“以客户为中心”相去甚远。举例来说，对招商银行和外贸信托开展的家族信托，当时就有许多异议，工商银行在公开报道里指出，“中国家族信托配套法规还待建设，真正意义上的家族信托在中国还没有卖出来。中国银行直截了当地称，仅就中国境内而言，客户需求并非“信托”而是“全权委托”。当然招商银行力推家族信托的确引起了极大效应，以至于浦发银行开展境内家族信托业务与其用的是同一家信托公司。但是在境内家族信托制度以及核心机理都有待完善的情况下，忽略境内家族信托固有的法律及实践上的缺陷，很容易将私人银行带离正确的家族财富管理轨道，从而演变成中国私人银行业整体的市场风险。笔者认为，在现行阶段，私人银行实现家族财富管理的业务模式不应该是简单地将信托作为通道工具来套用。

其次，私人银行面临着许多压力，主要包括市场环境所造成的挑战和自身运营模式的问题。

一是资金端成本上涨。受到宏观经济增速放缓和降息的双重影响，继中小银行前期纷纷大幅上调存款利率后，各大行也或多或少在基准利率之上作出上浮调整，在降低负债规模压力的同时，负债的资金成本有所上升。除此之外，资产管理行业同业竞争的压力、互联网金融的资金分流、金融“脱媒”的加速等都推动了资金成本的上升。

二是资产端同质化现象严重。各大私人银行提供产品的类型、期限、收益区间都大同小异，甚至跟零售产品的差别也不大，最终导致同质化现象严重。大多数银行还是主要提供基础产品和传统增值服务，对于私人银行专属的创新性产品还停留在初步开发的阶段，量身定制的产品也不多。从某种程度上说，中国很多私人银行不是真正意义上的私人银行，依靠代销产品手续费的模式发展，本质上还没摆脱零售业务的印记。

三是组织结构转型期面临的不确定性大。各大银行设立的私人银行与总分行体制



的协同关系不同，最终导致组织结构也不同，参考境外的实际经验，主要有子公司模式、事业部模式、大零售模式三种。子公司模式私人银行具有独立法人地位，但缺少立法根据，短期内仍难以实现。所谓的大零售模式，是指将私人银行纳入大零售银行总体框架，也是境内的主流模式，但不利于垂直管理、功能划分以及独立运营。事业部模式即在总行层面和分行层面都成立私人银行部。事业部模式很好地同一般零售银行区别开，但也容易导致总分行之间的冲突、多头重复管理、各分行之间的争夺等问题。

2. 信托公司

中国第一代财富创造者的主要目标是为子孙后代提供坚实的财富基础，对于财富的延续和家族成员人力资本的培养等不够重视，对于高收益过于偏执，对风险的认识相对不足，这使得现阶段的信托公司处境较为尴尬。一方面，信托公司有着多个目标，期望提供一系列成熟的财富管理模式、丰富的家族财富管理产品、有效的家族财富附加服务；另一方面，面对中国不具成熟投资理念的投资者，信托公司不得着力提供一些与客户风险偏好相符合的产品，最终其目标可能变成了财富增值的单一目标，这也对风险管理水平提出了极高要求。但经济下行，信托打破刚性兑付，信托风险敞口不断暴露，利率市场化加剧市场利率波动，投资者对信托产品期限和转让灵活性的要求越来越高，传统的风险管理理念已经不能适应新形势下信托的发展。

根据从业者的实践反馈，信托公司提供的家族信托服务与高净值客户的需求和期望仍有不小差距，高净值客户的资产主要以股权为主，资金只占其资产中比较小的一部分。而在实际操作中，只有资金以及金融类资产不存在登记障碍，所以目前双方合作开展的家族信托也仅涉及这两方面资产。成熟的家族信托应该是根据客户需求和风险偏好进行定制化，门槛极高，但一个客观事实是，从平安信托 5000 万元的门槛，到招商银行开展家族信托的 3000 万元门槛、再到中信信托推出的 600 万元门槛的标准化家族信托产品，门槛的降低可能使得家族信托偏向一种理财产品，成为信托公司吸收资金的一种手段，却忽略了事务管理功能。

近些年，中国信托业依靠制度红利获得稳步发展，大资管时代下信托制度红利逐渐丧失，亟须寻求新的盈利点。中国信托资产规模稳步上升，2016 年第二季度突破 17 万亿元，较 2015 年同期增长 8.95%，由高速增长转为中速增长。但不可忽视的一点是，信托利润、收入“双降”，两者较 2015 年同期均下降 10% 左右，并且两者下降趋势明显，信托资产规模扩张放缓和信托利润下降将严重阻碍信托的发展。信托公



司在面临行业内激烈竞争的同时，也要面临来自商业银行、保险公司、基金公司、第三方财富管理机构、互联网金融公司的竞争。激烈的行内外竞争严重压缩了盈利空间，信托公司迫切需要拓展新的盈利点。

境内信托构建者过于关注家族信托的工具价值，对于家族信托的相关法律制度和内在规律未表现出足够的重视，相关研究过于侧重于对中国信托法律法规的解读。诚然，信用制度的不完善、法律体系的不健全，以及相关的配套法规如信托财产登记制度、交易税制度、遗产税制度等的不完善或缺失，影响着家族信托在境内的发展，但研究者最多是对现行的法律提出合理、可能的解释，对于法律没有规定的部分则只能是假设、猜想或者建议。事实上，由于缺乏研究所需要的法律、解释以及案例，以中国法为主对家族信托的研究往往容易陷入一些过于理论化的问题（如信托概念在大陆法系下的认定、信托受益权的性质等），而缺乏对信托法律实务问题的深入探讨（诸如委托人运用家族信托的限制、家族信托的保护与救济等）。因此，境内信托公司看待家族信托还是缺少一个全球化的视野，缺乏对家族信托研究的深度、广度，未能在成熟的体系下对其研判、重构、解读等。

3. 保险公司

保险在私人财富管理中的五大功能分别为基础保障、财富传承、资产隔离、婚姻资产保全、降低税务负担，但传统保险更多定位于基础保障功能，未能对客户的财富传承等需求进行综合化、多元化、个性化的服务。其根本原因在于保险传统的保障业务盈利模式与家族财富管理的盈利模式存在着本质区别。传统保障业务是靠存量规模的扩大来实现利润的增长，即争取客户保单就能带来保费收入和利润的增加，同时只要风险可控，保费收入和利润就能稳定增长；而家族财富管理业务的实质是以客户为中心实现综合化管理。

大额保单以其独特的基础保障功能和长期风险控制能力，赢得了高净值客户的信赖。但大额保单在中国的发展面临着以下几大问题。

（1）大额保单的风险往往高于普通寿险，但中国保险行业总体尚未建立起成熟的大额保单核保规则，在客户调查的范围、程度以及承担的责任方面也没有标准可循。多数公司的风险管理技术往往还依赖于经验延续和直觉判断，不能进行科学的数量分析，也未能健全高端客户档案。中国目前缺乏欧美发达国家保险业常见的客户信用评定机构，财务资料的获取及真实性甄别难题成为许多公司承保大额保单的“瓶颈”。



(2) 当前保险市场上的保险产品主要是按照险种、渠道、年龄进行区分设计,极少针对特定收入和高端职业的人群。事实上,中国保险行业十分缺乏高端客户风险分析的经验数据,缺乏对高端客户需求、国际最新潮流、市场前沿发展的研究,缺乏从财富管理的角度创新产品的能力。保险公司在强化高端客户业务服务竞争策略与手段、风险管理技术和经验、体现专业的服务与服务附加值等方面都亟待加强。

(3) 大额保单大多具有较高的现金价值和准备金积累,大额保单的客户也十分看重它的保值增值能力。但保险公司对于保险资金的运用有诸多限制,近几年来,中国保险资金的运作收益也普遍处于较低水平,大多数保险公司给予保险产品的结算利率或回报率很难超过银行同期五年储蓄利率,保险资金大规模长期投资的优势尚未凸显。

(4) 大额保单发展当前面临的一个重要障碍就是消费者、保险代理人员的大额保障意识不强。消费者对于自己应该购买哪些保险产品、投保多少保险金额并没有清晰、理智的认识。而大额保单承保条件严格,手续相对烦琐,保费相对较高,承保大额保单需要提供大量的资料,许多消费者不放心将自己的财务资料和自身的隐私疾病告知保险公司。对于保险代理人员而言,因为大额的核保手续相对烦琐,前期展业、邀约过程较长,担心客户会觉得投保复杂而放弃投保,以至于前期的努力都付诸东流。

4. 第三方财富管理机构

在 M_2 高速增长的年代里,大量企业家富了起来,原有的银行理财已经不能满足这些高净值人群的需求,第三方财富管理机构应运而生。而在第三方财富管理机构兴起的时,中国又正值房地产的高速增长期,信托公司站在浪潮上迅速做大规模,第三方财富管理机构也乘着信托公司扩容的东风在短期内完成了资本的原始积累。但每个行业都有属于自己的周期,经历了前期的飞速发展,第三方财富管理机构在经济调整向下的大环境下,进入震荡调整阶段,对于绝大多数中小型第三方财富管理机构而言,它们很难再坚持到新一轮行业强周期的到来,大型第三方财富管理机构也面临转型难题。

境内第三方财富管理机构的主要盈利模式是代理销售,以诺亚 2016 年第一季度的报表为例,营业收入超过一半来自销售信托产品,另外超过 30% 是销售私募股权基金的佣金。在这样一种代理销售的制度下,第三方财富管理机构须在佣金和风险度之间寻求平衡,必然会出现许多不利于自身发展的现象,让第三方财富管理机构发展



受阻。由于盈利模式依赖于产品供应商，伴随着产品供应商提供的渠道佣金提高，第三方财务管理机构为获取高额的渠道费，势必也会推荐某些不适合的金融产品给客户，第三方财富管理机构所具有的独立性优势未能体现。当经济向好时，其通过卖产品也能获得不菲的收益，这使得第三财务管理机构未能重视自身产品的开发和研发团队的建设；而在经济下行的情形下，其研发能力不足的问题就凸显出来。并且第三方财务管理机构急需一批专业化人才以适应未来家族财富管理的需要，重塑自身的财富规划、税收规划、家族传承等功能，因此，人力资源缺乏会成为第三方财务管理机构的首要难题。

第三方财务管理机构的商业模式对“两端”的依赖性很强，产品端严重依赖信托公司、各类私募基金，因此在信托公司风控收紧、产品断供的大背景下，第三方财务管理机构承压严重；而在销售端，第三方财务管理机构的销售们往往底薪极低，主要凭借销售返佣获利，产品销售难度上升，中小型第三方财务管理机构很难留住销售团队。更为严重的问题是，由于中小型第三方财务管理机构较难与大型的信托公司、私募基金建立稳定合作关系，不得不与信用水平较弱的私募基金、小型的基金子公司合作，这导致一旦市场出现信用风险，中小型第三方财务管理机构会首先受到影响。

（二）家族财富管理业务发展所面临的障碍

家族财富管理是个系统工程并非一蹴而就，需要法律、税务、投资规划、信托、证券、保险、基金、银行等领域专业人才的精诚合作。现在以及未来，更多的富豪开始以综合化服务为导向，客户更加关注金融服务的品质和个性化设计。而家族信托是世界范围内众多家族选择的家族财富保护、管理与传承的工具。本课题认为未来家族财富管理业务的开展，需以信托为核心工具，发挥信托在传承、风险隔离、增值保值、私密性安排上的制度优势，配备其他的金融工具/服务/公司形式等，以实现家族财富保值增值、财富代际转移和隔代转移、投资理财、公益捐赠、税务规划等。因此，家族信托是实现未来中国家族财富管理整体向前发展的关键，基于此，相比欧美成熟市场的家族信托架构，中国家族信托市场还处于发展初期，在现有法律框架和市场环境下，诸多障碍制约家族信托的开展，进而影响中国家族财富管理市场的发展。

1. 信托登记制度尚未出台，信托登记活动缺乏可操作性

中国《信托法》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。因此，如果要将非资金和非一般动产之外的房



产、股权和特殊动产等资产放入信托并且想达到合法的隔离效果，进行信托登记是最保险的做法。所以像汽车、房产这类需要办理登记过户手续才能成为法律效力的财产，就必须办理信托登记才能设立家族信托。但由于中国立法机构并未就信托财产如何办理登记出台具体的实施细则，也未建立起统一规范的信托登记制度，故不能以信托事由进行权属变更登记，这从实际上使得信托登记活动缺乏可操作性。另外，如果通过直接买卖、赠与等方式转到受托人名下，也存在一定瑕疵。因此，在家族信托业务中，需要办理登记手续的财产要想设立信托将面临无法办理过户手续的问题，或者无法进行以公示信托活动为目的的登记活动。这不仅影响了信托的效力，也制约了家族信托业务在中国的开展。

2. 税收制度制约财富传承，家族信托的税收优势未能得到体现

从境外家族信托的发展历程来看，信托产生之初就蕴涵着较强的税收筹划动机，主要是针对遗产税。但中国是以流转税和所得税为主的双主体税制，其中遗产税也并未出台，因此通过家族信托实现对遗产税的税收筹划功能还言之过早。另外，中国现在还没有针对信托财产所有权与收益权分离的特点设计专门的税收制度，因此在涉及信托的营业额、获得收益的个人所得税、房产转让的房产税、股权转让的印花税、增值税等征收方面产生了大量的重复征税现象，这些税收大大降低了个人资产主要为股权、房产等非现金的高净值人群设立家族信托的热情，而且中国不动产和股权过户税负偏高更是给家族信托设置了不少的障碍。因此，由于中国的信托税收制度的不健全，信托活动本身所固有的税收筹划功能并没有得到有效体现，极大制约了家族信托对于高净值人群的财富传承功能。

3. 信托登记公示使信托计划的私密性缺乏保障，影响了客户的参与性

保证私密性是委托人对家族信托受托人的首要要求，为了避免纷争及安全起见，客户普遍不愿透露自己的信托计划。但中国信托登记遵循的是“登记生效主义”原则，信托财产需要办理登记手续的，只有依法办理登记后才能产生效力。因此，中国将公示作为信托生效的法律要件，即委托人的财产装进信托，除办理信托登记手续外，还要进行公示，以确认该信托关系不会影响第三人的利益。曝光财富，不仅会引发高端客户对于财产隐私暴露的担忧，令不少富人望而却步，同时也会极大影响委托人设立家族信托的积极性。在境外，家族信托是完全私密的，即使是司法需要，受托人也有权不公开委托人的家族信托计划。然而，在境内信托计划的私密性却无法保障，如果司法需要，受托人必须配合公开相关信托计划。因此，相当一部分高端客户



选择去境外设立信托，通过内保外贷、投资不动产、并购企业等多种方式把资产向境外转移，在境外进行家族财富管理。

4. 信托财产范围受限，仅是资金信托难以满足财富传承需求

目前，受法律、监管等制度方面的各种制约，境内家族信托还不具备处理资金信托以外的其他资产的功能，家族信托资产大部分只能以资金信托的形式存在。但事实上，高净值人群的资产中往往包含大量的房产、股票等非现金资产，主要是股权和不动产两大部分，因此，仅仅是资金信托将难以满足高净值人群的财富传承需求。虽然新《公司法》已经修改了股权登记的有关规则，在一定程度上解决了将股权纳入家族信托之中的障碍，但由于中国尚未对股权资产管理作出明确规定，如家族信托采用信托持股的架构，则无法对企业的所有权、管理权及分红权的清晰划分提供法律依据，如果发生委托人死亡事件，该如何确定企业的管理者就会成为较难解决的问题。此外，信托公司普遍缺乏动力将房产作为家族信托的管理资产，原因是设立和管理成本较高，其中高额的过户费用是推广房产信托的实际障碍。在许多城市，契税、营业税加上土地增值税等其他税收最高甚至可能达到 20%。这些税收成本虽然可以通过税收筹划予以减轻，但税收筹划也意味着高成本。因此，虽然从法律制度上来说，将房产作为家族信托管理的财产并不存在实质性的障碍，但存在着一定的市场和经济障碍，使得信托财产范围和形态受限。

5. 信托业务开展的地域局限性大，信托财产运用受到严格的外汇管制

随着中国经济的不断发展，越来越多的高净值人群在境外也拥有巨额投资和资产，但中国法律对于境内自然人持有外汇进行了严格的限制，使得资金在境内外之间的流动受到很大制约。具体而言，境内金融机构推出的家族信托业务通常仅限于客户的境内资产，如果涉及境外资产，则仍需要单独设立信托。也就是说，如果在境内设立家族信托，则无法对委托人在境外的资产进行托管，因此，难以将境内资产与境外资产统一置入信托资产包，只能通过设立境外信托进行托管，故烦琐的程序阻碍了拥有境外资产的企业家在中国境内设立家族信托的步伐。此外，虽然目前部分信托公司已具有开展 QDII 业务的资格，但境内的信托公司只能在境内进行经营，无法到境外设立分支机构，跨境资产配置手段有限，即便在境内设立了家族信托，也无法解决其境外资产的分配与隔离问题。因此，对于资产实现了全球布局的高净值人群来说，境内的家族信托业务发展还不具备适应性，这对推动家族信托业务发展构成一定障碍。



（三）针对家族财富管理供给的建议

中国国民财富的积累壮大、金融产品的日益丰富以及互联网金融的兴起，为家族财富管理发展提供了良好的前景和基础。金融机构要积极把握财富管理的发展契机，加快从“以产品为中心”向“以客户为中心”经营理念的转变，构建符合现代家族财富管理发展规律的业务模式。

1. 明确差异化的经营战略与发展路径

差异化经营是打造家族财富管理长期竞争优势的关键。中国的金融机构由于股东背景、资源禀赋等差异，具有不同的比较优势，存在不同的战略方向和路径选择。有的比较适合集团化综合发展的路径，有的更适合发挥专业化优势，走精品化、专业化的发展道路。对于大型金融机构或金融控股集团而言，可以推进综合化和国际化经营，做财富管理综合解决方案的提供者。在金融业综合化经营趋势下，金融监管环境日趋宽松，为金融机构获取多种类型经营牌照、发展综合金融业务提供了有利条件。大型金融机构可通过事业部制、参股或控股等方式涉足各类金融业务，逐步完成全产业链牌照的经营布局，加速拓展国际化版图，搭建跨市场、多元化的金融服务平台，以满足高净值客户的综合化财富管理需求。对于中小型金融机构而言，则更适合发挥专业化优势或属地优势，在相关领域深耕细作，发挥地方特色，深度参与行业分工合作，以卓越的投资研发能力和专业客户服务为抓手，满足客户更加多元化、个性化的财富管理需求。

2. 构建整体协同的家族财富管理运营管理体系

在当前分业经营的背景下，针对家族财富管理业务需求复杂、综合、层次较高等特点，金融机构在发挥各自功能优势的同时，应加强内外部沟通整合，积极构建充分发挥范围经济和协同效应、有效促进资源整合和交叉销售的运营管理机制。首先，举例来说，近几年来，私人银行积极探索家族财富管理业务模式，逐步改善家族信托的架构，设置诸如融资、投资、综合金融、家族传承等板块，家族信托加基金会的形式已在中国私人银行实践开来。其次，已有不少信托公司联手保险公司推出了保险金信托产品，保险金信托兼具保险的保障功能以及信托分配的灵活性，由信托公司专门管理，可以横跨货币市场、资本市场和实体市场进行投资，相较于投资范围受限的保险资金，保险金信托的收益往往更高。最后，第三方财富管理机构由被动管理转为主动管理、资产管理，不断向产业链的上下游进行延伸，致力于探索成熟的家族办公室模式。以诺亚为例，下设歌斐资产、诺亚保险顾问有限公司，控股诺亚控股（香港）



有限公司和方舟信托（香港）有限公司，为客户提供全方位的资产管理、境外资产配置、家族财富传承等打下基础。金融机构的合作趋势向好，未来也需更为紧密的联系、合作、创新。

3. 提升家族财富管理的产品研发和资产管理能力

践行“以客户为中心”的经营理念，需要专业化的金融产品和服务作为支撑。金融机构需要在自身传统优势业务的基础上积极创新，提高产品技术含量，提供多样化、特色化、差异化的家族财富管理产品和服务。一是构建多元化的产品体系。借鉴境外家族财富管理机构提供包括股权组合投资、固定收益组合投资、奢侈品及艺术品投资、信托服务、家族办公室、财富传承和转移等形式多样、种类丰富的业务产品的成功经验，境内金融机构应以客户需求为中心，强化银行与信托、证券、基金等机构之间的联系合作，不断扩大投资范围，形成丰富完整的产品线，提升资产配置能力。二是提高产品研发能力和组合管理技术。面对日益丰富的家族财富管理市场需求，金融机构应大力提高产品研发能力，积极探索家族财富保值、增值和传承等各类服务，强化资产增值、资产传承、家族信托、遗产管理、离岸业务和对冲衍生等的应用。同时，还需要提升组合管理技术，运用科学的投资组合管理模型，将复杂的产品体系进行专业整合，系统解决客户的综合金融需求。三是提供个性化的金融服务方案。境内金融机构可借鉴国际先进银行经验，把财富管理服务流程分为了解客户、风险评估、投资决策和调整几个阶段，在对不同客户的财富状况和风险承受能力作出全面、科学评估的基础上，为客户提供有针对性的专业咨询服务以及个性化、差异化的资产组合建议方案。

4. 借助互联网金融打造财富管理新模式

互联网金融对整个财富管理行业的商业模式及服务体系产生了深刻影响，互联网技术使家族财富管理工具的平台化融合成为可能。一方面，互联网与金融深度融合将持续改变金融业态，客观上要求金融机构以新视角、新方法重构家族财富管理的客户关系和服务模式。另一方面，创新技术及产品不断涌现，进一步完善金融体系功能，将有助于提升金融机构的服务能力和竞争力，激发家族财富管理业的发展潜力和活力。金融机构应主动顺应新兴技术发展规律和互联网金融发展趋势，利用云计算、移动互联网、大数据等技术手段，加快财富管理产品和服务创新，精准地定位和细分客户。创新高效便捷的电子化获客和服务渠道，拓宽财富管理客户群。运用互联网思维和技术促进财富管理业务拓展、客户交互、运营管理、数据挖掘、产品开发、产品销售、风险控制，为客户提供一站式综合性解决方案。根据客户需求整合集成各类金融



产品，构建集资源整合、客户聚集、产品集成和信息互联互通于一体的综合金融服务平台。

五、中国家族财富管理投资者的需求分析

随着中国高净值人群的迅速增长及近年来金融市场的变动，中国高净值人士的风险收益偏好、流动性偏好等都有了较大变化，同时，这些变化对于中国家族财富管理产品的设计也相应提出了更多要求。为了更好地迎合市场变化及满足投资者的投资需求，从而设计出更具有创新性的家族财富管理产品，研究分析中国家族财富管理投资者的投资趋势变化就显得很有必要。因此，此部分将会从投资者的风险收益偏好、流动性偏好和家族财富管理中的股权控制、家族治理、事务管理需求等方面来研究投资者的投资变化趋势。

（一）风险偏好和产品收益类型偏好

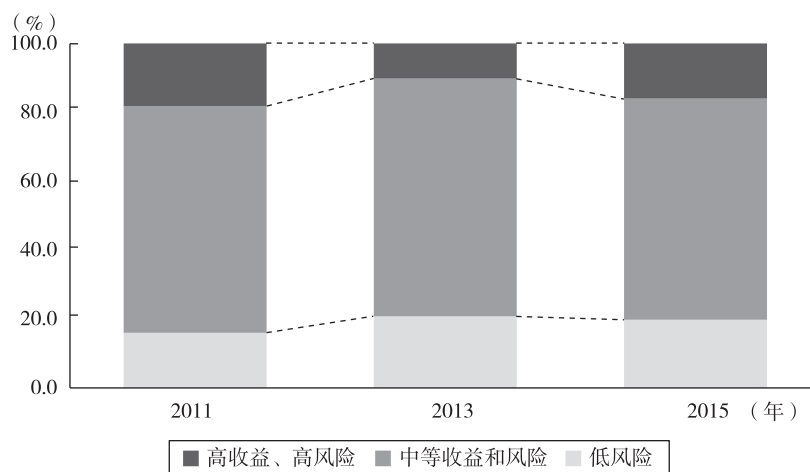
1. 风险偏好

2012 年至 2014 年初，历经股市多番涨跌的中国高净值人群在投资风格上一度趋于稳健，将重心放在保障财富的平稳增长上。从 2014 年后段开始，随着股市持续回暖，资本市场也逐步恢复其旺盛的生命力。高净值人群的投资心态为“稳中求变”，在稳健基础上顺势捕捉市场机会也成为越来越多高净值投资者的共识。从风险偏好的数据来看，选择高风险、高收益投资的高净值人群比例显著提升，从 2013 年初的不到 10% 增至 2015 年初的 15%。与此同时，倾向于中等风险收益的高净值人群占比也显著下降，从 2013 年初的 70% 降至 2015 年初的 65%。偏好低风险投资的人群比例则较为稳定，过去五年来基本保持在 20% 上下浮动。

2. 产品收益类型偏好

投资者对股票、公募基金等权益类投资的热情上升，固定收益类产品占比下降；在 2014 年下半年股市回暖的背景下，许多投资者在希望资产保值增值的基础上调高了投资收益预期。包括债券、保险（仅指人寿保险）、融资类信托产品、银行理财产品四类资产在内的固定收益类投资在资产中的占比较两年前有显著下降。股票、权益类基金等权益类投资成为投资热点，私募股权、基金专户理财等其他境内投资（除融资类信托产品外）的比例也大幅提高。

调研结果显示，在受访高净值人群的境内资产中，固定收益类投资占比从 2013

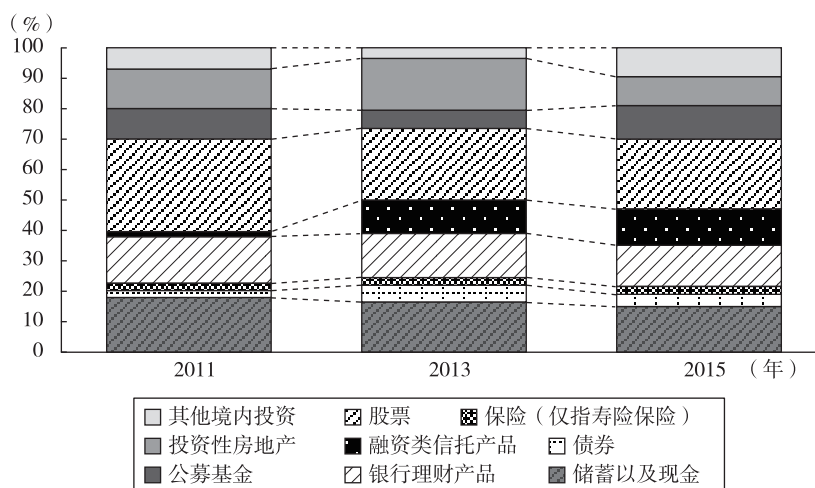


注：数据为年初数据。

数据来源：招商银行和贝恩公司《高净值人群调研分析》。

图12 2011年初、2013年初、2015年初中国高净值人群的风险偏好变化趋势

年初的37%下跌至2015年初的约30%；高净值人群对投资性房地产的热情也明显下跌，投资占比从2013年初的15%下跌至2015年初的10%左右。股票在境内总资产中的占比则提升了约4个百分点，增至26%。主要受权益类和货币基金类产品拉动，公募基金（包括货币类、债券类、权益类）占比也明显增加，从2013年初的8%上升到2015年初的11%。其他境内投资尤其是私募股权投资产品、基金专户理财等，



注：公募基金包括货币类基金、债券类基金、权益类基金，其他境内投资包括私募股权、私募股权投资产品、黄金、基金专户理财、对冲基金以及收藏品（不包括融资类信托产品），数据为年初数据。

资料来源：招商银行《高净值人群调研分析》。

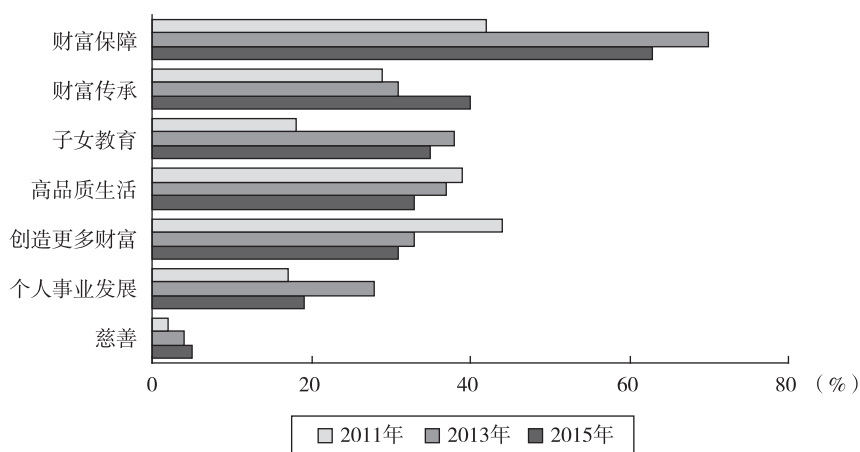
图13 2011年初、2013年初、2015年初中国高净值人群境内可投资资产配置比例



因其更丰富的产品形式和高收益也受到高净值人群的欢迎，占比从2013年初的4%迅速上升到2015年初的10%。

（二）财富传承成为重要目标

在2013年发布的《2013中国私人财富报告》中，中国高净值人群的首要财富目标由此前的“创造更多财富”首次变成“财富保障”。而《2015中国私人财富报告》显示，中国高净值人群的首要财富目标仍为“财富保障”，在受访的高净值人群中，约63%提及“财富保障”是自己的重要财富目标。同时，“财富传承”的重要性排序从两年前的第五位跃居到了第二位，约40%的受访高净值人群将其列为主要财富目标，而“创造更多财富”和“个人事业发展”的提及率均有下降，分别跌至31%、19%。

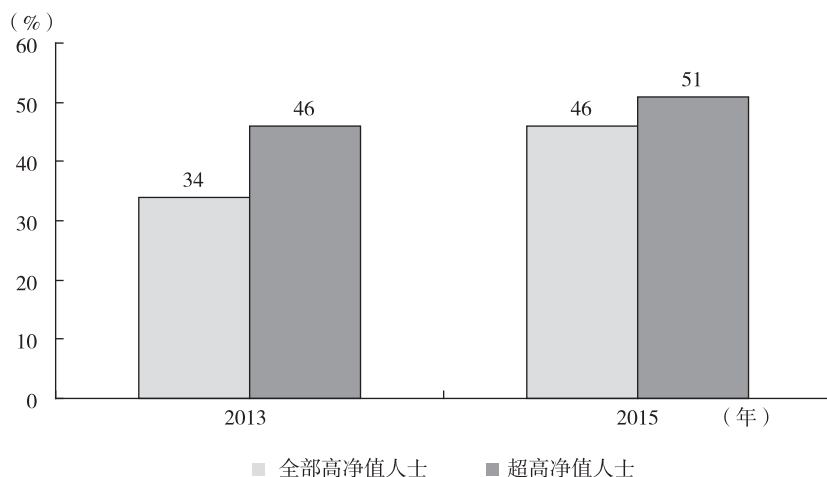


数据来源：《2015中国私人财富报告》。

图14 2011年、2013年和2015年中国高净值人群财富目标对比

财富目标的排序升降在一定程度上也反映出当前中国高净值人群的财富心态变化。在进行事业打拼和财富积累的同时，随着子女成年或家庭财富安排需求的上升，部分高净值人群不仅看重通过各种方式保障今后高品质的生活，也开始长远地考虑财富的代际传承，对于超高净值人群而言，这种需求尤为强烈。随之凸显的是两大财富目标，一是如何在保障现有财富安全的情况下实现稳健增值，二是如何将财富有效、有益地传递给下一代。

随着财富传承上升为目前第二重要的财富目标，部分高净值人士也已开始作出家族财富传承的具体安排。《2015中国私人财富报告》的调研数据显示，约26%的受访者已为子女购买保险，约21%的受访者已为子女购置房产，约13%的受访者已经通



注：可投资资产超过1000万元人民币的个人被定义为高净值人士，可投资资产超过1亿元人民币的个人被定义为超高净值人士。

数据来源：《2015 中国私人财富报告》。

图 15 2013 年和 2015 年已经开始考虑财富传承的中国高净值人士

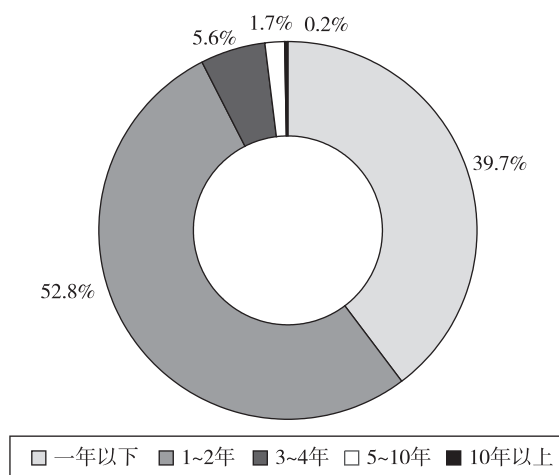
过家庭工作室的服务设立了家族信托。在尚未作出安排的高净值人士中，也有不少对家族工作室等财富传承服务表现出兴趣。对于家族工作室服务，高净值人士的主要需求仍集中在家族资产的保障传承和长期投资理财上，此外，还有约 27% 的受访者提到了对例如健康管理、定制旅游、移民讲座等家族增值服务的需求。

（三）流动性偏好及期限设置

2015 年宜信发布了《中国大众富裕阶层研究白皮书》，该报告主要针对的是大众富裕阶层投资者，即可投资资产在 300 万~1000 万元的人群。报告数据显示，绝大多数受访者偏好期限在 2 年以下的投资产品，这个数字达到了 92.5%，说明大多数的受访者更热衷于短期的投资产品。对期限在 3 年以上的投资产品的偏好则是时间期限越长呈递减趋势，选择 10 年以上投资产品的受访者只占 0.2%，这也从另一侧面解释了为什么理财产品、基金、债券等金融投资会拥有如此普遍的也是最为忠实和牢固的投资群体。

除此之外，受访者数据还显示，不管是个人可投资资产规模在 300 万~600 万元还是在 600 万~1000 万元，大众富裕阶层对于投资期限的偏好都类似，超过 90% 的人偏好 2 年期以内的投资产品。

值得注意的是，和大众富裕阶层相比，家族企业的高净值人士往往偏好较长期限



数据来源：《中国大众富裕阶层研究白皮书》。

图 16 大众富裕阶层偏好的投资期限

的投资产品。这可能是由于与大众富裕阶层关注的资产保值增值相比，家族财富投资者更倾向于财富传承、子女教育、家业长青等目的，因此也就更加侧重于长期的结果。因此，目前家族财富管理机构推出的各类财富管理产品的期限一般都很长，以家族信托为例，市场推出的产品期限大多在 30 年以上。

（四）股权控制及家族治理

中国第一代创业企业家面对着企业交接的难题。中国的民营企业在历史上第一次面临代际传承，企业家必须在没有任何经验的情况下，完成家族的传承。据估计，未来 5 至 20 年将是家族企业和其财富从第一代创业者转向第二代继任者的高峰期。一项来自麦肯锡的研究表明，全球范围内家族企业的平均寿命只有 24 年，其中只有大约 30% 的家族企业可以传到第二代。

基于中国的传统和现实，绝大多数企业家都倾向于把家族企业及其财富交给自己的后代和家族里其他亲人。目前只有万向集团、方太集团、均瑶集团、龙盛公司等极少数家族企业顺利完成了向第二代的传承，大多数还是正在进行或者没有考虑。家族传承中容易出现的问题如下：一是家族企业亲人内部有利益争斗、代际冲突；二是家族内部继承人可能面临因事故和疾病死亡；三是家族内部的继承者对此不感兴趣或者没有能力甚至是败家子；四是多子女家庭家族繁衍扩大衍生诸多问题，如果均分容易导致把企业资本分薄，往往是一个大公司被分成了几个小公司各自发展，这可能不利于企业的发展和对抗风险；五是在控制权转移和企业成长与外部关键人力资本和金融



资本的矛盾交易中，找不到合适的方式方法和制度安排，首鼠两端，坐失发展良机。

家族企业成长和代际传承的一个突出问题就是，企业的股份控制权、经营控制权和决策控制权由三权合一并且集中于一人走向分解和稀释，分散于数人，也就是金融债务资本的引进导致企业规模的成长与决策控制权转移，股本的引进引起股份控制权的稀释，或更换控股股东导致股份控制权的转移，人力资本的引进导致企业知识维度的成长与经营控制权的转移。这些最终将导致企业制度变迁，典型的家族企业从家庭企业依次变化为古典家族企业、非古典家族企业、现代股份制家族企业和完全的公众企业。

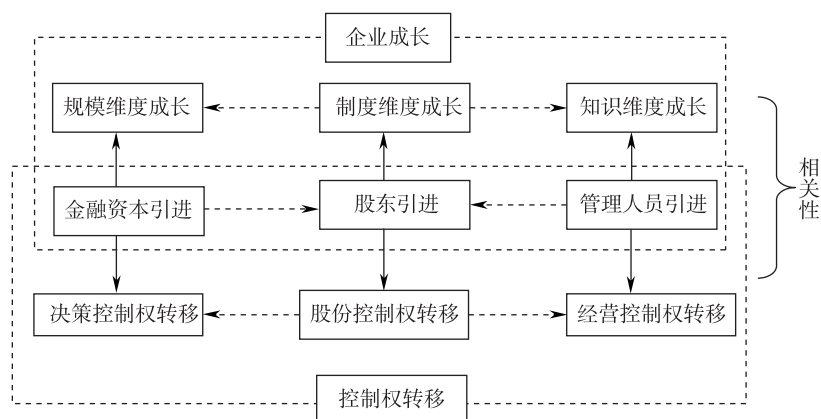


图 17 企业成长中控制权转移的分析框架

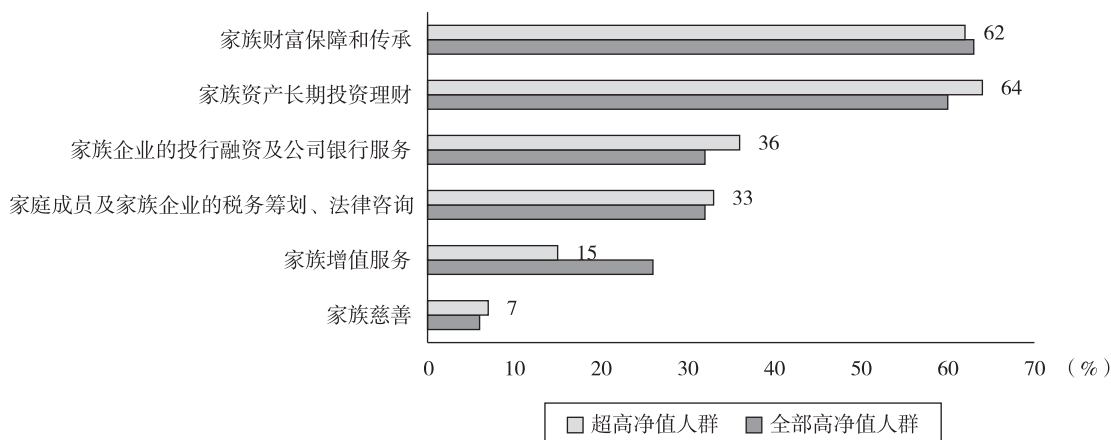
如何利用法律制度使得家族企业既保持股份控制权，又使家族企业吸收外部关键人力资本和金融资本，做到基业长青、永续经营。目前主要有设立慈善基金会和家族信托基金两种形式。例如，目前牛根生家族通过设立慈善基金会表决权信托掌握家族企业控制权。

（五）事务管理需求

真正意义上的家族财富管理已不再仅仅是财富的传承，家族财富保值增值、财富代际转移和隔代转移、投资理财、公益捐赠、税务规划等才是其核心。许多金融机构面对市场的巨大需求和客户的迫切需要，努力扮演着“财富管家”的角色，只是这个“管家”是为客户“管财富”的，而不是替他们“管家”，然而境内的高净值客户的事物管理需求已然日趋强劲。整个家族财富管理亟须转型，回归理财规划的本源。这种投资理财规划服务涉及范围广泛，包括投资规划、风险控制管理规划、现金规划、税收筹划、支出规划、养老规划与财富传承规划。对于家庭工作室服务，高净值



人士的主要需求仍集中在家族资产的保障传承和长期投资理财上，此外，还有部分高净值人士提到了对例如健康管理、定制旅游、移民讲座等家族增值服务的需求，如图 18 所示。



资料来源：招商银行和贝恩公司《高净值人群调研分析》。

图 18 2015 年高净值人群对家庭工作室的主要需求

六、家族财富管理产品设计创新——以家族信托为例

虽然目前中国已经有多家金融机构纷纷进入家族财富管理领域，但家族信托特殊的法律地位和灵活多变的信托条款设计使信托公司与其他家族财富管理机构相比较时，在财富传承、事务管理和最大程度保障委托人利益方面有着很大的优势。因此，此部分将以家族信托为例研究分析中国家族财富管理产品设计的创新。

（一）监管政策与法律法规

1. 监管政策变迁

中国信托公司自 1979 年重新恢复设立至今，跌宕起伏，已经走过了三十多年的历程，既有值得汲取的历史教训，也在中国改革开放和金融体系改革的不同历史阶段发挥过积极作用。银监会自成立以来，一直重视遵循信托业的科学发展规律，着力研究改革多年摇摆不定的业务发展模式，着力解决多年带病运行困扰行业监管和发展的根本问题，不断加强监管制度建设，引导信托公司改革和对外开放，使中国信托业开始步入良性、快速、可持续的发展轨道。在新常态下，“十三五”期间监管层将进一步促进信托业回归本源——“受人之托，代人理财”，家族财富管理行业终将成为一片蓝海。



表 12 中国信托业主要监管政策

时间	监管内容/政策	对信托业的影响
1982—1988 年	五次大规模治理整顿，一系列办法条例相继出台	原 239 家信托公司重新获得登记的仅有 50 家，近 6000 亿元不良资产被核销
2001 年	《信托法》	中国信托制度的整体价值功能在权威的法律层面得以构建
2002 年	《信托投资公司管理办法》（现已失效）和《信托投资公司资金信托管理暂行办法》（现已失效）	为信托业的发展搭建起了基本的制度框架
2007 年	《信托公司管理办法》和《信托公司集合资金信托计划管理办法》（简称“新两规”）	提高了信托公司的规范性，明确了信托公司“受人之托，代人理财”的发展定位
2014 年	《关于信托公司风险监管的指导意见》	被信托业界称为“史上最全面”的信托公司风险监管文件，明确了“卖者尽责，买者自负”
2015 年	一系列配套监管政策相继出台或进入征求意见阶段	此次调整思路是促进信托业回归本源——“受人之托，代人理财”，具体围绕“强监管”、“促转型”两大路径展开

资料来源：根据公开信息整理。

2. 中国家族信托法律困境解决对策——监管者角度

（1）明确信托财产权属。目前中国理论界学者对于信托财产归属意见不一，不论何种观点都有其合理之处，这也是立法者在制定法律制度时未明确规定信托财产权归属的原因之一。但信托财产权属规定不明确阻碍了信托业的发展，也不利于信托纠纷的解决。对此，立法者不能一味采取回避态度，应该积极组织学者和业界人士共同探讨，认真论证，最大限度统一认识，甚至敢于抱着试错的态度，尽快明确信托财产权属，为信托业发展指引方向。

（2）明确信托登记制度。针对信托登记制度缺失导致可投入信托的财产有限的问题，建议通过完善信托登记制度加以解决。将不动产、股权等财产纳入信托财产，增加家族信托可委托财产的范围，提高富裕阶层设立家族信托的意愿。建议有关部门在现有财产登记机关新设信托登记功能，使信托登记制度很快地建立和运作起来，并且，在完善信托登记制度的同时，如何顾及信托人隐私权的保护也是需要立法者在立法中加以考量的重要方面。

（3）完善信托监察人制度。目前中国《信托法》仅规定在公益信托中设立信托监察人，在此建议修改《信托法》，在私益信托领域特别是针对家族信托增设信托监察人制度。具体来说，设立家族信托监察人时既要明确信托监察人的资格、权利和义务，也要严格信托监察人的辞任、解任以及新信托监察人的选任方法，减少监察人侵



害委托人和受益人的可能性，真正发挥监察人的作用。

(4) 确立信托税收制度。针对信托的重复征税问题，信托税法提出了两种理论，即信托导管理论及信托实体理论。信托导管理论认为信托只是一种方式和手段，作为中介连接着委托人和受益人，受益人才是最终的信托利益的实质享有者，因此信托税收的纳税主体是享有实质利益的受益人。尽管信托导管理论在解决信托重复征税上具有很大作用，但其仅适用于普通信托，不能涵盖所有的信托类型，特别是受益人或受益份额不确定的情况下，信托导管理论存在不足。此时信托实体理论能够弥补这些不足。信托实体理论将信托作为一个独立的纳税主体，将信托所得归属于信托本体，由受托人代表信托本体履行纳税义务。但我国税收的基本原则之一即为实质课税原则，信托财产是受托人形式上所享有的权利，信托实体理论倡导对信托主体进行征税，即会使得名义上的财产所有权与实质的受益权相互独立，有可能造成委托人和受益人利用信托进行逃税的发生。两种理论各有长处和不足，相互补充，因此，建议今后可以考虑结合两种理论，以信托实体理论为主，以信托导管理论为辅，解决信托重复征税问题。此外，在遗产税方面，建议尽快完善税制安排并尽可能保持税率的相对稳定，为家族信托发展提供稳定的外部税收环境。

(二) 基于投资者有效需求的产品创新

家族财富管理业务操作是一个系统工程，金融机构应当以各自直销团队与财富管理俱乐部建设为切入点，待形成稳定客户资源后，在内部配备相应的专业化团队，或在外部与专业化机构合作，针对高净值客户的个性化需求为其提供一站式的全方位私密定制服务。

具体而言，主要基于客户需求的三个层次，为信托公司开展家族信托业务提供几点建议，对其他金融机构同样具有借鉴意义。

1. 个性化理财投资

第一层次的个性化理财需求主要考验信托公司的资产配置能力，比如能否通过合理的组合投资为客户量身定制一套收益与安全兼备的长期理财计划。信托公司可以充分发挥多年来横跨资本市场、货币市场和实体市场的经验与优势，为高净值客户提供符合他们风险偏好和承受能力的理财投资方案，选择专业的管理团队和理财投资经理，为其提供专业的理财投资咨询，这也是目前中国已有家族信托业务中信托公司布局的重点。

2. 多元化定制服务

针对第二层次的多元化定制服务需求，信托公司可以发挥其平台资源优势与其他



机构合作，通过财富俱乐部等途径为客户提供定制化旅游、定制化消费、定制化教育和定制化医疗等服务，搭建跨界资源平台为客户提供多元化定制服务。这样不仅能够提供升级版的理财服务，更能提升用户体验。

3. 家族办公室

针对第三层次的家族办公室服务需求，信托公司需要通过在第一层次服务和第二层次服务过程中，取得客户充分信任并且与他们建立稳定的伙伴关系。此时，信托公司可以更加深入地为高净值客户进行家族财富管理。在开展家族办公室业务之前，信托公司首先需要打造精英团队或者外部专家库（律师、会计师、税务师等），为客户提供家族治理、家族企业治理，进而实现家族传承、家族企业传承和家族精神传承。当然，这一层次的服务也需要和移民信托、境外投资等配套业务相结合，以充分满足特定客户的需求。

个性化理财投资	多元化定制服务	家族办公室
• 大额现金管理 • 金融产品投资管理 • 金融资产配置组合管理 • 动产管理 • 不动产投资管理	• 企业战略咨询服务 • 税收筹划咨询服务 • 企业法律顾问服务 • 家庭法律顾问服务 • 定制化子女教育服务 • 定制化医疗服务 • 定制化消费服务 • 定制化移民服务	• 家族治理发展 • 家族企业传承 • 家族财富管理 • 家族继承人领导力规划 • 家族继承人教育 • 家族企业精神培育 • 家族慈善精神培育 • 家庭纷争调解

资料来源：根据信托公司提供资料整理。

图 19 家族信托的客户需求层次与配套服务

（三）产品形式与资产配置的要素再组合创新

结合中国家族财富管理资产配置需求要素的特点，进一步丰富家族信托的产品形式。参照国际信托业经验，本部分提供以下家族信托产品设计思路，主要包括养老型信托产品、子女抚养型信托产品、财产保值增值型信托产品、家族企业传承型信托产品。

1. 养老型信托产品

该产品主要针对有一定经济实力而又由于客观条件无法得到家庭有效照顾的老年人，财富拥有者将其财产交给信托公司，信托公司根据客户的财产情况及需求，为其量身定制养老计划和选择合适的养老机构，直至其去世后的丧葬事宜安排；同时针对



客户的信托财产制订管理和投资方案，以实现该财产的保值和增值，在客户去世后根据信托协议进行财产处置和分配。

2. 子女抚养型信托产品

针对财富拥有者希望在自己身后能够安排好子女的生活，使其生活不受影响的需求，信托公司可设计推出子女抚养型信托产品。

3. 财产保值增值型信托产品

主要针对有保值增值需求的财富拥有者，特别是高端法人客户，譬如全国五百强企业、事业单位、各类基金会等。可根据客户的风险偏好和需求来配置不同类型的投资产品，主要目的是确保委托人资产能保值增值，并不以高收益为目标。

4. 家族企业传承型信托产品

针对拥有家族企业的财富拥有者，他们希望在自己去世后该企业仍能可持续发展，避免因继承人之间的财产纠纷或者无法胜任而对家族企业造成不利影响。基本业务模式是信托公司将目标客户的股份或其他股东权益纳入信托计划，在客户去世后，信托公司根据信托协议的约定履行资产所有者的职责，包括重大事项决策、管理者的选择以及公司收益的分配和处理，以保证相关家族企业在客户去世后能按其意志一直延续。该类信托的具体形式有家族财产合格继承人信托、遗产管理信托、离岸信托。

(四) 事务管理类家族信托产品创新

本部分将结合万向信托与中华遗嘱库在 2015 年 7 月推出的“家族财富保护传承全体系计划”这一案例进行探析。2015 年 11 月，运用该计划的第一单股权管理事务类家族信托正式落地。

1. 案例简述

2015 年 9 月，某北京公司为开拓广东市场，与当地创业团队达成合作意向，双方共同设立一家股份有限公司。

(1) 股份公司拟注册资本金为 2000 万元，其中创业团队出资 1400 万元，北京公司以无形资产和销售代理权等出资 600 万元。

(2) 创业团队流动性较大。团队成员为 53 人，未来可能引入新的团队成员，有部分人员也可能因为个人发展等原因无法继续留在团队中。

(3) 创业团队每个成员均应在加入团队后 5 年内完成所承诺的业绩，否则公司有



权清退股份。后续将根据创业团队成员进出情况和业绩完成比例对创业团队成员的股份比例进行调整。

(4) 股份公司计划在未来几年内进一步引入更大投资，进一步扩大市场占有率，并择机上市。

2. 客户需求

在采取传统的直接持股或有限合伙等模式为股份公司设计股份结构时，客户关注的几个核心问题如下：(1) 如何把握创业团队成员登记为股份公司股东的时机；(2) 如何防止个别创业团队成员与股份公司之间因为股份确认的纠纷而导致对股份公司发展的不利影响；(3) 如何防止创业团队成员的离婚、继承对股份公司发展的不利影响；(4) 对部分尚未结婚、即将结婚的创业团队成员的财产保护；(5) 因创业团队人员变动，表决权如何管理。这些问题需要一事一议，与客户做好沟通及相应安排。

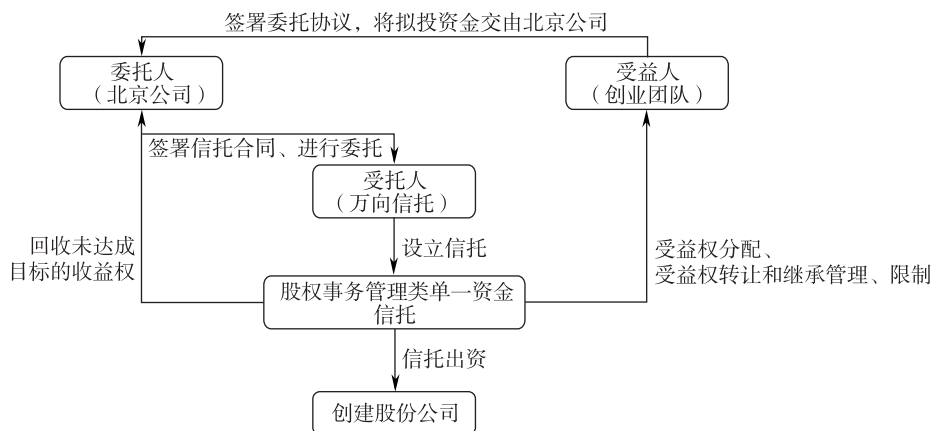


图 20 万向信托股权事务管理类信托

3. 股权事务管理类单一资金信托

该信托面临的三大难题：(1) 受托人如何处理受益权份额的计算和确认等事务；(2) 受托人作为名义上的股东，如何行使表决权；(3) 如何与客户的家族事务对接。为了解决上述问题，万向信托引入了信托保护人。

4. 引入信托保护人的解决方案

(1) 由中华遗嘱库（是一个向社会提供遗嘱保管服务的公共事务管理机构和公益性社会组织）担任信托保护人，与委托人、受益人签署《信托保护协议》，约定双方在业绩承诺、家族事务等问题上变更、调整受益权份额的条件和确认程序，由信托保护人居中保护信托目的和委托意愿。受益人如有其他家族事务需要服务的，则由信



托保护人对接律师为客户提供遗嘱、协议、代理等其他服务，另行签署委托协议。

(2) 由委托人、受托人和中华遗嘱库签署《信托合同》，确认中华遗嘱库的信托保护人身份，确认由中华遗嘱库负担事务性管理职责，中华遗嘱库对受益份额调整进行确认后，受托人仅凭中华遗嘱库的确认即可调整。

(3) 投资顾问与委托人、受益人签署《投资顾问协议》，投资顾问负责就股份公司的运营向受托人进行指示，受托人根据投资顾问的指示授权代表出席股东会议并作出表决。就投票权管理而言，投资顾问须根据委托人与受益人的表决结果作出指示，在委托人和受益人无法达成一致意见时，以委托人的意见为准。

5. 该方案对家族信托业务的启示

在以上方案中，由于信托保护人的设置，信托公司仅需对接信托保护人，而且仅需按照约定程序审核信托保护人提交的基础性资料，便可完成信托受益权管理，无须对受益权调整所依据的条件进行审核和确认。就像一部加装了挂钩的货车，信托公司仅负责资产管理的车头部分和挂钩部分，对接挂钩的是信托保护人，而挂钩后面的家族事务、表决权事务等，则由信托保护人与委托人、受益人或相关主体通过协议、遗嘱或其他委托事项来约定和操作，信托公司和金融机构完全没有必要介入其中，从而很好地将事务管理剥离于资产管理之外，使得信托公司和金融机构可以专心从事资产管理。对于信托保护人的选择则是关键中的关键，即具备独立、专业、公正、长期持续特质的组织才可担任信托保护人。

七、中国家族财富管理发展趋势分析

目前中国各大金融机构的家族财富管理产品虽较过去有了长足的进步，但很多产品在设计时还是停留在财富保值增值的阶段，未来投资者日益增加的事务性管理需求和个性化需求才是产品发展创新的关键点；在资产配置方面，很多产品在设计时应该多着眼于境外资产的配置，并根据投资者需求适当延长资产配置期限；从金融机构的角度来讲，针对目前中国的金融体制改革趋势，未来的金融机构可能会向金融控股集团方向转变，并在此过程中逐渐注重金融牌照资源的整合及产品的综合化设计，为投资者提供一站式的金融综合服务。

(一) 金融牌照资源整合及产品集成商设计

1. 金融混业驱动综合金融控股集团

近年来，顶层普遍强调加大金融体制改革力度，优化金融结构，如加强资信评级



机构和会计师事务所、律师事务所等中介机构监管，研究证券、基金、期货等经营机构交叉持牌，稳步推进符合条件的金融机构在风险隔离基础上申请证券业务牌照。在各项改革措施之中，“鼓励机构交叉持牌”被业内普遍认为是混业经营加速的信号。金融混业是大势所趋，除了中信集团、光大集团以及平安集团试点综合金融控股集团之外，不少金融机构“全牌照”的战略平台雏形陆续浮出水面。

2. 牌照资源整合以实现财富管理综合服务

未来的财富管理发展趋势更需要信托公司、银行、保险公司、证券公司、第三方财富管理机构等相互合作、高度市场化的全牌照金融控股集团，通过持股与控股，实施集团的战略管控或者搭建互联网金融平台。具体来说，第三方财富管理机构的业务应该涵盖保险、信托、公募基金、阳光私募等多元化金融产品；对于信托公司来说，从监管和法律关系角度来看，信托公司是唯一能为客户直接服务的机构，特别是完成家族信托的落地；私人银行依托于强大的渠道优势，在高净值人群积攒方面有着先天优势，私人银行稍显不足的是产品的设计研发能力，对于客户的事务型管理、养老、财富传承等则需要和保险公司、信托公司加强合作。作为财富管理重要的银信合作，只要能找到一个利益的平衡点，对双方都是一个新的利润增长点。另外，保险公司除了自有的“富人险”外，还可以通过保险金信托这一业务，即通过将未来的人寿保险置入信托，将人寿保险的功能与信托的持续管理能力合二为一，加强业务的吸引力。而对于证券公司和基金公司，则需要将自身优势的资产管理、证券投资能力囊括进来。在对牌照资源整合的金融综合控股集团中，更能体现财富管理的综合服务特色，以期达到金融控股集团的协同效应，在研发协同、产品协同、信息技术和资源协同方面带来相对优势。

3. 产品集成商设计模式

随着财富管理机构的产品与服务种类日益增多，它们所需要的专业技能也越来越复杂，抛开上述极个别的能够集齐金融牌照的金融集团，绝大多数的财富管理机构更应采用服务外包的方式进行合作；高净值客户也意识到，对于单个供应商而言，不可能所有的产品和服务都是同类最优的解决方案。因此，很多小型的运营商无法像大型财富管理机构一样依赖于自身产品供应，不得不越来越多地外包它们的财富管理解决方案。由此，又产生了一类比较特殊的财富管理模式，即“独立协调者模式”。通过借鉴“独立协调者模式”，课题组为信托公司设计了产品集成商模式（见图21）。

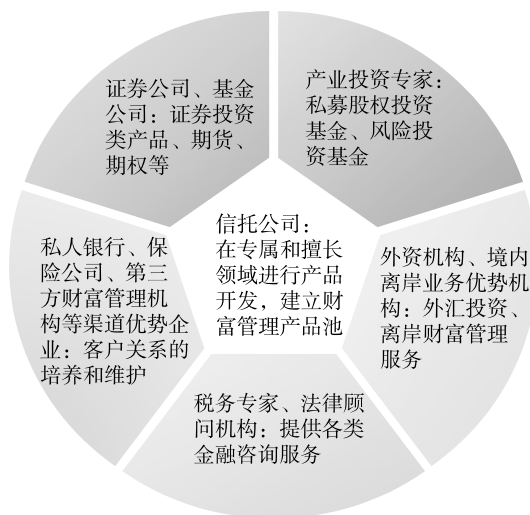


图 21 产品集成商模式

产品集成商模式是指信托公司利用自身的独特优势，直接通过信托平台将财富管理业务所包含的各类产品和服务进行整合，建立完整的财富管理产品池。信托公司作为客户（包括机构客户和个人客户）的全权受托人在全面深入分析客户状况的基础上给客户量身定制一套财富管理方案，并通过财富管理产品池进行产品的配置和组合投资。

产品集成商类似于财富管理业务的组织者，即通过信托平台将各类机构（也包含信托公司自身）所开发的财富管理产品和服务进行整合和管理。产品集成商模式可以有效地体现信托公司理财业务组织者的市场定位。产品集成并不是简单的理财产品的堆积，从产品的设计构想到产品的管理，信托公司都应当参与其中并起着主导的作用。因为，如果仅仅是理财产品简单地堆积，这和银行、第三方财富管理机构等产品采购商并无两样，信托公司应当发挥自己独特的制度优势，在产品集成上体现更多的信托特色。

（二）金融服务与事务管理类服务的结合

1. 业务转型，回归本源

现如今财富管理机构的金融服务相对单一，私人银行和保险公司更多的是卖产品，信托公司属于被动型管理，第三方财富管理机构依赖咨询业务和金融投资。私人财富管理亟须转型，回归理财规划的本源。这种投资理财规划服务涉及范围和内容广泛，包括投资规划、风险控制管理规划、现金规划、税收筹划、支出规划、养老规划与财富传承规划。信托有着家族特殊目的的实现方面的功能，委托人把财产的所有权转



移给受托人，实现资产的隔离，从而达到保护资产的目的，然后在资产隔离的基础上，实现对资产的集中管理、企业永续经营、避免法定的继承程序、动产和不动产的财富传承以及税收筹划等目的。相比之下，信托公司在事物管理类业务中具有制度优势。在这种混业竞争的态势下，事物管理类信托将是发展的一个重点领域和方向，如何将各类金融机构自身的金融服务与事务管理类信托相结合，是一个难点。

2. 私人银行、第三方财富管理机构等发展的顶层设计

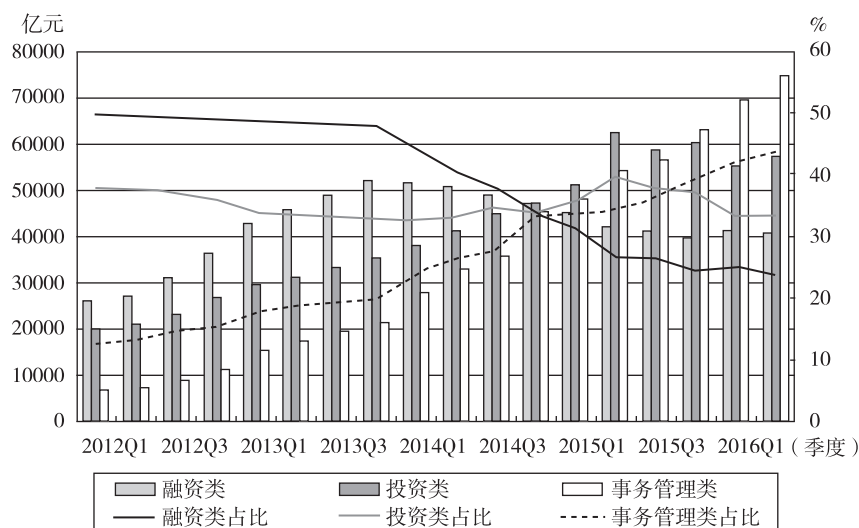
近年来，私人银行成为高净值人群主要的投资理财渠道之一，第三方财富管理机构凭借其独立性和专业性也逐步占据一席之地。在市场起步初期，波段式的产品营销或许能够吸引客户投资，但随着市场的逐步发展和需求的日益复杂化，私人银行和第三方财富管理机构需要帮助客户达成复杂且个性化的金融服务需求，实现财富的长期保值和增长。如上文所述，家族信托就是实现长期个性化金融服务、满足各类事物管理要求的顶层设计的重要工具。私人银行和第三方财富管理机构应该从客户家庭的利益和中长期理财需求出发，依据各个家庭不同的需求和偏好，借助自身平台资源，发挥投资理财团队的专业服务优势，定制化地为高净值人群设计财富保障、增值、传承等中长期理财的金融解决方案。同时对于这些机构来说，协助设立家族信托，让客户享有更多参与权，与信托公司协同主动对财富进行事物管理，意味着将来能协助客户整个家族至少二三代人，能够大大增加客户黏性和业务品种。

3. 事务管理类服务业务增长迅猛

基于对信托的研究，从信托功能来看，融资类、投资类、事务管理类信托在2014年末形成“三分天下”的局面，三者各占三分之一。2015年后这种局面很快被打破，融资类信托占比一路下降，2015年末，融资类信托资产规模占比下降为24.32%，而事务管理类信托稳步上升，截至2016年第二季度事务管理类信托规模达7.47万亿元，占比已经达到43.20%，较2015年末提升4.5个百分点。图22为近几年信托业务结构变化情况。

（三）一站式综合服务趋势

一站式理财是指在一个位置（线上或线下）实现对财富的综合管理，实现对财产的保值、增值等目的。核心在于同时满足用户的所有投资理财需求。出于目标多元化、资产配置和分散风险的需求，中国的超富裕人群一般会选择多家机构的产品和服务。但是这样也带来一些问题。一是增加了资产综合配置管理的难度；二是增加了操作成本，资金转移和产品转换不方便；三是需要花费更多的时间去与各家机构进行沟



数据来源：中国信托业协会。

图 22 按功能划分的信托业务结构变化情况

通，从中判断和选择出自己所需。一家能够提供全方位和一站式产品与服务的机构将能帮助超富裕人群解决这些问题，一站式综合服务也是中国家族财富管理机构努力发展的方向之一。

下文参考中国 AA 集团的财富管理综合化金融服务平台，从品牌融合、产品组合、渠道整合、专业聚合的角度概述全领域、全流程的一站式综合服务趋势。

1. 品牌融合——整合品牌资源

AA 集团的业务范围涵盖银行、信托、保险、证券、基金、资产管理等行业和领域。在打造全方位的一站式综合财富管理平台之际，整合了集团旗下五大领域、八家顶尖金融子公司，发挥了自身集团的品牌、金融牌照资源优势，在体系构建、资源整合、跨平台合作等方面均具有借鉴意义。中国相对多的家族财富管理机构并不具有如此多的品牌资源，但整合品牌资源将是努力的方向，有以下三种形式可以进行操作。

品牌授权合作针对个人和小微金融机构，股权合作针对有一定影响力的中型金融机构，战略合作则针对已具备品牌效应的大型金融机构。

2. 产品组合——定制化配置组合

在财富管理发展初期，受限于分业监管要求和各金融机构有限的创设能力，各财富管理机构主要发行符合自身定位和能力的专业化产品，从而导致市场上各财富管理机构发行的产品以标准化产品为主。一站式综合服务不再是单纯的产品输出拿取佣金



提成，而是需要摆脱产品导向模式。强调在对客户的风险偏好、资产状况、家庭情况、公司经营状况进行综合评判的基础上给客户设计一套与客户自身相匹配的财富管理方案，该方案应当具有定制化、特色化、综合化的特点。然而，这就需要理财经理再根据该财富管理方案进行理财产品的配置与组合。具体落实到提供产品组合上，有两条路径可供选择：一是注重特色产品的开发和集成，可借鉴境外财富管理机构等特色业务，值得注意的是，需要区分个人特色业务和机构特色业务。二是产品及服务外包，伴随着需求的多样性、差异性，财富管理机构所需要的专业技能也将越来越复杂，因此可对外采购某项产品，或者将服务进行外包。

3. 渠道整合——借鉴“智能投顾”概念

自 2013 年起，互联网金融成为全行业的关键词。互联网金融被反复作为服务长尾人群的主要手段进入人们的视野，面向高净值客户的财富管理机构似乎与这一场变革无关，然而将视角放到国际家族财富管理机构的发展历程上，互联网时代下中国家族财富管理机构将会从多个方面迎来革新。

未来的财富管理服务模式由以线下服务为主向线上线下相结合转变。不难发现，客户经理团队的服务能力与质量依然是高净值人士需求的核心，兴业银行与波士顿咨询公司（BCG）联合发布的报告称，65% 的私人银行客户未来仍旧会选择客户经理作为首要接触点。然而，在这样的“不变”之外，变化已悄然而生。调研显示，在互联网大潮席卷中国的当下，高净值人士正在逐渐步入“数字一代”，近 80% 的中国高净值人士正在使用数字化的金融产品和服务。

不同于传统的 P2P、互联网金融公司，家族财富管理机构可以借鉴最近大热的“智能投顾”概念，所谓的智能投顾平台，是指借助于计算机模型和技术，为经过调查问卷评估的客户提供量身定制的资产投资组合建议，包括股票配置、股票期权操作、债权配置、房地产资产配置等。可以参考一下国外智能投顾平台。

表 13 美国资产管理规模排名前四的智能投顾平台

公司	Betterment	Wealthfront	Vanguard（先锋）个人顾问服务	嘉信智能投资组合
资产管理规模（亿美元）	50	31	310	41
成立时间	2008 年 8 月	2012 年 12 月	2015 年 5 月	2015 年 5 月
投资门槛（美元）	0	500	50000	5000
管理费率	0.35%（0~1 万美元）， 0.25%（1 万~10 万美元）， 0.15%（10 万美元以上）	1 万美元以内免费， 0.25%（1 万美元以上）	0.3%	免费（只为导流）



续表

公司	Betterment	Wealthfront	Vanguard（先锋）个人顾问服务	嘉信智能投资组合
是否提供人工服务	是，对投资额达到 50 万的客户提供人工服务	否	是，提供人工面对面、电话和邮件服务	是
投资范围	12 个 ETF，投向股票和债券	11 个 ETF，投向股票、地产和商品	先锋的 ETF，投向股票和债券	54 个 ETF，其中 22 只是嘉信的，投向股票、债券、地产和商品
投资理念	更关注投资目标	更关注风险偏好	兼顾投资目标、风险偏好和投资期限	兼顾投资目标、风险偏好
资产再平衡	在再平衡时考虑税收因素	在再平衡时考虑税收因素	在投资组合偏离初始投资目标 5% 以上时进行再平衡	针对超过 5000 美元的账户进行自动再平衡

资料来源：根据公开信息整理。

国外智能投顾平台的资产管理规模仍旧较小，处于刚起步的阶段，伴随着人工智能的逐步发展，智能投顾的未来发展趋势尤为可知。中国已有部分企业积极布局，包括平安一账通、京东金融、宜信等，这之中绝大多数都是互联网金融平台。中国的家族财富管理机构可借鉴先锋公司，但在具体的服务内容、操作模式上须结合公司实际和家族客户的特点。

4. 专业聚合——家族办公室

随着中国富裕家族财富意识的觉醒和财富管理行业的发展，寻找合适的财富管理模式已尤为重要，汉家族办公室引入欧美专家顾问式的家族办公室模式值得参考。汉家族办公室内部成员包括国内外资深私人银行家、金融理财师、律师、会计师、专利师、精算师等专业人士，这些人或亲自处理，或调动包括银行、信托公司、保险公司、会计师事务所、律师事务所甚至移民机构等资源为保全和传承客户的家族财富服务。

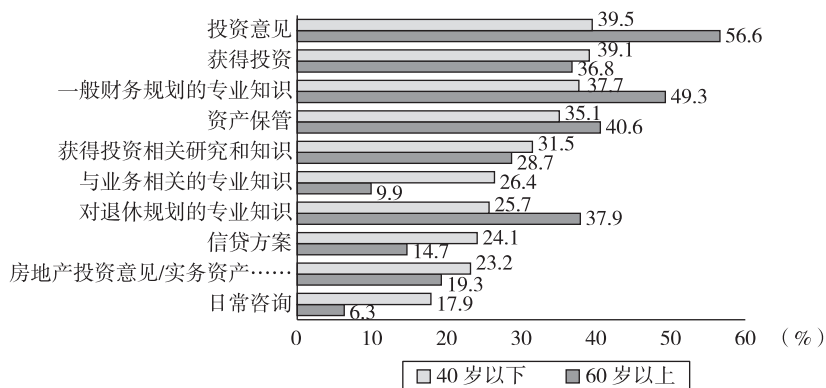
（四）依据客户生命周期需求的全周期产品设计

1. 不同年龄阶层选择财富管理机构的重要性因素差异

在对高净值人士选取财富管理机构的重要性因素调查中，可以看到无论是年轻（40 岁以下）还是年老（60 岁以上）的高净值人士，都将获得相关的投资意见、获得投资和获得一般财务规划的专业知识排到前三。但即便这三个因素，不同年龄的客户也有着巨大差异，年老的客户更希望获得投资意见和一般的财务知识，而年轻的客户在这方面的知识储备则更丰富。对于财富管理机构来说，意识到不同年龄阶层对于



选取财富管理机构的差异性是十分重要的。图 23 非常清晰地展现了两者的差异，此处不再赘述。

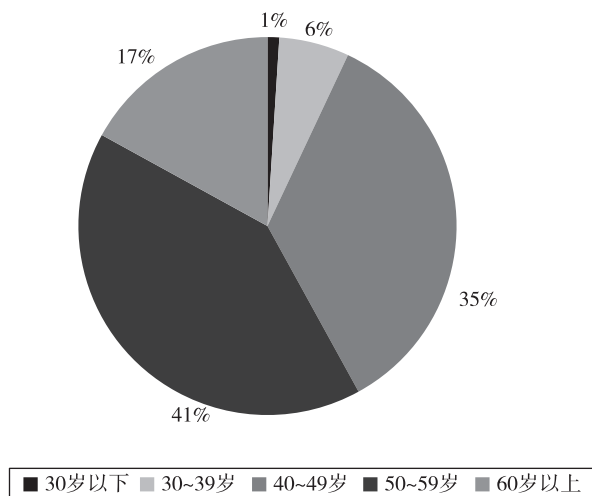


数据来源：《2015 全球财富报告》。

图 23 不同年龄高净值人士选取财富管理机构的重要性因素差异

2. 中国超高净值人群的年龄分布

中国超高净值人群以男性为主，占 84%，女性占 16%。具体年龄分布见图 24。其中主力人群年龄为 40~59 岁，以不同财富量级来看，资产在 5 亿元以上的平均年龄为 51 岁，资产在 20 亿元以上的平均年龄为 53 岁，资产在 60 亿元以上的平均年龄为 58 岁。



数据来源：《中国超高净值人群需求调研报告（2014—2015）》。

图 24 中国超高净值人群年龄分布



3. 客户生命周期带来的风险偏好变化

接近 60% 的超高净值客户年过半百了，他们更看重保障家族后人的生活，因此，对财富进行保值并获得稳定的收益是他们的首要目标。

随着年龄的变化，“财富保障”成为中国高净值人群的首要财富目标，“财富传承”需求进一步显现。总的来说，客户随着年龄的增长，风险的风险偏好程度有所下降。未来财富管理机构应当针对不同年龄阶层的客户，选择适当的服务工具满足他们的差异化需求。表 14 为客户生命周期带来的风险偏好变化。

表 14 不同年龄阶段客户财富管理活动

客户分类	财富保护者	保守管理者	财富创造者	财富最大化要求者
年龄	60 岁以上	50 ~ 59 岁	40 ~ 49 岁	40 岁以下
特点	厌恶风险，投资保守	传统谨慎，有责任感	风险中立，要求较高的投资回报率	风险偏好，要求高盈利
服务需求	关注财富保护与传承，对遗产、税收筹划等领域比较感兴趣	稳健的资产管理	偏好具备稳健和投资性的产品	偏好复杂的产品，需要不断创造财富，实现价值最大化
服务工具	债券、信托等固定收益投资工具	自用房产投资、股票、基金、债券、保险、信托等多元投资组合	基金定投、股票、债券、私募股权	对冲基金、股票、债券、期权、期货、权证、私募股权、VC/PE

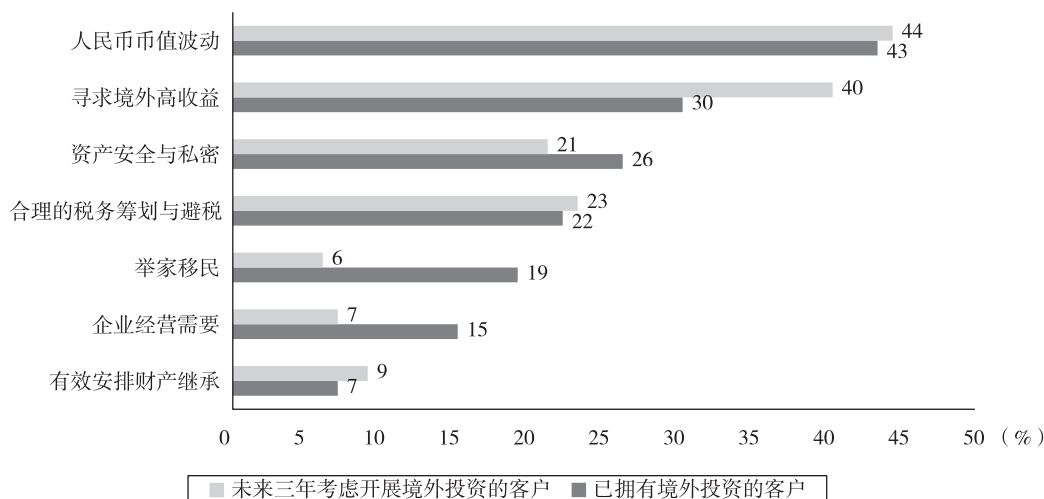
（五）资产配置的国际化和长周期化

1. 境外投资动因增多

长期以来，中国高净值客群境外投资最初的动因集中在资产私密、避险及移民、留学等目的上。2015 年以来，在中国经济国际化、人民币汇率波动加大、境内资产收益率有所降低的大背景下，境外投资的动因增多。未来三年，保值、增值和避险需求较高，境外投资对于家族财富管理机构来说是一个机会，境外布局也刻不容缓。

2. 全球资产配置成新“风口”

全球华人高净值客户的财富管理需求正在不断深化，财富管理机构从初级阶段的简单提供产品，发展到更注重产品研究的资产配置服务，并最终升级到满足客户个性化资产配置方案的全权委托服务，而高净值人士境外投资的目的已从此前的“分散风险”向“主动寻求境外投资收益”转变。许多高净值人士已经完成了境外资产的转移，更多人表示有意愿在新环境下进行境外市场的投资。2015 年波士顿咨询公司和兴业银行的调查显示，中国境内已经有 42% 的客户进行过境外财富管理。客户对于投资领域的多元化需求推动了境外财富管理服务的的发展，资本全球化已是大势所趋；



数据来源：《中国私人银行 2016：逆势增长 全球配置》。

图 25 境外投资需求

同时，2015 年末以来人民币相对美元的贬值也加大了客户的境外资产配置需求。

在境外目标市场上，中国香港、美国和加拿大是高净值客户最偏好的三个市场。中国香港是亚洲最主要的离岸金融业务中心之一，在财富管理方面具备深厚的专业实力；此外，中国香港也是人民币离岸中心，具有税收环境、人才资源和背靠内地等优势，是财富管理机构进行离岸业务、为客户进行全球化资本配置的最佳实践选择。

3. 境外资产配置长周期化

境内的高净值人群配置境外资产的时间不长，大部分是从最近两年开始，在美元升值和境内“资产荒”以及风险事件逐渐暴露的背景下，他们开始关注境外资产。相较于境内资产配置而言，高净值人群在配置境外资产时更加关注长期投资趋势。一方面是因为境外尤其是欧美市场相对更成熟，另一方面也是因为人们对境外资产价格变动的关注相对不太频繁。调研显示，超过四成的高净值人士群将境外私募股权投资作为主要的配置资产，超过三成的高净值人群将境外股票及公募基金作为主要的配置资产。随着境内经济增速逐步下台阶和人民币进入一轮长贬值周期，资金外流的形势短期内不会改变，未来家族财富管理的“出海”及长周期化是大势所趋。

参考文献

- [1] 陈莉，郭纲．中国第三方财富管理 [J]．中国经济周刊，2015（4）．
- [2] 张钟予．中国信托业财富管理转型研究 [D]．成都：西南财经大



学, 2012.

[3] 连凯. 浅谈家族财富管理 [J]. 诺亚研究, 2012 (4).

[4] 张晓婧, 刘茜, 张兴荣. 私人银行家族理财室 [J]. 银行业经营管理, 2012 (7).

[5] 招商银行. 2015 中国私人财富报告 [R]. 北京: 贝恩公司, 2015.

[6] 贾丽杰. 关于家族信托发展路径的探讨 [J]. 西南金融, 2015 (8).

[7] 邓绍鸿. 2015 中国财富管理行业研究报告 [R]. 北京: 投中研究院, 2016.

[8] 宜信卓越财富投资管理研究团队. 2015 中国大众富裕阶层财富白皮书 [R]. 福布斯, 2015.

[9] 王婷婷, 张欢. 家族信托白皮书 [J]. 金融市场研究, 2015 (9).

[10] 吕晶晶. “中国式”家族信托市场前景广阔 [J]. 金融博览·财富, 2014 (16).

[11] 邱峰. 家族财富传承最佳之选——家族信托模式研究 [J]. 国际金融, 2015 (2).

[12] 余蕾. 我国商业银行私人银行业务发展研究 [D]. 北京: 首都经济贸易大学, 2014.

[13] 周轩千. 工行私人银行启动家族财富管理业务 [N]. 上海金融报, 2016 - 03 - 23.

[14] 兴业银行私人银行. 中国私人银行 [R]. 北京: 波士顿咨询公司, 2016.

[15] 赵亚奎. 信托与财富的代际传承——当前的问题及出路 [J]. 国际金融, 2011 (9).

[16] Matthew Bishop, 张达文. 富翁们的忧虑 [J]. 经济学人, 2012 (2).

[17] 林采宜, 吴齐华, 段丽媛. 全球与中国财富管理业务市场现状 [J]. 上海金融, 2015 (7).

[18] 周小明. 2015 中国信托业发展报告 [R]. 北京: 中国人民大学信托与基金研究所, 2015.

[19] 徐文婷. 欧美财富管理业务发展经验借鉴 [J]. 银行分析, 2014 (8).

[20] 任光谦. 中国家族企业公司治理的理论和实证研究 [D]. 北京: 首都经济贸易大学, 2012.

[21] 陈周琴. 中国式家族信托 [J]. 新经济, 2014 (3).



- [22] 李金辉. 基于财富管理模式下的信托产品创新研究 [J]. 科技致富向导, 2012 (21).
- [23] 倪玉鹃. 我国商业银行财富管理业务探析 [D]. 北京: 中央财经大学, 2010.
- [24] 刘明康. 中国财富管理行业存在的不足和挑战 [J]. 海内与海外, 2014 (4).
- [25] 西南财经大学信托与理财研究所, 中国信托业协会. 2016 年第二季度中国信托业发展评析 [EB/OL]. [2016 - 08 - 25] <http://www.xtxh.net/xtxh/analyze/42444.htm>.
- [26] Anirban Bose. World Wealth Report [R]. Capgemini Consulting Technology Outsourcing, 2016.
- [27] Iris J. Goodwin. How the Rich Stay Rich: Using A Family Trust Company to Secure a Family Fortune [Z]. University of Tennessee Legal Studies Research Paper, 2010.
- [28] Jesse Dukeminier, James Krier. The Rise of the Perpetual Trust [J]. UCLA Law Review, 2003, 50 (6) .
- [29] Barbara R. , Hauser M. A. , J. D. Cadwalader. The Use of the Family Trust in the United States Today [R]. Cadwalader, Wickersham & Taft LLP, 2010.
- [30] Stephen Martiros, Todd Millay. A Framework for Understanding Family Office Trends [R]. Alliance & Wharton Global Family Alliance, 2011.
- [31] David G. Sirmon, Michael A. Hitt. Managing Resources: Linking Unique Resources, Management, and Wealth Creation in Family Firms [J]. Entrepreneurship Theory and Practice, 2003, 27 (4) .

言必信
信而不
是金
推心致腹
信

自主研究篇

INDEPENDENT RESEARCH REPORT

